

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	3,40 %	USA	-0,30 %	USD/EUR	-1,19 %	Ropa Brent	3,65 %
Evropa – DJ Stoxx 600	2,69 %	Evropa	-0,90 %	CZK/USD	1,33 %	Zemní plyn	-13,37 %
Japonsko – Nikkei 225	1,60 %	ČR	-0,59 %	CZK/EUR	0,11 %	Sil. elektřina	-1,72 %
MSCI Emer. Mark.	-0,19 %	Polsko	0,05 %	PLN/EUR	1,25 %	Zlato	-3,25 %
ČR – PX	2,84 %	Maďarsko	0,20 %	HUF/EUR	1,84 %	Stříbro	-6,08 %
Polsko – WIG30	-0,49 %	Turecko*	2,32 %	TRY/EUR	-0,65 %	Měď	1,30 %
Maďarsko – BUX	3,67 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## LISTOPAD V KOSTCE

### KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- 7. listopadu zasedala Česká národní banka a v souladu s očekáváním investorů své úrokové sazby nezměnila. Ačkoli bankovní rada pravděpodobně opět vedla debatu o jejich možném zvýšení z titulu domácích inflačních tlaků, nakonec v rozhodování převážila nejistota pramenící ze zahraničního vývoje. Další vývoj sazeb ČNB je v tuto chvíli velmi obtížné určit, protože se bude do velké míry odvíjet od vývoje v zahraničí. Pokud by světová ekonomika začala opět ožívat a přicházející čísla se začala otáčet k lepšímu, trh začne patrně brzy opět spekulovat o tom, zda ČNB sazby nezvýší. Uvedený scénář je tak prozatím předčasný a stabilita sazeb je patrně nyní nejpravděpodobnější scénář.
- Dle předběžného odhadu Českého statistického úřadu česká ekonomika ve třetím čtvrtletí vzrostla o 2,5 % meziročně a o 0,3 % mezičtvrtletně. Hodnoty tak byly nepatrně pod očekáváním analytiků. V letošním roce by měla ekonomika po 3% růstu v roce 2018 zpomalit ke 2,5 %, příští rok se očekává další zpomalení blíže ke 2 %.
- Německá ekonomika se vyhnula recesi. Sice jen s odřenýma ušima, ale i přesto je to pozitivní zpráva. Většina analytiků totiž očekávala, že HDP Německa naváže na ztrátu z 2. čtvrtletí a naplní tak podmínky technické recese. Díky vyšší spotřebě ovšem hrubý domácí produkt našeho západního souseda ve třetím čtvrtletí vzrostl, a to o celých 0,1 procenta. Meziročně posílila německá ekonomika o 0,5 %.
- Nejprominentnější německý indikátor podnikatelského sentimentu, index IFO, v listopadu mírně vzrostl, když z říjnové hodnoty 94,7 bodů poskočil na 95,0 bodů. Přitom se zlepšil jak subindex hodnocení současné situace, tak i subindex očekávání do příštích šesti měsíců. IFO Institut navíc očekává, že německá ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí poroste o 0,2 % mezikvartálně. Pokles německé ekonomiky by tak už neměl být na pořadu dne. Co se jednotlivých sektorů týče, německý průmysl je i nadále v recesi. Průmyslové podniky si především stěžují na slabé objednávky. Naopak sektoru služeb se i nadále daří poměrně dobře a i nadále by měl být světovou stránkou evropského hospodářského motoru. Celkově listopadové IFO představuje mírně pozitivní zprávu i pro českou ekonomiku, která je na německé hospodářství silně navázaná, neboť tam směřuje třetina českých exportů.
- Obchodní válka stále doléhá na mezinárodní obchod. Podle dat Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis poklesl mezinárodní obchod z globálního pohledu ve třetím čtvrtletí meziročně o 1 %. Je to další jasný důkaz toho, že světová ekonomika momentálně není v úplně nejlepší kondici.
- První fáze obchodní dohody mezi USA a Čínou je na spadnutí. Američtí i čínští představitelé neustále ke konci měsíce vypouštěli komunikační balóčky, že by měla být první fáze obchodní dohody (phase one deal) podepsána velmi brzo. To hnalo akciové trhy výše. Obchodní spor mezi USA a Čínou je tak v poslední době hlavním hybatelem akciových trhů.
- Díky pokračování relativního klidu zbraní na poli obchodní války, resp. očekávání ohledně brzkého uzavření první fáze obchodní dohody mezi USA a Čínou, na finančních trzích pokračoval příznivý sentiment. Ve výsledku tak akciové trhy slušně rostly. Na druhou stranu nová přicházející makrodata opět potvrdila, že světová ekonomika pokračuje v mírném zpomalování. Recese z globálního pohledu nicméně rozhodně není na pořadu dne.

### VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

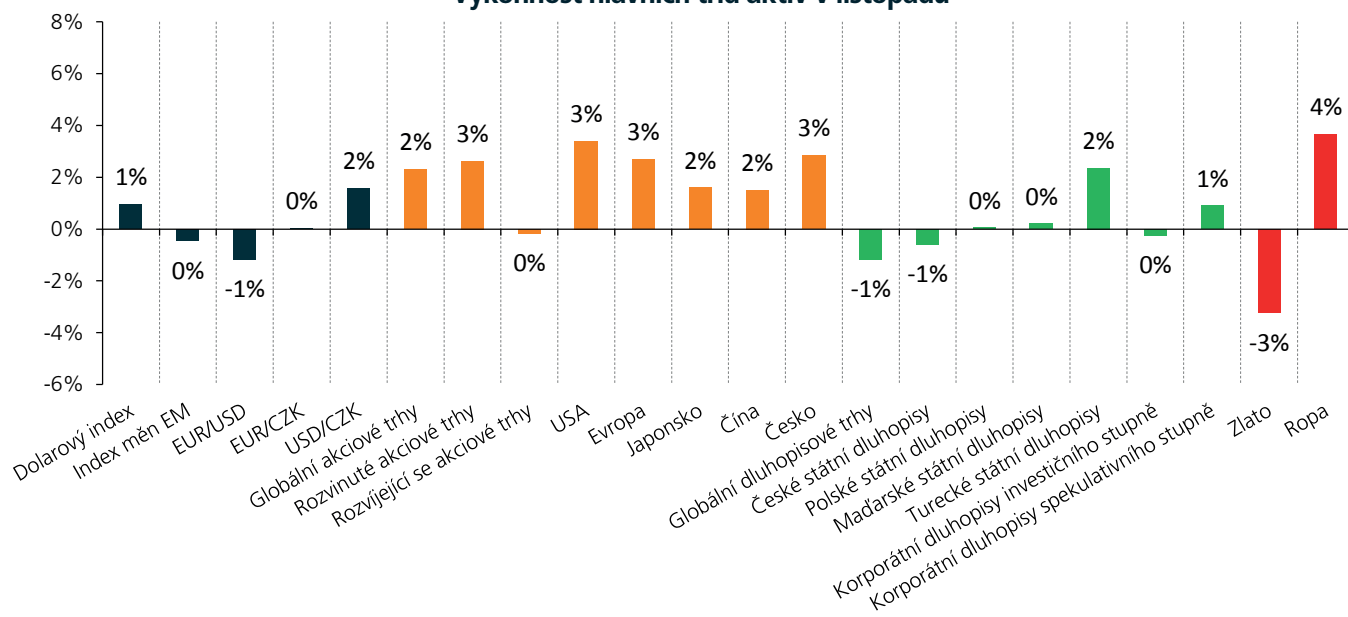
- Dolar tentokrát v příznivém sentimentu posiloval. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, posílil o 0,9 %. Vůči euru dolar zpevnil o 1,2 % na úroveň 1,102 dolaru za euro. Měny rozvíjejících se ekonomik vůči dolaru oslabovaly, když jejich index vůči dolaru poklesl o 0,5 %.
- Kurz koruny vůči euru se meziměsíčně nezměnil a zůstal na úrovni 25,52 CZK/EUR. Vůči dolaru koruna oslabila o 1,3 % na úroveň 23,23 CZK/USD.

## LISTOPAD V KOSTCE

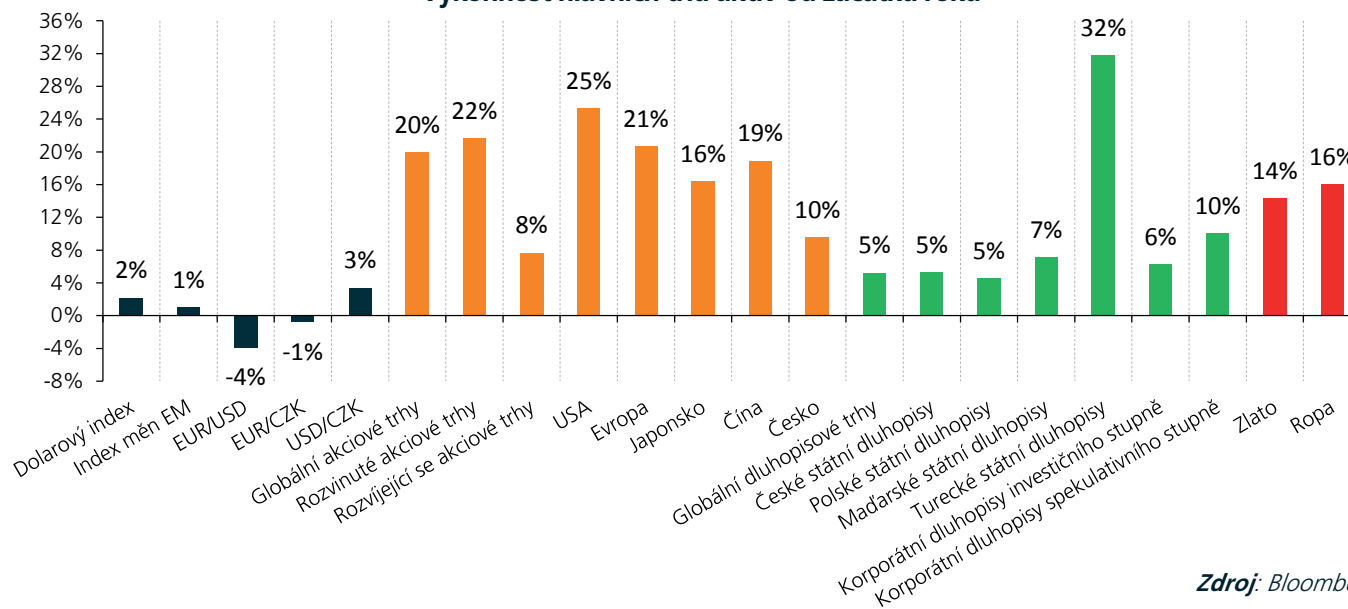
## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Akciím se znovu dařilo velice dobře. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal solidní zhodnocení 2,3 %. Z regionálního pohledu se více dařilo akciím rozvinutých zemí, jejichž index MSCI World posílil o 2,6 %. Naopak akcie z rozvíjejících se trhů oslabovaly. Jejich index MSCI Emerging Markets poklesl o 0,2 %.
- Ze sledovaných trhů zaznamenaly největší zisk akcie v Turecku (BIST 100 +8,6 %) a USA (S&P 500 +3,4 %). Naopak se nedařilo akciím v Latinské Americe (MSCI Latin America -4,3 %).
- Pražská burza dle indexu PX připsala nadprůměrné zhodnocení 2,8 % a index PX měsíc zakončil na úrovni 1 081.
- Dluhopisy oslabovaly, když globální dluhopisový index ICE BofAML Global Government odepsal 1,2 %. České vládní dluhopisy zaznamenaly ztrátu -0,6 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s krátkou dvouletou splatností vzrostl o 0,32 % na úroveň 1,62 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s dlouhou 10letou splatností vzrostl o 0,09 % na úroveň 1,48 %. Česká výnosová křivka je tak nyní inverzní.
- Polské vládní dluhopisy připsaly nepatrné zhodnocení 0,1 % a maďarské vládní dluhopisy připsaly zisk 0,2 %. Turecké vládní dluhopisy zaznamenaly vysoký zisk 2,4 % a od začátku roku přispívají vysoce nadstandardní zhodnocení 32 % v turecké liře a 25 % v koruně.

Výkonnost hlavních tříd aktiv v listopadu



Výkonnost hlavních tříd aktiv od začátku roku



## LISTOPAD V KOSTCE

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Korporátní dluhopisy vykázaly malé pohyby. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně poklesl o 0,2 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) meziměsíčně naopak připsal zisk 0,9 %.
- Cena ropy Brent vzrostla o 3,7 % na 62 dolarů za barel. Cena zlata naopak poklesla o 3,2 % na 1 466 dolarů za unci.

## CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme se v průběhu listopadu po silném růstu rozhodli realizovat část akciových zisků a to proporcionálním prodejem akciových pozic napříč všemi světovými regiony. Ve srovnání s našimi srovnávacími indexy neboli benchmarky se tak tímto krokem dostáváme z mírného nadvážení na velice mírné podvážení.
- Celkově máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) velice mírné podvážení v akciích, podvážení v dluhopisech a nadvážení v alternativních investicích.
- V akciové složce máme výrazně podvážené USA a naopak nadvážené rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele s rozvíjející se Asií a střední a východní Evropou.
- U českých vládních dluhopisů i nadále udržujeme defenzivní nastavení u úrokového rizika prostřednictvím podvážené durace, tzn. že oproti benchmarku udržujeme průměrnou splatnost dluhopisů kratší.

ASSET ALOKACE	akcie	dluhopisy	alternativy
	+	-	+
	podvážení	podvážení	nadvážení

AKCIOVÁ ALOKACE							
celková alokace	podvážení	rozvinuté trhy	podvážení	USA	podvážení		
				západní Evropa	podvážení		
		rozvíjející se trhy	nadvážení	Japonsko	nadvážení		
				střední a východní Evropa	nadvážení		
				rozvíjející se Asie	nadvážení		
				Latinská Amerika	podvážení		
						Rusko	nadvážení
						Turecko	nadvážení

## JAKÝ JE NAŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naše očekávání pro zbytek roku 2019 a rok 2020 jsou v rámci našeho základního scénáře očekávaného budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017 a od začátku roku 2018 postupně mírně zpomaluje. Aktuální dynamika a výhled světové ekonomiky jsou tak spíše slabší. Současný růst světové ekonomiky je stále ještě relativně slušný, nicméně postupné zpomalování dynamiky jednoznačně pokračuje. Slabost začala v průmyslovém sektoru, nicméně nyní se již zdá, že i spotřebitelský sektor bude negativně přispívat k dalšímu zpomalování světové ekonomiky v následujících kvartálech. Skutečně to vypadá tak, že je odolnost spotřebitelů, z globálního hlediska, minulostí. Významným negativním faktorem je také dynamika mezinárodního obchodu. Ta totiž ve třetím čtvrtletí poklesla počtvrté za sebou. Měkké indikátory, naznačující pravděpodobnou dynamiku do příštích kvartálů, jako indexy nákupních manažerů PMI, jednoznačně ukazují na slábnoucí hospodářskou dynamiku v následujících měsících. Slabost je patrná jak v průmyslu, tak nyní už i ve službách. Rovněž jsou patrné náznaky, že trh práce už také nebude tak silný jako v předchozích čtvrtletích. Dalším negativem je skutečnost, že přes pokračování uvolňování měnových politik prakticky všech centrálních bank na světě monetární indikátory naznačují, že dynamika nových úvěrů rovněž zpomaluje.
- Inflace je v USA a především v eurozóně o něco slabší, než by se centrálním bankéřům líbilo. Proto celkově inflační vývoj pro globální finanční trhy, a zejména pro dluhopisy, stále nepředstavuje zásadní problém. Inflace by se měla i nadále pohybovat mírně pod nebo na 2% inflačních cílech. Výrazný nárůst inflace, zdá se, rozhodně není na pořadu dne.

## LISTOPAD V KOSTCE

## JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Aktuální konsenzus ekonomů na růst světové ekonomiky v příštím roce činí dle Focus Economics 2,6 %, takže to velice pravděpodobně žádná hrůza nebude, nicméně rizika prognóz jsou jednoznačně vychýlena směrem dolů, což konec konců na svých zasedáních v říjnu potvrdily také ECB a Fed. Světovou hospodářskou recesi ekonomové zatím rozhodně nepředpokládají, mírné zpomalování bude nicméně velice pravděpodobně pokračovat. Hlavními tahouny globálního růstu přitom budou i nadále rozvíjející se ekonomiky v Asii v čele s Čínou a Indií. Česká ekonomika byla doposud vůči tomuto globálnímu a německému trendu docela imunná, výraznější zpomalení přijde nicméně i k nám s pravděpodobností téměř 100 %. Uvidíme, jak na to zareaguje Česká národní banka, která se prozatím tváří tak, že se nic moc neděje a že úrokové sazby zůstanou stabilní ještě poměrně dlouho.
- Co se týče klíčových centrálních bank, ECB v září a Fed naposledy v říjnu měnovou politiku dále uvolnili. Fed úrokové sazby potřeby za sebou snížil a je možné, že další snížení budou příští rok následovat. ECB sazby snížila v září a ohlásila časově neomezené obnovení programu kvantitativního uvolňování od listopadu v objemu 20 miliard euro měsíčně. Naopak u japonské centrální banky jsme se v posledním období žádné změny nedočkali. Bank of Japan bude i nadále udržovat nulové sazby a nákupy vládních dluhopisů po ještě velice dlouhou dobu, neboť míra inflace se v Japonsku stále pohybuje velice hluboko pod 2% inflačním cílem. Přitom platí, že zejména v eurozóně se v souvislosti s pravděpodobně slabou účinností měnové politiky začalo hovořit o tom, že k podpoře ekonomického růstu by měly být použity masivní fiskální stimuly. Mimo jiné se takto vyjádřila nová prezidentka Christine Lagardeová.
- Co se globálního akciového výhledu týče, globální akciové trhy jsou od začátku roku ke konci listopadu o 20 % silnější. Výrazná změna rétoriky Fedu a ECB v posledních měsících pro ně představovala velice silný pozitivní impuls. Domníváme se také, že riziko dalšího zpomalování růstu světové ekonomiky je již v cenách akcií zaceněno. Platí to i pro klíčový faktor pro následující období, tedy obchodní válku mezi USA a Čínou, která bude velice pravděpodobně pokračovat ještě dlouho. Myslíme si nicméně, že tento faktor lze jen stěží predikovat. V dalším období očekáváme mírný akciový růst, neboť valuace jsou celkově relativně příznivé, navíc dynamika růstu korporátních zisků by se měla podle tržních odhadů v příštím roce dostat zpátky do plusu.
- Z hlediska regionální akciové alokace stále silně preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele s rozvíjející se Asií a střední a východní Evropou oproti USA. Tento postoj vychází zejména z valuačního hlediska, kdy se domníváme, že americké akcie jsou momentálně silně předražené, přibližně 30 % nad dlouhodobými průměry dle valuačních indikátorů jako P/E, P/B či P/S. Naopak rozvíjející se trhy se obchodují na valuacích přibližně na úrovni dlouhodobých průměrů.
- Na trh českých vládních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy do doby splatnosti jsou z historického srovnání stále poměrně hodně nízké, resp. ceny vysoko.
- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu od začátku roku již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou. Klíčové indikátory atraktivity korporátních dluhopisů, kreditní marže, se totiž nyní pohybují na historických minimech.
- V každém případě musíme i nadále počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržních cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi.
- Mezi aktuální klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře očekávaného vývoje globálních finančních trhů patří 1) další zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě ve vztahu mezi USA a Čínou, případně EU, 2) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky v čele s Čínou, 3) tvrdý brexit bez dohody a 4) krize na Blízkém východě.

## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

**Ekonomika eurozóny stále roste velmi pomalým tempem, z měsíčních dat je ale jasné, že situace se již stabilizovala a dále se nezhoršuje. Inflation překvapivě vzrostla na hodnoty v posledních letech zaznamenané pouze ve Velikonočním období.**

Ani po zveřejnění růstových dat za Německo se na původním odhadu tempa růstu ekonomiky EMU ve 3. čtvrtletí (0,2 % q/q) nic nezměnilo. Není divu – německá ekonomika sice po poklesu o 0,2 % q/q ve druhém čtvrtletí do technické recese ve čtvrtletí minulém nespádla, ale růst o 0,1 % q/q těžko mohl nakopnout celou EMU k lepšímu výkonu. Francie totiž rostla jen o 0,3 % q/q, Španělsko o 0,4 % q/q a Itálie počtvrté v řadě pouze o anemických 0,1 % q/q. Strukturální data za celou EMU budou zveřejněna až v polovině prosince.

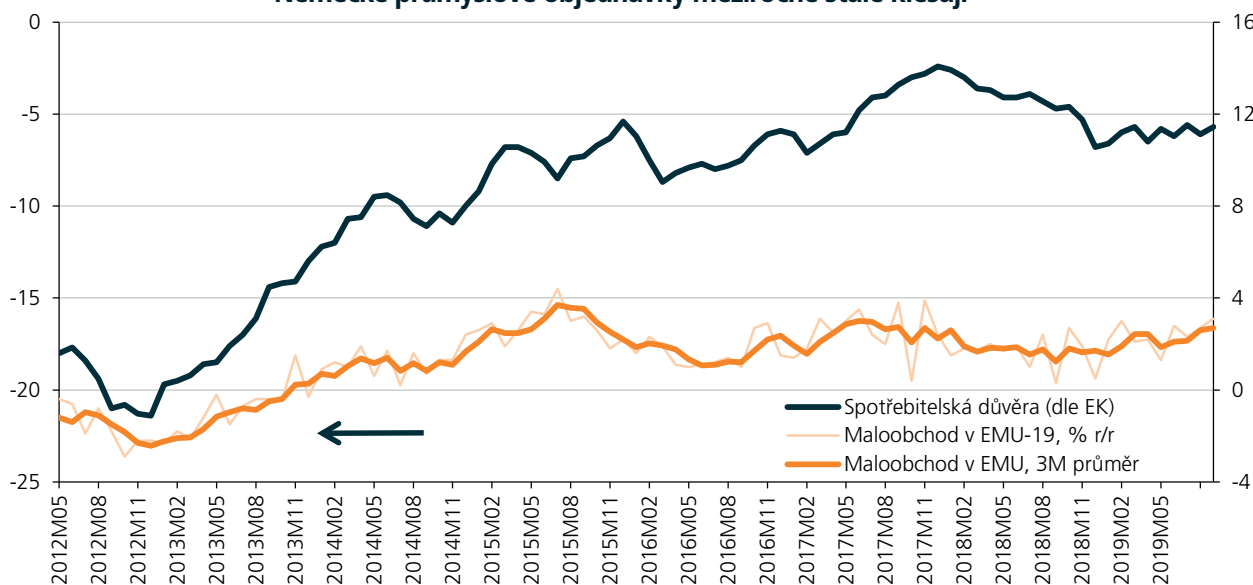
## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

Měsíční data, která byla během listopadu zveřejněna, ukazují, že situace je stabilizována (tj. že recese v EMU vypadá pro nejbližší dvě čtvrtletí nepravděpodobně). **Maloobchodní tržby** rostou sice nadále slabým tempem, ale v posledních měsících přece jenom pozorujeme jisté zlepšení. V září vzrostly tržby o 3,1 % r/r, což bylo nejrychlejší tempo růstu od listopadu 2017; v posledních třech měsících dosáhlo meziroční tempo růstu průměrných 2,7 %, což je také nejvíce od listopadu 2017. Samozřejmě, nejsou to čísla, ze kterých by šel ve Frankfurtu inflační strach resp. čísla, kvůli nimž by ECB měla zvážit svědomí ohledně nedávného znovunastartování kvantitativního uvolňování. Vzhledem k dalším datům – **nezaměstnanost**, důvěra domácností – se zdá, že se jedná toliko o krátkodobé urychlení, které nebude mít dlouhého trvání. I tak je to však lepší, než kdyby tržby zpomalovaly. Sezonně očištěná nezaměstnanost stagnuje na 7,5 % a v posledním půlroce se tedy prakticky nezměnila (duben: 7,6 %, říjen: 7,5 %); meziroční zlepšení tak je sotva poloviční (0,5 p. b.) ve srovnání s tím, co jsme viděli ještě počátkem roku. **Důvěra domácností** také v posledním půlroce stagnuje kolem -7 bodů, bez jakéhokoliv trendu.

**Průmyslová produkce** v září vzrostla o 0,1 %, po červencovém poklesu o 0,5 % m/m a srpnovém nárůstu o 0,4 % tak průmysl v EMU ve 3. čtvrtletí stagnoval. V meziročním vyjádření byla zářijová produkce o 1,7 % nižší, a to hlavně důsledkem vývoje v průmyslovém sektoru Německa, kde produkce jako následek slabosti v sektoru aut poklesla o 5,3 %. Meziročně nižší byla v září produkce už jen v Itálii (o 2,1 %), ve Francii pak produkce stagnovala a ve Španělsku meziročně vzrostla (i když jenom o 0,4 %).

Německé průmyslové objednávky meziročně stále klesají



Zdroj: Eurostat

Vzhledem k vývoji předstihových indikátorů i německých průmyslových objednávek nelze však očekávat, že se tento obrázek hned tak dramaticky změní k lepšímu. Že se situace již stabilizovala, je ale zřejmé. **Německé průmyslové objednávky v září sice potřetí v řadě klesly (o 0,4 %)** a meziročně jsou nižší o 5,4 %, měkké indikátory však přece jenom jistých změn k lepšímu doznaly. Složka očekávání u indexu IFO se v listopadu podruhé za sebou lehce zvedla, byť její listopadová hodnota 92,1 bodu je stále jen o 1,2 bodu vyšší než pokrizové dno zaznamenané v září letošního roku. Je to jak důsledek situace ve zpracovatelském průmyslu, kde stále vládne pesimismus, tak důsledek situace v sektoru služeb. I v něm je totiž důvěra stále velmi nízká, byť poslední tři měsíce již roste.

**Index nákupních manažerů (PMI)** za celou eurozónu maluje podobný obrázek: ve zpracovatelském sektoru dle finálních dat v listopadu sice index zůstal pod hranicí 50 bodů, ale 46,9 bodu je tříměsíční maximum. Ve službách zůstal index nákupních manažerů nad 50 body, když dosáhl 51,5 bodu (což je však nejméně od ledna letošního roku).

**Inflace zůstává nadále nízká, v listopadu se však její jádrová složka zvedla na nejvyšší úroveň (1,3 %) od letošního dubna.** Předtím byla na stejné hodnotě opět v dubnu (roku 2017), takže skutečnost, že se na úroveň 1,3 % dostala i v jiném měsíci než v dubnu (kdy je inflace pod vlivem Velikonoc), dává malou naději, že se možná inflační vývoj přece jenom z pohledu ECB o něco zlepšil.

## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

ECB v listopadu nezasedala, pouze byly zveřejněny zápisky z jejího říjnového jednání (a přišlo první veřejné vystoupení nástupkyně Maria Draghiho, Ch. Lagardeové, která však ohledně měnové politiky nic nového nepřinesla). V zápiscích z října byly nejzajímavější nikoliv měnověpolitické úvahy, nýbrž dvě výzvy: zaprvé výzva k trpělivosti, aby v září schválená opatření měla čas ovlivnit reálnou ekonomiku, a zadruhé výzva k jednotnosti v Radě guvernérů. V Radě guvernérů během listopadu evidentně opadlo to největší napětí, které bylo evidentní v říjnu a které během toho měsíce mělo svůj mediální odraz v negativních mediálních vyjádřeních členů severního křídla eurozóny. Počátkem prosince se dokonce prezident Bundesbanky J. Weidmann omluvil M. Draghimu za způsob podání kritiky (ergo, za článek v německém bulvárním listu Bild, ve kterém byl Draghi vykreslen jako vévoda „Draghila“, který vysává úspory německých střadatelů), byť ne za její obsah. I tak se zdá, že se vztahy v Radě normalizují.

## USA

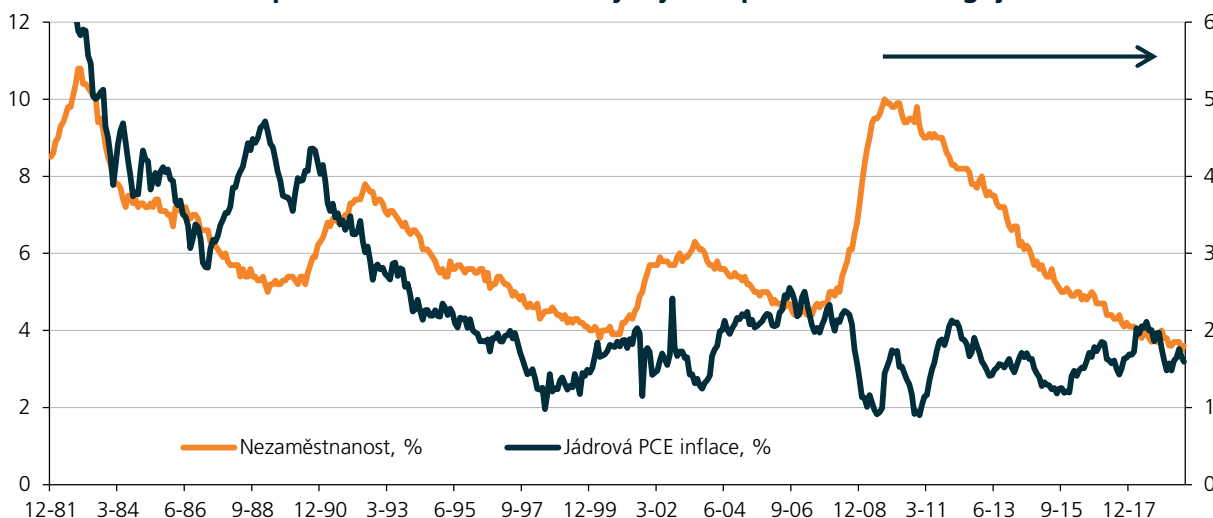
**Ekonomika roste tempem kolem 2 %, trh práce je nadále v nejlepším stavu za několik desetiletí. Na inflaci se to však nijak neprojevuje.**

Tempo růstu americké ekonomiky je sice vzdáleno tomu, co by nejraději viděl americký prezident (poblíž 3 %), ale žádná ostuda to určitě není: dle druhého odhadu totiž americký HDP rostl ve 3. čtvrtletí tempem o něco lepším (2,1 % q/q anualizovaně) než ve čtvrtletí druhém (kdy to byla rovná dvě procenta). Největším přispěvatelem k růstu byla samozřejmě poptávka domácností (+2 p. b.), následována s velkým odstupem poptávkou vlády (+0,3 p. b.). Příspěvek zbylých složek agregátní poptávky byl negativní, ale jenom mírně: fixní investice ubraly růstu 0,2 p. b., čistý export a zásoby společně pak přidaly 0,1 p. b. Oproti prvnímu odhadu, který byl 1,9 %, tak došlo ve druhém odhadu toliko ke kosmetickým změnám.

Data zveřejněná během listopadu nás pak nevedou k tomu, že bychom pro poslední letošní čtvrtletí čekali jiné tempo růstu než to, které jsme viděli ve čtvrtletí třetím.

**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** bez letadel a vojenské techniky, což je proxy pro fixní investice, v říjnu mírně vzrostly (+0,4 % m/m), v září však po revizi nakonec výrazně klesly (o 1,4 %). **Průmyslová produkce** v říjnu poklesla podruhé v řadě (-0,4%), oproti počátku roku je tak o 1,7 % a oproti říjnu 2018 o 1,1 % nižší. Obchodní válka tak doléhá i na americký průmysl, ale evidentní v mnohem menším rozsahu, než je tomu v případě německého průmyslu. **Maloobchodní tržby** bez aut a paliv i počátkem čtvrtého čtvrtletí potvrdily, že se o spotřebu domácností může americká ekonomika stále opřít. V říjnu totiž tržby přidaly 0,25 % m/m, což je měsíční tempo zhruba potřebné k tomu, aby za celé čtvrté čtvrtletí tržby vzrostly stejným tempem jako ve čtvrtletí třetím, tj. o 0,9 %. Trh práce dává tušit, že by tomu tak mělo být. Po silném prvním a druhém čtvrtletí, kdy trh práce vytvořil 496 tis. resp. 437 tis. soukromých pracovních míst, pokračoval výborný vývoj i ve třetím čtvrtletí, v němž vzniklo v soukromém sektoru dohromady 452 tis. míst. I počátkem 4. čtvrtletí se trhu práce daří – v říjnu vytvořil dalších 131 tis. míst, kvartální výsledek tak má nakročeno k tomu, aby tvorba pracovních míst překročila 400 tis. míst.

## Inflace v posledních 10 letech na vývoj trhu práce moc nereaguje



Zdroj: bea.gov, tabulka 1.1.2

## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

**Oficiální míra nezaměstnanosti dosáhla v říjnu 3,6 %** (tj. s výjimkou září letošního roku nejnižší úroveň od roku 1994), její alternativní míra, zahrnující kromě nezaměstnaných i lidi, kteří pracují méně, než by chtěli, dosáhla 7 %, což je stejně nízko jako v prosinci 2000. **První žádosti o podporu v nezaměstnanosti činily v listopadu v průměru 219,75 tis. týdně**, což je stále nejméně od konce 60. let minulého století (což je období, za které máme k dispozici data). Dobrý vývoj trhu práce se projevuje ve mzdách: nominální mzda vzrostla v říjnu o 3 % r/r (reálná však pouze o 1,2 %). Nominální tempo lehce pod třemi procenty stále není žádná sláva, je to však poblíž pokrizového (tj. desetiletého) maxima.

**Jádrová PCE inflace tak, jak je zvykem v posledních 10 letech, ani v letošním roce na vývoj na trhu práce moc nereagovala. V říjnu v meziměsíčním srovnání přidala 0,1 %**, v posledních 3 měsících pak vzrostla o 0,3 %, což znamená, že v analýzovaném vyjádření je nyní opět pod cílem americké centrální banky, který je na 2 %. Vývoj v posledních třech měsících je však výrazně ovlivněn překvapivě slabým růstem cen v září (historicky je m/m změna v září kolem +0,2 % m/m, v září letošního roku to byla pouze stagnace). Meziročně je celková inflace na úrovni 1,3 %, jádrová pak na 1,7 %.

Během listopadu Fed nezasedal (další a letošní poslední zasedání je naplánováno na 10.–11. prosince), zveřejněn byl pouze zápis ze zasedání koncem října, na kterém Fed snížil hlavní sazbu o dalších 25 b. b. (na 1,50–1,75 %). V něm bylo potvrzeno to, co Fed řekl hned po zasedání – že laťka pro další pokles sazeb se posunula výš. Tak, jak z vyjádření hned po zasedání například zmizela věta, že se Fed „zavazuje konat tak, aby udržel expanzi“, která se ve vyjádřeních objevovala v posledním půlroce, se v zápiscích, zveřejněných v listopadu, objevilo, že „měnověpolitický postoj zůstane pravděpodobně neměnný, pokud nové informace nebudou mít za následek materiální přehodnocení ekonomického výhledu“. Čeká nás tedy nyní pravděpodobně delší období stability sazeb.

## CEE3

## ČR

**Růst české ekonomiky je sice pozitivní, nad hladinou jej ale drží už jen vláda. Inflace zůstává kvůli bydlení a jídlu nadále relativně vysoko.**

Česká ekonomika vzrostla ve 3. čtvrtletí o 0,4 % mezičtvrtletně a o 2,5 % meziročně. Jednalo se tak o nejslabší tempo v rámci regionu a také o nejslabší růstové tempo od 2. čtvrtletí 2016. Ve struktuře mezičtvrtletního růstu je navíc vidět, že nebyť vlády (jejíž poptávka po růstu o 1,3 % q/q ve druhém čtvrtletí rostla o další procento q/q ve třetím čtvrtletí), ekonomika by byla poklesla. Poptávka domácností totiž mezičtvrtletně pouze stagnovala (což je její nejslabší výsledek od konce roku 2013) a pokračovala také slabost fixních investic, které poklesly na mezičtvrtletní bázi potřeť v řadě (o 0,3 % q/q, stejně jako v prvním čtvrtletí).

Data zveřejněná v průběhu listopadu se v případě „tvrdých“ dat týkala ještě konce třetího čtvrtletí, takže nejsou kvůli faktu, že za toto čtvrtletí už máme data o HDP, tak zajímavá.

**V průmyslu nadále trvá slabost, ale menší, než by šlo očekávat z měkkých indikátorů.** V září produkce meziměsíčně jen stagnovala, což vzhledem k výsledkům minulých měsíců (srpen: 0,2 % m/m, červenec: -1,9 % m/m) znamená, že produkce ve 3. čtvrtletí mezičtvrtletně poklesla. Vzhledem k měkkým indikátorům (PMI dosáhl v září 44,9 bodu) i vzhledem k situaci v Německu je však podobně jako v minulých měsících její meziroční pokles (v září o půl procenta) nečekaně dobrým výsledkem. Budeme se opakovat, ale vzhledem k tomu, že index nákupních manažerů poklesl v listopadu na 43,5 bodu (což je skoro nejhorší výsledek od poloviny roku 2009), měla by průmyslová produkce zamířit výrazněji dolů. Je však také pravdou, že PMI je pod 50 už rok a průmysl meziročně moc neklesl, takže nadále nevěříme, že to, co věští PMI (tj. že bychom nakonec viděli poklesy produkce jako v roce 2009) se nakonec i stane.

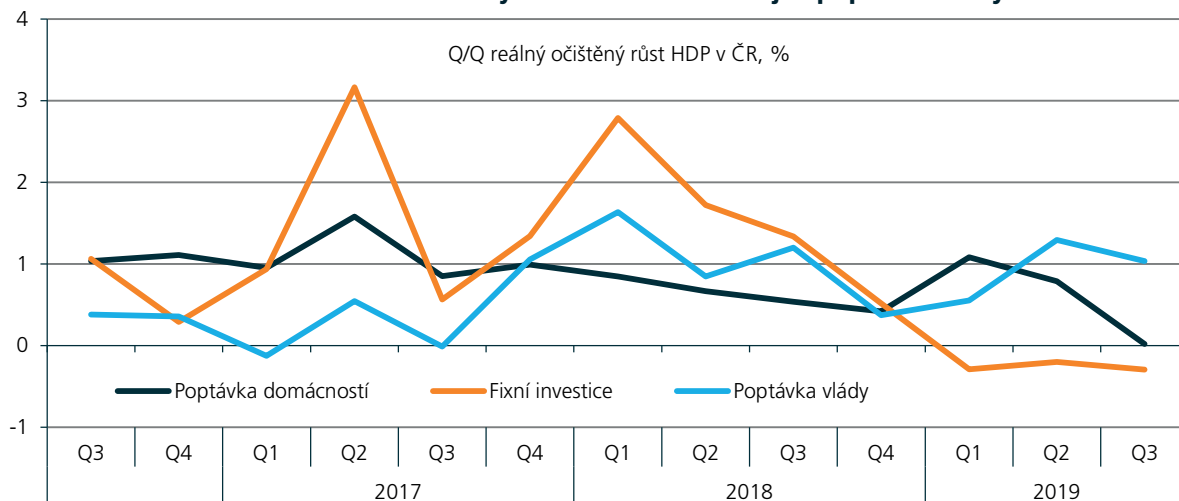
**Maloobchodní tržby nijak nepřekvapily.** Celkové tržby přidaly v září 4,7 % r/r, což je růstové tempo neviděné od léta 2017. Je to zejména důsledek faktu, že polevila slabost v sektoru aut – růst tržeb v segmentu prodejů a oprav motorových vozidel dosáhl 3,5 % r/r. U jádrových tržeb, tj. u tržeb bez aut, paliv (a bez potravin) je obrázek stále stejný a tudíž výborný: jádrové tržby přidaly v reálném vyjádření 8,9 % r/r (a v prvních 9 měsících letošního roku tak vzrostly jádrové tržby o více než 8 %).

**Spotřebitelská (měnověpolitická) inflace zůstala v říjnu, podobně jako celý letošní rok, ve vrchní polovině inflačního pásma; v říjnu dosáhla stejně jako v září 2,7 %.** Poptávková inflace byla pak v listopadu o 0,1 p. b. nižší (2,6 %) než v říjnu. Ve struktuře meziroční inflace nadále převládají vlivy, které neukazují na široce založené poptávkové tlaky: sektor bydlení stále tvoří skoro polovinu inflace (příspěvek 1,2 p. b.), alkohol + potraviny + tabák pak vysvětlí další čtvrtinu celého růstu cenové hladiny (příspěvek 0,7 p. b.).

## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## ČR

## Růst ekonomiky drží nad hladinou už jen poptávka vlády

Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz)

**ČNB zasedala 7. 11., tj. na šesté výročí zahájení devizových intervencí.** K žádné změně nastavení měnové politiky nedošlo, i když dva z členů BR ČNB (Mora, Benda) hlasovali pro zvýšení dvoutýdenní repo sazby o 0,25 p. b. Nově zveřejněná prognóza sice opět „požadovala“ takový růst sazeb, ovšem předpokládala také jejich pokles v příštím roce. Většina členů BR však vyhodnotila rizika této prognózy jako protiinflační a protože hýbání se sazbami nahoru a dolů v horizontu několika kvartálů nedává smysl, rozhodla se vyčkávat. ČNB v prognóze snížila výhled tempa růstu na rok 2020 o 0,5 p. b. na 2,4 %, zvýšila však očekávaný kurz EUR/CZK na 25,4 (z 24,9). Inflační efekty těchto změn se částečně kompenzují, proto je prognózou implikovaná trajektorie sazeb oproti minulé prognóze změněna jen o málo (oproti srpnové prognóze tak listopadová ukazuje v průměru o jedno zvýšení sazeb více v příštích 2 letech).

## POLSKO

**Polská ekonomika růstově překvapuje, a to jak díky domácnostem, tak díky průmyslu, který stále roste výrazně lépe, než co naznačují měkké indikátory. Centrální banka nadále predikuje dlouhé období neměnných sazeb.**

**Polská ekonomika znovu překvapila.** Tempo jejího růstu dosáhlo 1,3 %, meziročně tak opět přes 4 %. Struktura růstu byla velmi vyrovnaná, jediným negativním faktorem, jako ostatně po tři minulá čtvrtletí, byly zásoby. To je překvapivé, vytváří to však do budoucna prostor pro pozitivní vliv na celkový růst v dalších čtvrtletích. Pokud totiž zásoby klesly z důvodu, že skutečná poptávka předstihla tu, kterou výrobci očekávali, což je vzhledem k trvajícím síle domácí poptávky dost dobře možné, bude nutné doplnění zásob (s pozitivním vlivem na produkci a HDP).

**Průmyslová produkce** počátkem 4. čtvrtletí vzrostla o 1,1 % m/m, což je společně se zářím (+1,3 % m/m) hodně překvapivé. Meziroční tempo dosáhlo 3,5 % r/r, což (shodně s ČR) vůbec neodpovídá tomu, kde se nachází index nákupních manažerů. Ten totiž v říjnu poklesl nejrychleji od poloviny roku 2009 (na 45,6 bodu), tažen dolů nejrychlejším propadem nových objednávek od dubna roku 2009 a nejrychleším propadem exportních objednávek od června 2009. Takové hodnoty PMI by z historického pohledu indikovaly pokles produkce o 5 % r/r. Ačkoliv listopadový PMI se zlepšil jenom minimálně (46,7 bodu), nečekáme vzhledem k tomu, že je v posledních čtvrtletích index PMI slabým prediktorem skutečné produkce, že se na taková meziroční tempa poklesu dostaneme.

**Maloobchodní tržby i počátkem 4. čtvrtletí letošního roku zaznamenaly dobrý výsledek.** V říjnu vzrostly o 4,6 % r/r, což je navzdory tomu, že je to tempo pomalejší než třeba v první polovině roku, výsledek stále velmi dobrý. Fundamenty podporující poptávku domácností jsou, stejně jako v minulých měsících, velmi dobré. **Mzdy dále rostou** (v září nominálně +6,6 % r/r, v říjnu o 5,9 %) a daří se i trhu práce. **Míra nezaměstnanosti v říjnu klesla** na další historické minimum, a to jak po sezonním očištění (5,2 %), tak bez něj (5 %). V příštím roce poptávce domácností dále pomůže růst minimální mzdy (o 15 %), který v první polovině září ohlásila strana Právo a spravedlnost (další růst minimální mzdy o 15 % v roce 2021 a o 10 % p.a. v letech 2022–2024 byly pak přísliby).

## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## POLSKO

**Fakt, že by se v tomto případě minimální mzda dostala na dohled 60 % průměrné mzdy** (což je výrazně více než v jiných zemích), **by samozřejmě kromě investic měl mít dopad i na inflaci**, a to dle odhadů zhruba v rozsahu příspěvku +0,2 až +0,3 p. b. k meziroční inflaci. V současnosti je přitom inflace už relativně vysoko: celková inflace sice v říjnu klesla dle finálních dat na 2,5 % (a dle předběžných dat se v listopadu vrátila na zářijových 2,6 %), jádrová však je na 2,4 %. Znatelné poptávkové tlaky jsou tak v polské ekonomice stále dobře viditelné.

**Měnový výbor centrální banky (MPC) na svém zasedání počátkem listopadu ponechal sazby beze změny.** Nová prognóza centrální banky přinesla snížení tempa růstu HDP pro příští rok (o 0,2 p. b. na 4,3 %) a o něco vyšší inflaci (+0,1 p. b. na 2,9 %). Dle guvernéra inflační prognóza potvrzuje jeho přesvědčení, že sazby zůstanou (a mají zůstat) neměnné dlouhou dobu, což podle jeho slov znamená, že se nemají měnit až do konce jeho funkčního období v roce 2022.

## MAĎARSKO

**Maďarská ekonomika stále silně roste, centrální banka však čeká, že zpomalí a že desinflačně bude působit i vnější prostředí. Měnová politika tak zůstává extrémně volná.**

**Růst maďarského HDP ve 3Q19 dosáhl silných 1,1 % q/q**, společně s Polskem je tak Maďarsko letos ekonomikou s největší resistencí vůči německému zpomalení. V prvních třech čtvrtletích letošního roku ekonomika vzrostla o 5,1 % r/r, což je výrazně nad odhady institucí i analytiků z konce minulého nebo ze začátku letošního roku. Ve struktuře růstu v posledním čtvrtletí (5 % r/r) dominovaly fixní investice (příspěvek 4,6 p. b.) a poptávka domácností (2,2 p. b.), negativem byly, podobně jako v Polsku potřeby v řadě, zásoby (-3,1 p. b.). I zde tak lze očekávat v příštím roce růstový impuls ze strany zásob.

**I počátkem 4. čtvrtletí ekonomika dle měsíčních dat dále roste velmi silným tempem. Maloobchodní tržby** přidaly v říjnu meziročně 5,9 %, což je úplně stejné jako průměrné meziroční tempo v prvních 3 čtvrtletích (5,9 %). **Průmyslová produkce** dále jede bez ohledu na Německo: tempo sezonně očištěného růstu v září po srpnovém zpomalení na 2,9 % r/r opět, dle očekávání, urychlilo, a dosáhlo 9 %. Že se na rozdíl od českého nebo polského průmyslu maďarský nepropadá však není vzhledem k vývoji indexu nákupních manažerů, který se drží setrvale nad 50, až tolik překvapivě – v září totiž PMI dosáhl 51,8 bodu. Ani pro 4. čtvrtletí to nevypadá na pokles – v říjnu index PMI dosáhl 51,9 bodu, v listopadu 53 bodů. Přes to všechno se však sedmiprocentní růst ze třetího čtvrtletí nezdá být udržitelný. S hodnotami PMI kolem 52 bodů z posledních dvou měsíců je ale bez problémů slučitelný růst tempem přibližně polovičním.

**Maďarský trh práce je stále ve výborném stavu. Nezaměstnanost** za srpen až říjen (3,5 %) zůstala lehce nad historickým minimem z druhého čtvrtletí (3,4 %) a trh práce tedy nadále zůstává výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. Tento vývoj (a vládní zásahy v oblasti minimální a zaručené mzdy z ledna letošního roku) se pak odráží v setrvale vysokém meziročním růstu mezd, jehož tempo i v polovině třetího čtvrtletí zůstalo dvouciferné (říjen +12 %).

**Celková inflace** v říjnu 2019 (listopadová data budou publikována až po uzávěrce tohoto vydání) dle finálních dat dále oproti září urychlila, a to na 2,9 % (+0,1 p. b. oproti září). Jádrová inflace však stejně jako v září i v říjnu o 0,2 p. b. vzrostla, dostala se tak na nejvyšší úroveň (3,3 %) od června. A to také znamená, že je o 0,7 p. b. vyšší než v září roku 2018.

**Bez ohledu na to však centrální banka na svém zasedání 19. listopadu ponechala dle očekávání nastavení měnové politiky beze změny.** Tříměsíční sazba tedy zůstala na 0,9 %, O/N depozitní sazba na -0,05 %, neměnný zůstal i limit (HUF 300 mld.) pro úločky na tříměsíční facilitě (cokoliv nad tuto hranici je pak nutno uložit na O/N). Oproti předcházejícím zasedáním se nezměnilo ani vyjádření po něm a nic nového nepřinesla ani tiskovka. Centrální banka tak dle zápisu nadále vnímá rozložení rizik jako asymetrické, a to z toho důvodu, že se domnívá, že desinflační působení vnějšího prostředí může být mnohem silnější než proinflační efekty domácí ekonomiky (o nadále slabém forintu se ani listopadový zápis nezmiňuje). Domácí ekonomika sice silně roste, ale MNB předpokládá, že v příštím roce zpomalí na 3 %, což dle ní utlumí poptávkové tlaky. Centrální banka zopakovala, že bude udržovat uvolněnou politiku a že se dá očekávat, že hlavní centrální banky světa politiku dále uvolní.

## ROPA

Ropa (Brent) se během listopadu obchodovala v úzkém pásmu  $\pm 1$  USD kolem hranice 62 USD za barel, a to v důsledku absence jakýchkoliv výraznějších kurzotvorných informací.

## AKCIOVÉ TRHY

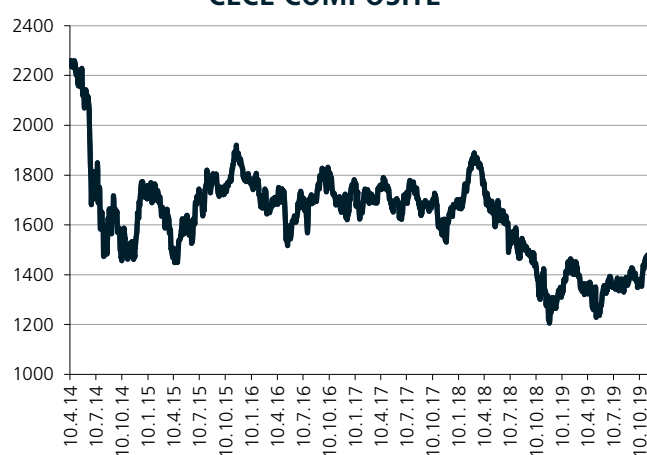
Akiové trhy v měsíci listopadu pokračovaly v nastoleném růstovém trendu z poloviny října. Absence výrazných kurzotvorných zpráv, především ohledně celní války mezi USA a Čínou, vedla k růstu amerického akciového indexu S&P 500 o 3,4 %. Výsledková sezóna i tentokrát dopadla nad očekávání dobře. K překonání odhadů analytiků došlo na úrovni tržeb i čistých zisků. Nejpozitivnější data vykázal sektor zdravotnictví, nejvíce za očekáváním zůstal sektor utilit. Evropský index DJ STOXX 600 vzrostl o 2,7 %. I v případě evropských akcií pomohlo uklidnění přestřelky ohledně cel a brexitu. Výsledková sezóna také nepřekvapila, expanze čistých zisků se čeká od prvního čtvrtletí příštího roku.

Akcíím obchodovaných na pražské burze se dařilo, index PX vzrostl o 2,8 %. Téměř desetiprocentní zhodnocení předvedly akcie softwarové společnosti Avast. Přes šest procent vyrostly akcie dividendových titulů O2 a Philip Morris. Obavy ohledně výstavby jaderných bloků naopak vedly k propadu cen akcií ČEZ o 1,6 %. Polský akciový index WIG30 v průběhu listopadu klesl o 1 %. Za pokles mohl především bankovní sektor, který již poněkolkrát trpěl z důvodu řešení problémů s hypotékami denominovanými ve švýcarských francích. Solidní zisky si však připsal sektor Utilit (Enea, PGE, Tauron a Energa) nebo těžář mědi, společnost KGHM. Téměř pět procent vzrostl slovinický index SBITOP, jenž byl tažen především akciemi farmaceutické společnosti Krka, která vykázala velice dobré hospodářské výsledky za předešlé čtvrtletí, doplněné o silný výhled pro příští rok.

MSCI EMERGING MARKETS

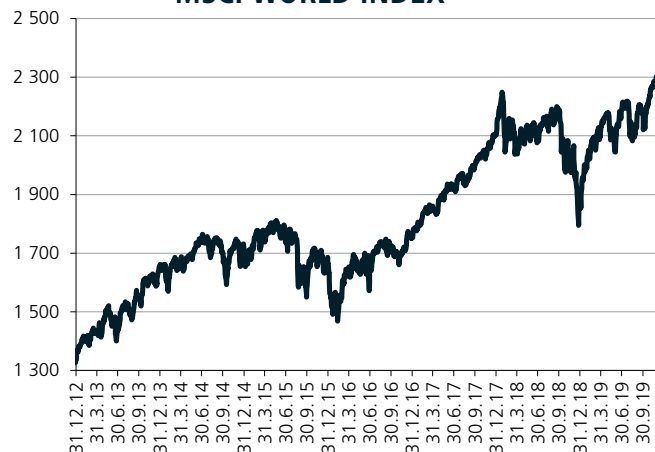


CECE COMPOSITE



Akcie na rozvíjejících se trzích se v listopadu nevyvíjely zdaleka tak jednoznačně a v souhrnu nedokázaly držet krok s vyspělými trhy, když za celý měsíc index MSCI Emerging Markets USD zaznamenal ztrátu 0,2 %. K tomuto výsledku nejvíce přispěla Čína, kde akcie odepisovaly -1,5 %, na čemž mají hlavní podíl pokračující nepokoje v Hong-Kongu. Olej do ohně přililo i schválení zákona na podporu protestujících, který podepsal Donald Trump ke konci měsíce. Nedařilo se rovněž akciím v Latinské Americe, což bylo způsobeno především oslabením brazilské měny a slabou ekonomickou aktivitou v Mexiku. Ostatní hlavní trhy zaznamenaly menší zisky (např. Indie, Taiwan, Rusko), nejvíce se dařilo tureckým akciím (+8,2 %), které umazávaly velké ztráty z předešlého měsíce.

MSCI WORLD INDEX



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

### USA A EMU

Listopadový vývoj na americkém dluhopisovém trhu byl pokojný, podobně jako v říjnu (a na rozdíl od dvou měsíců předtím). Desetileté americké výnosy v první polovině měsíce vzrostly o zhruba 10 b. b. na 1,9 %, ve druhé se však vrátily pod 1,8 %, kde měsíc i zakončily. Ani na krátkém konci to nebylo jinak – v prvních 15 dnech poskočily výnosy téměř na 1,7 %, poté však poklesly na 1,6 % a tam se nacházely i koncem minulého měsíce.

Německá výnosová křivka si prošla kvalitativně stejným vývojem. Na dlouhém konci v první dekádě měsíce výnosy vzrostly na –24 b. b. (z cca –36 b. b. z konce října), ve zbytku měsíce se však vrátily na úroveň z konce října. Na krátkém konci se nestalo vůbec nic, dvouletý výnos byl celý měsíc cca –62 b. b.

### FIREMNÍ DLUHOPISY

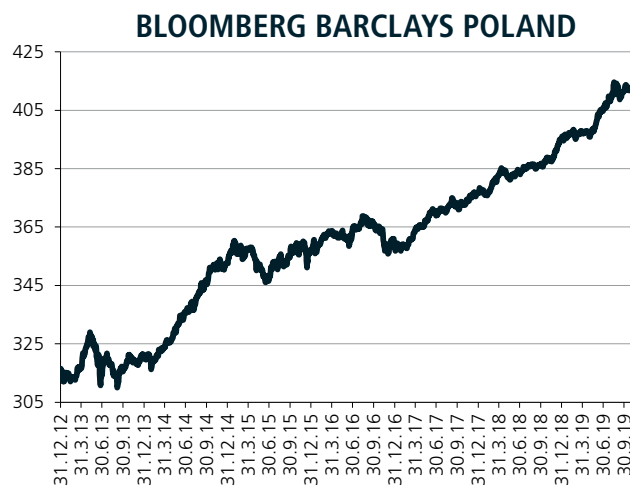
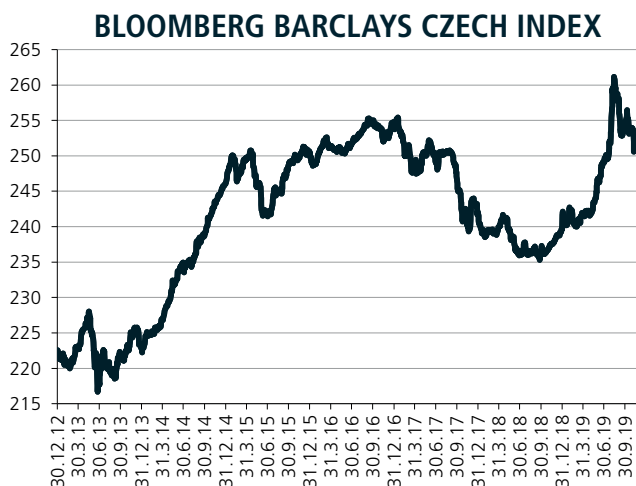
Firemním dluhopisům se v listopadu v úhrnu relativně dařilo, vývoj však nebyl homogenní. Zatímco na obligace investičního stupně doléhala nadprůměrná emisní aktivita (vysoký objem nově vydávaných dluhopisů) a jejich průměrné kreditní marže mírně vzrostly, rizikovějšímu high-yield segmentu (spekulativní ratingové pásmo) se dařilo, když průměrné kreditní přírážky solidně klesly. Společným jmenovatelem přitom bylo očekávání brzkého uzavření první fáze obchodní dohody USA – Čína a díky tomu lepší výhled na globální ekonomickou aktivitu pro příští rok. Průměrné kreditní marže v případě indexu EUR iBoxx Corporate IG vzrostly o 4 b. na 76 bodů, u indexu spekulativního stupně naopak o 25 b. klesly, na 294 bodů. Co se týče trhu Credit default swapů (CDS), zde byla tendence k nižším maržím vidět v celém ratingovém spektru – v případě investičního stupně (index iTraxx Europe) průměrná kreditní marže klesla o 4 b. na 48 bodů. ITraxx Crossover, měřící průměrnou kreditní marži v HY segmentu, ubral 19 b. a končil měsíc na 221 bodech.

### ČR

**Česká výnosová křivka se na rozdíl od německých protějšků posunula vzhůru.** Tendence požadovaných výnosů růst byla patrná především v segmentu krátkodobých dluhopisů – motorem mohla být nabídka ze strany zahraničních investorů, motivem pak jestřábí komentáře některých centrálních bankéřů, indikujících připravenost případně ještě zvýšit měnověpolitické úrokové sazby s ohledem na spíše vyšší inflační tlaky. Požadované výnosy krátkodobých obligací ve výsledku stouply až o 25 bps. Stabilita EURových výnosů na nízkých úrovních však nedovolila výrazněji vzrůst středně- a dlouhodobým korunovým výnosům, které se tak meziměsíčně posunuly vzhůru cca o 5–10 bps.

### POLSKO

**Polská výnosová křivka byla v listopadu relativně stabilní, nic zásadního se zde nestalo a pohybem poměrně věrně kopírovala EUR dluhopisy.** Podobně jako v EUR i v Polsku nejdřív dlouhé výnosy vzrostly, aby posléze klesly zpět k úrovním z konce října. Koncem měsíce tak byl desetiletý polský výnos opět na hodnotě kolem 2 %. Na krátkém konci výnosy dokonce dále klesly (o zhruba 8 b. b.) a dostaly se tak na dohled 1,45 %.



Zdroj: Bloomberg

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## TURECKO

Situace na tureckém obligačním trhu se v uplynulém měsíci po turbulentním říjnu citelně zklidnila a cenová volatilita vládních dluhopisů razantně poklesla. Tendence přitom zůstávala příznivá a požadované výnosy dále postupně klesaly. Hybnou silou byla pokračující dezinflace – říjnová spotřebitelská inflace totiž klesla k úrovni 8,5 %, přičemž její jádrová složka klesla ještě výrazněji, na 6,7 %. To posílilo tržní očekávání další redukce měnověpolitických sazeb Turecké centrální banky, která letos své sazby redukovala z 24 % na 14 %. Výnosová křivka za této podpory klesla o 30–50 bps, na konci měsíce se nacházela na úrovni 11,8–12,2 %. Výrazně se snížila i volatilita měnového kurzu, TRY za podpory postupující dezinflace (udržující stále atraktivní úroveň reálných sazeb) v listopadu vůči koši měn (1:1 USD, EUR) stagnoval.

## MĚNY

**Během listopadu byl vývoj na páru euro/dolar nudný.** Dolar vůči euru totiž osciloval v rozmezí 1 centu kolem hranice 1,105. Vzhledem k tomu, že absentovaly nové zprávy ohledně brexitu, že nedošlo k žádnému průlomu v čínsko-amerických jednáních a že se, což je asi nejdůležitější, neobjevily se ani žádné novinky ohledně příštího nastavení měnových politik, to však nepřekvapí.

**Česká koruna** se proti euru během listopadu obchodovala v úzkém pásmu 25,5–25,6. Nepomohlo jí ani zasedání ČNB, kde dvojice členů chtěla sazby zvýšit.

Po výrazném říjnovém posílení až na 4,25 v listopadu polský **zlotý pro euru ztrácel**. Koncem měsíce se totiž dostal až na hodnotu z první dekády října (4,32).

**U maďarského forintu** jsme kvůli neustále velmi uvolněné měnové politice a absenci výhledu na její jakékoliv, byť kosmetické, utažení, viděli v listopadu další oslabování. Forint se tak koncem měsíce na chvíli dostal i na nové historické minimum (338 HUF za 1 euro).

## DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**Vývoj českého dluhopisového trhu bude i nadále ovlivňován dvojicí faktorů.**

**Zaprvé** vývojem nastavení měnové politiky v eurozóně a v ČR. Vliv eurozóny je klíčový pro dlouhodobou tendenci vývoje výnosů českých dluhopisů – jinými slovy, dlouhodobý směr pohybu českých výnosů je a stále bude do značné míry určovaný zvenčí. Po zářijovém uvolnění politiky ECB, které je s otevřeným koncem, se může zdát, že střednědobý růst německých výnosů nemůže být na pořadu dne. Nicméně proti tomu hovoří absolutně extrémně nízké (hluboce záporné) výnosové úrovně, které dle našeho názoru nejsou dlouhodobě udržitelné. Navíc, faktorem, jenž bude dle nás tlačit na střednědobý růst požadovaných výnosů, bude volnější fiskální politika v rámci zemí eurozóny včetně jejího tvrdého jádra (Německo). Co se ČNB týče, ta na svém posledním zasedání opět nevyloučila další růst sazeb, který jí validovala aktualizovaná makroekonomická prognóza. Byť k němu v nejbližších kvartálech nakonec dojít nemusí, s ohledem na zatím pokračující slabost ekonomik eurozóny, ani střednědobá stabilita sazeb není konzistentní s úrovní výnosů českých státních dluhopisů z konce října. Výnosová křivka se totiž po celé délce nacházela hluboko pod úrovní repo sazby (1,2–1,5 % versus repo sazba 2 %), a implikovala tak rozsáhlé očekávané snižování sazeb.

**Druhým faktorem** je, jako v minulých letech, situace na devizovém trhu, ergo přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – počátkem 4. čtvrtletí drželi nerezidenti 37,6 % všech a 41,7 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou a zůstanou až do doby, kdy tyto podíly citelně poklesnou, velmi náchylné na zhoršení sentimentu. Pokud by k němu došlo, výprodej by krátkodobě vytlačil výnosy nahoru a došlo by k roztažení rizikové premie.

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská inflace je nadále vysoká (a to i inflace jádrová) a polské ekonomice se stále daří (růst navzdory německé slabosti nepolevuje a zdá se, že vláda chce zaručit, že se tak ani v roce 2020 nestane) – z toho by šlo očekávat, že měnová politika se postará o růst výnosů. Zářijové uvolnění měnové politiky v eurozóně a holubičí nastavení polské centrální banky však toto očekávání efektivně nabourávají. Naším základním scénářem pro nejbližší čtvrtletí je zvyšování sklonu křivky (růst výnosů delších splatností), zhruba v souladu s pohybem křivky v eurozóně.

**PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ****DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO**

Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu poklesla spotřebitelská inflace oproti očekávání výrazněji pod hranici 10 %, v závěru roku by se nicméně měla nad tuto hranici vrátit. Citelnější pokles inflace umožnil centrální bance výrazně snížit měnověpolitické úrokové sazby (v úhrnu již o 10 p. b. od maxima po eskalaci krize na podzim 2018) na 14 % a další, byť mírnější, redukci trh předpokládá. V delším horizontu bude záležet na dalším inflačním, celkově ekonomickém a v neposlední řadě též geopolitickém vývoji. Prostor pro další cenový růst vládních dluhopisů tak v našem základním scénáři vidíme pro nejbližší období spíše jako omezený, rizika opětovného vyššího růstu inflace (i případně vlivem slabšího měnového kurzu), či obnovení vnitřní a vnější nerovnováhy (deficity rozpočtu a běžného účtu platební bilance) spolu s geopolitickou situací přitom prozatím zůstávají v platnosti.

**MĚNY**

**Kurz eura proti dolaru** se v říjnu vrátil na spodní hranici pásma 1,12–1,14 a v listopadu zůstal mírně pod nižší z těchto dvou hranic. Pro nejbližší měsíce vidíme kurz dolaru na dolní hranici tohoto pásma. Měnová politika ECB i Fedu totiž dle nás v nejbližších měsících žádné překvapení již nepřinese, brexit nejspíš dopadne relativně civilizovaně. Největší riziko pro tento měnový pár je vývoj čínsko-amerického obchodního konfliktu, zejména s blížícími se prezidentskými volbami. Jakékoliv vyostření povede nejspíš k oslabení eura (ostatně, je to německá ekonomika, která zhoršením čínsko-amerických vztahů trpí nejvíce). Rozložení rizik zůstává nadále stejné jako v minulosti – pokud kurz z pásma 1,12–1,14 vystoupí, pak směrem dolů (tj. pod 1,12).

Vývoj v posledních měsících stále potvrzuje, že **koruna** to s posílením ke hranici 25 korun za euro resp. pod tuto hranici – což je to, co od ní léta čekala ČNB – bude mít v nejbližších letech velmi těžké. Jejím výraznějším posílením bude nadále bránit tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím patrnější, čím dále bude pod hranicí 25,50 korun – čím více koruna posílí, tím více bude mít tendenci se kvůli vybírání zisků vracet na slabší úroveň. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozů a zpomalováním průmyslu.

Nakonec, ani po zbytek letošního ani v příštím roce nebude již ČNB koruně takovou oporou, jako v minulosti. Náš výhled tak je následující: koruna po zbytek letošního roku nad 25,50 korunami za euro, přičemž výrazné oslabení může v případě vyostření situace na trzích přijít velmi lehce. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále zůstává posilování koruny, a to tempem zhruba 1,5–2 % ročně. Tento trend se však může znovunastartovat až poté, co se domácí devizový trh „vyčistí“ od „nánosů“ devizových intervencí. Což může trvat léta.

Ostatně, to, že se koruna jen tak pod 25 nepodívá, přiznala v poslední (listopadové) prognóze i samotná ČNB. Zatímco ještě v srpnu čekala ČNB, že koruna proti euru bude v roce 2020 průměrně na 24,90 a o rok později dokonce na 24,50, listopadová prognóza tyto hodnoty posunula o 50 resp. 60 haléřů slabším směrem.

**U polského zlotého došlo říjnu k námi očekávanému posílení k úrovni 4,25, v listopadu se však opět vrátil nad 4,30.** Ačkoliv z fundamentálního hlediska by zlotému svědčily i hodnoty znatelně silnější, nedomníváme se, že se na ně dostane v nejbližší době. K nastartování posilování k hranici 4,10 by bylo potřeba impulsu, nejspíše ze strany měnové politiky (silný růst doposud na nastartování posilování nestačil). Toho se však jen tak nedočkáme. Proto nadále očekáváme oscilaci kolem 4,30, častěji snad, pod touto hranicí.

**Maďarský forint** má dle nás fundamentální potenciál posílit k hranici 300, či dokonce pod ni. Problémem zůstává, že maďarská centrální banka nechce o utažení politiky slyšet, naopak, dle posledních zasedání opět jasně kouká holubičím směrem. Naším scénářem pro nejbližší rok tak nyní je forint mezi 325 a 330 forinty za euro.

**AKCIOVÝ TRH**

Naše očekávání pro globální akciové trhy pro rok 2020 jsou v rámci našeho základního scénáře očekávaného budoucího vývoje regionálně selektivní. Světová ekonomika dosáhla v rámci aktuálního hospodářského cyklu vrcholu na konci roku 2017 a od začátku roku 2018 postupně mírně zpomaluje. Aktuální dynamika a výhled světové ekonomiky jsou tak spíše slabší. Současný růst světové ekonomiky je stále ještě relativně slušný, nicméně postupné zpomalování dynamiky jednoznačně pokračuje. Slabost začala v průmyslovém sektoru, nicméně nyní se již zdá, že i spotřebitelský sektor bude negativně přispívat k dalšímu zpomalování světové ekonomiky v následujících měsících. Skutečně to vypadá tak, že je odolnost spotřebitelů, z globálního hlediska, minulostí. Významným negativním faktorem je také dynamika mezinárodního obchodu.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## AKCIOVÝ TRH

Začátkem příštího roku však můžeme očekávat akceleraci ziskových marží, což povede k zatraktivnění hodnotových ukazatelů akcií, které se nyní obchodují blízko svých dlouhodobých historických průměrů. Evropské akcie by zároveň mohly reflektovat slabé euro a nadále uvolněnou měnovou politiku ECB. Opatrní jsme na americké akciové indexy, které se nachází na svých historických maximech a v současné době se budou obtížně hledat důvody pro jejich další výrazný růst. Mírně pozitivním stimulem by mohly být blížící se prezidentské volby, akcelerace hospodářského růstu nebo uvolněná měnová politika centrální banky. Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze sílícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho základního scénáře patří: neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, obchodní války, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ, PBoC), vysoké zadlužení periferních států eurozóny, hlavní geopolitická rizika v čele s Blízkým východem, Argentinou a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu nyní vidíme u slovinských a některých českých akcií. Z akcií na českém trhu jsme pozitivní na akcie producenta tabákových výrobků Philip Morris Czech Republic, na IT společnost AVAST a producenta nealkoholických nápojů Kofola. Rizikem pro bankovní tituly může být zavedení bankovní daně, o které se v posledních měsících stále spekuluje. Sektoru pojišťoven, tabákových firem a alkoholu se již určitá forma daně dotkla. Ze segmentu START, části pražské burzy, jsme pozitivní na akcie výrobce strun do 3D tiskáren Fillamentum, výrobce obuvi Prabos, producenta bezpilotních letadel Primoco a také na zpracovatele kůží společnost Karo. Z polských titulů se nám líbí prodejce bot CCC, mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, banky Pekao a Alior nebo oděvní skupiny Vistula. V Rumunsku jsme pozitivní na akcie sítě zdravotnických zařízení MedLife a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, banky Nova Ljublanska Banka, síť čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

## Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kurzech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba nezaručuje návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na základě údajů v tomto dokumentu uvedených a doporučují investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a. s., nebo na [www.conseq.cz](http://www.conseq.cz).

## PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

- na telefonické lince: 225 988 225
- e-mailem na adrese: [fondy@conseq.cz](mailto:fondy@conseq.cz)
- na webové stránce: [www.conseq.cz](http://www.conseq.cz)