



Akciové Indexy	Dluhopisové indexy Bloomberg Effas	Měny (pokles = oslabení)	Komodity	
USA – S&P 500	1,82 %	USA -0,09 %	EUR/USD -0,64 %	Ropa Brent 12,58 %
Evropa – DJ Stoxx 600	5,68 %	Evropa 0,71 %	CZK/USD -0,54 %	Zemní plyn 11,10 %
Japonsko – Nikkei 225	4,40 %	ČR 0,63 %	CZK/EUR 0,00 %	Sil. elektřina 0,55 %
MSCI Emer. Markets	-0,06 %	Polsko 0,20 %	PLN/EUR 1,12 %	Zlato -1,63 %
ČR – PX	4,58 %	Maďarsko 1,47 %	HUF/EUR 1,13 %	Stříbro -2,54 %
Polsko – WIG30	6,45 %	Turecko -0,11 %	TRY/EUR -1,90 %	Měď -4,96 %
Maďarsko – BUX	6,63 %			

## HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Prosinec potvrdil, že zlepšení předstihových indikátorů v listopadu nebyla náhoda; urychlující dynamiku růstu potvrdila už i první relativně „tvrdší“ (německá) data. Z hlediska inflačního se však nic nezměnilo, a to ani výhledově - (jádrová) inflace zůstává nadále nízká, ECB tak dle očekávání v prosinci prodloužila program odkupu aktiv.**

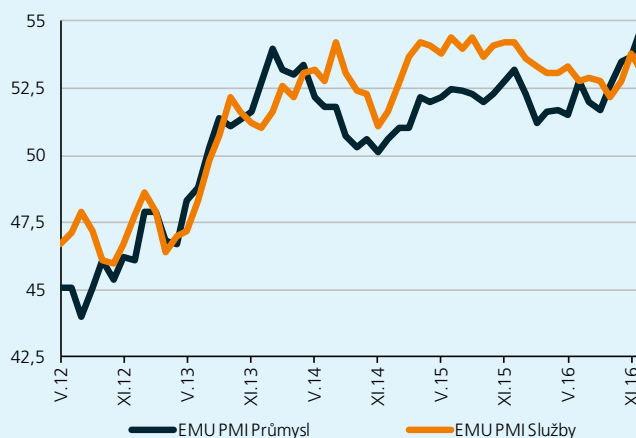
Třetí (finální) odhad růstu Eurozóny za třetí čtvrtletí nedoznal oproti odhadu druhému žádných změn (0,3 % q/q), zveřejněna však byla data ohledně jeho struktury. Ta dle očekávání ukázala, že za růstem slabším než v první polovině roku byla slabší domácí poptávka a slabší čisté exporty. U poptávky domácností je vidět ztrátu dynamiky s tím, jak se stabilizují ceny ropy: zatímco v období 4. čtvrtletí 2014 až 1. čtvrtletí 2016 byl průměrný příspěvek poptávky domácností k mezikvartálnímu růstu ve výši 0,3 p.b., v posledních dvou čtvrtletích roku 2016, za která už máme data, to byla pouze polovina. Vzhledem k růstu cen ropy po zasedání OPECu tak není lehké očekávat, že se poptávka domácností v dohledné době citelněji zvedne. Proti takovému pesimistickému výhledu pro domácnosti však stojí spotřebitelská důvěra. Ta totiž v prosinci 2016 vzrostla na nejvyšší úroveň od dubna 2015, což je nejenom vzhledem ke zmiňovanému efektu cen ropy, ale i vzhledem k rostoucím cenám potravin překvapivá (a dobrá) zpráva.

I další „měkké“ indikátory se zlepšily, a to hlavně ve výrobním sektoru. Výrobní index PMI vzrostl v Eurozóně v prosinci 2016 na nejvyšší hodnotu (54,9) od dubna 2011, a to hlavně díky sub-indexu skutečné produkce a nových objednávek. Ačkoliv data o skutečné průmyslové produkci byla ještě slabá (-0,1 % m/m), byl to údaj za říjen. Pozitivní vývoj sub-indexu skutečné produkce, ale hlavně pozitivní vývoj německých průmyslových objednávek (+5 % m/m v říjnu 2016), což jsou už relativně tvrdá data, naznačují, že listopadová i prosincová průmyslová data budou lepší. Obrázek solidního čtvrtletí na výrobní straně ekonomiky dotváří nejlepší index IFO od února 2014 (hlavně díky rostoucímu hodnocení současné situace).

Měsíční data z poptávkové strany ekonomiky (listopadové maloobchodní tržby) prozatím nemáme. Ani prosincová inflace za celou Eurozónu prozatím zveřejněna nebyla, předběžná inflační prosincová data ze Španělska (1,5 % r/r, nejvíce od srpna 2013) však zřejmě ukazují hlavně na sílu bazického efektu cen ropy (a potravin), nikoliv na výrazné oživení poptávkové inflace.

ECB přistoupila v prosinci k dalšímu – a námi dlouho očekávanému - uvolnění měnové politiky. Dle očekávání prodloužila platnost programu odkupu aktiv min. do prosince 2017, upravila také parametry programu. Na jedné straně snížila tempo měsíčních odkupů o 20 mld. EUR na 60 mld. EUR, na druhé straně upravila podmínky akceptovatelnosti odkupovaných aktiv: nyní tak může ECB kupovat i aktiva se zůstatkovou splatností jeden rok (předtím to byly dva roky) i aktiva nesoucí nižší výnos než depozitní sazba ECB (-0,4 %).

### Výrobní PMI ukazuje na silný růst ekonomiky ve 4Q16





## HLAVNÍ UDÁLOSTI

### USA

**FED podruhé v tomto utahovacím cyklu (a podruhé od roku 2006) zvýšil sazby, inflace však překvapivě zpomalila.**

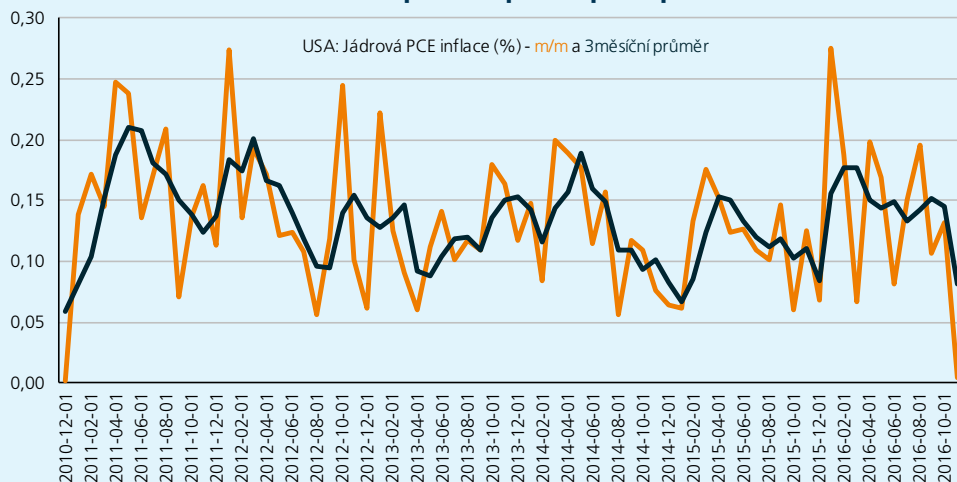
Růst HDP ve třetím čtvrtletí dosáhl podle finálního odhadu tempa znovu rychlejšího (3,5 % q/q anualizovaně), než dle odhadu druhého (3,2 % q/q anualizovaně); bylo to také nejrychlejší tempo za dva roky. Revize tempa růstu oproti druhému odhadu byla primárně v důsledku revize tempa růstu poptávky domácností, a to zejména u služeb. Fixní investice stagnovaly (příspěvek 0,02 p.b.), i tak to však byl nejlepší výsledek za poslední rok.

Podobně jako v minulých měsících ani měsíční data zveřejněná během prosince neukazují, že by se na tomto příběhu mělo rychle něco změnit: **objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** bez letadel a zbraní v listopadu sice přidaly skoro procento, vzhledem k volatilitě tohoto ukazatele je však lepší dívat se na průměrné měsíční tempo dosažené za předcházející tři měsíce. Tento ukazatel je mírně záporný (-0,2%). **Maloobchodní tržby** bez paliv a aut naopak dále solidně rostou: po dvou silných a nahoru revidovaných měsících (září/říjen +0,4 % a 0,6 % m/m) sice v listopadu tempo zvolnilo (0,1 % m/m), součet za tři měsíce však nikoho nenechává na pochybách, že spotřebitel nadále zůstává pilířem amerického růstu. **Průmyslová produkce** poklesla o 0,4 % m/m, nejvýrazněji od března 2016, ale bylo to primárně kvůli výrobě elektrické energie, na které se podepsalo teplejší počasí: zpracovatelský průmysl stagnoval (0,05 % m/m).

**Trh práce si z hlediska dynamiky tvorby pracovních míst nadále vede solidně**, v listopadu vytvořil 178 tis. míst a revize minulých dobrých měsíců byly jenom marginální. Prosincová data ohledně tvorby nových pracovních míst prozatím nebyla zveřejněna, očekává se zhruba 175 tis. míst. Že je trh práce z hlediska dynamiky skutečně ve výborném stavu potvrzuje i průměrných 264 tis. nových žádostí o podporu v nezaměstnanosti týdně v posledních 4 týdnech, což je hodnota také výrazně pod historickým průměrem (který je nad 300 tis.).

**Jádrová PCE inflace v listopadu překvapivě m/m stagnovala (meziročně klesla na 1,6 %)**, což bylo nejpomalejší meziměsíční tempo od prosince 2012. To jistě přispěje k debatě v rámci FEDu, zda inflace skutečně postupuje setrvalým způsobem k cíli a kolik bude pro rok 2017 nutných utažení měnové politiky nad to, které FED provedl v prosinci minulého roku. 14. prosince 2016 totiž **FED na svém zasedání nakonec na první výročí začátku tohoto utahovacího cyklu opět sazby zvýšil, a to na 0,5-0,75 %**. FED rovněž provedl další změny v komunikaci jestřábím směrem. Zprv, medián očekávání členů FOMC ohledně klíčové sazby koncem roku 2017 byl po dlouhé době, kdy byla očekávání revidována pouze dolů, zvýšen o 25 bodů na 1,25 %. To je vcelku rozumné očekávání, byť překvapivý pokles inflace v prosinci a silný dolar jsou pro tento odhad rizikem. Zadruhé, Yellenová řekla, že od fiskální politiky nepotřebuje již žádnou pomoc, což je v kontrastu s tím, jak mluvila ještě v září, a reflektuje sebejistotu, že tentokrát už inflaci na cíl FED dostane.

### Jádrová inflace v prosinci překvapivě zpomalila





## HLAVNÍ UDÁLOSTI

### CEE 3

#### ČR

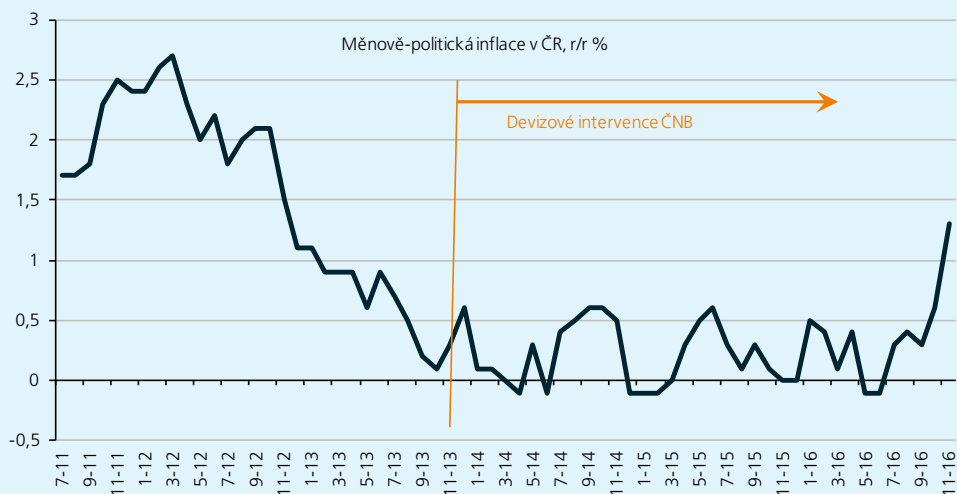
Ani začátkem 4. čtvrtletí neukazovala měsíční data na výraznější urychlení tempa českého růstu. Naopak, inflace urychlila znatelně, když se její měnově-politická složka dostala nejvýše za 4 roky. Poptávkou to však stále není.

Měsíční data zveřejněná v prosinci byla, podobně jako měsíc předtím, vcelku slabá, a ukazují – na rozdíl od Eurozóny – na pomalý start 4. čtvrtletí. **Průmyslová produkce klesla po poklesu v září (-1,7 % m/m) i v říjnu (o dalších 0,4 %)** a byla tak meziročně pouze o 0,8 % vyšší. To je v podstatě ta samá slabost, kterou stále ještě vidíme v německých datech. Větším důvodem k pesimismu zde, nežli v Německu, je však slabost objednávek – na rozdíl od německých, které vzrostly, ty české v říjnu o 1,6 % r/r klesly. Zbývá tak doufat, že růst německých objednávek se přetaví i v růst těch českých. Listopadový pokles indexu **PMI** (první pokles od července) tyto naděje trochu ztlumil, **prosincový růst na devítiměsíční maximum (53,8)** však pesimismus trochu naboural. Maloobchodní tržby vzrostly v říjnu také velice mírně, jenom o 0,8 % r/r, což je výrazně pod průměrem minulých dvou - tří let. Toto zpomalení je však pouze důsledkem nízkých tržeb za potraviny, jejichž růst dosáhl (viz níže) v říjnu pouze 1 % r/r, a aut, kde po dvou letech dvouciferného růstu je jisté zvolnění očekávatelné. Jádrové tržby (tj. bez aut, paliv a potravin) naproti tomu vzrostly o skoro 6 % r/r.

**(Celková) inflace v listopadu dále vzrostla, a to na úroveň neviděnou od června 2013.** Urychlení tempa růstu cen z 0,7 % v říjnu na 1,5 % v listopadu však nebylo kvůli poptávce, ale jenom kvůli cenám potravin. Potraviny totiž v listopadu přidaly 1,3 % m/m, čímž se růst jejich cen meziročně dostal na 2,2 %, tj. na nejvyšší úroveň od května 2014. Cenové hladině pomáhají nahoru také ceny paliv, které v listopadu vzrostly potřetí v řadě a jejich meziroční stagnace je tak v jasném kontrastu s tím, jak cenovou hladinu tlačily dolů ještě před půlrokem (-15 % r/r v březnu). U poptávkové inflace se naopak nic nezměnilo: meziměsíčně stagnovala a v posledním půlroce vzrostla pouze o 0,6 %. Meziroční tempo poptávkové inflace bylo v listopadu (1,3 %) stejné jako před rokem.

Prosincové zasedání ČNB bylo zcela nudnou záležitostí. ČNB pouze zopakovala, že v prvním čtvrtletí 2017 bude korunu nadále hlídat, že očekávané ukončení intervencí je v polovině tohoto roku a že koruně ani po (de iure) ukončení intervencí nedovolí ČNB posílit.

### Měnově-politická inflace je nejvyšší za 4 roky, ovšem jen kvůli potravinám





## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## POLSKO

**I když měsíční data byla po delší době překvapivě dobrá, polský růst zkraje 4. čtvrtletí nevypadá – podobně jako v ČR či v Maďarsku – o moc rychlejší než ve čtvrtletí třetím.**

Měsíční data po delší době překvapila pozitivně, růstově však čtvrté čtvrtletí nevypadá výrazně lépe než 3Q16. Průmyslová produkce překonala očekávání trhu, když v listopadu vzrostla meziročně o 3,3 %, pokračuje však podobně jako v ČR výrazná slabost stavebnictví (-13 % r/r). Z dvouletého minima v listopadu (50,2) se v prosinci výrazně - na 17-měsíční maximum - zvedl výrobní PMI (54,3). Maloobchodní tržby poté, co v říjnu očekávání podstřelily, je v listopadu zase překonaly. Jejich růst o 4,8 % je však logický a nepřekvapil, protože reflektuje pokračující růst zaměstnanosti (v listopadu meziročně vzrostla o 3,1 %), nízkou nezaměstnanost (8,2 % tj. na historickém minimu zaznamenaném v září i v říjnu) a solidní růst průměrné hrubé mzdy (+4 % r/r).

Podobně jako jinde v regionu i v Polsku v listopadu celková cenová hladina vzrostla. Jak už naznačila předběžná data, dostala se inflace v listopadu poprvé od června 2014 ze záporu (na 0 %). Za meziměsíčním růstem (0,1 % m/m) byly dle očekávání, a podobně jako v ČR, potraviny. Jádrová inflace zůstala nadále záporná (-0,1 % r/r), byť se ze dna (-0,4 %) v září letošního roku již také zvedá. Efekt vyprchávacího poklesu cen ropy z minulého roku posune celkovou inflaci v prosinci a lednu dále citelně nahoru, což ukazuje i sub-index výstupních cen v rámci PMI indexu (nejrychlejší růst od 04/2011).

**Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal i v prosinci sazby beze změny na 1,5 %.** Dle zápisu ze zasedání pokládají centrální bankéři slabší růst ve třetím čtvrtletí za jev přechodný a očekávají, že růst v roce 2017 urychlí. Nebude to však dle MPC (ani dle našeho názoru) takovým tempem, aby si to v roce 2017 vyžadovalo úpravu sazeb: ojedinělá pro-inflační rizika (mzdy, růst minimální mzdy) budou dobře kompenzována stále nízkou importovanou inflací (podobně jako v ČR).

## MAĎARSKO

Tempo maďarského růstu ve třetím čtvrtletí oproti 2. čtvrtletí zvolnilo, podle finálních dat však HDP přidal o 0,1 p.b. více, než v odhadu druhém, tj. 0,3 % q/q (2,2 % r/r). Ve struktuře růstu se projevil slabší průmysl (čistý export růstu ubral 0,2 p.b.) a samozřejmě také slabé investice (-2 p.b.). Lehce zpomalila i poptávka domácností, která proti příspěvku ve výši 2,5 p.b. k meziročnímu růstu ve 2. čtvrtletí přidala ve třetím jenom 2 p.b.

Měsíční data, podobně jako v ČR, neukazují na urychlení růstu v posledním čtvrtletí. **Průmyslová produkce zklamala**, když (po očištění o efekt odlišného počtu pracovních dní) v říjnu poklesla o 2,1 % r/r; to se projevilo i v exportech, které poklesly o více než 1 % r/r. Podobně jako v Německu i v ČR tak v říjnu i v Maďarsku platilo, že předstihové indikátory (PMI) se se skutečnou produkcí citelně rozcházejí: maďarský PMI v září dosáhl 57,2 bodu, v říjnu 57,1 bodu a v listopadu 56,6 bodu. Snad se v dalších měsících průmyslová produkce přece jen zlepší. **Maloobchodní tržby** zklamaly také, když jejich růst v říjnu 2016 dosáhl pouze 2,6 %, podobně jako v ČR to však byl primárně důsledek nižších prodejů potravin (1,5 % r/r) a paliv (1,2 %), zatímco mimo tento segment tržby rostly nadále silně (4,6 % r/r). Růst mezd je stále silný (5,4 % r/r), v letech 2017 a 2018 navíc dále pomůže růst minimální a zaručené minimální mzdy o 15 % a 12 % resp. 25 % a 12 %. Nezaměstnanost je navíc stále pod 5 % (za srpen až říjen v průměru 4,8 %), takže i když inflace v posledních měsících vzrostla, reálný růst agregátního disponibilního příjmu zůstává silný.

**Celková inflace se v listopadu dostala na 1,1 % (z říjnového +1 % r/r), což je nejrychlejší růst od září 2013.** Tento rychlý konec období nízké inflace/deflace má na svědomí energie a jídlo, což je evidentní z toho, že poptávková inflace (tj. bez cen ropy a cen potravin) v listopadu oproti říjnu naopak poklesla (0,1 p.b. na 1,4 %).

**Maďarská centrální banka (MNB) ponechala v prosinci po změnách v listopadu sazby již beze změny, a to jak O/N záůjční a depozitní sazbu, tak i tříměsíční repo sazbu (na 0,9 %).** Centrální banka navíc dle zápisu ze zasedání zůstává spíše nakloněna dalšímu uvolnění měnové politiky.

## Ropa

Ropa (WTI) pokračovala v růstu, který započal již v listopadu v souvislosti s vítězstvím Donalda Trumpa v amerických prezidentských volbách a hlavně v souvislosti s domluvou OPECu na snížení těžby o 1,2 mil. barelů denně od ledna 2017. K této domluvě se během prosince přidaly i nečlenské země kartelu se slibem snížit těžbu o dalších 600 tis. barelů (Rusko by mělo dodat polovinu tohoto snížení). Ceny ropy se tak dostaly na nejvyšší úroveň od července 2015 (53 dolarů za barel).



### AKCIOVÉ TRHY

#### MSCI World Index



#### MSCI Emerging Markets



Vyspělé akciové trhy se v prosinci nadále vezly na pozitivní vlně po zvolení Trumpa americkým prezidentem. K dobrým meziměsíčním výkonnostem zřejmě technicky přispěl i konec roku, kdy investoři připravují svá portfolia do nového roku. Americké akcie (index S&P500) si tak připsaly pěkných 1,8 %. Při očekávaném růstu požadovaných výnosů u státních dluhopisů se lépe dařilo akciím růstových společností, o něco hůře se pak vedlo dividendovým akciím např. reprezentantům realitního trhu. Výrazně lépe se vedlo evropským akciím (index DJ STOXX 600), které si v prosinci připsaly pěkných 5,7 %. Hlavním tahounem byl bankovní sektor s premiantem italským Unicredit (meziměsíčně +35,2 %). Zaostávaly opět společnosti s menším provázáním na hospodářský cyklus. Z korporátních zpráv jsme se nedočkali ničeho důležitého, zveřejňování výsledků hospodaření za čtvrté čtvrtletí uplynulého roku začne v druhém lednovém týdnu.

#### CECE Composite



Středoevropským akciím se v prosinci dařilo. Téměř všechny indexy se výkonnostně pohybovaly okolo 6 %. Při očekávání rostoucích požadovaných výnosů se dařilo akciím pojišťoven Vienna Insurance Group, Uniqa a polské PZU. Nedávný růst cen surové ropy reflektovaly zase akcie rumunského Petromu. Závěr roku však patřil především polským akciím, které byly ve snaze přípravy portfolií zahraničními investory pro příští rok dokupovány. Dvouciferného zisků tak dosáhly například akcie bank Alior a PKO, utilit PGE a Energa nebo ropné společnosti PKN Orlen. Na pražské burze se se silným výhledem na ekonomiku v roce 2017 vedlo téměř všem bankám (Erste Bank a Komerční banka). Atraktivní dividendový výnos okolo 10 % zase pomohl akciím O2 Czech Republic k jedenáctiprocentnímu zhodnocení.

V prosinci se rozvíjející se trhy stabilizovaly po prudkém poklesu v reakci na výsledky amerických prezidentských voleb. MSCI Emerging Markets Index zůstal prakticky na stejné úrovni jako v listopadu. Nejvýkonnější byl ruský akciový trh, který v dolarovém vyjádření vzrostl o více než 10 %, především díky vyšším cenám ropy, jež byly podpořeny dohodou OPEC o snížení produkce. Akciové trhy v Latinské Americe získaly 0,5 % v dolarovém vyjádření. Asijské rozvíjející se trhy nadále zaostávaly za zbytkem světa.



## DLUHOPISOVÉ TRHY

### Dluhopisy USA a EMU

**Vývoj na hlavních dluhopisových trzích byl v prosinci diametrálně rozdílný.**

Poté, co se v listopadu nastartovala korekce na amerických dluhopisech, pokračoval jejich výnosový růst (byť mírnějším tempem) i v prosinci. Desetiletý výnos se tak z úrovně kolem 2,40 % na konci listopadu vyšplhal koncem prosince až na dohled 2,60 %; mírná korekce skoku (o skoro 20 b.b.) způsobeného zasedáním FEDu, kterou jsme viděli v poslední dekádě měsíce, byla důsledkem nižší než očekávané inflace. Podobný vývoj byl i na krátkém konci, kde se po zasedání FEDu dostaly výnosy až na 1,30 % (nejvýše od roku 2009), koncem měsíce však poklesly zpátky k 1,20 %.

V Evropě byl vývoj odlišný, a to v důsledku ECB. Ta, jak bylo zmíněno, v prosinci prodloužila program odkupu aktiv nejméně do prosince 2017 a provedla některé další změny v parametrech programu. Na krátkém konci křivky se podepsalo odstranění požadavku na minimální výnosy nakupovaných dluhopisů, což mělo dopad zejména na krátké německé výnosy, které se propadly na nová výnosová minima (-80 b.b.). Pokles o 10 b.b. však zaznamenal i dlouhý konec křivky. Spread mezi německými a americkými dlouhými výnosy se tak roztáhl na historicky extrémních 235 b.b.

### Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy na obou stranách Atlantiku cenově rostly, přičemž výraznější byl růst u dluhopisů neinvestičního stupně. Index těchto aktiv v USA v prosinci ve srovnání s koncem listopadu přidal 1,8 %, na opačné straně Atlantiku pak 1,7 %. V USA se pozitivně projevil pokračující růst cen ropy, v Evropě pak ohlášení pokračování odkupu aktiv ECB. U investičního stupně byly pohyby menší, ale také pozitivní - +0,7 % a +0,5 %.

Kreditní marže na trhu CDS v prosinci v reakci na zmíněné kroky ECB a pozitivní sentiment klesly o 7,4 bodu v případě dluhopisů investičního stupně. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů neinvestičního stupně) klesl o výrazných 50 bodů. I v případě syntetických derivátů tak byl patrný větší pohyb v segmentu neinvestičního stupně.

### Dluhopisový trh ČR

**Výnosy delších českých dluhopisů kopírovaly - jak je zvykem - výnosy Německa.** Výnos desetiletého dluhopisu se vrátil pod 45 b.b., na krátkém konci pak výnosy klesly k -90 b.b. Že za tímto vývojem lokální faktory nebyly lze odůvodnit i z toho, že výrazně vyšší než očekávaná inflace se na českých výnosech nejenom neprojevila očekávatelným způsobem (tj. jejich růstem), ale neprojevila se vůbec nijak. Krátké výnosy klesaly také – tentokrát to spíše nebylo kvůli spekulacím na kurzový závazek ČNB (forwardový kurz koruny vůči euru byl v prosinci stabilní) ale snahou investorů optimalizovat objem volné hotovosti s blížícím se koncem roku (jež určuje výši příspěvků do rezolučního fondu pojištění bank).

### Dluhopisový trh Polsko

**Poté, co delší polské výnosy v listopadu** vzrostly na úroveň neviděnou od léta roku 2014 a vzhledem k tomu, jaký byl vývoj na evropských dluhopisových trzích, nepřekvapí, že během prosince poklesly, a to na střední části křivky i na jejím delším konci (rozsahem 15-25 b.b.). Z domácích faktorů se na výnosech podobně jako v ČR nepodepsalo nic a neprojevilo se zde ani zvýšení sazeb americkou centrální bankou.

Bloomberg Effas Czech Index



Bloomberg Effas Poland





## DLUHOPISOVÉ TRHY

### Dluhopisový trh Turecko

Kratší turecké dluhopisy se po cenových poklesech v předcházejících měsících (FED, nestabilita, terorismus) stabilizovaly s tím, jak centrální banka ponechala po překvapivém listopadovém zvýšení v prosinci sazby beze změny. Centrální banka však upozornila, že inflace, která je tak jako tak dlouhodobě nad jejím cílem (5 %), v nejbližších měsících zřejmě vzroste, a to kvůli daňovým změnám i rostoucím cenám energií a potravin. Na dlouhém konci se však neaktivita centrální banky tváří v tvář inflaci stále vysoce nad cílem a slabé liře (vůči dolaru 3,53; v září byl kurs ještě pod 3) projevila růstem inflačních očekávání a tedy nominálních výnosů. Desetiletý výnos vzrostl až přes 11 %. Dále, ruku v ruce s rostoucími inflačními očekáváními a odlivem dolarové likvidity, ztrácela i turecká lira. Po sedmiprocentním propadu v listopadu odepsala v prosinci další dvě procenta.

## MĚNOVÉ TRHY

**Dolar** pokračoval v posilování, hnaném očekáváním divergence měnových politik na obou březích Atlantiku, které v prosinci dostalo konkrétní podobu: FED zvýšil sazby a ECB prodloužila program odkupu aktiv (minimálně) do prosince roku 2017. Dolar se tak proti euru dostal na nejsilnější úroveň (pod 1,04) od počátku roku 2003.

**Na koruně se jako po minulém měsíce nestalo nic**, celý měsíc se na spotovém kurzu držela hranice 27,025.

**Polský zlotý** částečně korigoval nepříznivý listopadový povolební vývoj. Počátkem prosince sice oslabil na chvíli až k úrovni 4,50, ve druhé polovině měsíce se však vrátil na 4,40, což byly úrovně dosažené hned po amerických volbách v první dekádě listopadu.

Podobně se vedlo i **maďarskému forintu** – po oslabení k hranici 315 v první polovině prosince se na jeho konci vrátil pod 310.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Dluhopisový trh ČR

Z českého prostředí impuls k růstu výnosů stále nemá proč přijít. Domácí bankovní trh je v masivním a rostoucím přebytku likvidity, ministerstvo financí má nyní díky silně rostoucí ekonomice rychle rostoucí příjmy. Na druhé straně kvůli menšímu přílivu peněz z EU klesají kapitálové výdaje a kvůli nízkým výnosům klesají náklady na obsluhu dluhu. Výsledkem je, že za rok 2016 byl rozpočet v nejvyšším přebytku (62 mld. Kč) od roku 1993, což je meziroční zlepšení o 125 mld. Emisní aktivita MF ČR je tak pochopitelně nízká a převážně na krátkém konci. I když se dá v letošním roce 2017 očekávat zvýšení emisní aktivity (blíží se volby, ekonomika mírně zpomalí, kapitálové výdaje stejným tempem jako v roce 2016 už klesnout nemůžou atd.), vzhledem k masivní likviditě zde i v zahraničí bude z toho plynoucí tlak na růst výnosů do značné míry tlumený. Klíčovým pro české výnosy tedy nadále bude vývoj v EMU, respektive v USA a dalších rozvinutých trzích.

Zejména v USA začali investoři do svých očekávání promítat avizovanou fiskální expanzi vedoucí k vyššímu ekonomickému růstu a rychlejší akceleraci inflace. My se domníváme, že současná situace (zejména utažený trh práce) a ekonomický výhled v USA scénář rychlejší inflace umožní, a to i v důsledku rostoucích cen ropy a potravin. Očekáváme proto, že postupný růst obligačních výnosů delších splatností bude, s ohledem na ekonomické tendence v USA, pokračovat. Co se týče Evropy, pravděpodobným scénářem (i s ohledem na politické cykly) je přesun aktivity od měnové, směrem k fiskální politice (jinými slovy, tendence k vyšším rozpočtovým deficitům). Byť ECB prodloužila svůj program odkupu dluhopisů minimálně do konce letošního roku, postupem času by tak i vliv evropské měnové politiky mohl přestat být pro bezrizikové výnosy podpůrný a naopak zvýšená emisní aktivita jednotlivých zemí eurozóny by taktéž působila ve směru rostoucích bezrizikových obligačních výnosů (pokles cen dluhopisů). Pro setrvalý růst bude také potřeba vidět nárůst inflace a inflačních očekávání – hlavními faktory možného výraznějšího růstu inflace by mohly být ceny ropy, potravin a slábnoucí kurz eura vůči USD.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Dluhopisový trh Polsko

**Ceny polských dluhopisů ještě začátkem prosince pokračovaly v poklesu a jejich riziková prémie nad německé dluhopisy tak dále vzrostla** až nad 350 bodů (nejvíce od roku 2012), následně se vývoj otočil. Úroveň výnosů polských dluhopisů delších splatností pokládáme za atraktivní a očekáváme jejich částečný pokles (růst cen dluhopisů) směrem k výnosům eurové křivky. Ekonomice se (navzdory slabému průmyslu) vede dobře, v dalších měsících aktivitu znovu podpoří obnovení čerpání prostředků z fondů EU. Vláda navíc provádí a hodlá dále provádět expanzivní fiskální politiku, což růst v dalším roce podpoří, byť za cenu mírného nárůstu zadlužení. Dokud bude ECB provádět vysoce uvolněnou měnovou politiku (tj. dokud se výrazněji nezvedne inflační výhled v Eurozóně) ani nestandardní chování polské vlády, pokud nebude skutečně excesivní, by investory hladové po výnosu nemělo odradit.

### Dluhopisový trh Turecko

**Turecké výnosy na dvouciferných úrovních, nad úrovní 11 %, činí tamní vládní dluhopisy atraktivní, byť nadále rizikovou investicí.** Ačkoliv nelze vyloučit ještě určitý růst výnosů (pokles cen dluhopisů) zejména s ohledem na globální vývoj, nedomníváme se, že by měl být dramatický. Podíl státních dluhopisů, držených zahraničními investory, klesl na nejnižší úroveň za posledních několik let. Přetrvávající přebytek globální likvidity a atraktivní úroveň reálných výnosů by měly postupem času posílit zájem globálních investorů. Důležitým předpokladem je rozhodná reakce Turecké centrální banky na poslední vlnu oslabování kurzu TRY, což by umožnilo stabilizaci opětovně zvýšených inflačních očekávání a investičního sentimentu. Rizika zůstávají zejména (geo)politická, z ekonomických pak primárně výrazné zvýšení úrokových sazeb FEDu (jež je však do cen tureckých dluhopisů do značné míry zahrnuto).

### Měny

U kurzu **eura** proti dolaru implikují stávající hodnoty kurzu – podobně jako v listopadu či březnu roku 2015 – příliš velké inflační a úrokové diference mezi USA a EMU, které se dle nás nevyplní. Očekáváme, že se kurz postupně vrátí na úroveň bližší (nicméně pod) 1,10, rizikem jsou však výrazné nižší úrovně, zejména pokud by politika v roce 2017 (německé, francouzské, nizozemské volby) do hry opět vrátila redenominační riziko.

**U koruny** bude nadále pokračovat nudný vývoj (na spotovém trhu; forwardové kurzy budou proti tomu o poznání volatilnější), většinu času bude na hranici 27,025, a bude tudíž nutit ČNB k intervencím. Exit z intervenčního režimu je s ohledem na velmi dobrý ekonomický vývoj, vyšší inflační údaje, zesilující mzdový růst a nízkou nezaměstnanost dle nás reálný již v průběhu 2. kvartálu 2017. V případě výraznějšího posílení koruny však ČNB pravděpodobně zasáhne a dalšími intervencemi apreciační tlaky zkoriguje. Výsledné posílení koruny by tak v roce 2017 nemuselo být výrazné, pouze v řádu jednotek procent.

**Polský zlotý** se dle nás postupně vrátí (posílí) ke 4,30 s tím, jak se postupně sníží riziková prémie na polských dluhopisech. Listopadový výprodej polských aktiv nedává fundamentálně smysl a jeho korekce v prosinci byla zatím jenom částečná, posílení pod 4,20 však prozatím není pravděpodobné.

**Maďarský forint** dle nás bude profitovat z velmi dobrého makro obrázku – posílení ke hranici 300 je tak dle nás nadále reálné i navzdory volnější měnové politice centrální banky.





## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Aktiový trh

Na **aktiové trhy** jsme **pozitivní**. Jedním z hlavních témat v následujících kvartálech bude realizace ambiciózního programu nového amerického prezidenta Trumpa. Část pozitivních očekávání byla již v amerických akcích zaceněna koncem loňského roku. Avšak možné snížení korporátních daní ze současných 35 % na až 15-20 % by bylo výraznou vzpruhou pro zisky amerických korporací. Zároveň štedrý program na investice do infrastruktury spolu s rostoucí inflací by měla podpořit výkonnost amerických akcií. **Mnohé aktiové trhy** tak dle nás nabízí zajímavé **růstové příležitosti**, jejichž atraktivita vyplývá i z pohledu relativního srovnání s jinými třídami aktiv, jako například dluhopisy. Akcie se jeví levně zvláště v prostředí nízkých úrokových výnosů, kdy by se valuace mohly oproti historickým průměrům pohybovat výše. Velice **nízkých valuačních hodnot** dosahují aktiové **rozvíjející se trhy**, nic se dle našeho názoru nemění ani po zvolení prezidenta Trumpa, jehož rétorika se nese v protekcionistickém stylu. Také **evropské aktiové trhy** se nachází **zhruba 20 % pod svými historickými průměry**, co se P/B, P/E nebo dividendových výnosů týká. Z valuačního hlediska se jako nejméně atraktivní jeví americké akcie. Ty se ve srovnání s historickými průměry obchodují s prémií, avšak tyto vyšší ceny jsou kompenzovány, ve srovnání s Evropou, vyšším hospodářským růstem nebo zdravějším pracovním trhem. Z valuačního hlediska mohou být podporou akciím nadále uvolněné měnové politiky centrálních bank. Při investování do akcií však **musíme počítat se zvýšenou volatilitou**, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet. Důležitými událostmi bude vyjednávání podmínek Brexitu s možnými dopady na EU jako celek, smršť parlamentních voleb v Evropě, zavedení nečekaných protekcionistických opatření, možné odpisy čínských bank, popřípadě některé geopolitické události.

**Atraktivnost většiny střeoevropských akcií** nyní vidíme selektivně v některých akcích, růstových i těch dividendových. V Polsku vidíme stále rizika spojená s neočekávanými kroky strany PiS, u českých společností pak vidíme potenciál i vzhledem k pravděpodobnému upuštění od intervenčního režimu Českou národní bankou. Pozitivní jsme ve střeoevropském regionu především na některé české, rumunské a selektivně některé polské akcie. Nyní mezi nejatraktivnější aktiové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, CETV, Unipetrol nebo Kofolu. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku máme pozitivní pohled na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, fondu SIF1, plynárenskou společnost Romgaz a Petrom, v Rakousku na akcie pojišťovny Uniqa a realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje a přístavu Luka Koper. Naopak negativní výhled máme na většinu bankovního a ropného sektoru, zvláště pak toho polského. Opatrní jsme zároveň na společnosti s vysokým vlivem státu.

### 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 kursech 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, nepřebírá odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů v tomto dokumentu uvedených a doporučuje 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 společnosti Conseq **225 988 225**
- e-mailem na adrese **fondy@conseq.cz**
- na webové stránce společnosti Conseq **www.conseq.cz**