



| Akciové indexy | | Dluhopisové indexy Bloomberg Effas | | Měny (pokles = posílení) | | Komodity | |
|-----------------------|---------|---------------------------------------|---------|-----------------------------|---------|----------------|---------|
| USA - S&P 500 | 2,81 % | USA | -0,14 % | USD/EUR | 2,22 % | Ropa Brent | 3,58 % |
| Evropa - DJ Stoxx 600 | -2,16 % | Evropa | 0,30 % | CZK/USD | -2,73 % | Zemní plyn | 4,45 % |
| Japonsko - Nikkei225 | 3,24 % | ČR | 0,02 % | CZK/EUR | -0,57 % | Sil. elektřina | -0,03 % |
| MSCI Emer.Mark. | 0,15 % | Polsko | 0,56 % | EUR/PLN | -0,83 % | Zlato | 0,21 % |
| ČR - PX | -0,59 % | Maďarsko | 0,85 % | EUR/HUF | 0,59 % | Stříbro | -1,86 % |
| Polsko - WIG30 | -3,74 % | Turecko* | -1,88 % | EUR/TRY | 5,65 % | Měď | -1,22 % |
| Maďarsko - BUX | -2,37 % | * BofA Merrill Lynch index | | | | | |

PROSINEC V KOSTCE

Klíčové události ve světě

- 1. prosince schválil Senát v USA nejrozsáhlejší daňovou reformu za poslední tři dekády, a to těsným poměrem hlasů 51:49. Prezident Donald Trump tak dosáhl prvního velkého legislativního vítězství. Klíčovým bodem daňové reformy je výrazné snížení 35% sazby korporátní daně, jež patří k nejvyšším na světě. Očekává se, že tato reforma výrazně podpoří ziskovost amerických korporací a potažmo také americký akciový trh.
- V polovině měsíce americká centrální banka (Fed) podle očekávání zvýšila úrokové sazby o čtvrt procentního bodu (0,25 %). Jednalo se přitom již o třetí zvýšení úrokových sazeb v roce 2017.
- Bankovní rada ČNB na svém předvánočním zasedání ponechala úrokové sazby beze změny. Klíčová dvoutýdenní repo sazba zůstala na 0,50 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady. Dva její členové hlasovali pro zvýšení dvoutýdenní repo sazby na 0,75 %.

Vývoj na finančních trzích

- Americký dolar pokračoval v oslabování. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, oslabil o 1,0 %. Vůči euru dolar oslabil o 0,8 % na 1,201 dolaru za euro.
- Za celý rok 2017 dolar výrazně oslabil. Dolarový index DXY poklesl o 9,9 % a vůči euru dolar oslabil o 14,1 %.
- Koruna vůči euru v prosinci velmi mírně, o 0,2 %, oslabila na 25,54 CZK/EUR a vůči dolaru naopak posílila o 1,1 % na úroveň 21,29 CZK/USD.
- Za celý rok 2017 se koruna zařadila mezi nejvíce posilující měny v celosvětovém měřítku. Klíčovým impulsem bylo ukončení devizových intervencí ČNB v dubnu. Vůči euru koruna posílila o 5,5 % a vůči dolaru dokonce o 17,0 %.
- Globální akciové trhy pokračovaly v prosinci v růstu a připsaly si zhodnocení 1,5 %. Za celý rok 2017 si globální akciové trhy připsaly fenomenální růst 21,6 % (dle indexu MSCI All Country World, v dolaru). Uplynulý rok 2017 byl přitom výjimečný v tom smyslu, že si globální akcie v každém kalendářním měsíci připsaly kladné zhodnocení.
- Vzhledem k tomu, že koruna vůči dolaru od začátku roku výrazně posílila o 17,0 %, je však výkonnost globálních akciových trhů v koruně dramaticky nižší na úrovni plus 1,0 %.
- Z regionálního pohledu se v prosinci dařilo především tureckým akciím (BIST 100 +10,9 %), brazilským akciím (Bovespa +6,2 %) a akciím ve Velké Británii (FTSE 100 +4,9 %). Naopak se nedařilo akciím v eurozóně (Euro STOXX 50 -1,8 %) a rumunským akciím (BET -0,5 %).
- Za celý rok 2017 se z regionálního pohledu dařilo zejména akciím na rozvíjejících se trzích – emerging markets (MSCI Emerging Markets +34,3 %). Z konkrétních zemí nejvíce posílily akcie v Turecku (BIST 100 +47,6 %), Číně (Hang Seng +36,0 %), Indii (Sensex +27,9 %), Brazílii (Bovespa +26,9 %) a Polsku (WIG 30 +25,9 %). Výrazně posílily rovněž akcie v USA (S&P 500 +19,4 %) a Japonsku (Nikkei +19,1 %), naopak zaostaly akcie v eurozóně (Euro STOXX 50 +6,5 %), respektive v celé Evropě (STOXX Europe 600 +7,7 %).
- Index pražské burzy PX v prosinci posílil o 1,8 % na 1078 bodů. Za celý rok 2017 si český akciový index připsal velice solidní zhodnocení ve výši 17,0 %.



PROSINEC V KOSTCE

Vývoj na finančních tržích

- České státní dluhopisy pokračovaly v cenové stagnaci. Za celý rok 2017 české státní dluhopisy v průměru oslabily o 4,9 %. Tento negativní vývoj jsme na konci roku 2016 očekávali, naše expozice na české státní dluhopisy proto byla v průběhu uplynulého roku minimální a investiční portfolia jsme tak proti tomuto poklesu ochránili.
- Polské a maďarské státní dluhopisy v prosinci pokračovaly v mírném posilování, shodně o +0,4 %. Turecké státní dluhopisy po období poklesů obrátily směr, když posílily o 3,1 %.
- Za celý rok 2017 polské státní dluhopisy zhodnotily o 5,1 %, maďarské státní dluhopisy o 6,2 % a turecké státní dluhopisy o 6,8 %.
- Korporátní dluhopisy v prosinci nepatrně oslabily, eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně poklesl o 0,3 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně high-yield oslabil o 0,1 %.
- Za celý rok 2017 si korporátní dluhopisy připsaly velice dobré zhodnocení. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně si připsal zhodnocení 2,4 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně high-yield 6,7 %.
- Ropa Brent v prosinci pokračovala v silném růstu, cena vzrostla o 5,2 % na 67 dolarů za barel. Za celý rok 2017 cena ropy Brent velice výrazně posílila o 17,7 %.

Co jsme dělali v našich investičních portfolích?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v prosinci žádné zásadní změny nedělali.
- Celkově v rámci asset alokace investičních portfolií i nadále zůstáváme vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) mírně nadvážení v akciích a podvážení v dluhopisech.
- V rámci akciové složky stále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets).
- V rámci dluhopisové složky i nadále zůstáváme vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) na duraci, tzn. na úrokovém riziku, výrazně podvážení, neboť i nadále očekáváme, že ve střednědobém horizontu budou výnosy českých státních dluhopisů růst, respektive ceny klesat.

Jaký je náš investiční výhled do následujícího období?

- Naše očekávání do roku 2018 jsou v rámci našeho základního scénáře budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Globální ekonomické oživení pokračuje a je silně synchronizováno napříč světovými regiony. Aktuálně tak probíhá nejsilnější globální ekonomický růst od globální finanční krize. Inflation zůstává slabá pod inflačními cíli klíčových centrálních bank, a to i přes velice nízkou míru nezaměstnanosti napříč světovou ekonomikou.
- Klíčové centrální banky proto zůstávají opatrné, měnovou politiku budou normalizovat velice pomalu a graduálně. Americká centrální banka (Fed) již započala s pomalým vyfukováním bilance v říjnu a Evropská centrální banka (ECB) začne omezovat nákupy dluhopisů od začátku roku 2018.
- Přestože globální býčí akciový trh trvá již téměř devět let, myslíme si, že ještě není u konce. V rámci našeho základního investičního scénáře by globální akciové trhy měly i nadále růst, byť jenom mírně, a to díky velice solidní dynamice světové ekonomiky a výborné dynamice korporátních zisků. Za celý rok 2017 by měly globální korporátní zisky oproti roku 2016 vzrůst o 15 % a letošní rok 2018 by měl být v tomto směru také velice pozitivní s aktuálně očekávaným tempem růstu o 9 %.
- Ocenění akciových trhů neboli valuace tržních cen ve vztahu k fundamentálním veličinám jako zisky, tržby či cash flow jsou již momentálně z historického srovnání mírně nadprůměrné, proto u akciových valuací v letošním roce očekáváme stagnaci nebo mírný pokles.
- Na trh českých státních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy jsou stále poblíž historických minim, respektive ceny blízko historických maxim. Ve střednědobém horizontu tak stále očekáváme nárůst výnosů, respektive pokles cen, a to zejména u emisí delších splatností. Proto jsme na duraci, tzn. úrokovém riziku, vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) stále podvážení. Tento výhled vychází z našeho výhledu na německé státní dluhopisy, jež jsou s českými protějšky velice úzce spjatý.
- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu z minulých let, včetně roku 2017, již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou.



PROSINEC V KOSTCE

Jaký je náš investiční výhled do následujícího období?

- Pozitivní výhled naopak máme na trh tureckých státních dluhopisů, jenž v roce 2017 výrazně cenově oslabil, stejně jako turecká lira.
- Mezi klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře vývoje globálních finančních trhů v roce 2018 patří
 - 1) neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání,
 - 2) rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky z aktuálního cyklického vrcholu,
 - 3) oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ),
 - 4) oproti aktuálnímu očekávání výraznější zpomalení čínské ekonomiky,
 - 5) dešetrávající politická nejistota v Německu, neschopnost francouzského prezidenta Macrona prosadit klíčové reformy, volby v Itálii na začátku 2018 a protahující se vyjednávání o brexitu, a
 - 6) hlavní geopolitická rizika v čele se Severní Koreou, Blízkým východem a Venezuelou.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Eurozóna dále roste, nicméně nadále tempem pomalejším než ukazují předstihové indikátory. Cenový vývoj zůstává velmi utlumený.

Finální data o růstu ekonomiky ve třetím čtvrtletí nepřinesla žádné překvapení. Tempo růstu se proti druhému odhadu nezměnilo (2,6 % r/r, 0,6 % q/q), ve struktuře s výjimkou Německa dominovala u všech velkých ekonomik (a tedy pochopitelně i u eurozóny jako celku) domácí poptávka. Německý růst, kterému dominoval čistý export a zásoby, byl výjimkou.

Pokud by růst měl věrně zrcadlit předstihové indikátory, v posledním letošním čtvrtletí bychom museli vidět kvartální tempo výrazně přes procento. Prosincová spotřebitelská důvěra se totiž vyšplhala do kladných hodnot poprvé od ledna 2001 a v celé 33leté historii měření spotřebitelské důvěry bylo jenom devět měsíců, kdy byli spotřebitelé optimističtější. To samé platí i o dalších indikátorech – německý index IFO se sice v prosinci mírně zhoršil, stále je však nejvýše od roku 2011, index PMI eurozóny v průmyslu se dostal na úroveň 60 bodů atd. Všechny tyto hodnoty jsou historicky konzistentní s tempy růstu HDP výrazně převyšujícími ty, které jsme viděli ve třetím čtvrtletí – eurozóna by dle nich měla růst tempem 4 % r/r, německá ekonomika tempem skoro 5 %.

První tvrdá data ze začátku čtvrtého čtvrtletí však na takové tempo neukazují.

Německá průmyslová produkce v říjnu poklesla nejvíce v roce 2017 (-1,4 % m/m), její zpracovatelská složka se propadla dokonce o 2 % – v posledních třech měsících tak německá průmyslová produkce prakticky nerostla. Meziroční tempo se dostalo na 2,7 %, což je v příkrém rozporu s tím, co ukazuje index PMI – německý index PMI ve zpracovatelském průmyslu dosáhl v listopadu i v prosinci hodnoty shodně 63,3 bodu, což by z historického pohledu mělo znamenat tempo růstu průmyslové produkce o 8–10 % r/r. A ačkoliv německé průmyslové objednávky (+0,5 % m/m v říjnu, nahoru revidované 1,2 % m/m v září) naznačily, že říjnová slabost produkce se opakovat určitě nebude, také to nejsou hodnoty, které by brzy měly přinést v předchozí větě zmiňovaná tempa růstu průmyslu jako celku. Za celou eurozónu byl říjnový výsledek průmyslu díky Francii a Španělsku lepší – kvartální růst se tak již pět měsíců udržuje lehce nad 1 %.

Naproti tomu maloobchodní tržby v eurozóně v říjnu zklamaly. Jejich pokles o 1,1 % m/m znamená, že meziroční tempo dosáhlo pouze 0,4 %, což je ve světle shora zmíněných úrovní spotřebitelské důvěry výsledek vpravdě neodpovídající. Jistou roli zde sehrálo katalánské referendum, kvůli kterému se propadly španělské maloobchodní tržby nejvíce od léta 2014, celý pokles eurozóny však nevysvětlí (španělský maloobchod se pak v listopadu vrátil nejrychlejším růstem za tři roky – 1,3 % m/m – do černých čísel).

Inflační obrázek se moc nezměnil. Finální listopadová inflace potvrdila neexistenci poptávkových tlaků – jádrová inflace zůstala pod 1 % a je bez jakéhokoliv trendu. Ve všech velkých ekonomikách je níže než před šesti měsíci, a pokud nějaký trend v některé velké ekonomice vykazuje, pak je to dolů (Španělsko, Itálie). Předběžná prosincová data tento obrázek potvrzují – německá i španělská inflace klesly z 1,8 % na 1,6 %, respektive 1,3 %.

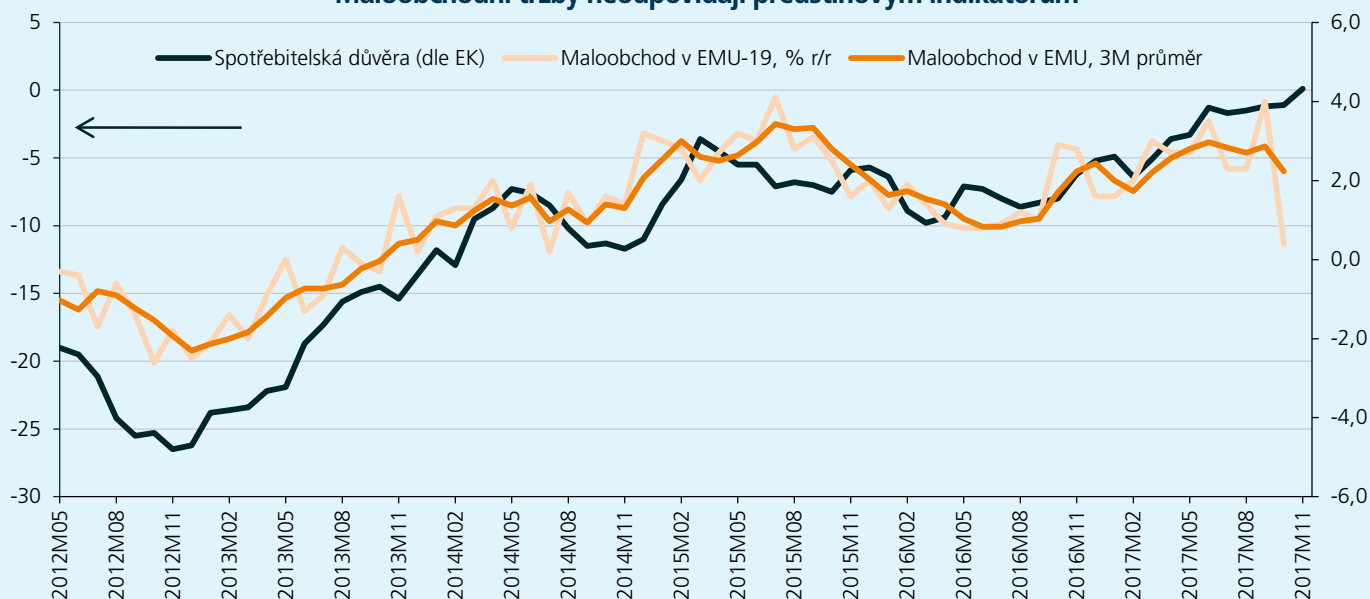


HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Poslední zasedání ECB v roce 2017 bylo poměrně nudné, vyzářoval z něj však optimismus dlouho neviděný. ECB zvýšila prognózu růstu – zřetelně pro rok 2018 (2,3 % vs. 1,8 %), respektive v menší míře pro rok 2019 (1,9 % vs. 1,7 %). Co se inflace týče, byly revize mnohem mírnější (1,5 % v roce 2019, 1,7 % v roce 2020), ECB však prostřednictvím Draghiho řekla, že si je nyní již jistá, že deflační rizika zmizela, a že si je mnohem jistější než „před dvěma měsíci“, že se jí podaří dosáhnout inflačního cíle. Ohledně programu odkupu aktiv po září 2018 jsme se však navzdory mnoha dotazům novinářů na tiskovce nic nového nedozvěděli.

Maloobchodní tržby neodpovídají předstihovým indikátorům



USA

V americké ekonomice jsou vidět mírné proinflační faktory – trh práce je napjatý, maloobchodní tržby rostou nejrychleji za tři a půl roku. V inflaci se však tento ekonomický vývoj odráží jen velmi málo.

Dle třetího zpřesnění růstových dat rostla americká ekonomika ve třetím čtvrtletí o 3,2 % q/q anuálně, tj. tempem o 0,1 p. b. pomalejším než v odhadu druhém. Hlavním pozitivním faktorem růstu byly jako v minulosti výdaje domácností na spotřebu, za nimi pak hrubé fixní investice. U investic i po této revizi dat však šlo primárně o vliv růstu zásob. Díky pozitivnímu příspěvku dovozů pak přispěl k růstu pozitivně i čistý export, a to rozsahem neviděným od konce roku 2013. Růst ekonomiky tak pokračuje obdobným tempem jako v minulých letech. Schválení daňové reformy koncem roku 2017 je pro výhled růstu v dalším roce pozitivem (mnohem méně pak pro veřejné finance).

Měsíční data za listopad byla pozitivní. **Průmyslová produkce** sice zvolnila, ale její růst o 0,2 % m/m (stejný tempem rostla i její zpracovatelská složka) znamená, že růst za kvartál září–listopad byl nejrychlejší za tři a půl roku. **Maloobchodní tržby** (bez aut a bez paliv) prošly revizí za minulé měsíce a v listopadu přidaly 0,9 % m/m. Tempo jejich růstu tak na kvartální bázi dosáhlo nejrychlejší úrovně od dubna 2014. To je po dlouhé době konečně zpráva, která alespoň trochu „omlouvá“ jestřábí naladění centrální banky.

Fed totiž na svém prosincovém zasedání potřetí v roce 2017 zvedl sazby (proti byl pouze Kashkari z Minneapolis a Evans z Chicaga). Dle očekávání tak nad skutečností, že se inflace v posledních letech vyvíjela jinak (a v roce 2017 zcela opačně), než Fed očekával, převážilo přesvědčení, že se inflace nakonec na cíl dostane. V rozhodování tak dle našeho názoru sehrálo důležitou roli to, že Fed chce a) normalizovat politiku, pokud to jde, bez ohledu na skutečný inflační vývoj, b) zkrotit ceny aktiv, c) předpřipravit se na daňovou reformu. I pro rok 2018 je Fed naladěný na poměrně jestřábí notu: očekává trojí zvýšení sazeb.



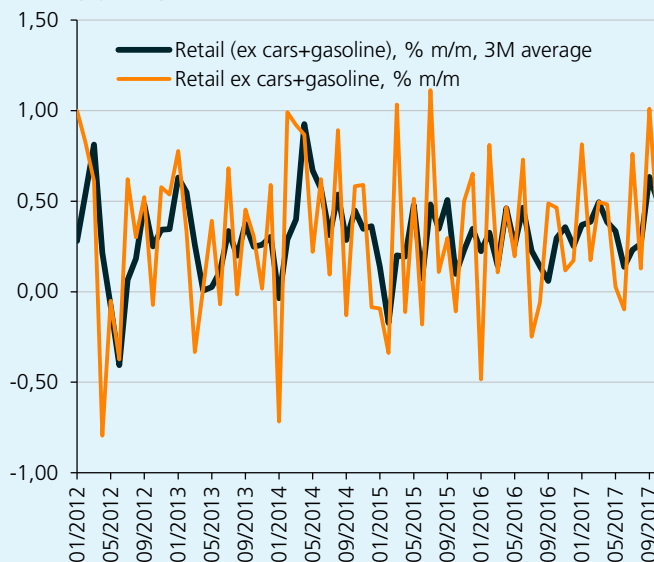
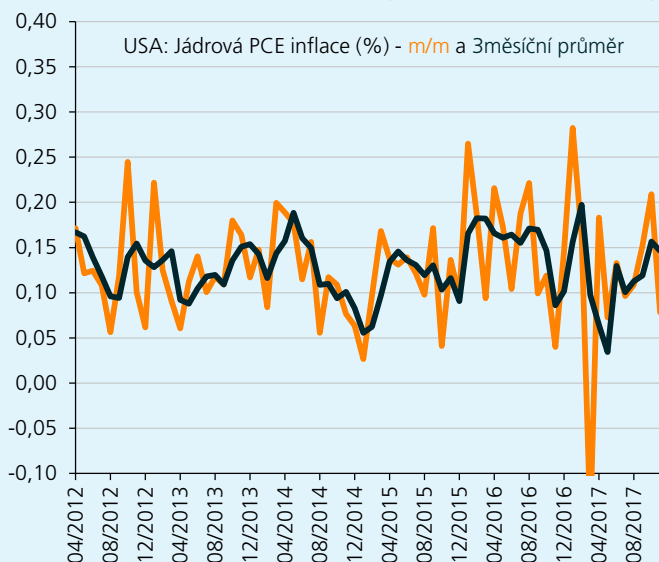
HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Jádrová PCE inflace nutnost takového utážení totiž prozatím moc nepodporuje. V listopadu vzrostla o 0,07 % m/m, v posledních třech měsících rostla anualizovaným tempem 1,8 %. Meziroční tempo dosáhlo 1,5 % a je tak nadále výrazně pod cílem Fedu (který je navíc symetrický, tj. hodnoty 2,5 % jsou, resp. měly by být vnímány stejně jako hodnoty 1,5 %).

Trh práce je nadále ve výborném stavu, v listopadu vytvořil 221 tisíc míst v soukromém sektoru a spolu s říjnem (247 tis.) jsou to nejlepší dva měsíce od června + července roku 2016. Oficiální míra nezaměstnanosti zůstala na úrovni 4,1 %, tj. nejnižší od listopadu 2000, alternativní míra U6 (zahrnující oficiálně nezaměstnané, pracovníky připojené k trhu práce pouze částečně, pracovníky od hledání práce odražené či pracující nedobrovolně na částečný úvazek) je pak na 8 %, tj. na úrovních jara 2007. Trh práce je tak jasně proinflační. Prozatím to však není vidět v růstu mezd.

Jádrová inflace stále bez výraznějšího urychlování dynamiky, byť maloobchodní tržby rostou nejrychleji za 3 ½ roku



CEE 3

ČR

Česká ekonomika začala čtvrté čtvrtletí relativně slabě, fundamenty však ukazují na solidní růst.

Další upřesnění tempa růstu ekonomiky ve 3Q17 nebylo během prosince zveřejněno (stane se tak včetně struktury růstu až 10. ledna 2018).

Maloobchodní tržby zahájily čtvrté čtvrtletí slabě, dle nás se však nejedná o nic více než technickou záležitost a v následujícím půlroce jejich růst zrychlí. Celkové maloobchodní tržby totiž v říjnu vzrostly jenom o 3,5 % r/r, tj. tempem výrazně pod průměrem za prvních devět měsíců roku 2017 (5,2 %). Bylo to primárně v důsledku slabšího růstu prodeje potravin a slabšího růstu jádrových tržeb (tj. tržeb mimo auta a potraviny). Růst jádrových tržeb tak od května zpomaluje (což neznamená, že je slabý – průměr za srpen–říjen dosáhl 7,4 %), a to zřejmě jako důsledek vyšší inflace, která se v minulém roce zakousla do nominálního růstu mezd. To je vidět ze mzdových dat za třetí čtvrtletí, zveřejněných v prosinci – **reálný růst mezd ve 3Q17 (4,2 % r/r) zpomalil o více než procento oproti 2Q17**. Vzhledem k tomu, že čekáme, že inflace zvolní, a vzhledem k velmi optimistickému naladění domácností (spotřebitelská důvěra v listopadu dosáhla historického maxima 7,8 bodu, v prosinci pak jen mírně poklesla na 7,5 bodu) se však domníváme, že v nejbližších šesti měsících tržby svůj růst opět urychlí.

Průmyslová produkce vzrostla v říjnu o 5,3 % r/r (sezonně očištěno), což je v souladu s tempem viděným v prvním až třetím čtvrtletí 2017. Pokud by mělo být pravdou to, co ukazuje PMI (v prosinci vyrostl o 1,1 bodu na 59,8), pak bychom koncem roku měli vidět tempa růstu kolem 10 %. Nemyslíme si, že tomu tak skutečně bude, ale taková je historická analogie.



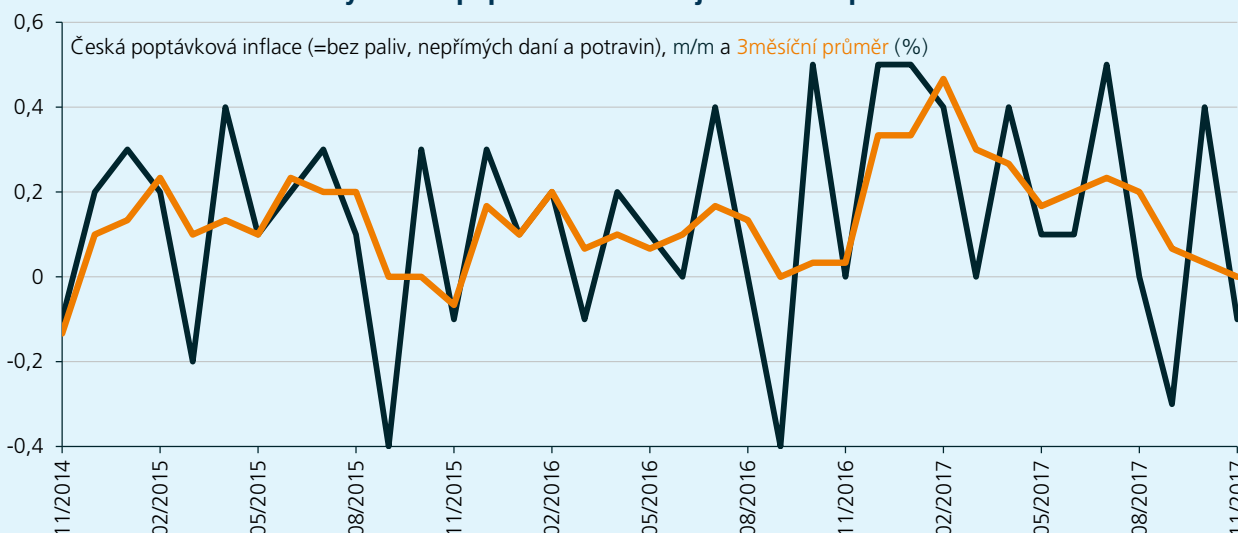
HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Listopadová inflace začala vyvracet relativně rozšířený mýtus posledních měsíců o inflační hrozbě. Listopadová celková inflace poklesla z 2,9 % na 2,6 %, měnověpolitická inflace pak z 2,9 % na 2,6 %. Byl to hlavně důsledek pomalejšího růstu cen potravin, jejichž příspěvek ještě v říjnu činil 1,4 p. b., v listopadu už jenom 1,1 p. b. Před rokem došlo právě mezi listopadem (2016) a únorem (2017) k podstatnému růstu cen potravin (kumulativně o 4 %), takže právě tato dezinflace se začíná nyní odehrávat. Mnohem důležitější pro ČNB je vývoj poptávkové (jádrové) inflace. I ta však zpomalila z meziročního tempa 2,8 % v říjnu na 2,6 % v listopadu a její měsíční dynamika byla v září až listopadu 2017 slabší (!) než v tom samém období roku 2016.

V prosinci tak ČNB navzdory jestřábím vyjádřením některých členů BR ČNB v průběhu listopadu (Hampel, Benda) k dalšímu utažení měnové politiky nepřistoupila. Naopak, zasedání se neslo spíše v holubičím duchu. ČNB řekla, že nevidí důvod postupovat rychleji, než načrtla listopadová prognóza (počítající s prvním utažením politiky ve druhé polovině roku 2018), protože žádné z rizik, která popsala v listopadu (překoupenost korun a síla, složení a setrvačnost domácích inflačních tlaků), se „prozatím“ neprojeví.

Dynamika poptávkové inflace je slabší než před rokem



POLSKO

V polské ekonomice i počátkem 4Q17 pokračuje solidní růst bez inflačních tlaků.

Růst ekonomiky dosáhl ve třetím čtvrtletí 1,2 % q/q (4,9 % r/r), čímž překonal nejenom očekávání, ale i výsledek předcházejícího čtvrtletí (+0,9 % q/q). Tahounem ekonomiky se v souladu s měsíčními daty stala, podobně jako v minulých čtvrtletích, poptávka domácností (skoro +3 p. b. k meziročnímu růstu). Druhým nejdůležitějším přispěvatelem pak byly čisté vývozy, naopak slabé byly, podobně jako v minulých mnoha čtvrtletích, fixní investice. Jejich oživení v dalších kvartálech by dle očekávání mnohých mělo nahradit zpomalení poptávky domácností, kde z r/r čísel vypadne efekt fiskální podpory vlády (program „500 zlotých“).

I počátkem posledního čtvrtletí roku se ekonomice vedlo dobře. Maloobchodní tržby v listopadu přidaly 8,8 % (po říjnových mírně dolů revidovaných 7,1 %), což je nadále odrazem zlepšujícího se trhu práce a pokračujícího růstu mezd. Nezaměstnanost poklesla na další historické minimum, a to jak její míra sezonně očištěná (6,7 %), tak míra neočištěná (6,5 %). Stejným tempem jako neočištěná míra nezaměstnanosti pak rostly v listopadu i nominální mzdy. **Průmyslová produkce** si udržela velmi silné tempo růstu, kdy po růstu o skoro 10 % r/r v říjnu přidala 7 % r/r v listopadu – průměrné tempo růstu v září až listopadu tak dosáhlo bezmála 8 %, což je skvělý výsledek. Přitom index PMI zůstává na hodnotách výrazně pod těmi, které vidíme v Německu i v ČR (v těchto ekonomikách je přitom růst produkce pomalejší) – v prosinci se oproti listopadu zlepšil o 0,8 bodu na „jen“ 55 bodů.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Inflace se po listopadovém růstu na maximum roku 2017 (2,5 %) v prosinci dle předběžných dat vrátila na říjnové hodnoty (2,1 %). Jádrová složka zatím za prosinec zveřejněna nebyla, v listopadu však zůstala pod 1 %, a tedy na úrovni dubna 2017 (0,9 %). Poptávkové tlaky tak ani v polské ekonomice vidět nejsou.

Měnový výbor centrální banky (MPC) ponechal v prosinci sazby beze změny na 1,5 %. MPC nadále zastává názor, že navzdory růstu ekonomiky a inflace v posledních měsících není cenová stabilita ve střednědobém horizontu ohrožena, jelikož růst inflace je primárně hnán cenami energií a potravin (což vývoj jádrové složky prozatím potvrzuje). Guvernér Glapinski zopakoval, že do konce roku 2018 budou sazby beze změny, a to právě s poukazem na nízkou jádrovou inflaci a minimální poptávkové tlaky.

MAĎARSKO

I počátkem čtvrtého čtvrtletí rostla maďarská ekonomika solidně, na naladění centrální banky to však žádný vliv nemá.

Finální data o maďarském růstu ve třetím čtvrtletí potvrdila solidní kondici ekonomiky. Ekonomika totiž vzrostla o 0,9 %, meziročně pak o 3,9 %, přičemž obojí bylo urychlením oproti druhému čtvrtletí, kdy růst dosáhl 0,8 % q/q a 3,6 % r/r. Ve struktuře se však oproti druhému čtvrtletí nic nezměnilo – pozitivní hnací silou růstu byla hrubá tvorba fixního kapitálu (příspěvek +4,3 p. b. k meziročnímu růstu) a poptávka domácností (+2 p. b.), naopak negativem byly čisté exporty (-3,2 p. b.).

Měsíční data ze začátku čtvrtého čtvrtletí byla rovněž dobrá a potvrzovala obrázek růstu hnaného poptávkou. **Maloobchodní tržby zrychlily v říjnu své tempo růstu na 6,3 %**, což je nad průměrem prvních tří čtvrtletí (4,3 %). Sice to stále neodpovídá růstu mezd (12,8 % r/r v říjnu), stavu trhu práce či inflaci, ale výsledek to rozhodně špatný není. **Nezaměstnanost** v září až listopadu dosáhla dalšího historického minima (3,9 %), což je hodnota výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti.

Průmyslová produkce v říjnu oproti září mírně zvolnila, když přidala 7,5 % r/r, nadále však zůstávala výrazně nad průměrným tempem růstu v prvních třech měsících roku 2017 (5,6 %). Hodnota prosincového indexu PMI pak naznačuje, že pokračování tohoto růstu v dalších měsících letošního roku je hodně pravděpodobné – index PMI vyrostl z listopadových 58,6 bodu na 60 bodů, což je v regionu po Německu druhá nejvyšší úroveň.

Celková inflace v listopadu oproti říjnu 2017 mírně zrychlila a vrátila se tak na zářijovou hodnotu 2,5 %. Mnohem důležitější však byla skutečnost, že jak jádrová inflace, tak i inflace poptávková (= jádrová minus zpracované potraviny) poklesly, a to podruhé v řadě. Jádrová inflace se tak oproti září (2,6 %) v listopadu nacházela o 0,4 p. b. níže, rozdíl v míře poptávkové inflace mezi listopadem a zářím byl -0,3 p. b. (září 2 %, listopad 1,7 %). Poptávková inflace je tak jenom o 0,2 p. b. vyšší než její lokální minimum v posledních pěti letech – o poptávkových tlacích tedy ani v Maďarsku zatím mluvit nelze.

Maďarská centrální banka (MNB) v prosinci již žádnou změnu měnové politiky neprovedla, z jejího prohlášení však bylo jasné, že nadále zůstává v jasně holubičím módu. Stále dle svých slov pokládá výnosovou křivku za velmi strmou, což do budoucna nevylučuje použití dalších nekonvenčních nástrojů k jejímu zploštění. Obecně tak jakýkoliv výhled růstu sazeb v nejbližším minimálně roce vypadá nepravděpodobně. Centrální banka rovněž zveřejnila novou prognózu (bez výraznějších změn) a technická pravidla v listopadu ohlášených nekonvenčních nástrojů. U úrokových swapů, u nichž je první tender naplánován na polovinu ledna 2018, půjde o pětileté a desetileté maturity, o objemu bude operativně rozhodovat centrální banka. Pro první čtvrtletí je objem stanoven na 300 mld. HUF. Ve druhé polovině měsíce začne MNB rovněž nakupovat forintové hypoteční dluhopisy, a to až do 70 % objemu emise v oběhu.

ROPA

Ropa (WTI) pokračovala v růstu z minulých měsíců, během prosince se poprvé od června roku 2015 dostala nad 60 dolarů za barel. Důvodem byla kombinace faktorů – koncem listopadu se OPEC domluvil na prodloužení omezení těžby až do prosince 2018, silná byla data o růstu poptávky v Číně a objevilo se riziko stávků v Nigérii.



AKCIOVÉ TRHY

MSCI World Index



MSCI Emerging Markets



Poslední měsíc v uplynulém roce se nesl v pozitivním duchu. Výkonnost vyspělých akciových trhů se pohybovala okolo kladného 1 %. Začátkem prosince schválil senát v USA nejrozsáhlejší daňovou reformu za poslední tři dekády, a to těsným poměrem hlasů 51 : 49. Prezident Donald Trump tak dosáhl prvního velkého legislativního vítězství. Klíčovým bodem daňové reformy je výrazné snížení 35% sazby korporátní daně, jež patří k nejvyšším na světě. Očekává se, že tato reforma výrazně podpoří ziskovost amerických korporací a potažmo také americký akciový trh, což se pozitivně projevilo i na meziměsíční výkonnosti (index S&P 500 +1 %). Akcie evropských společností těžily z pozitivní nálady panující na akciových trzích a zároveň z nastavování portfolií fondů na rok 2018, kdy většina analytiků mezi vyspělými akciovými trhy doporučuje akcie společností ze zemí západní Evropy. Index DJ Stoxx 600 vzrostl o 0,6 %, přičemž nejlépe se vedlo sektorům těžby, ropy a plynu, médií nebo bank.

CECE Composite



Úspěšný rok zakončily akcie společností ze střední Evropy. Velice dobré kondice zdejších ekonomik se přelily i do hospodářských čísel jednotlivých společností. Výrazný růst zažily především akcie ze spotřebitelského a bankovního sektoru. V prosinci skončily téměř všechny středoevropské indexy okolo dvou procentních bodů v plusu. V Polsku se dařilo prodejci bot CCC, jenž v minulých měsících kvůli horším prodejním číslům za říjen výrazně ztrácel. Snížení pravděpodobnosti fúze mezi bankami Alior a Pekao, vedlo k desetiprocentnímu zisku akcií prvně jmenované banky. Spojení těchto bank by pravděpodobně znamenalo přiřkrčení organického růstu zvláště banky Alior. Po negativních zprávách ze sektoru se nedařilo oběma vymahačům půjček Getback a Kruk. Na pražské burze se nejvíce dařilo akciím Moneta, Fortuna a Vienna Insurance Group. Hlavní důvod růstu akcií Moneta a VIG bychom mohli hledat v probíhajícím zvyšování úrokových sazeb. Také z maďarských akcií se nejlépe vedlo bankovnímu titulu OTP Bank.

Akcie na rozvíjejících se trzích zaznamenaly v prosinci velice dobré výsledky, když index MSCI Emerging Markets připsal konkrétně 3,36 % (v USD). Dařilo se hlavně regionu Latinské Ameriky, kde index MSCI Latin America vzrostl o 4,54 %. Veliký vliv na růst měla Brazílie, kde na tamní poměry nízké úrokové sazby podpořily růst domácí ekonomiky a spotřeby. Otázkou zůstává, jak se dále budou vyvíjet důležité sociální reformy, které by prezident Temer rád schválil, ale doposud nenašel potřebnou podporu v parlamentu. Rostly i asijské rozvíjející se trhy (2,78 % v USD), kde se v prosinci staly premiantem indické akcie. Rozvíjející se trhy tak vcelku stále nabízejí relativně zajímavý potenciál, obzvláště jejich ocenění je ve srovnání s vyspělými trhy nižší. V budoucnu navíc dále mohou těžit z dobré kondice globální ekonomiky.



DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisy USA a EMU

Během prosince došlo na německé výnosové křivce jenom k relativně malým pohybům. V první polovině měsíce desetileté výnosy klesly zhruba o 5 b. b. na 0,3 %, po zasedání Fedu (kde došlo k třetímu zvýšení úrokových sazeb v roce 2017) pak zase vzrostly lehce pod 0,45 %. Na krátkém konci byl vývoj stejný, výnosy dvouletých dluhopisů oproti počátku prosince byly na jeho konci zhruba o 10 b. b. vyšší. Celkově však německá výnosová křivka zůstává nadále velmi stlačená. U ostatních významnějších zemí byl vývoj kvalitativně stejný: španělské dlouhé výnosy vzrostly o 0,3 b. b. na cca 2 %, italské pak o 0,15 p. b. na 1,6 %.

Na druhé straně Atlantiku výnosy také reflektovaly zvýšení úrokových sazeb Fedu: na desetileté splatnosti se výnosy dostaly na 2,5 %, což bylo nejvýše od března 2017, na krátkém konci pak dále vzrostly na dohled 2 %, tj. nejvýše od října 2008.

Firemní dluhopisy

Korporátní dluhopisy se na protějších březích Atlantiku vyvíjely odlišně. Eurové korporátní dluhopisy investičního stupně i jejich spekulativní protějšky v prosinci mírně klesly, a to o 0,4 % a 0,1 %, přičemž jejich kreditní marže v průměru nedoznaly změn. Roli mohlo sehrát očekávané zvolnění tempa nákupů ze strany ECB v roce 2018 a proti tomu nadále silná aktivita emitentů na primárním trhu. Naopak, dolarové dluhopisy celkem solidně cenově rostly, a to hlavně v posledních dnech minulého roku, kdy začínalo být jasné, že se Trumpovi podaří prosadit jeho daňovou reformu – spekulativní dluhopisy, kterých se předtím více dotklo zvýšení sazeb Fedu, vzrostly pouze o 0,2 %, investiční dluhopisy však o 1,2 %.

Kreditní marže na trhu CDS se v prosinci vyvíjely obdobně. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o tři body na 45 bodů. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, naopak mírně vzrostl (o tři body na hodnotu 234 bodů).

Dluhopisový trh ČR

Během většiny prosince byl vývoj na českém dluhopisovém trhu poklidný – růstová korekce v cenách dluhopisů po zrušení zbylých aukcí Ministerstva financí se v polovině měsíce vyčerpala a výnosy se začaly opět sunout vzhůru, zejména v kratších splatnostech. Dvouleté výnosy se pohybovaly kolem 30 b. b., desetileté pak kolem 1,7 %. S výnosy výrazněji nehnulo ani zasedání ČNB, které se neslo v holubičím duchu a ze kterého vyplynulo, že ČNB není přesvědčená o tak rychlém zvyšování sazeb, jak očekávají analytici nebo trh (3–4 čtvrtbodová zvýšení v následujících 12 měsících). V samém závěru měsíce výnosy poskočily nahoru, na krátkém konci dokonce poměrně výrazně, to však byl primárně technický pohyb spojený s efektem příspěvků bank do rezolučního fondu (podobně jako u kurzu EUR/CZK nebo u forwardových bodů), zhoršený slabou povánoční likviditou.

Dluhopisový trh Polsko

Polská výnosová křivka prošla během prosince téměř nezatelnými změnami. Na dlouhém konci výnosy oscilovaly v úzkém pásmu kolem 3,30 %, a to s pouze umírněnou odezvou na události ve vnějším prostředí (Fed, ECB), domácí makroekonomická data či eskalaci konfliktu mezi Evropskou komisí a polskou vládou. Na krátkém konci výnosy vzrostly o zhruba 10 b. b., pravděpodobně v návaznosti na zvýšení úrokových sazeb Fedu, doplněné sníženou likviditou před koncem roku.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

Dluhopisový trh Turecko

Turecký obligační trh během větší části prosince pokračoval v korigování cenových ztrát z podzimních měsíců. Přeprodanost trhu a podvážení zahraničních investorů v lokálních vládních dluhopisech, spolu s očekáváním utažení měnové politiky centrální bankou byly hlavními faktory. Příznivě zapůsobil také zveřejněný excelentní výkon turecké ekonomiky za třetí kvartál, inflační trajektorie však naproti tomu zůstávala nepříznivá a rostoucí. Centrální banka v tomto světle tržní konsenzus realizovaný pouze omezeným zvýšením sazeb nenaplnila, ceny tureckých aktiv a především měnového kurzu zůstaly stabilizované. V důsledku výnosová křivka z vysokých úrovní dále poklesla, když se dvouletý výnos posunul z 13,5 % na 13 %, výnos desetiletého dluhopisu klesl z 12 % na 11,5 %.

MĚNOVÉ TRHY

Dolar proti euru v prosinci oslabil, a to až k 1,20 – počátkem měsíce se přitom obchodoval lehce pod 1,19. Důvodem bylo nejspíš to, že i když Fed sazby zvýšil a pro rok 2018 namaloval další utažení měnové politiky v úhrnu o 0,75 procentního bodu, měnový trh reagoval uzavíráním krátkodobých dlouhých dolarových pozic před koncem roku. Navíc, americká inflační data byla stále vcelku slabá a v každém případě pod tržním očekáváním.

Koruna proti euru během celého měsíce oslabovala. Ačkoliv by se jako důvod nabízelo holubičí zasedání ČNB či počínající dezinflace ilustrovaná listopadovou inflací, skutečné důvody byly zřejmě technického charakteru a souvisely s rezolučním fondem, do něhož přispívají banky na základě velikosti své rozvahy ke konci roku. Aby se zahraniční investoři vyhnuli poplatkům za vysoké vklady, které české banky přes konec roku účtují, měnili své pozice do eur. Takovému vysvětlení nasvědčuje i vývoj na samém konci prosince – jakmile se vypořádání spotových obchodů přehouplo přes konec roku, spotový kurz koruny skokově posílil zpátky k úrovni 25,50.

U **polského zlatého** jsme ve druhé polovině prosince byli svědky dalšího mírného posilování, a to až k hranici 4,18 proti euru. Politická bitva, ke které se schyluje mezi Varšavou a Bruslem, evidentně neměla žádný vliv. Velmi příznivá a robustní makroekonomická data a stále atraktivní valuace posunuly zlotý na silnější úroveň.

U **maďarského forintu** jsme v první polovině měsíce viděli oslabení v důsledku slabší inflace, ve druhé však, podobně jako zlotý, posílil i forint. Zatímco listopad končil na úrovni 312, konec roku uzavíral úrovní 311.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Předpokládáme, že v nejbližších měsících by mohlo dojít k přechodnému poklesu výnosů, neboť se domníváme, že inflace zdaleka nebude takovým problémem, jak ji nyní (stále ještě) vidí trh. V nejbližších třech měsících čeká ČR pravděpodobně citelná dezinflace, jejíž první náznak jsme již viděli v datech za listopad. ČNB tak dle nás bude s utahováním měnové politiky postupovat opatrněji, než jak trh očekává a diskontuje v cenách vládních dluhopisů. Investoři by tak na tuto realitu, odlišnou od současných očekávání, měli během prvního čtvrtletí roku 2018 reagovat zvýšeným zájmem zejména o dlouhodobé dluhopisy. Ostatně jak listopadová prognóza, tak poslední zasedání ČNB v prosinci byly hodně holubičí, trh však oboje v podstatě ignoroval.

Tento fundamentální výhled však komplikuje situace na devizovém trhu (přetrvávající překoupenost české měny) a také refinanční strategie Ministerstva financí na letošní rok, spojená s citelně zvýšenými výdajovými potřebami státního rozpočtu.

Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je nadále uložena právě v českých dluhopisech – v říjnu sice kvůli prodeji v předešlých dvou měsících poklesl podíl dluhopisů držných nerezidenty, stále je však vysoký (nerezidenti drží 40,5 % všech a 46,3 % korunových dluhopisů). Pokud by tedy mělo dojít ke snaze zahraničních investorů významněji z těchto pozic vystoupit, vedlo by to k výrazné volatilitě a propadu cen domácích dluhopisů. Tímto úprkem vyvolaný výrazný a rychlý růst výnosů by sice byl tlumen obnovením zájmu domácích investorů o český vládní dluh, bylo by to však až se zpožděním.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Dluhopisový trh ČR

Rizikem pro další tržní vývoj je také vysoká plánovaná hrubá emise nových státních dluhopisů Ministerstvem financí (přestože plánovaný schodek rozpočtu zůstává omezený), navíc za deklarovaného záměru MF soustředit se primárně na emise delších splatností. To může vést k tlaku na růst požadovaných výnosů, který postupně spolu s očekávaným růstem výnosů na zahraničních trzích převáží nad výše zmiňovaným pozitivním dezinflačním procesem a spíše nižším tempem zvyšování sazeb ze strany ČNB. Pro celý rok 2018 tak ve výsledku očekáváme pokračující vzestup výnosů českých státních dluhopisů, a tedy spíše prohloubení ztrát z držby zejména dlouhodobých obligací.

Dluhopisový trh Polsko

Riziková prémie desetiletých polských dluhopisů nad německými se během prosince dále snížila, dostala se tak na necelých 280 b. b. Domácí faktory pro růst výnosů v nejbližších čtvrtletích nemluví, centrální banka se k růstu sazeb zatím nechystá, byť se hlasy pro utažení politiky v příštím roce již ozývají. Z domácích faktorů je plusem příznivý fiskální vývoj, daný růstem ekonomiky, který již akcentují ratingové agentury ve svých zlepšených výhledech a jenž povede k omezené potřebě Ministerstva financí nabízet na trhu nové vládní dluhopisy. Inflační vývoj zůstává i přes sílící ekonomiku stabilizovaný a během nejbližších kvartálů nebude centrální bankéře nutit ke zpřísnění měnové politiky. Pokud bude ECB postupovat opatrně s útlumem prováděné politiky kvantitativního uvolňování, pak očekáváme v dalších měsících solidní výkonnost polského trhu, podpořenou v celkovém korunovém vyjádření očekávaným postupným posilováním kurzu zlotého.

Dluhopisový trh Turecko

Turecké výnosy na stále výrazně zvýšených úrovních z konce prosince (11,5–13 %) vnímáme fundamentálně jako atraktivní, byť aktuálním problémem nadále zůstává vysoká inflace. Na tomto poli však v závěru roku minimálně z titulu bazického efektu nastává obrat k lepšímu, jenž by měl pokračovat, respektive zesílit v příštím roce a inflace by opět měla sestoupit na jednociferné hodnoty. Z hlediska výhledu cen tureckých dluhopisů je to příznivý scénář – musí však být doprovázen přísnou měnovou politikou centrální banky, opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě alespoň částečným zklidněním geopolitických rizik, zejména nyní krizí procházejícího vztahu Turecka se Spojenými státy. Turecké dluhopisy spolu s fundamentálně extrémně slabým kurzem liry na tržních úrovních z konce roku 2017 vnímáme pozitivně.

Měny

U kurzu **aura proti dolaru** nadále nevidíme důvod k trvalému proražení hranice 1,20, která dle nás zůstane stropem pro nejbližší měsíce. Důvodem je stále měnová politika – americká centrální banka je nad očekávání jestřábí (zvyšuje úrokové sazby) a ECB je naopak nad očekávání holubičí (pokračuje v nákupech dluhopisů, byť sníženým tempem a zvyšování sazeb zůstává daleko). Hodnoty kurzu EUR proti dolaru kolem 1,20 totiž nejsou konzistentní s Fedem snižujícím svou bilanci a s ECB snižující pouze tempo jejího růstu. V dalších měsících tak dle nás dolar bude oscilovat mezi 1,15 a 1,20, přičemž v delším výhledu, až se více přiblíží horizont sbližování měnových politik, věříme v ústup kurzu dolaru na slabší úrovně proti euru.

Koruna navzdory našim očekáváním ani půl roku po ukončení intervenčního režimu neoslabila. Z logiky věci by vzhledem ke své masivní překoupenosti oslabit měla, zahraniční spekulantů však zatím své zisky nevybírají a není jasné, kdy tak učiní. V krátkodobém výhledu tak koruna nejspíš zůstane kolem stávajících úrovní (tj. kolem 25,50). S tím, jak se ukáže, že česká inflace není takovým problémem, jak dluhopisový i korunový trh nyní věří (což může být již v dalších čtyřech měsících s dezinflací), očekáváme, že koruna oslabí zpátky přes 26 korun. Dlouhodobým trendem kvůli vyššímu růstu produktivity v ČR ve srovnání s EMU nadále zůstává posilování koruny, tempem zhruba 1,5–2 % ročně.

U polského zlotého očekáváme v roce 2018 pokračování nastoupeného apreciačního trendu z minulého roku. Určujícím hybatelem zůstane pozitivní ekonomický vývoj – robustní hospodářský růst, tažený mj. oživením investic a domácí poptávkou, či stabilní fiskální vývoj. Dalším faktorem, který zlotému pomůže posílit, je centrální banka. Postupně totiž dojde k růstu poptávkové inflace a na intenzitě naberou tržní spekulace o blížícím se utažení měnové politiky. Dle nás je takový scénář pravděpodobný kolem poloviny roku 2018.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k, či dokonce pod hranici 300. Dojde k tomu však až v situaci, kdy centrální banka přejde do módu utahování měnové politiky. Vzhledem k listopadovému i prosincovému zasedání je evidentní, že takový moment je (zatím) příliš daleko na to, aby se v dohledné době projevil ve vývoji kurzu forintu proti euru. V nejbližší době by tak měl forint zhruba stagnovat.

Akciový trh

Přestože globální býčí akciový trh trvá již téměř devět let, myslíme si, že ještě není u konce. V rámci našeho základního investičního scénáře by globální akciové trhy měly i nadále růst, byť ne již s takovou silou jako v předešlých letech, a to díky velice solidní dynamice světové ekonomiky a výborné dynamice korporátních zisků. V roce 2018 by se očekávaný růst globálních korporátních zisků měl pohybovat blízko 10 %. I když se například některé akcie amerických společností obchodují na valuačních ukazatelích nad svými dlouhodobými průměry, nízké úrokové sazby a dobrá kondice ekonomiky nás přesvědčují o jejich dalším růstovém potenciálu. Americké akcie by měly dále profitovat z možných reforem Donalda Trumpa (fiskální stimuly, snížení korporátních daní na 20 %). Za kladné také považujeme silnou tvorbu volných peněžních prostředků většiny amerických společností. Evropské pak z dobrého hospodářského vývoje a nadále uvolněné měnové politiky ECB. Pozitivně vnímáme také akcie společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze silícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Mezi klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře patří: neočekávané a výrazné zvýšení inflace a inflačních očekávání, rychlejší než očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky, oproti aktuálnímu očekávání výrazně rychlejší normalizace monetárních politik klíčových centrálních bank (Fed, ECB, BOJ), výraznější zpomalení čínské ekonomiky, déletrvající politická nejistota v Německu, neschopnost francouzského prezidenta Macrona prosadit klíčové reformy, volby v Itálii začátkem roku 2018, protahující se vyjednávání o brexitu a hlavní geopolitická rizika v čele se Severní Koreou, Blízkým východem a Venezuelou.

Atraktivnost většiny střeoevropských akcií nyní vidíme selektivně v některých akciích, růstových i těch dividendových. Z akcií na českém trhu se nám líbí akcie většiny finančních institucí. Dobré makroprostředí s rostoucími výnosy by mělo být pozitivním stimulem pro provozní zisky většiny bank a pojišťoven. Největší potenciál vidíme u akcií Moneta, jejímž cílem je stát se digitálním lídrem na českém trhu. V letošním roce by se Moneta měly stabilizovat výnosy z úroků, přičemž silný kapitálový polštář umožní výplatu štědré dividendy přinejmenším v letošním a příštím roce. Akcie Erste Bank a Vienna Insurance Group by také měly těžit z atraktivních hodnotových ukazatelů a zvyšování sazeb Českou národní bankou. Pozitivně vnímáme akcie výrobce cigaret Philip Morris. Jeho kapitálová struktura je excelentní, nulová zadluženost s vysokým tokem volných peněžních prostředků umožňují vyplácet štědré dividendy, přičemž s přesunem výroby z okolních zemí do Kutné Hory můžeme v následujících letech očekávat růst tržeb, respektive čistých zisků. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií. Podporou všem obchodovaným společnostem může být stahování některých akcií, jako například Fortuna, Unipetrol, Pegas Nonwovens, přičemž získané peníze z prodejů budou investoři opět alespoň částečně investovat na pražské burze. Další prostor pro růst cen akcií nevidíme u společnosti ČEZ. Její zajištění cen silové elektřiny pro následující dva roky bude držet provozní zisky blízko loňské úrovně. Možné rozdělení společnosti je zároveň určitým rizikem. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, zpracovatel masa Tarczynski, finanční společnost GetBack, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku vnímáme pozitivně akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, plynárenských společností Romgaz a Petrom, v Rakousku akcie realitních společností Atrium a UBM, ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje, farmaceutické společnosti Krka a přístavu Luka Koper. Opatrní jsme na společnosti s velkým 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.

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**