



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	1,79 %	USA	0,89 %	USD/EUR	0,07 %	Ropa Brent	-22,21 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-1,14 %	Evropa	0,58 %	CZK/USD	0,09 %	Zemní plyn	41,43 %
Japonsko – Nikkei 225	1,96 %	ČR	0,64 %	CZK/EUR	0,14 %	Sil. elektřina	5,87 %
MSCI Emer. Mark.	4,06 %	Polsko	0,78 %	PLN/EUR	-1,16 %	Zlato	0,43 %
ČR – PX	0,19 %	Maďarsko	2,04 %	HUF/EUR	-0,33 %	Stříbro	-1,32 %
Polsko – WIG30	5,23 %	Turecko*	7,60 %	TRY/EUR	-8,55 %	Měď	3,67 %
Maďarsko – BUX	7,95 %	* BofA Merrill Lynch index					

## LISTOPAD V KOSTCE

### KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- V USA proběhly volby do Kongresu – v polovině prezidentského mandátu, tzv. mid-term elections. Výsledky byly celkově v souladu s očekáváním, když Republikáni uhájili většinu v horní komoře – Senátu, a naopak Demokraté získali většinu v dolní komoře – Sněmovně reprezentantů. Na americké politice by se tak nic zásadního měnit nemělo.
- Šéf americké centrální banky (Fed) Jerome Powell na konci měsíce vyslal investorům poměrně jasný signál, že nynější cyklus zvyšování úrokových sazeb ve Spojených státech by mohl skončit dříve, než se původně předpokládalo. Powell uvedl, že úrokové sazby ve Spojených státech se již nacházejí těsně pod neutrální úrovní, která nestimuluje, ani neomezuje ekonomiku. Ještě začátkem října přitom tvrdil, že sazby od neutrální úrovně dělí "dlouhá cesta". Toto prohlášení představovalo pro riziková aktiva pozitivní stimul.
- O prvním prosincovém víkendu proběhlo v argentinském Buenos Aires zasedání skupiny významných ekonomik G20. Nejsledovanější událostí byla schůzka amerického prezidenta Donalda Trumpa a čínského prezidenta Si Ťin-pchinga. Výsledek schůzky byl vcelku pozitivní, když se prezidenté dvou nejvýznamnějších ekonomik světa dohodli především na tom, že zvýšení 10% cla na dovoz čínského zboží do USA v objemu 200 mld. dolarů na 25% od 1. ledna bude minimálně o 90 dní odloženo, aby v rámci dodatečného času ještě mohla proběhnout další obchodní jednání.

### VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Negativní sentiment z října v listopadu do značné míry vyprchal, tržní nálada se uklidnila a americký dolar jako klíčový „bezpečný přístav“ byl ve výsledku velice stabilní. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, posílil nepatrně o 0,1%. Vůči euru dolar neparně o 0,1% oslabil na úroveň 1,132 dolaru za euro.
- Také koruna byla v prostředí zmírněné rizikové averze velice stabilní. Vůči euru velmi mírně oslabila o 0,1% na úroveň 25,96 CZK/EUR a vůči dolaru také velmi mírně oslabila o 0,1% na úroveň 22,85 CZK/USD.
- Globální akciové trhy po silných říjnových výprodejích zaznamenaly o poznání příznivější měsíc, když index MSCI All Country World připsal mírný zisk 1,3% (v dolaru). V korunovém vyjádření byl zisk ve výši 1,1% vlivem mírného posílení koruny vůči dolaru nepatrně nižší.
- Z regionálního pohledu se po delší době o poznání více dařilo akciovým trhům rozvíjejících se zemí (MSCI Emerging Markets +4,1%) oproti akciovým trhům rozvinutých zemí (MSCI World +1,0%).
- Z konkrétních zemí si solidní zisky připsaly čínské a indické akcie (Hang Seng +6,1% a Sensex +5,1%), polské a maďarské akcie (WIG 30 +6,5% a BUX +8,0%) a turecké akcie (BIST 100 +5,8%). Naopak ztráty zaznamenaly akcie v eurozóně a Velké Británii (Euro STOXX 50 -0,8% a FTSE 100 -2,1%).
- Index pražské burzy PX posílil o nepatrných 0,2% na úroveň 1069 bodů.
- České státní dluhopisy pokračovaly v mírném posilování, když dle indexu českých státních dluhopisů Bloomberg Barclays v průměru přidaly 0,6%. Výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dvouletou splatností vzrostl o 0,07% na 1,60% a výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dlouhou 10letou splatností naopak poklesl o 0,09% na úroveň 2,06%. Česká výnosová křivka tak dále snížila svůj sklon.
- Polské státní dluhopisy pokračovaly v růstu, když listopadové zhodnocení činilo 0,8%. Maďarské státní dluhopisy posílily výrazněji o 2,0%. Turecké státní dluhopisy pokračovaly v zotavování z krizových letních měsíců a v listopadu připsaly velice solidní zisk 7,6%. Od začátku roku je index tureckých státních dluhopisů již pouze v nepatrném mínusu -1,5%.



### LISTOPAD V KOSTCE

#### VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Naopak korporátním dluhopisům se v listopadu nedařilo. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně poklesl o 0,6 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) poklesl dokonce o 2,0 %. Tyto poklesy nebyly zapříčiněny žádnou novou fundamentální příčinou. Spíše se zdá, že se větší množství velkých mezinárodních investorů rozhodlo před koncem roku snížit svoji rizikovou expozici.
- Cena ropy Brent masivně poklesla o 22,2 % na úroveň 59 dolarů za barel.

#### CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu listopadu zvýšili váhu japonských akcií a oproti tomu jsme snížili váhu amerických akcií. Mezi klíčové důvody této investiční akce patří 1) očekávané zpomalení růstu americké ekonomiky v příštím roce po vynikajícím letošním roce, když v roce 2019 vyprchá vliv daňové reformy a výrazně navýšených infrastrukturních výdajů, 2) slabší výkonnost japonských akcií v letošním roce proti americkým protějškům; očekáváme, že by v příštím roce měly japonské akcie americkou výkonnost dohánět, 3) výrazný pokles očekávané dynamiky zisků amerických korporací v příštím roce, když letos byly enormně podpořeny daňovými škrtky, a 4) výrazně příznivější valuace japonských akcií; japonské akcie se dle valuačního ukazatele P/E momentálně obchodují za 13násobek ročních zisků, zatímco americké akcie výrazně výše za 19násobek ročních zisků. Váhu japonských akcií jsme tak po této investiční akci zvýšili na úroveň nadvážení, naopak u amerických akcií jsme dále prohloubili podvážení.
- Celkově máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále neutrální váhu v akciích, podvážení v dluhopisech a naopak nadvážení v alternativních investicích a hotovosti.

ASSET ALOKACE	Akcie	Dluhopisy	Alternativy	Hotovost
	=	-	+	+
	Neutrál	Podvážení	Nadvážení	Nadvážení

#### JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naše očekávání pro rok 2019 jsou v rámci našeho základního scénáře očekávaného budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Solidní tempo růstu světové ekonomiky letos pokračuje. Od začátku roku již nicméně tempo mírně zpomaluje, přičemž svého vrcholu dosáhla světová ekonomika na konci roku 2017. Je přitom velice pravděpodobné, že mírné zpomalování bude v příštích dvou letech pokračovat.
- Globální ekonomickou recesi sice momentálně ekonomický konsensus rozhodně neočekává, nicméně rizika výhledu jsou vychýlena směrem dolů. Aktuální konsensus pro příští rok přitom počítá s globálním růstem mírně nad 3 %. Hlavními tahouny globálního růstu budou i nadále rozvíjející se ekonomiky v Asii v čele s Čínou a Indií.
- Inflační vývoj pro globální finanční trhy stále nepředstavuje žádný problém. Ve vyspělých zemích by se měla inflace i v příštím roce pohybovat kolem 2 % inflačních cílů centrálních bank.
- Šéf amerického Fedu Jerome Powell na konci listopadu do značné míry korigoval svá předchozí jestřábí vyjádření s tím, že konec cyklu zvyšování amerických úrokových sazeb již může být poměrně blízko. Evropská centrální banka drží úrokové sazby stále na nule a podle posledních vyjádření téměř s jistotou ukončí program nákupu dluhopisů (kvantitativní uvolňování) na konci roku. Dále ECB mnohokrát indikovala, že bude držet sazby na nule minimálně do léta příštího roku. Vzhledem k tomu, že makroekonomická data z eurozóny byla v posledním období vesměs slabší, než se čekalo, první zvýšení sazeb by mohlo přijít ještě později, až na přelomu let 2019 a 2020. Co se týče japonské centrální banky, ta bude podle posledních prohlášení udržovat nulové sazby a nákupy vládních dluhopisů po ještě velice dlouhou dobu, neboť míra inflace se stále pohybuje velice hluboko pod 2 % inflačním cílem.
- Co se globálního akciového výhledu týče, domníváme se, že po říjnovém propadu mají zejména rozvíjející se akciové trhy velice zajímavý potenciál pro zhodnocení v následujícím období. Dynamika světové ekonomiky bude nicméně velice pravděpodobně v příštích dvou letech dále mírně zpomalovat, proto máme celkově na globální akcie neutrální názor.
- Z hlediska regionální akciové alokace stále silně preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets) zejména na základě 1) příznivějších valuací, 2) výrazně vyšší dynamiky HDP, 3) vyššího očekávaného tempa růstu korporátních zisků a 4) výrazně horší výkonnosti v letošním roce, přičemž očekáváme, že by měly rozvíjející se trhy v příštím roce tuto horší výkonnost postupně dohánět.
- Na trh českých státních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy do doby splatnosti jsou z historického srovnání stále poměrně hodně nízké, byť již o poznání výše oproti historickým minimům dosaženým před dvěma lety.



### LISTOPAD V KOSTCE

#### JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- 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. Mírně negativní výkonnost od začátku tohoto roku tento názor potvrzuje. Klíčový indikátor atraktivity korporátních dluhopisů – kreditní marže, tzn. rizikové přírůžky nad výnosy relativně bezrizikových státních dluhopisů, se totiž, přes jistý růst v letošním roce, stále pohybují poměrně blízko historickým minim.
- 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) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky z cyklického vrcholu, jehož bylo dosaženo na konci loňského roku,
  - 2) další zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě ve vztahu mezi USA a Čínou,
  - 3) vývoj v Itálii – riziko recese v roce 2019, vývoj státního rozpočtu a korespondující dynamiky státní zadluženosti,
  - 4) rychlejší než aktuálně očekávané zpomalování čínské ekonomiky,
  - 5) silnější dopad turecké měnové krize do reálné ekonomiky – silná recese v příštím roce,
  - 6) tvrdý a neřízený Brexit.

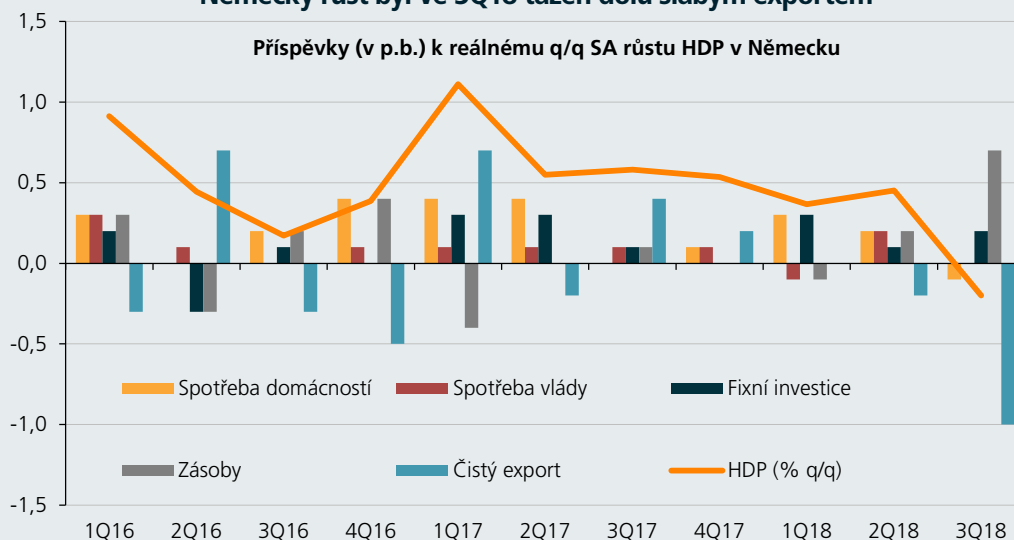
### HLAVNÍ UDÁLOSTI

#### EMU

**Ekonomický růst eurozóny táhlo ve třetím čtvrtletí dolů Německo a jeho export. Předstihové indikátory na reakceleraci růstu však stále neukazují.**

Růstu ekonomiky EMU ve třetím čtvrtletí zpomalil více, než se očekávalo: místo analytiky očekávaného růstu o 0,4 % q/q dosáhl růst eurozóny pouze 0,2 % q/q. Jedinou velkou ekonomikou, jejíž růst oproti předcházejícímu čtvrtletí urychlil, byla Francie (0,4 % q/q). U Španělska zůstal růst stejný (0,6 % q/q), u Itálie se z již beztak slabých temp dále propadl, když ve třetím čtvrtletí italská ekonomika nakonec podle druhého odhadu dokonce o 0,1 % poklesla, což bylo nejslabší tempo jejího růstu od 2. čtvrtletí 2014. Německo pokleslo pak ještě více než Itálie (o 0,2 % q/q) a zaznamenalo nejvýraznější pokles od 1. čtvrtletí 2013. Důvodem byla zejména slabá výkonnost exportu, který poklesl o 0,9 % q/q, nejvíce od konce roku 2012. To sice bylo alespoň zčásti jistě kvůli novým emisním testům WLTP, které způsobily, že část automobilové produkce se prostě nevyrobila, ale ani data v dalších složkách HDP nejsou nijak silná. Například poptávka domácností přispěla ke kvartálnímu růstu nejméně (přesněji řečeno nejvíce negativně) od konce roku 2013. Jediným pozitivem a překvapením tak bylo, že fixní investice ani kvůli napětí ve světovém obchodě příliš nezpomalily: jejich růst ve 3Q18 dosáhl 0,8 % čtvrtletně.

#### Německý růst byl ve 3Q18 tažen dolů slabým exportem



Zdroj: Eurostat



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

**Kromě přechodného efektu produkce aut na německý růst dává naději na to, že se slabost z 3. čtvrtletí nebude opakovat, i německý průmysl.** V září totiž podruhé v řadě vzrostl, když po srpnovém růstu o 0,1 % m/m přidal 0,2 % m/m. Ano, tempa jsou to slabá, ale a) alespoň se situace již dále nezhoršuje a b) průmyslové objednávky naznačují, že by se produkce v nejbližších měsících měla dále zlepšit. Po růstu o 2,5 % m/m v srpnu totiž přidaly objednávky v září další 0,3 % m/m a i když jsou stále o procento pod svou úroveň z roku 2017, v posledních třech měsících vzrostly o skoro 3 %.

Že se však ekonomická situace hned tak nevrátí k roku 2017 je nabitelná. Německý **index PMI** ve zpracovatelském sektoru v listopadu dále poklesl, dostal se tak až na nejnižší úroveň (51,8) za 31 měsíců. Francouzský průmysl také poklesl na 50,8, což je nejnižší od září 2016. Protože ani v dalších ekonomikách EMU nebyla situace o moc lepší, index PMI v průmyslu dosáhl za celou eurozónu v listopadu nejnižší hodnoty (51,8) od srpna 2016 (a to nejenom kvůli produkci v automobilovém sektoru, ale i kvůli poklesu sub-indexů nových objednávek, lokálních i exportních). Podobný obrázek je i v **sektoru služeb**, kde v listopadu index PMI také poklesl, a to na nejnižší úroveň za dva roky. **IFO index v Německu** či pokračující **pokles indexu ekonomického sentimentu v eurozóně** (109,5 bodů v listopadu nejnižší za pět čtvrtletí) pak potvrzují, že očekávat výraznější urychlení ekonomické aktivity nelze.

**Stejně tak nelze očekávat poptávkové tlaky. Maloobchodní tržby v EMU totiž nadále rostou jen velmi pomalu.** Koncem třetího čtvrtletí přidaly v reálném vyjádření pouze 0,8 % r/r, což znamenalo, že za celé třetí čtvrtletí poklesly o 0,3 % q/q. Ve Španělsku i v Itálii poklesly o procento, v Itálii o 0,3 %. Jediná ekonomika, kde rostly, tak byla Francie (+1 % q/q). Data za říjen budou zveřejněna až po uzavření tohoto materiálu. **Průmyslová produkce** v EMU ve třetím čtvrtletí jen stagnovala, v Německu se o 1,6 % dokonce propadla. To však nebylo nic překvapivého, vše je ostatně vidět v datech za HDP.

**Celková inflace** dle prvních dat poklesla v listopadu na 2 %, a to díky nižšímu růstu cen energií (9,1 % r/r v listopadu vs. 10,7 % v říjnu). V dalším měsíci by tyto ceny měly vzhledem k poklesu cen ropy v listopadu ještě dále zvolnit. U jádrové složky inflace se nic nezměnilo: listopadová hodnota 1 % znamená, že jádrová inflace nebyla z pásma 0,8–1,1 % od září 2017. **ECB během listopadu nezasedala**, na nejbližším zasedání se však bude muset vypořádat s tímto obrázkem, který je v rozporu s tím, co ECB očekávala v létě při ohlášení konce kvantitativního uvolnění.

## USA

**Ekonomika si vede nadále dobře, roste tempem znatelně přes 3 % ročně. Inflace se drží kolem cíle centrální banky, která však naznačuje, že tempo utahování měnové politiky zvolní.**

Americká ekonomika si i ve třetím čtvrtletí udržela silné růstové tempo (3,5 % q/q, anualizovaně). To bylo sice o něco pomalejší než ve čtvrtletí druhém (4,2 %), ale jinak to bylo tempo neviděné od 3. čtvrtletí 2014. Ve struktuře se toho moc nezměnilo, největším přispěvatelem k růstu je nadále spotřeba domácností (2,5 p. b.). Výrazně se na růstu podílely i hrubé investice (2,5 p. b.), ale jen díky zásobám (2,3 p. b.). Fixní investice samotné přidaly jen 0,25 p. b., což bylo nejméně od konce roku 2015. Výrazný růst zásob a růst poptávky domácností se odrazil v čistém exportu, jehož negativní příspěvek ve výši 1,9 p. b. byl vůbec nejvyšším od druhého čtvrtletí roku 1985.

Měsíční data zveřejněná během listopadu byla spíše slabší. **Průmyslová produkce** v říjnu přidala 0,1 % m/m, září pak bylo revidováno směrem dolů z 0,3 % na 0,15 %. Je tak evidentní, že v posledních měsících došlo k znatelnému zpomalení růstové dynamiky průmyslu. U zpracovatelského průmyslu je toto zpomalení vidět také, byť je menší (0,3 % m/m v září i v říjnu). Vzhledem k vývoji kurzu dolaru a napětí a nejistotě, které americký prezident vytváří, je to však, celkem vzato, ještě překvapivě pozitivní výsledek.

**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a vojenské techniky)** po poklesu v srpnu (–0,2 % m/m) a v září (–0,5 % po revizi) v říjnu jen stagnovaly. Od počátku roku jsou tak o cca. 4 % vyšší, ale v posledních měsících to žádná sláva není. Jisté uklidnění ve vztazích mezi USA a Čínou, které v posledních týdnech pozorujeme, by mohlo investiční aktivitu v dalších měsících podpořit.

**Maloobchodní tržby** (bez aut a paliv) si nadále vedou dobře. Počátkem 4. čtvrtletí přidaly 0,4 % a jejich anualizované tempo růstu v posledních třech měsících dosáhlo lehce pod 3 %. Je to sice zpomalení oproti první polovině roku, ale vzhledem k vývoji mezd asi jen přechodné a lze očekávat urychlení jejich růstu zpátky k anualizovaným tempům 4–5 %. **Růst mezd** zůstává sice z historického hlediska stále relativně pomalý, ale v září urychlil na nejvyšší hodnotu (3,1 % r/r) od dubna 2009, což je jistě dobrá zpráva (říjnová data prozatím k dispozici nejsou).



### HLAVNÍ UDÁLOSTI

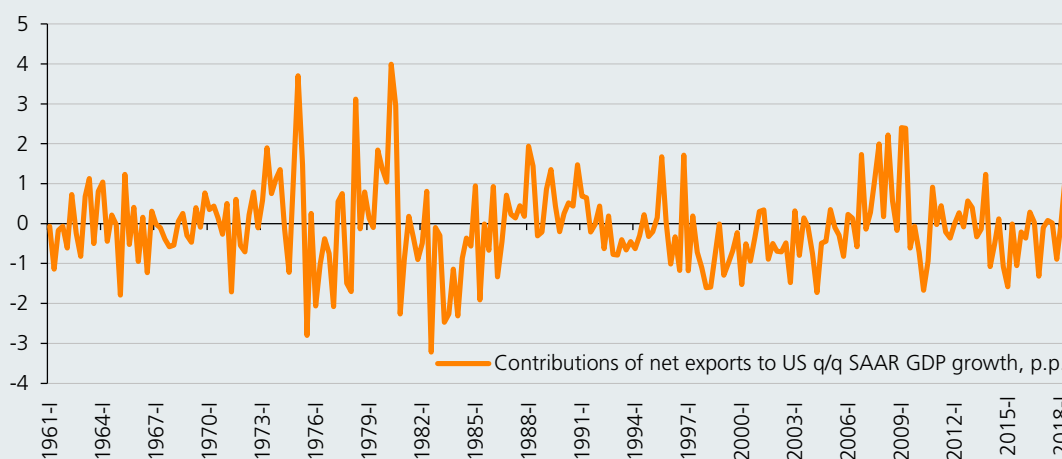
#### USA

**Trh práce je stále velmi dobrý.** V říjnu vytvořil 246 tis. pracovních míst, za poslední tři měsíce (říjen–srpen) pak v soukromém sektoru celkem 634 tis. pracovních míst. **Oficiální míra nezaměstnanosti** tak v říjnu dosáhla 3,7%, což je nejnižší od prosince 1969. Její alternativní míra U6 (zahrnující oficiálně nezaměstnané, pracovníky k trhu práce připojené pouze částečně, pracovníky od hledání práce odražené či pracující nedobrovolně na částečný úvazek) zůstala na nejnižší hodnotě (7,4 %) od dubna 2001 (7,4 %). **První žádosti o podporu v nezaměstnanosti pohybující se na úrovni 215-220 tis. týdně** jsou nejnižší nejméně od roku 1970 (což je období, za které máme k dispozici data). Jediným lehce negativním znakem trhu práce tak nadále je fakt, že **neroste míra participace**, která se setrvale drží pod 63 % (v říjnu 62,9 %).

**Jádrová PCE inflace** v říjnu dle finálních dat zvolnila na 1,8 %, což je její nejnižší hodnota od února 2018. Celková inflace zůstala, shodně se zářím, na úrovni dvou procent, tj. na cíli Fedu. Zdá se tedy, že inflace je stabilizovaná, že se na ní ani pokrizově nejrychlejší růst mezd ani (dle shora popsaných kritérií) nejutaženější trh práce za dlouhou dobu příliš nepodepisuje.

**Fed na svém zasedání počátkem listopadu** ponechal sazby beze změny a během celého zbytku měsíce pak vysílal holubičí signály. Ty korunoval koncem listopadu prezident Fedu Powell, který naznačil, že sazby jsou dle něj poblíž neutrálních úrovní, což si pak trh vyložil tak, že konec utahování měnové politiky je blízko.

#### Příspěvek čistého exportu k růstu amerického HDP byl ve třetím čtvrtletí nejnižší od roku 1985



Zdroj: BEA.gov, tabulka 1.1.2

#### CEE3

#### ČR

**Česká ekonomika nadále roste, ale jen tempem, které je poloviční oproti zbytku regionu. Předstihové indikátory navíc neukazují na urychlení růstu, spíše naopak.**

**Ekonomika vzrostla ve třetím čtvrtletí dle druhého odhadu o 0,6 % q/q**, což bylo ve srovnání s prvním odhadem tempo o 0,2 p. b. rychlejší. Meziroční tempo dosáhlo 2,4 %, což bylo oproti prvnímu odhadu o 0,1 p. b. rychlejší (je tak zřejmé, že část revize mezikvartálního růstu byla důsledkem úpravy temp směrem dolů v předcházejících kvartálech). Meziroční tempo tak bylo slabší než očekávání MFČR či ČNB (2,7 %) a i po revizi zůstalo, podobně jako v minulých čtvrtletích, výrazně pod tempem růstu v okolních zemích: Slovensko, Maďarsko i Polsko rostou meziročně dvojnásobným tempem. Navíc, ve struktuře růstu hraje prim vláda, bez jejíž vydatné pomoci by růst byl znatelně pomalejší. Kategorie „finální spotřeba vlády“ totiž přidala nejvíce (2,3 % q/q) od prvního čtvrtletí 2013 a její meziroční růst je reálně přes 5 %. To však není vše: další vliv vlády je vidět v silném růstu fixních investic. Celkové fixní investice totiž po růstu o bezmála 7 procent v první polovině roku (oproti druhé polovině roku minulého) přidaly ve třetím čtvrtletí další skoro 2 % q/q. Meziročně jsou tak o 9 % vyšší, přičemž za to z podstatné části děkují investicím do jiných staveb, než jsou ty, které jsou určené na bydlení. Tato kategorie investic, na které se skrze infrastrukturní projekty podílí hlavně vláda, totiž ve třetím čtvrtletí přidala historicky nevidaných 14,4 % r/r. Nakonec, dvojciferný růst mezd ve veřejném sektoru se projevuje v silném růstu spotřebitelských výdajů – poptávka domácností proto ve třetím čtvrtletí přidala 0,8 % q/q. To je sice méně než procento a více, což bylo tempo viděné v roce 2016 a 2017, ale stále je to velmi silné. A bez podpory vlády by toto tempo tak silné nebylo.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

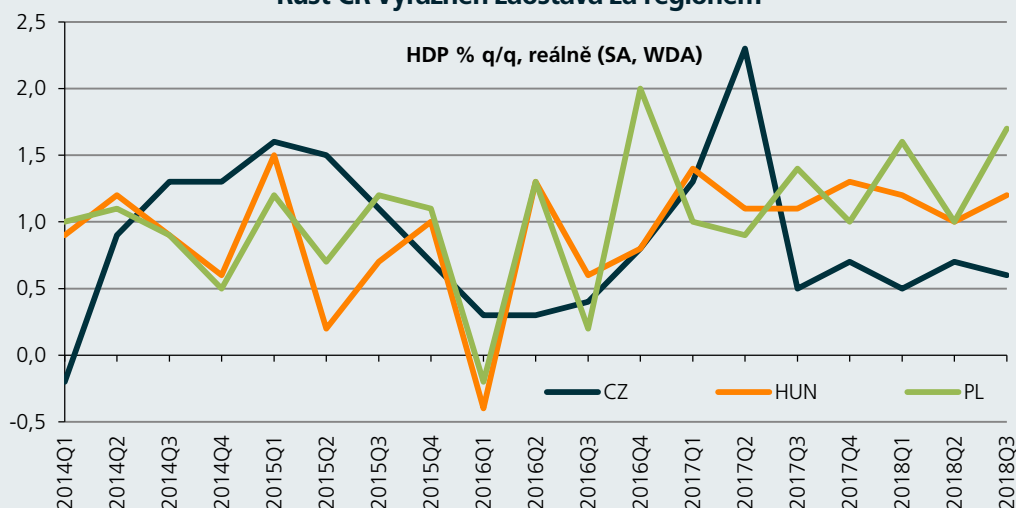
ČR

Měsíční data zveřejněná během listopadu moc zajímavá nebyla, protože se týkala konce 3. čtvrtletí, za které už jsou k dispozici celková data o HDP; proto pouze ve zkratce. **Maloobchodní tržby** přidaly jen 0,4 % r/r, což bylo jejich nejslabší tempo od poloviny roku 2013. I když po očištění o prodeje aut, které se propadly (i díky novým emisním testům) o 4,1 % r/r, je obrázek lepší (taktó upravené maloobchodní tržby vzrostly o 5,4 %). Z pohledu na měsíční dynamiku je evidentní, že i v maloobchodě už bylo lépe: anualizované tempo růstu je nyní kolem 4 %. **Průmyslová produkce** přidala meziročně 2,5 %, což je tempo slabší než jaké naznačoval index PMI, ale zdá se, že z podstatné části bylo ovlivněno jednorázovými efekty: kvůli odstávkám propadla o 15 % r/r produkce v chemických závodech a o 15 % r/r (nejspíš alespoň zčásti kvůli emisím) také produkce vozidel. Tyto efekty by neměly být trvalé. Že však průmysl nebude hned tak akcelerovat indikuje PMI: ten totiž v listopadu poklesl na 51,8 (nejnižší od srpna 2016), nové objednávky i optimismus ohledně budoucnosti pak jsou nejnižší od prosince 2012. Těžko se přitom věří, že by to mělo být všechno jen kvůli automobilovým emisním testům.

**Spotřebitelská (měnověpolitická) inflace v říjnu zpomalila na 2,1 %**, rozdílem oproti září byly nižší ceny potravin. Segment bydlení (nájemné, imputované nájemné, vodné, stočné atd.) se nadále podílí na růstu cen nejvíce v říjnu z více než čtyřiceti procent. Bez růstu v této oblasti by byla inflace jenom lehce nad procentem. Poptávková inflace je sice meziročně 2,3 % (tj. o 0,2 p. b. více než v září), růst v posledních třech měsících však byl nulový. Navíc, i v poptávkové inflaci hraje nejvýraznější úlohu právě cenový okruh bydlení.

**ČNB na svém zasedání počátkem listopadu však na nic z uvedeného nepřihlížela, a citujíc slabou korunu, popáté letos zvedla sazby.** Dvoutýdenní repo sazba vzrostla na 1,75 %, což je nejvýše od června 2009. ČNB je, podobně jako ECB, nadále velmi optimistická ohledně růstu a inflace, a nepřipouští si, že výrazná rizika, která existují (Brexit, Itálie, obchodní válka), mohou lehce způsobit výrazné ochladnutí růstu, či rovnou recesi. A v takové situaci ani slabá koruna inflaci nezvyšší. Během listopadu byli do BR ČNB oficiálně jmenováni dva nástupci M. Hampla a V. Tomšíka – Tomáš Holub a Aleš Michl se funkcí ujali 1. prosince 2018.

Růst ČR výrazněn zaostává za regionem



Zdroj: WWW.CZSO.CZ

POLSKO

**Polská ekonomika je v ideálním období: vysoký růst, nízká inflace. Centrální banka nevidí důvod zasahovat.**

Růst ekonomiky zůstal páté čtvrtletí v řadě meziročně nad 5 %, mezikvartální tempo dosáhlo těžko uvěřitelných 1,7 %, což bylo v rámci regionu tempo suverénně nejrychlejší. Na meziročním tempu se pozitivně podílely všechny složky agregátní poptávky s výjimkou čistých exportů, což ale v situaci silného růstu poptávky domácností, poptávky firem a ve světle pomalejšího německého exportu není překvapením. Poptávka domácností k růstu přispěla 2,7 p. b., poptávka firem (fixní investice) 1,7 p. b., poptávka vlády 0,6 p. b. Negativní příspěvek čistého exportu byl ve světle těchto čísel ještě relativně malý, 0,9 p. b.



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## POLSKO

**Průmyslová produkce** se navzdory slabému Německu celkem drží. V říjnu vzrostla o 7,4 % r/r, což bylo nad očekávání dobré, a to i poté, co toto číslo očistíme o efekt pracovního dne navíc v říjnu 2018 ve srovnání s říjnem 2017. Stavební produkce nadále roste tempem nad 20 % (v říjnu 22,4 %). Výkonnost průmyslu je celkem překvapivá, protože v říjnu poklesl index PMI v Polsku na 50,3 a v listopadu se dokonce po dlouhé době dostal pod 50 (49,5). Nezdá se tedy, že by průmysl měl ve stávající formě setrvat dlouho.

**Maloobchodní tržby se po slabém zářijovém výsledku v říjnu vrátily k očekávanému silnějšímu růstu.** Jejich říjnový růst byl oproti září (3,6 % reálně) více než dvojnásobný (7,8 %), což společně s průmyslovou produkcí dává tušit, že ani 4. čtvrtletí nebude v Polsku z hlediska růstu HDP slabé. Fundamenty podporující poptávku domácností jsou nadále silné, lze tedy očekávat, že poptávka domácností bude i nadále pilířem růstu. Mzdy rostou velmi dobře (v říjnu nominálně +7,6 % r/r) a velmi dobrý je i trh práce. Míra nezaměstnanosti totiž v říjnu zůstala velmi nízká, na historickém minimu (5,7 %). Po očištění o efekt sezonnosti pak zůstala, společně se zářím a srpnem, pod 6 % (což je také historické minimum). Ani do dalších měsíců tedy není vidět důvod, proč by poptávka domácností měla zpomalit.

**Navzdory silnému růstu ekonomiky, nízké nezaměstnanosti a vysokému růstu mezd zůstává jádrová inflace nadále nízká.** Říjnová data totiž ukázala, že jádrová inflace byla pouze 0,9 % – to je sice o 0,4 p. b. více než v květnu, kdy dosáhla minima, ale nadále výrazně pod cílem centrální banky. Je to také stejná hodnota jako v listopadu a prosinci 2017. Pokračuje tak paradoxní inflační vývoj, ze kterého nemá centrální banka vůbec radost. Předběžná data za listopad byla zveřejněna 30. listopadu a byla vcelku překvapením: místo očekávané celkové inflace 1,6 % dosáhla inflace pouze 1,2 % (důvodem byl ve srovnání s minulými měsíci slabý růst cen potravin a slabý růst cen energií). Jádrová inflace za listopad sice zveřejněna ještě nebyla, vzhledem k vývoji celkové inflace lze však čekat, že nevzrostla, spíše naopak.

**Měnový výbor centrální banky (MPC) na svém listopadovém zasedání ponechal dle očekávání sazby beze změny na 1,5 %**, kde se nacházejí od března 2015. Nic jiného se ani nedalo čekat – inflační vývoj je sice neočekávaný a paradoxní, ale reálný. Guvernér Glapiński na tiskovce navíc řekl, že dle něj máme vrchol ekonomického cyklu za sebou, což naznačuje, že se k utahování měnové politiky centrální banka hned tak nedostane. Nová prognóza centrální banky sice posunula výhled inflace v roce 2019 i 2020 nahoru (z 2,8 % a 2,7 % v červenci na 3,3 % a 2,9 % v nynější prognóze), ale to jen jako důsledek očekávaného růstu cen energií (který však ve světle vývoje v listopadu vypadá nyní méně reálně).

## MAĎARSKO

**Ekonomika dále silně roste, na rozdíl od Polska se však také zvyšují poptávkové tlaky.**

**Maďarský růst dosáhl ve třetím čtvrtletí také čtvrtletního tempa vyššího než procento.** Růst o 1,3 % znamenal, že meziroční tempo dosáhlo bez desetiny rovných 5 %. Primárním faktorem růstu je nadále domácí poptávka: poptávka domácností přispěla k meziročnímu růstu 2,4 p. b., poptávka firem pak téměř 5 p. b. Negativním faktorem růstu byly podobně jako v Polsku čisté exporty (-1,7 p. b.).

**Poptávka domácností zůstává silná i ve 4. čtvrtletí. Maloobchodní tržby totiž** v říjnu přidaly (o rozdílný počet pracovních dní očištěných) 5,7 %, což bylo prakticky stejné tempo jako to, které jsme zaznamenali v září (5,4 %). K silnému meziročnímu růstu přispěla podobně jako v minulých měsících (a podobně jako u nás) hlavně jádrová komponenta. A podobně jako u nás je tento trvalý růst odrazem optimismu v důsledku velmi dobrého vývoje na trhu práce. **Nezaměstnanost** za srpen až říjen (3,7 %) je nadále poblíž historického minima z konce první poloviny roku (3,6 %) a tedy výrazně pod přirozenou mírou nezaměstnanosti. Tento vývoj (a vládní zásahy v oblasti minimální a zaručené mzdy z ledna letošního roku) se pak odráží v setrvalém vysokém **růstu mezd** – v srpnu dosáhl růst nominální mzdy 10,1 % r/r, v září 10,4 % r/r.

**Průmyslová produkce** dle očekávání (která byla důsledkem zhoršování předstihových indikátorů) v září zpomalila na 2,2 % r/r (po očištění o počet dní, reálně). Vzhledem k tomu, že se v listopadu zhoršil index PMI (na 53,5 bodu), lze očekávat, že průmysl zůstane v nejbližších měsících slabší a že se k tempům nad 5 % r/r nevrátí.



### HLAVNÍ UDÁLOSTI

#### MAĎARSKO

**Celková inflace** se v říjnu dále zvýšila na 3,8 % (meziměsíčně pak o 0,5 %), což je nejvyšší hodnota od prosince 2012 (5 %). Měsíční růst byl důsledkem vyšších cen energií (1,1 % m/m) a růstu cen potravin (0,5 % m/m). Jak naznačuje vývoj polské inflace v listopadu, dojde v listopadu k poklesům těchto kategorií, což meziroční inflaci sníží. Ostatně, meziroční tempo růstu cen energií je 16,2 %, u potravin 4,6 % – je tak evidentní, že tyto dvě složky se na růstu inflace podílely v posledních 12 měsících podstatně a že tedy kam zvolnit mají. Jádrová inflace také vzrostla, a to o 0,2 p. b. na 2,6 %, což je o 0,8 p. b. výše než v říjnu roku 2017. V Maďarsku se tak, na rozdíl od Polska, ekonomický růst v poptávkové inflaci promítá.

**Maďarská centrální banka (MNB) zatím na růst inflace nereaguje a i když si už s nápady, že by mohla politiku dále uvolnit, nepohrává, na utažení měnové politiky nemyslí.** Na svém listopadovém zasedání ponechala sazby beze změny a řekla, že stávající nastavení měnové politiky je nadále potřeba proto, aby se inflace dostala udržitelně na 3 %. Že je očekávaným dalším krokem utahování politiky bylo evidentní z toho, že opět zopakovala, že je připravena „k opatrné a postupné“ normalizaci politiky a že start tohoto procesu bude determinován inflačním výhledem. Vzhledem k turbulencím na trzích je však dle MNB na místě „opatrnější přístup“.

#### ROPA

Ropa (Brent) během listopadu výrazně poklesla, a to ze 75 dolarů za barel až na úroveň 60 dolarů za barel. Byl to důsledek výrazného růstu na straně nabídky díky produkci v USA, ale zejména v zemích OPEC+. Přidejme obavy ze zpomalení růstu a vysvětlení dramatického listopadového poklesu je na světě.

### AKCIOVÉ TRHY

MSCI Emerging Markets

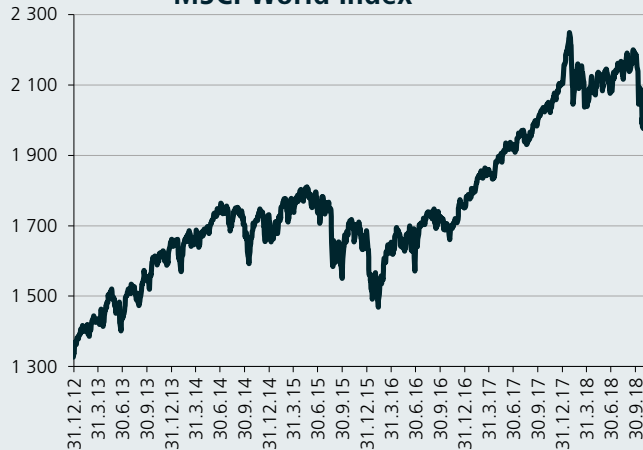


CECE Composite



Po proběhlé říjnové korekci na akciových trzích si většina předních akciových trhů nedokázala najít směr, kterým se ubírat. Index amerických akcií S&P 500 skončil meziměsíčně 1,8 % v plusu. Nejvíce zřejmě pomohlo prohlášení šéfa americké centrální banky, že nynější cyklus zvyšování úrokových sazeb ve Spojených státech by mohl skončit dříve, než se původně předpokládalo. Již menší dopad pak zřejmě měly volby do Kongresu, které skončily dle očekávání. Zveřejněné výsledky hospodaření společností ve 3. čtvrtletí, také mnoho překvapivého nepřinesly. V průměru opět došlo k překonání odhadů analytiků jak na úrovni tržeb, tak i čistých zisků. Evropské akcie skončily 1,1 % v mínusu (měřeno indexem DJ STOXX 600). Tlak nadále pociťoval bankovní sektor, z důvodu schvalování italského deficitu státního rozpočtu, a také automobilový průmysl.

MSCI World Index





### AKCIOVÉ TRHY

Akciím ze střední Evropy se dařilo. Nejvyšší zisky si připsaly polské (index WIG30 +6,5 %) a maďarské (index BUX +8 %) akcie, jež se vymykaly globálnímu sentimentu. Za dobrou výkonností byla dosavadní horší výkonnost v letošním roce a také lokální důvody. V Polsku to byl především sektor utilit, jenž profitoval z proběhlé aukce kapacitního trhu, a také sektor ropy a plynu, těžící z poklesu cen surové ropy, což pozitivně působí na rafinérské a petrochemické marže. Méně likvidní pražská burza a její PX index si připsal +0,2 %. Při probíhajícímu růstu základních úrokových sazeb se dařilo akciím Moneta a Komerční banky, dále pak také akciím Philip Morris a Avast.

O poznání klidnější nálada než v říjnu panovala také na rozvíjejících se trzích, index MSCI Emerging Markets připsal za listopad 4 % (v USD). Všechny hlavní trhy si připsaly kladné zhodnocení, jmenujme například akcie v Číně, Indii, Brazílii či v Turecku. Za dobrou výkonností stojí nižší riziková averze investorů doprovázená uklidněním situace po dramatických říjnových propadech na akciových trzích. Investory také přilákaly relativně zajímavé valuace přetrvávající na akciových trzích rozvíjejících se ekonomik. Trhy zůstávají však nadále volatilní a velice citlivé na nové informace. Ke konci měsíce se veškerá pozornost upírala na nadcházející summit zemí G-20 v Argentině, zvláště pak na očekávané jednání mezi Čínou a USA týkající se vzájemných obchodních vztahů.

### DLUHOPISOVÉ TRHY

#### USA A EMU

Vývoj ve Spojených státech se v listopadu nesl ve znamení poklesu výnosů a dalšího zplošťování křivky. Na delším konci výnosy poklesly zhruba o 15 b. b., desetiletý výnos se tak dostal zpět pod 3 %. Na krátkém konci byl pokles menší, cca 6 b. b., dvouleté výnosy poklesly pod 2,8 %. Plochá křivka tak nadále indikuje očekávání hospodářského zpomalení.

V jádru eurozóny výnosy v listopadu také poklesly, byť jen mírně – v Německu o zhruba 6 bodů. Tyto vcelku malé změny jsou zčásti způsobené tím, že výnosy už jsou hodně nízko (desetiletý německý dluhopis byl už koncem října pod 40 b. b.). Že se však o pokles nakonec jednalo, bylo důsledkem slabých dat, a to jak ekonomických (HDP), tak měkkých (PMI) či inflačních. Na periférii eurozóny, zejména v Itálii, byl vývoj méně dramatický než v předcházejících měsících. Uklidnění, nejspíš jen dočasné, v napjatých vztazích mezi Bruselem a Římem vedlo k poklesu desetiletých výnosů z 3,50 % až ke 3,10 %.

#### FIREMNÍ DLUHOPISY

Trh korporátních dluhopisů zůstával pod tlakem na růst kreditních marží i během listopadu, přesněji řečeno, tento tlak oproti říjnu dále zesílil. Z části za tento vývoj mohl odklon investorů od rizika (obavy z poklesu globálního růstu, nejistoty ohledně Brexitu), z větší části však dost možná technický aspekt poklesu aktivity ECB z titulu ukončování QE programu (být především na vládních dluhopisech; z této chybějící dodatečné likvidity však pramenil pokles poptávky o nestátní emise a tím vzestup požadovaných marží) a pokračující stahování globální likvidity ze strany amerického Fedu. Tentokrát se v tomto prostředí dařilo lépe vysoce úročeným dluhopisům spekulativních ratingů oproti emisím investičního stupně. Průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za listopad vzrostla o 23 b. na 111 bodů. Index spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) čelil nárůstu průměrné kreditní marže o 59 b. na 398 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty vzrostly o poznání mírněji, cca v polovičním rozsahu oproti korporátním obligacím.

#### TURECKO

Příznivý sentiment vůči tureckým finančním aktivům, nastartovaný během září a utvrzený říjnovým propuštěním přes dva roky zadržovaného amerického pastora A. Brunsona tureckými soudy (nutné podmínky k urovnávání pošramoceného vztahu mezi Tureckem a Spojenými státy), pokračoval také v průběhu listopadu. Investoři příznivě přijali potvrzení citelného zlepšení bilance běžného účtu platební bilance, jež bylo důsledkem probíhajícího ochlazení turecké ekonomiky. Hospodářské zpomalení a návrat měnového kurzu k silnějším hodnotám by se měli v nejbližších měsících promítnout i do stabilizace a posléze poklesu inflace, a tudíž nárůstu reálných úrokových sazeb. Extrémně vysoké nominální úrokové sazby spolu s příznivým výhledem podporovaly měnový kurz, který díky tomu během listopadu neustále posiloval a připsal si ke koši měn (EUR, USD) další výrazně kladný výsledek, tentokrát +6,5 %. Velmi dobře se dařilo také tureckým vládním dluhopisům, jež na vlně vzestupu zájmu zahraničních investorů (výrazně podvážených v tureckých obligacích) cenově silně rostly. Výnosová křivka v důsledku razantně poklesla při zmírnění inverzního charakteru; pohyb obligačních výnosů dosáhl 200 – 400 bps.



## DLUHOPISOVÉ TRHY

### ČR

**Vývoj na české výnosové křivce byl během listopadu poměrně poklidný.** V souladu s vývojem na hlavních oblihačních trzích dlouhodobé výnosy poklesly o zhruba 8 b. b., koncem měsíce se tak dostaly na desetileté splatnosti na 2,06 %, což je jejich nejnižší hodnota od června 2018. Na krátkém konci kvůli utažení politiky ČNB ze samého počátku listopadu naopak výnosy o 5 b. b. vzrostly na 1,60 %, což je jejich nejvyšší hodnota od dubna 2012.

### POLSKO

**Na polské výnosové křivce došlo v listopadu k pohybům jen na jejím delším konci.** Desetileté a sedmileté výnosy vlivem přetrvávající nízké inflace a navzdory překvapivě silnému růstu poklesly o 12–15 b. b. Na první ze zmiňovaných splatností tak klesly ke 3,05 %, což znamenalo, že se jednalo o nejnižší hodnotu od dubna 2018. Na krátkém konci nedošlo k žádné změně, dvouleté výnosy zůstaly kolem 1,55 %, a jsou tak vůbec poprvé v historii nižší než dvouleté výnosy české.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland



Zdroj: Bloomberg

### MĚNY

**Během listopadu osciloval kurz eura vůči dolaru kolem 1,135.** Chvilkově se kurz podíval i pod 1,125, chvilkově i na 1,145, většinu měsíce však strávil v těsné blízkosti 1,135. Na kurz nemělo žádný další vliv ani to, že německý hospodářský růst se poprvé za dlouhou dobu dostal do záporu, že růst eurozóny byl oproti růstu USA vpravdě slabý či to, že inflace v EMU stále nikam neroste.

**Česká koruna** během listopadu také moc nepředvedla, většinu měsíce strávila kolem hranice 25,95. Krátce se ve druhé polovině měsíce podívala i nad 26, kde nebyla od počátku července, poté se však rychle vrátila pod 26 korun. Kurz koruny vůči euru tak nadále vzdoruje představám ČNB o rychlém posílení.

O něco lépe se během listopadu vedlo **polskému zlotému**, který zvrátil říjnové oslabení a z úrovně 4,34 se dostal na úroveň 4,29. Od srpna však osciluje v pásmu 4,25–4,35.

**Maďarský forint** poté, co v říjnu překvapivě nereagoval na tržní turbulence, zůstal zcela v klidu i během listopadu. Celý měsíc byl totiž v úzkém pásmu 321–323 forintů za euro.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**Riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala na desetileté splatnosti v průměru kolem 170 b. b.,** tj. beze změny proti situaci v září a říjnu. V dalších čtvrtletích čekáme její snížení, které by mělo probíhat primárně zdola (tj. růstem německých výnosů). Vzhledem k tomu, že čekáme, že ekonomika EMU už dále zpomalovat nebude a že ECB postupem času začne připravovat investory na to, že přece jen sazby zvedne, by mělo dojít k nárůstu německých desetiletých výnosů někam k 0,8–1 % v nejbližším roce.

U českých výnosů je vzhledem k pokračujícímu růstu sazeb ČNB pravděpodobná stabilita (na dlouhém konci) resp. mírný růst (na krátkém konci). Výhled českých výnosů nadále komplikuje situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž stále uložena právě v českých dluhopisech – koncem září drželi nerezidenti 36 % všech a 40 % korunových dluhopisů, což jsou stále velmi vysoké podíly. Další stovky miliard korun z intervencí, které jsou v rukou zahraničních investorů, jsou pak v jiných instrumentech. Jinými slovy, dluhopisy podobně jako koruna jsou velmi náchylné na zhoršení sentimentu.

### DLUHOPISOVÝ TRH PLSKO

**Polská křivka by v nejbližších čtvrtletích větších změn doznat neměla, dlouhé výnosy by se měly udržet v pásmu 3,1–3,3 %, krátké mezi 1,5 % a 1,6 %.** To plyne z faktu, že inflace zůstává velmi nízká a že je tím pádem stále nízká šance na blížící se utažení měnové politiky, a z faktu, že výnosy v EMU jsou dobře ukotveny. Výraznější růst polských výnosů by ve stávajícím nízkoinflačním polském prostředí mohl způsobit jen výrazný růst výnosů v EMU, ten je však vzhledem k inflačnímu vývoji eurozóny v nejbližší době nepravděpodobný. V delším horizontu čekáme růst německých výnosů, což se podepíše i na růstu polských výnosů, byť zřejmě ne 1 ku 1 (tj. dojde k mírnému poklesu rizikové premie).

### DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Razantní zvýšení klíčových úrokových sazeb Tureckou centrální bankou (jinými slovy investory tolik vyžadované ortodoxní utahování měnové politiky) a kroky vlády v hospodářské politice (nový střednědobý ekonomický plán, zaměřený primárně na boj s inflací, zpřísnění fiskální politiky či podporu bankovního sektoru), jež stabilizovaly dramatickou situaci na trhu tureckých aktiv během září a zlepšení vztahu s USA po propuštění pastora Brunsona byly základními kameny nastartovaného obratu negativního vývoje cen vládních dluhopisů a měnového kurzu TRY. Zároveň již dochází k rebalancování přehřáté ekonomiky, jež je dobře patrné z posledních údajů struktury platební bilance a ze snížené úvěrové aktivity bank. Ochlazení ekonomiky (kontrakce HDP v 3. kvartálu o více než 1 %) spolu s pevnějším měnovým kurzem a levnějšími cenami ropy se již promítly do mírnější inflace za listopad a dle nás v dalším období povede k trvalejšímu ztlumení stále excesivně vysoké inflace. Tento scénář je konstruktivní jak pro turecké dluhopisy (ve kterých jsou zahraniční investoři stále výrazně podváženi), tak pro měnový kurz TRY, za předpokladu, že Turecká centrální banka nepřistoupí příliš brzy k uvolňování měnové politiky a snižování úrokových sazeb (například vlivem politických tlaků).

### MĚNY

Nedomníváme se, že by eurozóna měla spadnout do recese (nečekáme dramatický obrát v měnové politice ECB), proto nijak neměníme ani náš výhled kurzu **eura proti dolaru**. Očekáváme, že v nejbližších dvou čtvrtletích se kurz eura proti dolaru bude pohybovat kolem 1,15. Pro výrazně vyšší úroveň (=pro slabší dolar kolem 1,20) nenacházíme v současných ani v očekávaných diferenciálních měnových politikách na obou březích Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) žádné odůvodnění. Fedu sice možná bude v dalších čtvrtletích postupovat pomaleji v utahování měnové politiky než tomu bylo doposud, ale to kurzu příliš nevdává, protože ECB se k utahování politiky hned tak nedostane. Ztráta dynamiky růstu eurozóny a persistentně nižší než očekávaná inflace naopak zvyšují pravděpodobnost, že sazby ECB zůstanou neměnné i v roce 2019. Proto, pokud k nějakému pohybu od hranice 1,15 v dalších měsících dojde, čekali bychom, že bude směrem k silnějšímu dolaru.

Vývoj v posledních měsících potvrdil, že **koruna** to s dalším posílením k hranici 25 korun za euro resp. pod tuto hranici, což je to, co již delší dobu vyhlíží ČNB, nebude mít nijak jednoduché. Ačkoliv korunu podporuje pokračující utahování měnové politiky ČNB, jejímu výraznějšímu posílení brání tendence zahraničních investorů z koruny vystupovat hned, jak se naskytne příležitost. Tato tendence bude dle nás tím více patrná, čím blíže bude k hranici 25 korun – čím více koruna posílí, tím více bude mít tendenci se kvůli vybírání zisků vracet na slabší úroveň.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### MĚNY

Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozu a zpomalováním průmyslu. Náš výhled tak je koruna kolem 26 korun po zbytek letošního roku a výrazně nad 25 korunami za euro v roce 2019, 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.

**U polského zlatého nadále očekáváme posílení.** Slabá inflace sice nedovolí centrální bance hned tak zvyšovat sazby, což limituje prostor pro jeho výraznější posílení, hodnoty kolem 4,30 z října a listopadu však neodpovídají silnému růstu ekonomiky a celkovému stavu polské ekonomiky. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme minimálně návrat k úrovni 4,20.

**Maďarský forint** má dle nás fundamentální potenciál posílit ke hranici 300, či dokonce pod ni. Stávající hodnoty kolem 320 jsou podobně jako u polského zlatého neodůvodnitelně slabé a korekci těchto hodnot směrem k hranici 310 očekáváme v řádu několika málo měsíců. Dopomoci by tomu mělo i to, že se konečně ze svého holubičích spánku probudila maďarská centrální banka. Ke zvýšení sazeb má sice stále daleko, ale poslední dvě zasedání jasně ukázala směr, kterým se bude centrální banka v příštím roce ubírat. Na kurzu by se to tak mělo projevit – v příštím roce by měl posílit směrem k hranici 300.

### AKCIOVÝ TRH

Proběhlá korekce v říjnu na globálních akciových trzích byla zhmotněním některých latentních rizik, která již po určitou dobu znervozňovala některé investory. Ceny akcií se tak po těchto propadech dostaly na atraktivnější úroveň. Hodnotové ukazatele amerických společností se nyní pohybují blízko, avšak stále mírně nad, dlouhodobými úrovněmi, přičemž ve prospěch hovoří nadále dobrá kondice americké ekonomiky, růst korporátních zisků a silný spotřebitel. Opatrní jsme však vzhledem k pozvolnému růstu úrokových sazeb a nejistota také přichází s hrozbou obchodních válek. Hodnotové ukazatele akcií evropských společností se obchodují mírně pod svými dlouhodobými průměry. Akcie by měly reflektovat dobrý hospodářský vývoj a nadále uvolněnou měnovou politiku ECB. Je však zřejmá určitá opatrnost evropských společností s hrozbou obchodních válek v plánování investičních výdajů. Pozitivní jsme na hospodaření společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze silícího 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 (Fedu, 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.

Z akcií na českém trhu jsme, vzhledem k rostoucím úrokovým sazbám a silnému spotřebiteli, pozitivní na finanční tituly Erste Bank a Vienna Insurance Group. Pozitivní jsme i na relativně nový akciový titul AVAST. Investoři dle nás ocení celosvětovou diverzifikaci tržeb, širší nabízených produktů proti kyberútokům na rostoucím trhu, zlepšující se free cash-flow a to vše ve spojení s globálně známou značkou. Na českém trhu momentálně neočekáváme výrazný propad u žádné z obchodovaných akcií. Ze segmentu START, části pražské burzy, jsme pozitivní na akcie výrobce strun do 3D tiskáren, Fillamentum, výrobce obuvi Prabos a také na producenta bezpilotních letadel Primoco. Z polských titulů se nám líbí mediální společnost Agora, agrární společnost Kernel, banky Pekao a Alior nebo leasingová společnost Prime Car Management. V Rumunsku jsme pozitivní na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, plynárenské společnosti Romgaz a Petrom, a producenta vína Purcari. Ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, banky Nova Ljubljanska Banka, sítě 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 nezaručují návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na podkladě 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 společnosti Conseq 225 988 225
- e-mailem na adrese [fondy@conseq.cz](mailto:fondy@conseq.cz)
- na webové stránce společnosti Conseq [www.conseq.cz](http://www.conseq.cz)