



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					

## LISTOPAD V KOSTCE

### Klíčové události ve světě

- Německá ekonomika je i nadále ve vynikající kondici. Dynamika HDP ve třetím čtvrtletí překonala odhady ekonomů, když meziroční růst činil 2,8 % a mezikvartální růst 0,8 %.
- Česká ekonomika tradičně kopíruje německou dynamiku. Dynamika českého HDP ve třetím čtvrtletí proto také překonala odhady, když meziroční růst činil 5,0 % a mezikvartální růst 0,5 %.
- V sobotu 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.

### Vývoj na finančních tržích

- Americký dolar na rozdíl od října oslaboval. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, oslabil o 1,6 %. Vůči euru dolar oslabil o 2,2 % na 1,190 dolaru za euro.
- Koruna vůči euru dále posilovala, v listopadu o 0,6 % na 25,50 CZK/EUR a vůči dolaru posílila o 2,7 % na úroveň 21,52 CZK/USD.
- Globální akciové trhy pokračovaly v růstu a připsaly si zhodnocení 1,8 %. Od začátku roku přitom přispívají fenomenální zhodnocení 19,8 % (dle indexu MSCI All Country World, v dolaru).
- Vzhledem k tomu, že koruna vůči dolaru od začátku roku výrazně posílila o 16,1 %, je výkonnost globálních akciových trhů v koruně dramaticky nižší na úrovni plus 0,6 %.
- Z regionálního pohledu se v listopadu dařilo především čínským akciím (Hang Seng +3,3 %), japonským akciím (Nikkei +3,2 %) a americkým akciím (S&P 500 +2,8 %). Naopak se nedařilo tureckým akciím (BIST 100 -5,6 %), polským akciím (WIG 30 -4,5 %) a akciím v Latinské Americe (MSCI Latin America -3,2 %).
- Index pražské burzy PX oslabil o 0,6 % na 1059 bodů.
- České státní dluhopisy po období výrazného poklesu v listopadu stagnovaly. Od začátku roku přitom v průměru odepisují 4,8 %.
- Polské a maďarské státní dluhopisy dále mírně posilovaly o 0,6 a 0,9 %, zatímco turecké státní dluhopisy dále oslabily o 1,6 %.
- Korporátní dluhopisy mírně ztrácely, eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně nepatrně oslabil o 0,1 % a eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) oslabil o 0,3 %.
- Ropa Brent dále výrazně posílila o 3,6 % na 64 dolarů za barel a dostala se tak na nejvyšší úroveň za posledního 2,5 roku.

### Co jsme dělali v našich investičních portfoliích?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme na velice atraktivních cenových úrovních realizovali část zisků v globální akciové složce. Podíl akciové složky jsme tedy mírně snížili, i nadále je však vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) mírně nadvážená.



### LISTOPAD V KOSTCE

#### Co jsme dělali v našich investičních portfoliích?

- Dále jsme v rámci asset alokace investičních portfolií Active Invest a Private Invest na velice atraktivních cenových úrovních realizovali zisky v eurových korporátních dluhopisech neinvestičního spekulativního stupně (high-yield), jejichž ceny se dostaly na historická maxima, resp. výnosy do splatnosti na historická minima, a to prostřednictvím prodeje fondu Fidelity Funds – European High Yield.
- Po dlouhé době jsme byli rovněž aktivní v primárních aukcích Ministerstva financí ČR, v jejichž rámci jsme v malém objemu nakoupili české státní dluhopisy se střední a delší splatností. Využili jsme tak výrazného cenového poklesu z předchozích dvou měsíců. Nicméně z celkového pohledu 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, resp. ceny klesat.
- Celkově v rámci asset alokace investičních portfoliích i nadále zůstáváme nadvážení v akciích a podvážení v dluhopisech.
- V rámci akciové složky stále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developer markets).

#### Jaký je náš investiční výhled na následující 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. Inflace 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 9 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 letošní rok by měly globální korporátní zisky oproti roku 2016 vzrůst o 15 % a také příští rok 2018 by měl být v tomto směru 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 příštím roce očekáváme stagnaci nebo mírný pokles.
- Na trh českých státních dluhopisů máme i nadále poměrně opatrný výhled, neboť výnosy jsou stále poblíž historických minim, resp. ceny blízko historických maxim. Ve střednědobém horizontu tak stále očekáváme nárůst výnosů, resp. 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 spjaty.
- Co se týče korporátních dluhopisů investičního i neinvestičního stupně, domníváme se, že po výrazném cenovém růstu z minulých let, včetně letošního roku 2017, již pravděpodobně mají to nejlepší za sebou.
- Pozitivní výhled naopak máme na trh tureckých státních dluhopisů, jenž v posledních měsících výrazně oslaboval, 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) déletrvající 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

**Na příběhu ekonomiky Evropské měnové unie (EMU) se během listopadu nic nezměnilo. Předstihové indikátory dále urychlily a predikují tak silné 4. čtvrtletí, inflace zůstala beze změny, tedy nízká.**

Zpřesnění růstu u jednotlivých velkých ekonomik a první informace o růstu v Německu a v Itálii nevedly k přehodnocení celkového růstu eurozóny ve třetím čtvrtletí – ten zůstal bez změny na 0,6 % q/q, tj. o 0,1 p. b. pomalejší než ve čtvrtletí druhém. Německá ekonomika rostla ve třetím čtvrtletí o 0,8 % q/q (2,8 % r/r), italská pak o 0,4 % q/q, přičemž italská tím zaznamenala již 13. růstový kvartál v řadě. Oproti Francii, kde byla struktura růstu známá již při zveřejnění prvního odhadu v říjnu (negativní příspěvek čistého exportu, silný růst domácí poptávky), byl růst Německa přesným opakem – investice i poptávka domácností nepřidaly růstu skoro nic, naopak čistý export (a hlavně kvůli exportu) a tvorba zásob přispěly ke kvartálnímu růstu shodně 0,4 p. b. Španělský růst (0,8 %) byl strukturálně podobný francouzskému (tj. díky fixním investicím a poptávce domácností), podobně jako ten italský pak (fixní investice +3 % q/q).

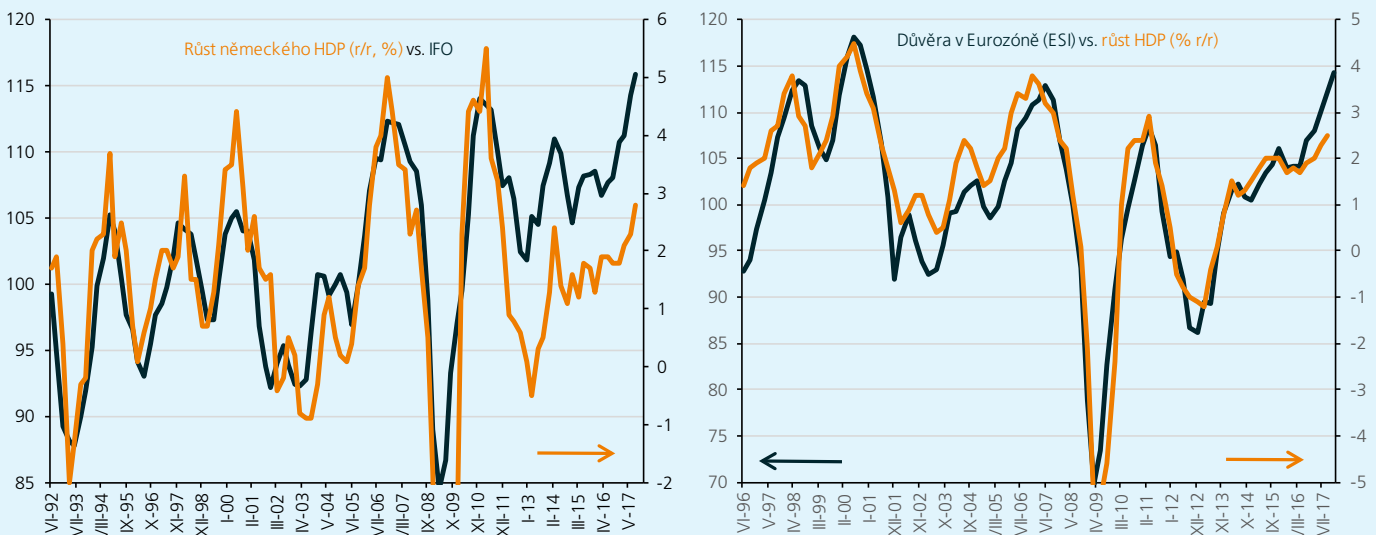
Z měsíčních dat zveřejněných během listopadu nemají čísla o maloobchodních tržbách resp. o průmyslové produkci sama o sobě velkou váhu (týkají se ještě září, tj. 3. čtvrtletí, za který už víme tempo růstu celé ekonomiky), ale úplně bez zajímavosti nejsou.

**Maloobchodní tržby** se po dvojici slabých měsíců (stagnace v červenci a pokles o 0,1 % m/m v srpnu) vrátily, nejsilnějším růstem (0,7 % m/m) od října 2016, do černých čísel. To však nic nezměnilo na tom, že spotřeba domácností ve 3Q17 oproti 2Q17 neurychlila. První říjnová data - za Španělsko - ukázala první meziroční pokles za více než tři roky, což však jde na vrub politické krizi po referendu v Katalánsku a v dalších velkých ekonomikách by se podobná slabost opakovat neměla.

**U průmyslové produkce** vidíme nadále výborná čísla, již potřetí v řadě bylo v září anualizované tempo předcházející tři měsíce na úrovni 5 %. Při pohledu na jednotlivé velké ekonomiky a jejich průmyslovou produkci je vidět, že zatímco Francie i Itálie rostou v podstatě souhlasně s tím, co ukazuje zlepšující se PMI, německý průmysl za hodnotou predikovanou indexem PMI výrazně zaostává (PMI ukazuje na růst průmyslu o 7-8 %, realita je ani ne poloviční).

Není to jediný případ, kdy předstihové indikátory ukazují něco jiného, než je posléze realita. V případě německé ekonomiky se index IFO v listopadu dostal na nové historické maximum (a to se měří od ledna 1991), stávající úrovně by na základě historické analogie ukazovaly na růst celé německé ekonomiky tempem kolem 5 % r/r. Podobná divergence je i na úrovni celé EMU – index ekonomického sentimentu (ESI) se v listopadu vyšplhal na 17 leté maximum, což ukazuje na urychlení růstu EMU na 4 % r/r. 4. čtvrtletí letošního roku a 1. čtvrtletí roku 2018 tak vypadají růstově velmi slibně, byť temp zmiňovaných v předchozích dvou větách ekonomiky nedosáhnou (divergence mezi měkkými a tvrdými daty trvá již rok).

### Předstihové indikátory naznačují další urychlení ekonomického růstu





## HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Inflační obrázek se moc nezměnil.** Předběžná inflace se v listopadu proti říjnu změnila jenom mírně – celková inflace se vrátila na 1,5 %, kde byla v září i v srpnu (v říjnu pak byla o 0,1 p. b. níže), jádrová však zůstala pod hranicí 1 % (podobně jako v říjnu dosáhla jen 0,9 %). Poptávkové tlaky tak stále nejsou nikde vidět – není zase ale tak moc proč se divit, míra nezaměstnanosti je stále relativně vysoká (v říjnu 8,8 %, tj. jen o 1 p. b. níže než ve stejném měsíci roku 2016).

**Během listopadu ECB nezasedala a zápis zveřejněný z posledního zasedání (konec října), na němž došlo k „rekalibraci“ programu odkupu aktiv, nové informace nepřinesl.** Nedoověděli jsme se z něj nic, co bychom nevěděli již po tiskovce po zasedání. ECB je nadále rozpolcená mezi stále se zlepšující reálnou ekonomikou a nijak se nezlepšující inflací, ale to první v ní posiluje víru, že se to druhé nakonec vydá žádoucím směrem. Je to ostatně podobné, jako u Fedu, ovšem s tím podstatným rozdílem, že u Fedu je vzhledem k již 2 roky trvajícím plným zaměstnanosti důvod k panice a k úvaze, co se s inflací stalo, přece jenom větší.

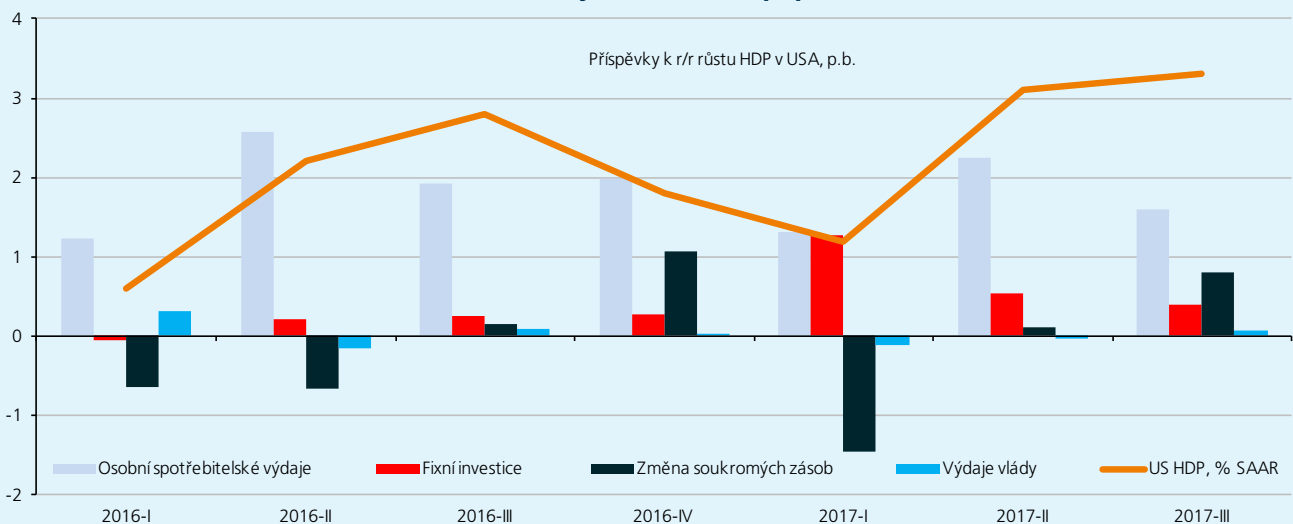
### USA

**V americké ekonomice se již řadu čtvrtletí nic zvláštního neděje. Ekonomika roste primárně díky poptávce domácností, inflace však místo toho, aby mířila přes 2 %, zůstává zarputile výrazně pod touto hranicí. Fed se tím však zneklidňovat nenechává a zamýšlí dál měnovou politiku utáhnout.**

Dle druhého zpřesnění růstových dat rostla americká ekonomika ve třetím čtvrtletí o 3,3 % q/q anualizovaně, tj. tempem o 0,3 p. b. rychlejší než v odhadu prvním. Hlavním pozitivním faktorem růstu byly jako v minulosti výdaje domácností na spotřebu (příspěvek 1,6 p. b.), za nimi pak hrubé fixní investice, přičemž právě zvýšení jejich příspěvku k růstu oproti prvnímu odhadu (z necelého 1 p. b. na 1,2 p. b.) bylo hlavním důvodem revize celkového růstu ekonomiky nahoru. U investic i po této revizi dat však šlo primárně o vliv růstu zásob (příspěvek 0,8 p. b.). Díky pozitivnímu příspěvku dovozů pak přispěl k růstu pozitivně (0,43 p. b.) i čistý export, a to rozsahem neviděným od konce roku 2013.

Měsíční data byla vcelku pozitivní. **Průmyslová produkce** se dále vzpamatovávala z masivních hurikánů Harvey a Irma – zpracovatelský sektor přidal 1,3 %, celková průmyslová produkce pak 0,9 %, a to i navzdory hurikánu Nate, který v říjnu způsobil krátké odstávky v těžebním sektoru (proto v tomto sektoru pokles o 1,3 % m/m). **Maloobchodní tržby** musely výrazně zvolnit poté, co v září vzrostly nejvýraznějším tempem (o nahoru revidovaných 1,9 % m/m) za skoro tři roky, hnány primárně kategorií osobních vozidel a dalších kategorií věcí, u kterých v září docházelo k obměňovacím nákupům po škodách, které způsobili hurikány Harvey a Irma. V říjnu tedy tržby přidaly „jen“ 0,2 % m/m. Poptávka domácností zůstává však nadále dobrá - bez aut a bez paliv dosáhl anualizovaný průměrný růst v měsících srpen až říjen kolem 4 %.

### Růst americké ekonomiky nadále tažen poptávkou domácností





## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

**Trh práce** je nadále ve výborném stavu a i dle alternativních měř nezaměstnanosti začíná vykazovat stav plně zaměstnanosti. V říjnu, za který máme poslední data, vytvořila americká ekonomika v soukromém sektoru 252 tis. pracovních míst, což přišlo po slabém zářijovém výsledku (15 tis.), který byl ale ovlivněn hurikány. Oficiální míra nezaměstnanosti klesla na 4,1 %, její nejširší ukazatel (tzv. U6, zahrnující např. ty, kteří pracují méně hodin, než by chtěli či kteří už nehledají práci, protože nevěří, že nějakou najdou) poklesla na úroveň prosince 2006 (7,9 %), tedy poprvé za 11 let pod hranici 8 %. To jsou úrovně, kde by se poptávková inflace objevit mohla.

**Zatím tomu tak ale není. Jádrová PCE inflace** se však přece jen zlepšila. V říjnu sice dosáhla 1,4 %, což byl stejný výsledek jako v září a jenom o 0,1 p. b. výše než letošní nejnižší hodnota dosažená v srpnu, ale měsíční dynamika už vykazuje jisté znaky urychlování.

**Fed v listopadu již nezasedal.** Zápisky z posledního zasedání potvrdily trvajícím neklid části FOMC ohledně nízké inflace. Několik členů FOMC tak sice požaduje, aby se s dalším utážením měnové politiky počkalo až se inflace skutečně – tak jak to prognóza již několik let očekává – začne dostávat do blízkosti 2 %, většina však nadále věří, že se tak jednou stát nutně musí a tedy že není proč / na co čekat. V prosinci tak Fed s největší pravděpodobností dále utáhne měnovou politiku, ačkoliv inflační obrázek mu již přes dva roky nedává žádný důvod tak činit.

## CEE 3

## ČR

**Ekonomika i ve třetím kvartálu pokračovala v růstu, ČNB pak v utahování měnové politiky dalším zvýšením úrokových sazeb na svém listopadovém zasedání.**

**První růstová data za třetí čtvrtletí ukázala, že ekonomika pokračovala v letošní spanilé jízdě.** Poté, co ve druhém čtvrtletí přidala rekordních 2,5 % q/q, přidala další půl procento i ve čtvrtletí minulém. Meziroční tempo růstu tak dosáhlo 5 %. Strukturální data, zveřejněna 1. prosince 2017, ukázala, že za růstem byla hlavně poptávka domácností (+0,9 % q/q, podobně jako v 1Q17 a poloviční tempo oproti 2Q17) a růst zásob. Zatímco první faktor je důsledkem utáženého trhu práce a vysoké důvěry domácností, druhý – jak ostatně nějakou dobu upozorňují respondenti v rámci indexu PMI – je také důsledek hromadění zásob u společností, které se potýkají s problémy s dodavateli (kteří nestíhají). Fixní investice stagnovaly (po růstu o 5,7 % q/q ve 2Q17 je to výborný výsledek), export i import poklesly.

**Maloobchodní tržby** v září po dvou slabých letních měsících vzrostly, za celý kvartál však byly nižší než ve čtvrtletí předcházejícím. Poptávka domácností je však obecně velmi silná – tržby mimo sektor aut, jídla a paliv (tj., jádrové tržby) vzrostly o 10,6 % r/r (reálně), což je jedno z nejrychlejších temp od roku 2007. Sektory mimo jádrové tržby se již stabilizovaly – prodeje potravin přidaly 2,5 % r/r (což je vzhledem k 5 %-ní inflaci cen potravin vcelku v pořádku), prodeje aut se v září vrátily k růstu (1,6 % r/r) a prodeje paliv jsou stabilní (6,5 % r/r). Průmyslová produkce, tak jak naznačoval index PMI, vzrostla v září (7 % r/r). Listopadový PMI se vyšplhal nejvýše (58,7) od dubna 2011 (59), což naznačuje, že růst průmyslové produkce může v příštích měsících dále urychlit.

**Měnověpolitická inflace v říjnu vzrostla na 3 %, tj. nejvýše od října 2008, celková inflace pak o 0,2 p. b. na 2,9 %.** Obojí bylo důsledkem vyšších cen potravin, které tak nyní odpovídají za polovinu celkové inflace. Za tu druhou pak odpovídá inflace poptávková (tj. inflace neregulovaných cen bez paliv a potravin); příspěvek obou je shodně 1,4 p. b. Poptávková inflace v říjnu o 0,1 p. b. klesla, dostala se tak na 2,7 % (meziroční výše je hlavně odrazem EET a růstu cen nemovitostí ze začátku roku), což bylo důsledkem jejího pomalejšího m/m růstu v letošním říjnu (+0,4 % m/m) ve srovnání s říjnem roku 2016 (+0,5 % m/m). Nejdůležitější z hlediska výhledu je však skutečnost, že měsíční dynamika poptávkové inflace je nyní stejná jako v minulém roce: průměr m/m změn za srpen-říjen 2016 byl navlas stejný jako za srpen-říjen 2017 (tj. 0,03 % m/m).

**V listopadu přistoupila ČNB k dalšímu utážení měnové politiky, a to o dalších 25 b. b. na 0,5 %.** Ačkoliv představená prognóza byla hodně holubičí (jen zhruba jedno odhadované zvýšení sazeb do konce roku 2018), vyjádření jejich představitelů po datech o růstu HDP znovu nastartovaly spekulace, že další růst sazeb přijde již v prosinci. Jak guvernér Rusnok, tak viceguvernér Hampl (a zejména pak on) se totiž zhruba týden po zasedání vyjádřili v tom smyslu, že by jim takový krok nevalil.



## HLAVNÍ UDÁLOSTI

## POLSKO

**Polská ekonomika rostla ve 3. čtvrtletí 2017 „českým“ tempem a první data ukázala, že ani 4. čtvrtletí by nemělo být nikterak slabé. Inflace je pohodlně nad dvěma procenty, centrální banka je nicméně nadále v klidu.**

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 mělo nahradit zpomalení poptávky domácností, kde z r/r čísel vypadne efekt fiskální podpory vlády (program „500 zlotých“).

**I počátkem posledního čtvrtletí letošního roku se ekonomice vedlo dobře. Maloobchodní tržby** v říjnu přidaly 3,3 % m/m, v meziročním vyjádření pak jejich reálné tempo růstu urychlilo z 6,9 % v září na 7,5 % v říjnu. Nadále je tento růst tržeb odrazem jak růstu mezd, tak trhu práce. **Růst mezd v říjnu dosáhl 7,4 % r/r**, míra nezaměstnanosti pak opět poklesla a dosáhla nového historického minima (6,6 %); na nové historické minimum (7,0 %) se tak pochopitelně dostala i sezonně očištěná hodnota míry nezaměstnanosti. Poptávka domácností tak evidentně zůstane pilířem růstu i ve 4. čtvrtletí. **Průmyslová produkce** (očištěná o sezonnost) vzrostla v říjnu o necelých 10 % r/r, což je tempo překonávající to, které jsme viděli v předchozích měsících (průměr za leden až září je 6,3 %). Urychlení PMI v listopadu na nejvyšší hodnotu za 9 měsíců (54,2) je pak dobrou zprávou pro další měsíce.

**Inflace po skokovém zářijovém nárůstu v říjnu mírně korigovala.** Celková inflace klesla oproti září o 0,1 p. b. na 2,1 %, poptávková inflace bez cen energií a cen potravin klesla na 0,8 % (vs. 1 % v září). Předběžná data za listopad, zveřejněná na samém jeho konci, však vrátila celkovou inflaci nahoru, a to na 2,5 %. **Měnový výbor centrální banky (MPC) navzdory inflačnímu vývoji i vývoji reálné ekonomiky ponechal v listopadu sazby beze změny na 1,5 %.** U nové prognózy došlo k přehodnocení směrem nahoru u růstového i inflačního výhledu (kde se očekává, že inflace bude v nejbližších dvou letech poblíž cíle). Tato revize však nebyla tak velká, aby došlo k razantnějšímu přiblížení momentu prvního utažení měnové politiky. Guvernér Glapinski dlouhodobě říká, že až do konce roku 2018 utažení nevidí, a pod vlivem prodloužení programu odkupu aktiv u ECB své postoje zmírnili i jestřábové (např. Lukasz Hardt, který nedávno volal po utažení počátkem roku 2018, řekl, že prodloužení QE ECB potřebu takového kroku odsouvá do budoucnosti).

## MAĎARSKO

Maďarská ekonomika silně roste, centrální banka však nadále zůstává v uvolňovacím módu.

**Ani maďarská ekonomika ve 3Q17 nezklamala.** Po růstu o 0,9 % q/q ve druhém čtvrtletí, přidala ve třetím 0,8 % q/q, meziroční růst tak dosáhl 3,6 %. Struktura růstu bude zveřejněna až 5. prosince, nejvýraznějším faktorem však určitě byla poptávka domácností a poptávka firem (investice).

**Maloobchodní tržby jsou nadále dobré**, byť nadále slabší, než by se vzhledem ke stavu trhu práce, tempu růstu mezd a inflaci dalo čekat. Dle finálních dat vzrostly maloobchodní tržby v září tempem 5,2 % r/r, což je v souladu s tím, jak se vyvíjely v předcházejících několika měsících. Ačkoliv takový výsledek není vysloveně slabý, vzhledem k vývoji trhu práce a mezd bylo (je) na místě čekat mnohem rychlejší růst. **Nezaměstnanost** totiž v srpnu až říjnu dosáhla dalšího historického minima (4 %) a růst mezd je nadále výrazně dvouciferný (v září +13,6 % r/r), reflektující lednový růst minimální / zaručené mzdy (o 15 % resp. 25 %) a utažený trh práce.

**Průmyslová produkce** v září přidala 8,1 % r/r, což je nejrychlejší meziroční tempo růstu od letošního března (kdy průmyslová produkce vzrostla o 10 %), a výrazně nad průměrným tempem růstu v prvních 8 měsících letošního roku (5,2 %). Hodnota listopadového indexu PMI, zveřejněná 1. prosince, pak naznačuje, že pokračování tohoto růstu v dalších měsících letošního roku je hodně pravděpodobné – index PMI dosáhl hodnoty 58,6 bodu.

**Celková inflace** v říjnu oproti září 2017 dále zpomalila (z 2,5 % na 2,2 %) a podobně se vyvíjela i poptávková složka inflace, která zvolnila ze 2 % v září na 1,8 % v říjnu. Poptávková inflace tak je o 0,3 p. b. vyšší než v září 2016 (a také než v dubnu letošního roku).



### MAĎARSKO

**Maďarská centrální banka (MNB)** v listopadu klíčovou tříměsíční sazbu nezměnila (zůstala tedy na 0,9 %), vyplnila však své holubičí „hrozby“ z minulosti. Ohlásila totiž začátek kvantitativního uvolňování (!), které bude spočívat jak v pravidelných dvoutýdenních tendrech pětiletých a desetiletých úrokových swapů, tak v odkupech hypotečních cenných papírů od bank (výhledově dle slov viceguvernéra MNB až 50 % současného objemu 1 000 mld. HUF). Cílem MNB je evidentně zploštění křivky stlačením (již tak fundamentálně nízkých) výnosů na dlouhém konci.

### Ropa

Ropa (WTI) pokračovala v růstu z minulých měsíců, během října se dostala až na 59 dolarů za barel. Stalo se tak poprvé za dva roky s tím, jak se spekulovalo, že OPEC a Moskva prodlouží omezení těžby již na svém zasedání 30. listopadu (což se také stalo - omezení tak bude platit dalších 9 měsíců i po březnu 2018, kdy mělo původně končit). Ropě také pomohla nehoda na ropovodu Keystone společnost TransCanada Corp. Koncem měsíce se ropa usadila lehce nad 57 dolary za barel.

### AKCIOVÉ TRHY

#### MSCI World Index



#### MSCI Emerging Markets



Americké akciové trhy pokračovaly v růstovém trendu (index S&P 500 2,8 %). Pozitivně byly vnímány zveřejněné výsledky hospodaření společností za třetí čtvrtletí. K překonávání odhadů analytiků docházelo především na úrovních čistých zisků, konkrétně dobré výsledky přicházely z technologického, spotřebitelského a například ropného sektoru. Růst cen akcií byl tažen také ve víře možného snížení korporátních daní a dobrých makroekonomických čísel. Naopak akcie západoevropských společností ztrácely (index DJ STOXX 600 -2,2 %). I přes zveřejněné dobré ukazatele z reálných ekonomik nedošlo k materializaci pozitivního vývoje ekonomické aktivity a převážily obavy z Brexitu, možné normalizace monetární politiky ECB, ambivalentní kvartální výsledky hospodaření společností nebo s tím spojený pravděpodobný přesun investorů z evropských akcií do amerických.

#### CECE Composite





## AKCIOVÉ TRHY

Středoevropské trhy následovaly trhy západoevropské, když docházelo spíše k uzavírání dříve nabytých zisků. Blízko nule, avšak s mírnými ztrátami skončil index českých a rumunských akcií (index PX -0,6 %; resp. index BET -0,6 %). Relativní výkonnost blízko nuly byla pravděpodobně zapříčiněna „defenzivním“ charakterem společností, disponujících vyššími dividendovými výnosy. Z českých akcií skončily v plusu akcie Moneta, ČEZ, Kofola, Unipetrol nebo, na základě spekulací o možném prodeji majoritním vlastníkem Time Warner, akcie CME. I přes blížící se další zvýšení úrokových sazeb ČNB došlo k vybírání zisku na akciích finančního sektoru, jako Komerční banky, Erste Bank nebo VIG. Z maďarských akcií skončily se zápornou výkonností téměř všechny hlavní společnosti indexu BUX (-2,4 %). Negativní sentiment tak stáhl do červených čísel akcie OTP bank, MOL a Waberer. Výběr zisků postihl i největší a nejlídnější akciový trh ve středoevropském regionu a to akcie polských společností (index WIG30 -4,5 %). Kladnou výkonnost si připsala pouze většina bank, jejichž ceny akcií reagovaly na nový návrh možného řešení problému s úvěry denominovanými ve švýcarských francích. Nejvyšší ztrátu si připsaly akcie společnost Eurocash (-25,4 %) reagující na zveřejněná výrazně negativní kvartální výsledky hospodaření, zvláště pak výrazný pokles provozní ziskové marže.

Na rozvíjejících trzích panovala v listopadu spíše klidná nálada, index MSCI Emerging Markets si připsal mírný zisk +0,15 % (v USD). Asijské trhy se pohybovaly kolem nuly při absenci výraznějších kurzotvorných zpráv. Klid narušily výrazněji pouze trhy v Latinské Americe (MSCI Latin America -3,2 %), což bylo způsobeno především stále odkládanými reformami brazilské ekonomiky, politickou nejistotou a také nepřesvědčivými daty z Mexika. Akcie na rozvíjejících se trzích tak vcelku stále nabízejí relativně zajímavé ocenění, obzvláště ve srovnání s vyspělými trhy, a těží z dobré kondice globální ekonomiky.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

### Dluhopisy USA a EMU

Během listopadu nedošlo na německé výnosové křivce k výraznějším pohybům, desetiletý výnos osciloval v úzkém pásmu kolem +35 b. b. Ani na krátkém konci nebyly pohyby nikterak výrazné – dvouletý výnos vzrostl ze zhruba -75 b. b. na -68 b. b. Není se čemu divit, po prodloužení programu odkupu aktiv na zasedání koncem října a s nízkou inflací trhu prozatím chyběl silnější impuls pro růst výnosů.

Na druhé straně Atlantiku byla situace o poznání odlišnější. Revize dat o růstu HDP směrem nahoru, zápisky z posledního zasedání Fedu, které ukázaly, že Fed se dalšího zvýšení sazeb nebojí ani tváří v tvář nízké inflaci, či optimistická vyjádření Yellenové ohledně ekonomiky poslaly výnosy nahoru. Desetiletý výnos sice vzrostl jen mírně, nad 2,4 % (poprvé od konce října), dvouletý se však vyšplhal o dalších 20 b. b. až k 1,80 %.

### Firemní dluhopisy

Segment firemních dluhopisů v průběhu listopadu výraznějších změn nedoznal. V rámci jednotlivých ratingových segmentů se mírně lépe dařilo emisím investičního stupně, jejichž kreditní marže dále mírně klesaly. Sektor vysoce úročených dluhopisů spekulativního stupně zaznamenal naopak mírné rozšíření marží, změny však nebyly výrazné. Důvodem mohla být určitá slabost zejména EM měn v očekávání pokračujícího zpříšňování měnové politiky US Fedu, částečně též vybírání zisků po příznivém trendu z předešlých měsíců.

Kreditní marže na trhu CDS se během listopadu vyvíjely obdobně jako marže firemních dluhopisů. Index Markit iTraxx Europe (mapující ceny CDS kontraktů evropských korporátů investičního stupně) klesl o 1,8 bodu na 48,4 bodu. Index iTraxx Xover, obsahující emitenty ze spekulativního ratingového pásma, naopak mírně vzrostl o 4 body na hodnotu 230 bodů.

### Dluhopisový trh Polsko

**Polská výnosová křivka během listopadu postupně snižovala sklon.** Na dlouhém konci poklesly během měsíce výnosy o 10 – 15 b. b. (na 3,30 %), na krátkém se v půlce měsíce sice zhouply pod 1,55 %, na jeho konci se však vrátily zpátky nad 1,60 %. Pozitivní roli sehrál příliv solidních makroekonomických údajů, ukazujících robustní, ale neinflační ekonomický vývoj, příznivý fiskální vývoj a utlumení emisní aktivity MF před koncem roku, stejně tak jako rysující se jmenování, trhy pozitivně vnímaného, ministra pro ekonomiku M. Morawieckého novým polským premiérem.



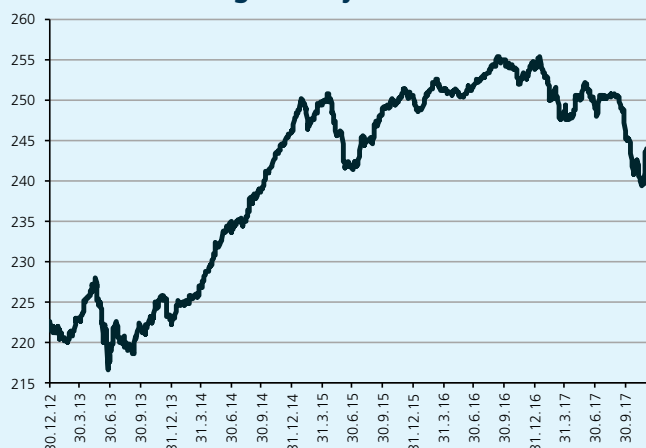


### DLUHOPISOVÉ TRHY

#### Dluhopisový trh ČR

**Během první poloviny listopadu ještě pokračoval propad cen českých dluhopisů**, který byl do značné míry tažen prodeji ze strany zahraničních investorů, které souvisely se zesíleným očekáváním poměrně svižného zvyšování úrokových sazeb ČNB a se stoupajícím inflačním očekáváním (soudě podle vývoje na devizovém trhu ale dlouhé pozice v koruně výrazněji tito investoři neopouštěli, velmi pravděpodobně je primárně jen přesunuli do FX forwardových kontraktů). Desetiletý výnos se tak v polovině listopadu dostal až na 1,95 %. Ve druhé polovině měsíce se směr vývoje otočil – výrazně zvýšené úrovně výnosů středních a delších splatností (riziková prémie 150 b. b. nad německými 10Y dluhopisy) přilákaly zejména domácí investory, což se projevilo v silném zájmu v primárních aukcích MF a později i na sekundárním trhu. Výnosy začaly v reakci poměrně rychle klesat – na konci listopadu se dostaly desetileté výnosy pod 1,75 %. Na krátkém konci byl vývoj podobný, jen v menším rozsahu – počátkem listopadu byly dvouleté vládní výnosy na úrovni cca 20 b. b., na konci měsíce zhruba o 10 b. b. výše (zde může být důvodem jestřábí vyjádření Hampla i guvernéra Rusnoka během měsíce).

**Bloomberg Barclays Czech Index**



**Bloomberg Barclays Poland**



#### Dluhopisový trh Turecko

Turecký obligační trh během první poloviny listopadu trpěl pod pokračujícím silným prodejním tlakem a ceny vládních dluhopisů prohlubovaly již tak citelné ztráty z předešlého měsíce. Dvouleté výnosy vzrostly z 12,5 % až na dohled hranice 14 %, výnos desetiletých dluhopisů vzrostl k hranici 13 %. Zejména zahraniční investoři redukovali své pozice pod vlivem pokračující diplomatické roztržky se Spojenými státy. Tržnímu sentimentu nikterak nepomáhal ani zhoršený inflační obrázek, ukazující nadále akcelerující inflaci, včetně její jádrové složky. Ve druhé polovině měsíce se však situace rapidně změnila k lepšímu, k rychlému nabírání cenových ztrát zpět tureckým dluhopisům pomohla konstruktivní vyjádření prezidenta Erdogana a dalších politických představitelů a (i díky tomu) sílící přesvědčení trhu, že centrální banka v prosinci přistoupí k citelnému utažení měnové politiky s cílem zkrotit akcelerující inflaci v turecké ekonomice.

### MĚNOVÉ TRHY

**Dolar** proti euru v listopadu oslabil, když se vrátil k záříjovým a říjnovým hodnotám nad 1,19 (počátkem listopadu byl ještě lehce pod 1,18). Euru k tomuto návratu na silnější úroveň pomohla hlavně výborná makrodata a předstihové indikátory, kterým nyní trh přikládá větší váhu (a ignoruje podobně dobrá současná data v USA). Dolaru nepomohl ani růst pravděpodobnosti utažení měnové politiky v prosinci, ani to, že vzrostly americké výnosy.

**Měnový vývoj v regionu nebyl v listopadu nijak zajímavý. Koruna proti euru v první polovině listopadu posílila až k hranici 25,40**, reflektujíc pokračující spekulaci na brzký růst sazeb ČNB. Koncem měsíce však přece jenom došlo k jisté korekci, v rámci které se koruna vrátila až na dohled 25,55.

**U polského zlatého** jsme v listopadu byli svědky kontinuálního posilování, a to až k hranici 4,20 – nejdůležitějším vlivem byla silná domácí makrodata. **U maďarského forintu jsme naopak kvůli zahájení kvantitativního uvolňování MNB viděli oslabení, byť jenom mírné** – forint oslabil až ke 314, měsíc pak uzavřel jenom o něco silnější úrovní (313).



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Dluhopisový trh ČR

Jak jsme se pro nejbližší období domnívali, prostor pro domácími faktory hnaný růst výnosů se vyčerpal a výnosy nakonec ve druhé polovině listopadu zamířily dolů. Předpokládáme, že tento vývoj bude spíše v nejbližších týdnech pokračovat, a to proto, že se domníváme, že inflace nebude takovým problémem, jak ji nyní stále ještě vidí trh (v nejbližších 4 měsících čeká ČR velmi pravděpodobně desinflace). Ostatně, dle prognózy zveřejněné počátkem listopadu ani samotná ČNB s překotným růstem sazeb nepočítá (byť tuto holubičí zprávu během měsíce nařadila jestřábí vyjádření Rusnoka i Hampla). Navíc, výprodeje zahraničních hráčů dle našich informací z trhu prozatím ustaly a otevřely prostor pro určitý pokles výnosů vlivem obnoveného zájmu podvážených domácích investorů. MF navíc pro poslední měsíc roku zrušil plánované aukce dluhopisů, čímž (přechodně) oslabil nabídkovou stranu.

Náš dlouhodobější výhled však nadále zůstává na trh českých dluhopisů negativní. Prvním důležitým faktorem je situace na devizovém trhu, konkrétně přetrvávající překoupenost české měny. Většina spekulativních peněz zahraničních investorů je totiž nadále uložena právě v českých dluhopisech – v říjnu sice poklesl kvůli prodeji v minulých dvou měsících podíl dluhopisů držaných nerezidenty, stále je však vysoký (nerezidenti drží 40,5 % všech a 46,3 % korunových dluhopisů). Pokud by tedy mělo dojít ke snaze zahraničních investorů rychleji z těchto pozic vystoupit (viz vývoj na trhu v posledních 3 měsících), vedlo by to k výrazné volatilitě a dalšímu propadu cen domácích dluhopisů. Ve střednědobém horizontu navíc očekáváme pokračující zvyšování úrokových sazeb ČNB vlivem probíhající ekonomické expanze a startující neutralizace extrémně uvolněných měnových politik hlavních světových centrálních bank.

### Dluhopisový trh Polsko

**Riziková prémie desetiletých polských dluhopisů nad německými se během listopadu lehce snížila, dostala se tak na necelých 300 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 nad očekávání příznivý fiskální vývoj, daný růstem ekonomiky, který již akcentují ratingové agentury ve svých zlepšených výhledech a který povede k nižší potřebě Ministerstva financí nabízet na trhu nové vládní dluhopisy. 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 znovuobnoveným posilováním kurzu zlotého.

### Dluhopisový trh Turecko

**Turecké výnosy na citelně zvýšených úrovních z konce listopadu (12 % – 13,5 %) vnímáme fundamentálně jako velmi atraktivní, byť aktuálním problémem nadále zůstává vysoká inflace.** Na tomto poli by však v závěru roku měl minimálně z titulu bazického efektu nastat obrat k lepšímu, jež 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 jednak doprovázen utažením měnové politiky centrální banky, dále pak opětovnou stabilizací nyní uvolněné fiskální politiky a v neposlední řadě alespoň částečným zklidněním geopolitických rizik, zejména nyní krizí procházejícího vztahu Turecka se Spojenými Státy. Na turecké dluhopisy, spolu s fundamentálně extrémně slabým kurzem liry, jsme na tržních úrovních z konce listopadu silně pozitivní.

### Měny

U kurzu **aura proti dolaru** prozatím nevidíme důvod k proražení hranice 1,20, která dle nás zůstane stropem pro nejbližší 2 - 3 čtvrtletí. Důvodem je opět měnová politika – americká centrální banka je nad očekávání jestřábí a ECB je naopak nad očekávání holubičí. Trh tak v říjnu přehodnotil svůj výhled na míru divergence měnových politik obou bank a nemyslíme si, že se znovu vrátí k názoru ze srpna letošního roku. Hodnoty kurzu EUR proti dolaru kolem 1,20 totiž nejsou konzistentní s Fedem snižujícím svou bilanci a s ECB snižující pouze tempo jejího růstu. Pro nejbližší měsíce tak dle nás dolar bude oscilovat mezi 1,15 a 1,20, spíše v dolní polovině tohoto pásma.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### Měny

**Koruna navzdory našim očekáváním ani půlroku po ukončení intervenčního režimu neoslabil.** Z logiky věci by vzhledem k její masivní překoupenosti oslabit měla, zahraniční spekulantů však zatím své zisky nevybírají a je nejasné, kdy tak učiní. Z krátkodobého hlediska tak 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 4 měsících s desinflací), 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** vidíme prostor pro další apreciaci. Faktorem, který by zlotému mohl pomoci posílit, je centrální banka. U ní jsme v minulých měsících (byť ne v listopadu) pozorovali příklon jestřábím směrem, a pokud by došlo k dalšímu růstu poptávkové inflace, nabraly by na intenzitě spekulace o brzkém utažení měnové politiky, na které by zlotý reagoval. Dle nás je takový scénář v prvním čtvrtletí roku 2018 stále pravděpodobný a očekáváme tak, že zlotý posílí ke 4,10.

**Maďarský forint** má dle nás fundamentální potenciál posílit k - či dokonce pod - hranici 300. Dojde k němu však až v situaci, kdy centrální banka přejde do módu utažení měnové politiky. Vzhledem k poslednímu zasedání je však evidentní, že takový moment je velmi daleko na to, aby se v dohledné době projevil ve vývoji kurzu forintu proti euru. V nejbližší době tak bude forint oscilovat mezi 310 a 315.

### Akciový trh

Akcie by ve střednědobém horizontu měly nadále pozitivně přispívat kladnou výkonností v dynamických složkách portfolií. I když se například některé akcie amerických společností obchodují na valuačních ukazatelích nad svými dlouhodobými průměry, nízké úrokové sazby a dobrá kondice ekonomiky nás přesvědčuje o jejich dalším růstovém potenciálu. Americké akcie by dále měly 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. Pozitivní jsme také na akcie společností z rozvíjejících se trhů, které budou těžit ze silícího spotřebitele a konvergence k vyspělým ekonomikám. Při investování do akcií však **musíme počítat se zvýšenou volatilitou**, která nás, při současných úrovních akciových indexů, bude v následujících letech provázet.

Atraktivnost většiny **středoevropských akcií** nyní vidíme selektivně v některých akciích, růstových i těch dividendových. Pozitivní jsme ve středoevropském regionu především na některé české, rumunské a selektivně některé polské akcie. Nyní mezi nejatraktivnější akciové tituly řadíme pojišťovnu Vienna Insurance Group, CME, Unipetrol, Monetu nebo Kofolu. 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 jsme pozitivní na akcie rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, plynárenské společnosti Romgaz a Petrom, v Rakousku na akcie realitních společností Atrium a UBM. Ve Slovinsku jsou to akcie výrobce domácích spotřebičů Gorenje, farmaceutické společnosti Krka a přístavu Luka Koper. Naopak negativní výhled máme nyní na většinu polského bankovního a ropného sektoru. Opatrní jsme zároveň na společnosti s vysokým vlivem státu.

#### Důležitá upozornění:

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

#### PODROBNĚJŠÍ INFORMACE ZÍSKÁTE

- na telefonické lince společnosti Conseq **225 988 225**
- e-mailem na adrese **fondy@conseq.cz**
- na webové stránce společnosti Conseq **www.conseq.cz**