



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	-6,94 %	USA	-0,48 %	USD/EUR	-2,52 %	Ropa Brent	-8,76 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-5,63 %	Evropa	-0,04 %	CZK/USD	3,23 %	Zemní plyn	8,41 %
Japonsko – Nikkei 225	-9,12 %	ČR	0,30 %	CZK/EUR	0,64 %	Sil. elektřina	-8,17 %
MSCI Emer. Mark.	-8,78 %	Polsko	0,39 %	PLN/EUR	1,44 %	Zlato	1,97 %
ČR – PX	-3,20 %	Maďarsko	0,03 %	HUF/EUR	0,41 %	Stříbro	-2,92 %
Polsko – WIG30	-6,21 %	Turecko*	4,72 %	TRY/EUR	-10,07 %	Měď	-4,06 %
Maďarsko – BUX	-0,04 %	* BofA Merrill Lynch index					

ŘÍJEN V KOSTCE

KLÍČOVÉ UDÁLOSTI VE SVĚTĚ

- Globální akciové trhy v říjnu postihla negativní nálada, když nejširší globální akciový index MSCI All Country World ztratil 7,6 %.
- Za tímto akciovým poklesem stojí několik důvodů. Zaprvé je to mírně zpomalující dynamika světové ekonomiky, která je patrná již od počátku letošního roku a čísla o HDP za třetí kvartál například z eurozóny nebo Číny tento trend jasně potvrdila.
- Druhým důvodem akciových poklesů je politika americké centrální banky, když Fed poměrně vytrvale zvyšuje úrokové sazby, a navíc průběžně snižuje objem své rozvahy, nabobtnalé politikou kvantitativního uvolňování v (po)krizových letech. Důsledkem je silnější dolar vůči prakticky všem měnám a obecně zpříšňování měnových podmínek amerického dolaru.
- Třetím důvodem je pokračující a eskalující obchodní válka mezi Spojenými státy a Čínou. Podle odhadů ekonomů by tyto třenice zatím neměly mít na růst globálního HDP zásadní dopad, je zde ovšem samozřejmě riziko, že negativní trend se bude dále prohlubovat a dynamika mezinárodního obchodu výrazněji oslabí.
- Když navíc vezmeme v potaz další negativní faktory lokálního rázu jako brexit, italský rozpočet či tureckou krizi, nelze se divit, že globální akciové trhy neprožívají zrovna nejpovedenější období.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Americký dolar v prostředí zvýšené rizikové averze jako klíčový „bezpečný přístav“ výrazně posiloval. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, posílil o 2,1 %. Od začátku roku je přítom dolarový index silnější již o 5,4 %. Vůči euru dolar v říjnu posílil o 2,5 % na úroveň 1,131 dolaru za euro.
- Koruna v prostředí zvýšené rizikové averze oslabovala. Vůči euru oslabila o 0,6 % na úroveň 25,92 CZK/EUR a vůči dolaru oslabila mnohem výrazněji o 3,2 % na úroveň 22,90 CZK/USD.
- Globální akciové trhy zažily silně negativní měsíc, když index MSCI All Country World zaznamenal pokles 7,6 % (v dolaru). V korunovém vyjádření byla ztráta na úrovni 3,6 % díky posílení dolaru mírnější.
- Z regionálního pohledu si opět mírně lepší výkonnost připsaly akciové trhy rozvinutých zemí (MSCI World -7,4 %) oproti akciovým trhům rozvíjejících se zemí (MSCI Emerging Markets -8,8 %). Přitom od začátku roku jsou rozvíjející se trhy již v 18% minusu.
- Z konkrétních zemí si výrazný zisk připsaly pouze akcie v Brazílii (Bovespa +10,2 %) díky očekávání, že se novým prezidentem stane krajně pravicový kandidát Jair Bolsonaro. Tak se po druhém kole voleb nakonec i stalo. Mírný zisk připsaly ještě rumunské akcie (BET +1,3 %). Největší, 10% ztrátu zaznamenaly čínské akcie vlivem slabšího růstu HDP ve třetím čtvrtletí na úrovni 6,5 %.
- Index pražské burzy PX poklesl o 3,2 % a měsíc zakončil na úrovni 1 067 bodů.
- České státní dluhopisy nepatrně posílily, když dle indexu českých státních dluhopisů Bloomberg Barclays v průměru přidaly 0,3 %. Výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dvouletou splatností vzrostl o 0,05 % na 1,53 % zejména vlivem dalšího zvýšení úrokových sazeb ČNB. Výnos do doby splatnosti státního dluhopisu s dlouhou, desetiletou splatností naopak mírně, o 0,04 %, poklesl na úroveň 2,15 %. Česká výnosová křivka tak dále mírně snížila svůj sklon.



ŘÍJEN V KOSTCE

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Polské státní dluhopisy pokračovaly v mírném posilování, tentokrát o 0,4 %, zatímco maďarské státní dluhopisy zůstaly přibližně na hodnotách ze září. Turecké vládní dluhopisy pokračovaly v pozvolném zotavování se z krizových letních měsíců, když v říjnu připsaly průměrný zisk 4,6 %. Od začátku roku je nicméně index tureckých vládních dluhopisů stále výrazně v minusu (-8,4 %).
- Korporátním dluhopisům se v prostředí zvýšené rizikové averze příliš nedařilo. Eurový index korporátních dluhopisů investičního stupně mírně, o 0,2 %, oslabil, zatímco eurový index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) poklesl výrazněji, o 1,2 %.
- Cena ropy Brent poklesla o 8,8 % na úroveň 75 dolarů za barel.

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu října po významném poklesu mírně zvýšili váhu akciové složky, a to prostřednictvím navýšení pozic na rozvíjejících se akciových trzích. Vzhledem ke srovnávacím indexům (benchmarkům) tento krok představoval posun z mírného podvážení akciové složky na neutrální alokaci.
- Celkově máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) neutrální váhu v akciích, podvážení v dluhopisech a naopak nadvážení v alternativních investicích a hotovosti.
- V rámci akciové složky i nadále preferujeme rozvíjející se trhy (emerging markets) oproti trhům rozvinutým (developed markets), zejména z důvodu příznivějších valuací, výrazně vyšší dynamiky HDP a vyššího očekávaného tempa růstu korporátních zisků.

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naše očekávání pro zbytek roku 2018 a rok 2019 jsou v rámci našeho základního scénáře budoucího vývoje opatrně pozitivní.
- Solidní tempo růstu světové ekonomiky letos pokračuje. Od začátku roku již nicméně tempo mírně zpomaluje, přičemž svého vrcholu světová ekonomika dosáhla na konci roku 2017. Je přitom pravděpodobné, že mírné zpomalování bude v příštích dvou letech pokračovat.
- Globální ekonomickou recesi sice momentálně ekonomický konsenzus rozhodně neočekává, nicméně rizika výhledu jsou vychýlena směrem dolů. Aktuální konsenzus 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 inflace měla i v příštím roce pohybovat kolem 2% inflačních cílů centrálních bank.
- Americká centrální banka Fed bude velice pravděpodobně pokračovat v graduálním zvyšování úrokových sazeb, jež jsou z historického srovnání stále velice nízké, pod neutrální úrovní. Evropská centrální banka drží úrokové sazby stále na nule a podle říjnového prohlášení velice pravděpodobně ukončí program nákupu dluhopisů (kvantitativní uvolňování) na konci roku. I nadále se navíc zdá, že má eurozóna před sebou ještě minimálně celý jeden rok bez zvýšení sazeb. Co se týče japonské centrální banky, ta bude podle prohlášení po posledním zasedání na konci října udržovat nulové sazby a nákupy vládních dluhopisů po ještě velice dlouhou dobu.
- 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. Tento pohled vychází především z atraktivnějších valuací. Dynamika světové ekonomiky bude nicméně velice pravděpodobně v příštích dvou letech dále mírně zpomalovat, proto máme celkově na globální akcie neutrální názor.
- 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.
- 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. Klíčový indikátor atraktivity korporátních dluhopisů – kreditní marže, tzn. rizikové přírůžky nad výnosy relativně bezrizikových státních dluhopisů, se totiž stále pohybují poblíž historickým minim.
- V každém případě musíme i nadále počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržních cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi.



ŘÍJEN V KOSTCE

JAKÝ JE NÁŠ INVESTIČNÍ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Mezi aktuální klíčová rizika našeho opatrně pozitivního základního scénáře očekávaného vývoje globálních finančních trhů patří :
 - 1) další zásadní vyostření situace v mezinárodním obchodě ve vztahu mezi USA a Čínou,
 - 2) vývoj fiskální pozice Itálie,
 - 3) rychlejší než aktuálně očekávané zpomalování čínské ekonomiky,
 - 4) riziko silné hospodářské recese v Turecku v příštím roce v souvislosti s měnovou krizí,
 - 5) rychlejší než aktuálně očekávané postupné zpomalování globální ekonomiky z cyklického vrcholu, jehož bylo dosaženo na konci loňského roku.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

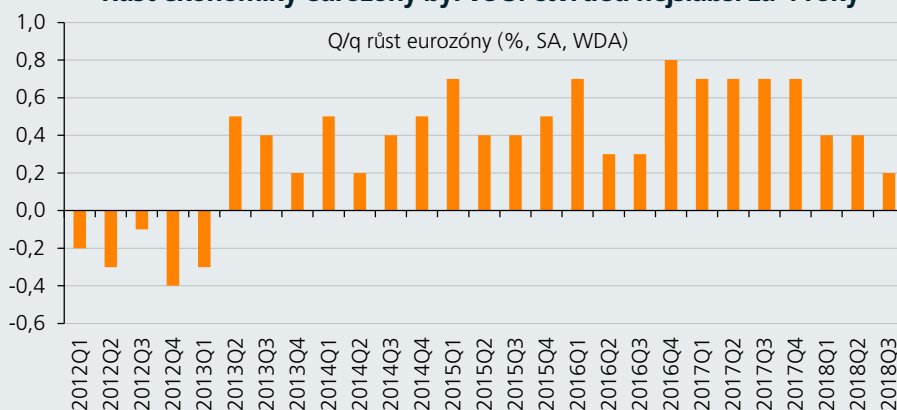
Ekonomika ve třetím čtvrtletí zpomalila mnohem více, než se čekalo, a předstihové indikátory ukazují, že konec roku může být ještě slabší. Evropské centrální bance+ to však prozatím nevadí.

První data o růstu ekonomiky ve třetím čtvrtletí byla velmi slabá – 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 zrychlil, byla Francie (0,4 % q/q). U Španělska zůstal růst stejný (0,6 % q/q), u Itálie se z beztak už slabých temp dále propadl, když ve třetím čtvrtletí ekonomika nakonec nerostla vůbec (ve 2Q18 +0,2 % q/q). Německo prozatím data nezveřejnilo, ale z růstu celé eurozóny je jasné, že jeho růst musel být výrazně slabší než 0,5 % q/q ve druhém čtvrtletí. Struktura růstu samozřejmě také zatím nebyla zveřejněna, tedy, s výjimkou Francie. Ta však není reprezentativní, protože – jak jsme zmínili výše – byla Francie jediná ekonomika, jejíž tempo růstu oproti 2Q18 ve 3Q18 zrychlilo. Každopádně ve Francii hrubé investice rostly ve 3Q18 zhruba stejně jako ve 2Q18, tj. tempem 0,8 % q/q, příspěvek čistého exportu k růstu byl malý, ale na rozdíl od 2Q18 kladný (0,2 pp) a růst domácí poptávky zrychlil (z -0,1 % q/q na +0,5 % q/q).

To poslední nepřekvapí: francouzský maloobchod byl ve 3Q18 jediným maloobchodem v rámci velkých ekonomik eurozóny, který rostl. Zářijové výsledky maloobchodu (Španělsko -0,6 % m/m, Německo a Francie +0,1 % m/m) totiž znamenají, že zatímco francouzský maloobchod přidal ve 3Q18 1 % q/q, španělský a německý o procento poklesl. Meziročně to však není žádná sláva nikde – Německo +0,3 % r/r, Francie +2,3 % a Španělsko -1,5 % r/r. Itálie zatím data nezveřejnila, vzhledem ke stagnaci HDP to ale žádná velká sláva zcela jistě nebyla.

Průmyslová produkce zůstávala nadále slabá. V eurozóně sice vzrostla v srpnu o procento m/m, to však nevykompenzovalo ani předchozí poklesy v červnu a červenci (-0,7 % m/m v každém z těchto měsíců). Německý průmysl je nadále bolavým místem eurozóny – německá produkce vzrostla letos jen ve dvou měsících, v srpnu po dvou měsících poklesu jen stagnovala, takže není divu, že je meziročně o půl procenta nižší (a jen o 7 % vyšší než před třemi roky). Ve zbylých velkých ekonomikách průmysl ve 3Q18 rostl, nejvíce, o skoro 2 % r/r, ve Francii.

Růst ekonomiky eurozóny byl ve 3. čtvrtletí nejslabší za 4 roky



Zdroj: Eurostat



HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Předstihové indikátory nenaznačují, že by se současná ztráta dynamiky měla rychle změnit k lepšímu. Evropský PMI ve zpracovatelském sektoru poklesl v říjnu nejnižší za 26 měsíců (na úroveň 52 bodů), a, co je horší, zdá se, že se tato slabost šíří i do služeb – dle předběžných dat totiž PMI ve službách klesl v říjnu na dvouleté minimum (53,3 bodu) a optimismus v tomto sektoru dokonce nejnižší od konce roku 2014. Jinými slovy, růst ve 4Q18 určitě nebude lepší než ve čtvrtletí třetím, a dle našeho názoru bude pomalejší. Jediným měkkým indikátorem, který se v říjnu zlepšil, byla spotřebitelská důvěra (-2,7 bodu). Ta však, jak je vidět v posledních letech, je od vývoje klíčových tvrdých kategorií, např. maloobchodu, zcela odpojena.

Celková inflace dle prvních dat v říjnu sice zrychlila na nejvyšší úroveň (2,2 %) od prosince 2012, ale to jenom díky tomu, že na 10,6 % r/r, tj. nejvýše od listopadu 2011, zrychlil růst cen energií. Jádřová inflace zůstala de facto neměnná na 1,1 %, což znamená, že již více než rok nebyla mimo pásmo 0,8–1,1 % (a že od března 2013 nebyla nad 1,2 %).

ECB se však dále tváří, jako by se nic nestalo. Na zasedání koncem října Draghi řekl, že sice vidí slabší dynamiku růstu, ale že se zatím nedá mluvit o nějakém dramatu. Řekl také, že vzhledem k tomu, že rostou mzdy, že se zvyšuje využití kapacit a že se dále zlepšuje trh práce, nemá důvod pochybovat o tom, že se inflace postupně dostane na cíl. Problém však je, že toto říká již dva roky, a že tvrdá data (inflace, HDP) zas takovou oporou pro jeho optimismus nejsou.

USA

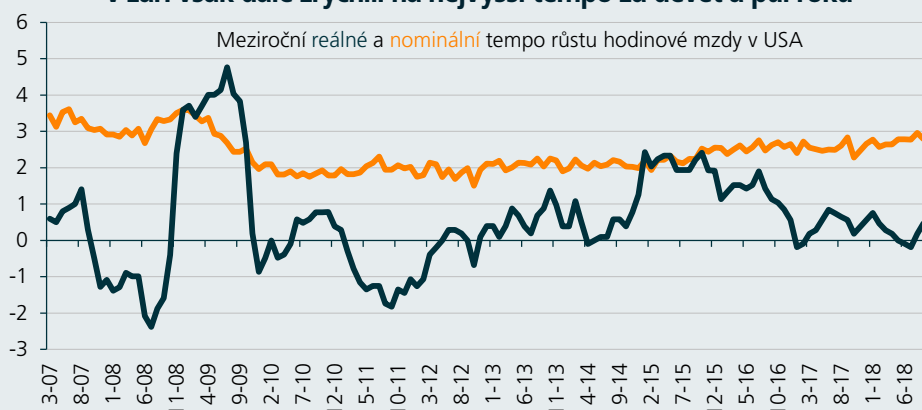
Ekonomika si vede nadále dobře, roste tempem přes 3 % ročně. Inflace se drží kolem cíle Fedu, který pokračuje v postupném utahování politiky.

Americké ekonomice se po silném druhém čtvrtletí vedlo ve čtvrtletí třetím jen o málo hůř. Anualizovaný čtvrtletní růst proti 4,2 % ve 2Q18 dosáhl ve třetím čtvrtletí 3,5 %, což byla, samozřejmě s výjimkou předcházejícího čtvrtletí, nejrychlejší expanze za poslední 4 roky. Tedy přesný opak toho, jak se růstově vyvíjí eurozóna. Z hlediska hlavního motoru růstu se oproti druhému čtvrtletí nic nezměnilo – spotřebitelské výdaje domácností přidaly 2,7 p. b. (ve 2Q18 2,6 p. b.) a zůstaly tak hlavním motorem růstu. Zásoby po negativním příspěvku ve 2Q18 nyní přidaly přes 2 p. b. Naopak příspěvek čistého exportu, který byl ve 2Q18 překvapivě výrazně pozitivní (1,2 p. b.), se ve třetím čtvrtletí vrátil k normálu, a byl tedy negativní (-1,8 p. b.).

Měsíční data zveřejněná během října byla dobrá, byť kvůli tomu, že už máme data za růst celé ekonomiky ve 3. čtvrtletí, byla méně zajímavá než obvykle. **Průmyslová produkce** v září přidala 0,3 % m/m, ve třetím čtvrtletí tedy překvapivě silné jedno procento. Zpracovatelská složka si vedla stejně jako v srpnu – v obou měsících tedy vzrostla o čtvrt procenta meziměsíčně, za celé minulé čtvrtletí pak společně o 0,8 %. Vzhledem k vývoji kurzu dolaru je to vcelku překvapivý – a pozitivní – výsledek.

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a vojenské techniky) klesly podruhé v řadě, byť poklesy jak v srpnu, tak v září byly malé, -0,2 % a -0,1 % m/m. Je to však podstatné zpomalení po předcházejících silných 4 měsících – v dubnu až červenci totiž objednávky kumulativně vzrostly o 5 %. Je možné, že toto zpomalení, které ostatně potvrdil i příspěvek fixních investic v datech za růst HDP ve 3Q18 (-0,04 p. b., první negativní příspěvek od prvního čtvrtletí 2015), souvisí s eskalací napětí ve světovém obchodě, zejména hrozící eskalací obchodní války mezi Čínou a USA.

Růst mezd je nadále z historického hlediska slabý, v září však dále zrychlil na nejvyšší tempo za devět a půl roku



Zdroj: BLS.gov, časové řady číslo CES0500000003, CES0500000013



HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Maloobchodní tržby (bez aut a bez paliv) si nadále vedly dobře, koncem třetího čtvrtletí přidaly 0,4 % m/m a za celé 3. čtvrtletí pak 1,2 %. Ostatně, silný příspěvek poptávky domácností k růstu HDP je odrazem těchto dat. **Růst mezd** zůstává sice z historického hlediska stále relativně pomalý, ale v září zrychlil na nejvyšší hodnotu (3,1 % r/r) od dubna 2009, což je jistě dobrá zpráva.

Trh práce je stále velmi dobrý. V říjnu vytvořil 246 tisíc pracovních míst, za poslední tři měsíce (srpen–říjen) 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** jsou nejnižší nejméně od roku 1970 (což je období, za které máme k dispozici data). Jediným lehce negativním znakem trhu práce je tak nadále fakt, že **neroste míra participace**, která se setrvale drží pod 63 % (v říjnu 62,9 %).

Jádrová PCE inflace v září meziročně zůstala popáté v řadě na úrovni 2 %, její měsíční dynamika však v posledních měsících výrazně zpomalila – v září m/m růst dosáhl 0,2 %, v posledních třech měsících však v průměru pouze 0,12 % m/m, což je nejpomalejší tempo za více než rok. Podporuje to tak názor Fedu, že z hlediska cenové stability má věci pod kontrolou a že razantnější utahování měnové politiky, než jaké Fed provádí, není potřeba.

Fed v průběhu října nezasedal. Na svém zasedání koncem září sice opět zvýšil sazby (klíčová sazba se tak dostala do pásma 2–2,25 %), ze zápisu však zmizela zmínka o tom, že měnová politika je „akomodativní“. Z toho lze dovodit, že další zvyšování sazeb bude nejspíš pozvolné, obzvláště pokud se potvrdí zpomalení inflace, které naznačují měsíční inflační data.

CEE3

ČR

Česká ekonomika nadále roste, ale vykazuje znaky zpomalování. Centrální bance to však prozatím nevadí.

Finální (třetí) odhad růstu HDP ve 2. čtvrtletí potvrdil, že růst ekonomiky dosáhl 0,7 % q/q a 2,4 % r/r. Obě tempa tak jsou výrazně nižší než v Polsku nebo v Maďarsku, kde ekonomiky rostly mezikvartálním tempem přes procento a kde meziroční tempa růstu dosáhla ve stejném období 5 %. Novou informací ve třetím odhadu českého růstu tak bylo pouze to, že míra úspor domácností, ač historicky nadále velmi nízká, již ve druhém čtvrtletí dále neklesla, ale že naopak narostla na nejvyšší hodnotu (9,8 %) od 1. čtvrtletí 2017, a dále to, že se na nejnižší úroveň vůbec dostala míra ziskovosti nefinančních podniků.

Maloobchodní tržby setrvaly i koncem třetího čtvrtletí v solidním růstu, ale tempa růstu z předcházejících šesti kvartálů se již neopakují. **Jádrové maloobchodní tržby** (bez aut, bez paliv, bez potravin) **přidaly v září 6,9 % r/r**, což bylo stejné jako průměr druhého čtvrtletí (7 %), které bylo ale z hlediska tempa růstu nejslabší za poslední rok a půl. Že ke zpomalení dynamiky tržeb z často dvouciferných hodnot r/r růstu v předcházejících kvartálech dojde, však není úplně překvapivé: nezaměstnanost už totiž klesat dál nemá kam, nízké sazby v bankách a spotřebitelská důvěra na historických maximech zase v minulosti stlačily míru úspor na historické minimum, a u obou těchto ukazatelů se situace letos otočila (sazby rostou, důvěra klesla, byť je stále vysoká). Jinými slovy, prostor pro tak silný růst jako v roce 2017 jednoduše není. Anualizované kvartální tempo růstu maloobchodních tržeb dosáhlo ve 3. čtvrtletí už jen 4 %, což také indikuje zpomalení růstu poptávky domácností. **Růst mezd je nadále silný (8,6 % r/r nominálně ve 2Q18), primárním tahounem ale zůstává veřejný sektor.**

Průmyslová produkce také vykazuje znaky decelerace, i když to tak z meziročních čísel stále nevypadá. Růst v srpnu dosáhl 0,8 % m/m, což ale byla jenom malá náplast na dvouprocentní pokles v červenci. Data za září sice zatím nebyla zveřejněna, ale podle indexu PMI (v září nejnižší hodnota, 53,4 bodu, od listopadu 2016) se nezdá, že by září mělo být silné. Říjnový index PMI pak jasně ukázal, že německá průmyslová rýma je už cítit i zde: český index klesl na 52,5 a očekávání klesla nejnižší od července 2013. I když jak slabá hodnota celkového indexu, tak slabá hodnota subindexu očekávání není dobrou zprávou, negativní implikace těchto indexů zmírňuje fakt, že slabost je zčásti důsledkem slabší poptávky v automobilovém průmyslu kvůli zavádění nových emisních testů (které se projevují tím, že automobily musely zastavit produkci některých modelů, jež nestihly dle nových testů homologovat).



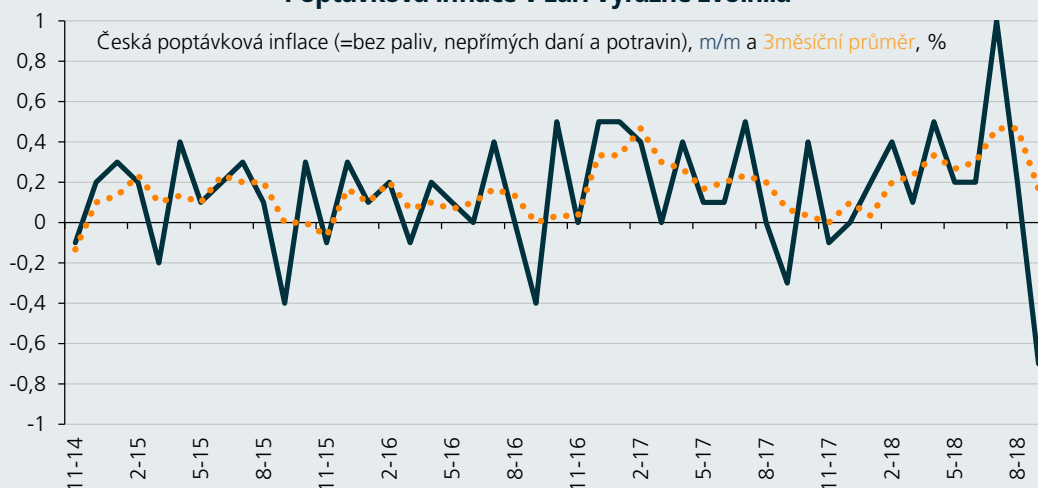
HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Spotřebitelská (měnověpolitická) inflace v září zpomalila ze srpnových 2,5 % na 2,2 %, a to hlavně díky zpomalení poptávkové inflace. Ta totiž meziměsíčně zpomalila nejvíce v historii (-0,7 % m/m), a to v důsledku výrazného zpomalení cen dovolených s komplexními službami. Tento efekt je typicky sezonní, letos však z nějakého důvodu ceny dovolených vzrostly mezi červnem a červencem mnohem více (25 % m/m), než bylo jejich sezonním zvykem (13–14 % m/m v letech 2010–2017). Mezi zářím a srpnem tak byl jejich m/m pokles mnohem vyšší (22,3 % m/m) než obvykle (13–14 %). Celková inflace je navíc výrazně ovlivněná růstem v sektoru bydlení, který k zářijové inflaci přispěl 0,9 p. b. Skutečně poptávkové tlaky jsou tak mírnější, než se může z čísel celkové inflace nebo poptávkové inflace (2,1 % r/r) jevit.

Česká národní banka na svém zasedání počátkem listopadu však na nic z uvedeného nepřihlížela, a citujíc slabý kurz koruny, popáté letos zvedla sazby. Dvoutýdenní reposazba vzrostla na 1,75 %, což je nejvýše od června 2009. Česká národní banka 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 ochlazení růstu či rovnou recesi. A v takové situaci ani slabá koruna inflaci nezvýší. Během října jsme se také dozvěděli jména dvou nástupců M.Hampla a V.Tomšíka, dlouholetých členů BR ČNB, kterým letos mandát končí. Nahradí je Tomáš Holub a Aleš Michl.

Poptávková inflace v září výrazně zvolnila



Zdroj: WWW.CZSO.CZ

POLSKO

Polská ekonomika roste nadále velmi dobře, ale podobně jako jinde v regionu, i zde jsou vidět znaky zpomalení. To, společně s inflací, by mělo udržet centrální banku dlouho v klidu.

Nová data o růstu HDP zatím zveřejněna nebyla; z těch měsíčních, která byla zveřejněna během října, se však zdá, že ekonomika nadále roste solidně, byť ne tempem z prvního pololetí (kdy rostla tempem přes procento q/q).

Průmyslová produkce zpomalila, podobně jako v jiných ekonomikách v regionu. Meziroční tempo růstu zvolnilo v září na 5,4 %, což je zpomalení, byť jen mírné, oproti průměrnému růstu v uplynulých dvanácti měsících (7 % r/r). Toto zpomalení růstové dynamiky bylo v souladu s tím, jak zvolnil index PMI. Ten totiž v srpnu zpomalil na 51,4 bodu, v září pak dále na 50,5, což je nejnižší ze tří zemí regionu (Polsko, Maďarsko, ČR). Říjnová hodnota (50,4) naznačuje, že slabší výsledky bude průmysl ukazovat i ve zbytku letošního roku.

Maloobchodní tržby sice také rostou, ale v září zvolnily překvapivě více, než se čekalo. Jejich reálný růst dosáhl pouze 3,6 % r/r, očekávání bylo přitom skoro dvojnásobné. Fundamenty podporující poptávku domácností se přitom o tolik nezhoršily – mzdy rostou nadále velmi dobře (v září nominálně +6,7 % r/r) a velmi dobrý je i trh práce. Míra nezaměstnanosti totiž v srpnu zůstala velmi nízká, klesla dokonce na nové historické minimum (5,7 %); po očistění o efekt sezonnosti pak poprvé v historii klesla pod 6 %. Ani do dalších měsíců letošního roku tedy není vidět důvod, proč by poptávka domácností měla zpomalit.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Navzdory silnému růstu ekonomiky, nízké nezaměstnanosti a vysokému růstu mezd zůstává jádrová inflace nadále nízko. Zářijová data totiž ukázala, že jádrová inflace byla pouze 0,8 % – to je sice o 0,2 p. b. více než v červenci, ale nadále výrazně pod cílem centrální banky. Pokračuje tak paradoxní inflační vývoj, ze kterého nemá centrální banka vůbec radost. Předběžná data za říjen byla zveřejněna 31. října, ale žádnou změnu nepřinesla: celková inflace dosáhla 1,7 %, tj. méně než očekávání (1,8 %) a také o 0,1 p. b. méně než v září. Jádrová inflace za říjen známá ještě není, dá se ale čekat, že nevrůstla.

Měnový výbor centrální banky (MPC) na svém říjnovém zasedání ponechal dle očekávání sazby beze změny na úrovni 1,5 %, kde se nacházejí od března 2015. Nic jiného se ani nedalo čekat – inflační vývoj je neočekávaný a paradoxní, ale reálný. Guvernér Glapinski na tiskovce sice lehce revidoval svá předcházející tvrzení („neřekl jsem, že nebudeme měnit sazby do konce roku 2020, ale říkám a opakuji, že sazby zůstanou s vysokou pravděpodobností stabilní příští rok“), ale vzhledem k inflačnímu vývoji v Polsku i v eurozóně se nedá čekat, jakkoliv to tak forwardový trh interpretuje, že je růst sazeb blíž než před měsícem či dvěma.

MAĎARSKO

Ekonomika dále roste, byť pomaleji než v první polovině roku, což společně s turbulencemi na trhu způsobuje nevoli centrální banky k utažení měnové politiky. A to i navzdory pokračujícímu růstu celkové i jádrové inflace.

Ani v Maďarsku nebyla během října zveřejněna data o růstu HDP ve třetím čtvrtletí. Z měsíčních dat je však zřejmé, že ekonomika stále roste, podobně jako v Polsku, ale procentní mezičtvrtletní tempa už ve druhé polovině roku neuvidíme.

Maloobchodní tržby si dobře vedly i v polovině třetího čtvrtletí. V srpnu totiž přidaly 6,8 %, což bylo lepší než v předcházejících dvou měsících a také nad průměrným meziročním tempem růstu v posledním roce. K silnému meziročnímu růstu přispěla, podobně jako v minulých měsících (a podobně jako u nás), hlavně jádrová komponenta. A stejně jako u nás je tento růst výsledkem optimismu v důsledku velmi dobrého vývoje na trhu práce. **Nezaměstnanost** za červenec až září (3,9 %) sice byla mírně vyšší než v předcházejících měsících, ale nadále je poblíž historických minim, 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 setrvale vysokém **růstu mezd** – v červnu vzrostly nominální mzdy o 11,2 % r/r, v červenci o 12,8 %, v srpnu o 10,1 % r/r.

Průmyslová produkce roste podobným tempem jako jinde v regionu, tj. kolem 4–5 % r/r. V srpnu přidala sezonně očištěných 4,3 % r/r, když se po dvou slabých měsících (–1,9 % m/m v červenci a –1,2 % m/m v červnu) silně zvedla (+3,8 % m/m). Vzhledem k tomu, že index PMI v září poklesl na 53,8, a k tomu, že německý průmysl dále zpomaluje, je jasné, že v dalších měsících se žádného urychlení nedočkáme, spíše naopak. Maďarský průmysl tak i nadále nejspíš bude doplácet na svou velkou otevřenost a vázanost na Německo.

Celková inflace se v září dále zvýšila na 3,6 % (+0,3 % m/m), nejvýše od ledna 2013. Jako jinde v regionu jsou tyto vyšší úrovně (počátkem roku byla inflace na úrovni 2,1 %) primárně důsledkem růstu cen ropy (+1,3 % m/m, +14,9 % r/r) a cen potravin (0,5 % m/m, 4,6 % r/r). Jádrová inflace, která tyto složky spotřebního koše neobsahuje, však také vzrostla, a to ze srpnové úrovně 2,3 % o 0,1 p. b. Její zářijová hodnota je tak nejvyšší od července 2012.

Maďarská centrální banka (MNB) zatím na růst inflace nereaguje, byť s vysloveně holubičímí nápady z předcházejících čtvrtletí již definitivně přestala. V říjnu tedy ponechala sazby beze změny, pod tlakem událostí venku a růstu negativních rizik však, na rozdíl od ČNB, která se tváří, že je „business as usual“, řekla, že je namísto uvolněná politika a že se normalizace sazeb nemá uspěchat. Mírně vyšší hodnoty inflace jsou dle MNB důsledkem vyšších cen energií a potravin, a některých daní, inflační očekávání jsou dle ní dobře ukotvena. Ačkoliv bychom očekávali silnější verbální reakci na růst jádrové složky, zatím se tak neděje.



HLAVNÍ UDÁLOSTI

ROPA

Ropa (Brent) na počátku října ještě vyšplhala až nad 85 dolarů za barel (kvůli obnoveným sankcím USA na Írán), poté se však už jen nemilosrdně sunula níž. Důvodem byl jak výprodej rizikových aktiv, který v říjnu postihl trhy, tak i skutečnost, že ze zákazu obchodování s Íránem budou výjimky a že OPEC i Rusko a Venezuela zvýšily těžbu dost na to, aby výpadek Íránu pokryly. Ropa tak koncem října poklesla až na 75 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

MSCI Emerging Markets



CECE Composite



Na globálních akciových trzích v říjnu panovala negativní nálada, když globální akciový index vyspělých zemí MSCI World ztratil 7,4 %. Za nervozitou můžeme vidět několik důvodů, jako například zpomalující tempo globální ekonomiky, zvyšující se sazby americkou centrální bankou, dopad celních válek tlačících na ziskové marže nebo italské a britské peripetie. Zahájená výsledková sezona za třetí čtvrtletí prozatím vyznívá pozitivně, i když například společnost Apple s tržbami zaostala za odhady analytiků. Evropské akcie nadále ztrácely kvůli pokračujícímu emisnímu skandálu automobilek a vyjednávání ohledně schvalování státního rozpočtu Itálie.

Většina středoevropských trhů byla jakoby ušetřena negativního sentimentu panujícího na globálních akciových trzích. Na nule nebo v mírném plusu skončily burzy v Maďarsku nebo Rumunsku (index BET +1,3 %). Za relativně dobrou výkonností zřejmě byla nižší likvidita tamních trhů a dřívější propady cen akcií, které tak ztraktivily hodnotové ukazatele. Propady zaznamenal především polský akciový trh (index WIG30 -6,2 %), jenž je nejvíce provázán s globálním tokem peněz. S výraznými ztrátami skončily převážně společnosti ze sektorů spotřebitelského a bank. Po dlouhé době relativně velice dobrou výkonnost, na základě růstu cen silové elektřiny, předvedly společnosti ze sektoru utilit. Český index PX meziměsíčně ztratil 3,2 %. Propady se dotkly drtivě většiny místních akcií.

MSCI World Index



Zdroj: Bloomberg

Nervozita se naplno přelila i na rozvíjející se trhy a ty tak za říjen odepsaly v souhrnu téměř 9 % (MSCI Emerging Market Index, měřeno v USD). Ztráty většiny akciových trhů významných rozvíjejících se ekonomik se pohybovaly okolo 10 % (v lokálních měnách), což bylo způsobeno výrazně negativním sentimentem, který měl podobné příčiny jako na vyspělých trzích. Výjimkou byla pouze Brazílie, která připsala přes 10 %. Skvělý výsledek následoval prezidentské volby, v nichž vyhrál krajně pravicový kandidát J. Bolsonaro. Investoři tím reagovali na snížení míry nejistoty a držel se jich optimismus ohledně budoucího vývoje. Tlak na rozvíjející se trhy zůstává obecně nadále velký a citlivost trhů na nové informace vysoká.



DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Vývoj ve Spojených státech se v říjnu nesl ve znamení dalšího mírného růstu výnosů amerických vládních dluhopisů. Vlivem pokračujícího utahování měnové politiky a náznaků Fedu, že v utahování bude i dále pokračovat, se celá křivka posunula dále nahoru – ve srovnání se zářím, kdy posun dosáhl 20 b. b., však mnohem mírněji (do 5 b. b.). Dvouleté vládní výnosy se tak dostaly na úroveň 2,85 %, desetileté pak na 3,15 %. Křivka je tedy nadále nejplnější od roku 2007.

V jádru eurozóny byl říjnový vývoj, podobně jako vývoj v září, nezajímavý. Německé desetileté dluhopisy koncem října (ve srovnání s koncem září) poklesly o zhruba 7–10 b. b. a dostaly se tak pod 40 b. b. Během měsíce pod vlivem tržních turbulencí na akciových trzích, trvajících pesimismu ohledně Itálie a slabým makroekonomickým datům dokonce na chvíli i klesly pod 35 b. b., tj. nejnižší od počátku září. Na periferii byla situace jako obvykle zajímavější. Italské dluhopisy kvůli konfliktu mezi Římem a Bruselům během října vzrostly na desetileté splatnosti až na 3,7 %, což byla nejvyšší hodnota od února 2014. Koncem měsíce kvůli náznakům, že se konflikt přece podaří urovnat, klesly zpátky pod 3,5 %.

FIREMNÍ DLUHOPISY

Trh korporátních dluhopisů se během října dostal v souvislosti s negativním vývojem rizikových aktiv pod tlak směrem k vyšším kreditním maržím, a to zejména v segmentu spekulativního stupně. Klíčovými faktory tohoto vývoje byly pokračující růst bezrizikových dolarových výnosů (utahování měnové politiky Fedu), v globálním pohledu slabší korporátní výsledky a známky slabnoucí ekonomické aktivity v řadě regionů. Firemní dluhopisy investičního stupně tomuto poměrně odolávaly, průměrná kreditní marže indexu EUR iBoxx Corporate IG za říjen stoupla mírně, o 9 b. na 88 bodů. Index spekulativního stupně (EUR iBoxx HY) již však čelil citelnějšímu nárůstu průměrné kreditní marže, o 45 b. na 338 bodů. Kreditní marže dané CDS kontrakty vzrostly o něco méně než v případě korporátních obligací.

ČR

Vývoj na české výnosové křivce byl během října poklidný. Dlouhé výnosy poklesly o několik málo bazických bodů, koncem měsíce se tak dostaly na desetileté splatnosti na 2,15 %. Zůstával zde přitom patrný zájem investorů přikupovat dlouhodobé dluhopisy, přičemž aktivita Ministerstva financí na primárním trhu byla nadále nízká. Na krátkém konci nejdříve dvouleté výnosy vyrostly až téměř k 1,60 %, pod vlivem tržních turbulencí však poté mírně poklesly a koncem října byly tam, kde na jeho začátku, tj. na 1,5 %.

POLSKO

Na polské výnosové křivce se během října aspoň něco událo, byť to byl vývoj hodný zmínky jen proto, že předcházející měsíce byly zcela nudné. V první polovině měsíce desetileté výnosy vyrostly až nad 3,3 %, tj. nejvýše od května, a to navzdory tomu, že agentura S&P zvýšila v polovině měsíce rating Polska. Na výnosech se totiž podepsala nervozita ohledně Itálie. Ve druhé polovině však po opadnutí napětí rychle poklesly, až k 3,1 %. Kvalitativně podobný byl i vývoj na krátkém konci křivky.

Bloomberg Barclays Czech Index



Bloomberg Barclays Poland





DLUHOPISOVÉ TRHY

TURECKO

Obrat k lepšímu, který turecká aktiva započala v září, během října akceleroval. Výrazné zisky, jež však i přesto zatím představovaly jen částečnou korekci rozsáhlých ztrát z předcházejících měsíců letošního roku, si připsal jak měnový kurz TRY, tak ceny vládních dluhopisů. Jednoznačně nejdůležitější zprávou bylo propuštění přes dva roky zadržovaného amerického pastora A. Brunsona tureckými soudy, které bylo nutnou podmínkou urovnávání pošramoceného vztahu mezi Tureckem a Spojenými státy. USA v následné reakci zrušily nedávno přijaté sankce a mezinárodní investoři tuto skutečnost přijali výrazně pozitivně. Na makroekonomické scéně příznivě zapůsobilo skokové zlepšení výsledku běžného účtu platební bilance, který se za srpen vyšvihl z chronického deficitu citelně do černých čísel v důsledku propadu importní dynamiky. Proti tomu ale negativně překvapila zářijová inflace na všech úrovních, do níž se naplno promítlo předešlé oslabení měnového kurzu. Ekonomické ochlazení a razantní utažení měnové politiky centrální bankou by však měly vést k postupnému ztlumení inflační dynamiky, investoři se proto začali dívat dále za aktuální čísla. Výsledkem zmíněného vývoje byl pokles požadovaných výnosů tureckých dluhopisů až o 250 bps (primárně obligací kratších splatností) – výnosová křivka se na konci měsíce nacházela na úrovni 17,5–23 %. Měnový kurz TRY za říjen vůči koši měn (EUR, USD) posílil o silných 9,2 %, čímž výrazně navýšil zářijový zisk; měřeno od počátku roku 2018 však byl i tak o 43 % slabší.

MĚNY

Během října pokračovalo posilování dolaru vůči euru. Díky slabým růstovým i inflačním datům eurozóny a naopak silným makrodatům z USA, tj. díky trvajícím očekáváním divergence měnových politik, se dolar dostal až na nejsilnější hodnotu (1,13) od léta roku 2017. Vyplnil se tak náš scénář, že pokud se kurz eura proti dolaru pohne na některou stranu kolem námi očekávané centrální úrovně 1,15, bude to směrem dolů.

Česká koruna během října mírně oslabovala, a to i navzdory tomu, že se během celého měsíce množily náznaky toho, že na svém zasedání počátkem listopadu ČNB dále zvýší sazby. Na korunu však tento rozšiřující se úrokový diferenciál neměl na rozdíl od amerického dolaru vliv, naopak, dolehla na ni tržní nervozita v kombinaci s její trvajícím překoupeností. Zatímco počátkem října byla koruna proti euru pod hranicí 25,80, koncem října se dostala až přes 25,90. Stále tak zůstává výrazně vzdálená od hodnot, které pro ni pro letošek očekávala ČNB.

Slabost postihla během října i **polský zlotý**, který z hodnot 4,28 počátkem měsíce oslabil až k hranici 4,34 na jeho konci. **Maďarský forint** překvapivě na tržní turbulence nijak nereagoval a během října oslabil jen zcela nepatrně, z 323 forintů za euro počátkem října na 325 forintů za euro na jeho konci.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Riziková prémie vůči německým dluhopisům zůstala na desetileté splatnosti lehce nad hranicí 170 b. b. 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 přeče jen sazby zvedne, by mělo dojít k nárůstu německých desetiletých výnosů směrem k úrovním 0,8–1 % v nejbližším roce.

U českých výnosů je vzhledem k pokračujícímu růstu sazeb ČNB pravděpodobná stabilita (na dlouhém konci), respektive 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.

**PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ****DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO**

Výnosy polských dlouhodobých dluhopisů zůstávají po většinu letošního roku velmi stabilní, na úrovních kolem 3,20 %. I přes velmi robustní hospodářský růst polská jádrová inflace v letošním roce překvapivě klesla, což způsobilo, že pravděpodobnost růstu sazeb v nejbližších šesti kvartálech je blízka nule. Byť očekáváme, že ekonomická dynamika a silná domácí poptávka vytlačí postupně inflaci na vyšší úroveň, proti citelnějšímu růstu požadovaných výnosů vládních dluhopisů (poklesu cen) hovoří příznivý fiskální obrázek. Ten se dle našeho výhledu dále promítne do omezené emisní aktivity Ministerstva financí, a tím do poklesu kreditní marže vůči bezrizikovým (německým) vládním dluhopisům EMU. Polské vládní dluhopisy by tedy měly v dalším období výkonnostně překonávat své německé protějšky.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Razantní zvýšení klíčových úrokových sazeb tureckou centrální bankou (jinými slovy investory tolik vyžadované ortodoxní utažení měnové politiky), vlády (nový střednědobý ekonomický plán, zaměřený primárně na boj s inflací, zpřísnění fiskální politiky či podporu bankovnímu sektoru), jež stabilizovaly dramatickou situaci na trhu tureckých aktiv během září, a zlepšení vztahu s USA po propuštění pastora Brunsona v říjnu 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 (díky výrazně zvýšeným úrokovým sazbám a zpřísněné fiskální politice) povede posléze k postupnému ztlumení nyní excesivně vysoké inflace, což je nezbytná podmínka pokračování konstruktivního vývoje tureckých aktiv. Přestože vládní představitelé odmítají možnost asistence ze strany Mezinárodního měnového fondu, možné bilaterální finanční dohody u spojenců a obchodních partnerů na Východě (objem 15 mld. USD přislíbil Katar, ve hře může dále být Čína a Rusko) by výrazně snížily refinanční potřeby na obligačních trzích. Tento scénář by byl pozitivní pro turecká aktiva a jak měnový kurz TRY, tak ceny tureckých vládních dluhopisů by pokračovaly v dalším nabírání citelných ztrát z dřívějších měsíců letošního roku.

MĚNY

Vzhledem k tomu, že vývoj kurzu odpovídá našim dřívějším představám a že se nedomníváme, že by eurozóna měla spadnout do recese (tj. že nečekáme dramatický obrat v měnové politice ECB), neměníme ani náš výhled kurzu eura proti dolaru. Očekáváme tedy, 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 diferenciacích měnových politik na opačných stranách Atlantiku (což je primární faktor kurzu v posledním desetiletí) větší odůvodnění. Fed bude totiž v dalších čtvrtletích dále utahovat měnovou politiku, byť stále pozvolným tempem, ECB se k žádnému utažení politiky v brzké době nechystá. Ztráta dynamiky růstu eurozóny a perzistentně 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 (tak jak tomu bylo během října). Střednědobé faktory však již pro kurz dolaru příznivé nejsou – jedná se zejména o negativní fiskální vývoj, podtržený daňovou reformou Trumpovy administrativy, jež prohlubuje deficitní hospodaření americké ekonomiky, navíc ve spojení se schodkem obchodní bilance.

Vývoj v posledních měsících potvrdil, že **koruna** to s posílením k hranici 25 korun za euro, respektive 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. Posílení koruny bude rovněž limitováno vysokým podílem zajištěných vývozu a zpomalováním průmyslu. Náš výhled tak je: koruna výrazně nad 25 korunami po zbytek letošního roku a i 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 nad 4,30 z konce října však neodpovídají silnému růstu ekonomiky ani celkovému stavu polské ekonomiky. V nejbližších dvou čtvrtletích tak očekáváme návrat k silnější úrovni 4,20 PLN/EUR.

Maďarský forint má dle nás fundamentální potenciál posílit k 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. Dopomocť 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.



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

Proběhnuvší korekce na globálních akciových trzích byla zhmotněním některých latentních rizik, která již po určitou dobu znervózňovala 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 přichází také 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. S hrozbou obchodních válek je však zřejmá určitá opatrnost evropských společností v plánování investičních výdajů. Pozitivní jsme ohledně 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 (Fed, ECB, BOJ, PBoC), vysoké zadlužení periferních států eurozóny, hlavní geopolitická rizika v čele s Blízkým východem, Argentinou a Venezuelou a pro rozvíjející se trhy silný americký dolar ve spojení s rostoucími úrokovými sazbami.

Z akcií na českém trhu jsme pozitivní ohledně akcií Moneta, jejímž cílem je stát se digitálním lídrem na českém trhu, akcie Erste Bank a Vienna Insurance Group. Pozitivní jsme i ohledně relativně nového akciového titulu AVAST. Investoři dle nás začnou postupně oceňovat celosvětovou diverzifikaci tržeb, šíři 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. 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 ohledně akcií rumunského restitučního fondu Fondul Proprietatea, zdravotnického konglomerátu MedLife, plynárenských společností Romgaz a Petrom, a producenta vína Purcari, ve Slovinsku jsou to akcie farmaceutické společnosti Krka, síť čerpacích stanic Petrol a přístavu Luka Koper.

Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) nebo poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kurzech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat a Conseq Investment Management, a. s., ani jiná osoba 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.

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