Říjen 2020

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

CONSEQ
JIŽ OD 1994

AKCIOVÉ INDEXY	
USA – S&P 500	–2,77 %
Evropa – DJ Stoxx 600	–5,19 %
Japonsko – Nikkei 225	–0,90 %
MSCI Emer. Mark.	1,98 %
ČR – PX	–2,93 %
Polsko – WIG30	–10,75 %
Maďarsko – BUX	–1,96 %

DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays	
USA	–0,94 %
Evropa	0,99 %
ČR	–0,80 %
Polsko	0,71 %
Maďarsko	0,70 %
Turecko*	–2,32 %

* BofA Merrill Lynch index

MĚNY (pokles = posílení)	
USD/EUR	–0,63 %
CZK/USD	1,26 %
CZK/EUR	0,62 %
PLN/EUR	1,72 %
HUF/EUR	0,80 %
TRY/EUR	7,60 %

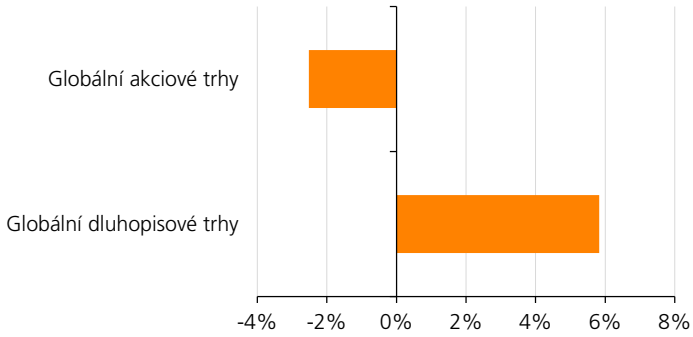
KOMODITY	
Ropa Brent	–8,52 %
Zemní plyn	32,73 %
Sil. elektřina	–9,56 %
Zlato	–0,40 %
Stříbro	0,65 %
Měď	0,57 %

ŘÍJEN V KOSTCE

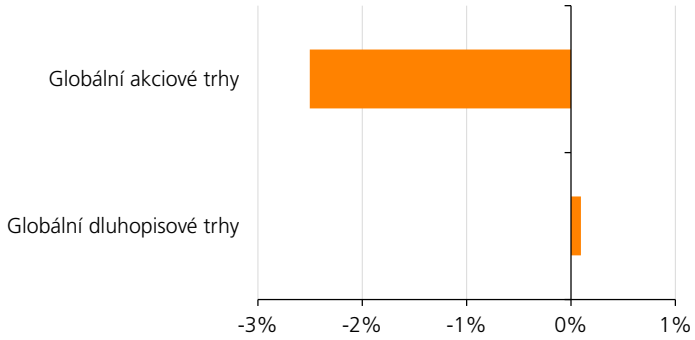
RYCHLÉ SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Globální akciové trhy v říjnu pokračovaly v propadu, který se koncentroval především do posledního týdne v měsíci, a to v důsledku prudce rostoucích čísel nově nakažených na obou stranách Atlantiku a nových protikrizových opatřeních ve spoustě zemí Evropy, které budou mít na HDP v letošním posledním čtvrtletí opět silně negativní dopad. Ve výsledku nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 2,5 %. Globální dluhopisové trhy dokázaly vykompenzovat akciové ztráty pouze omezeně, když nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays připsal nepatrný zisk 0,1 %.

Výkonnost od začátku roku



Výkonnost v říjnu



***Zdroj**: Bloomberg, Conseq*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Dolar měl v říjnu při nárůstu rizikové averze logicky tendenci posilovat, byť jenom mírně. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, ve výsledku posílil o 0,2 %. Vůči euru dolar posílil o 0,6 % na úroveň 1,165 dolaru za euro. Nicméně měny rozvíjejících se ekonomik vůči dolaru paradoxně opět posílily, když jejich index vůči dolaru vzrostl o 1,3 %.
- Koruna mírně oslabila, vůči euru o 0,6 % na úroveň 27,25 CZK/EUR a vůči dolaru o 1,3 % na úroveň 23,30 CZK/USD.
- Nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 2,5 %. Z regionálního pohledu se opět více dařilo akciím rozvíjejících se ekonomik, jejichž index MSCI Emerging Markets dokonce posílil o 2,0 %. Index akcií rozvinutých ekonomik MSCI World odepsal 3,1 %.
- Největší ztráty zaznamenaly akcie v Polsku (WIG 30 –11,6 %), Rusku (RTSI –9,5 %) a Německu (DAX –9,5 %). Naopak ze sledovaných trhů zaznamenaly zisk akcie v Číně (CSI 300 +2,4 %) a Indii (SENSEX +4,1 %).
- Pražská burza dle indexu PX odepsala 2,9 % a index PX měsíc zakončil na úrovni 843 bodů.
- Globální dluhopisové trhy dle indexu Bloomberg Barclays nepatrně posílily o 0,1 %. Přitom průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg vzrostl o 0,01 % na úroveň 0,91 %.
- Globální index vládních dluhopisů oslabil o 0,2 %. Korporátní dluhopisy se taktéž pohybovaly kolem nuly. Globální index korporátních dluhopisů investičního stupně odepsal 0,1 % a globální index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) naopak připsal nepatrný zisk 0,1 %.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

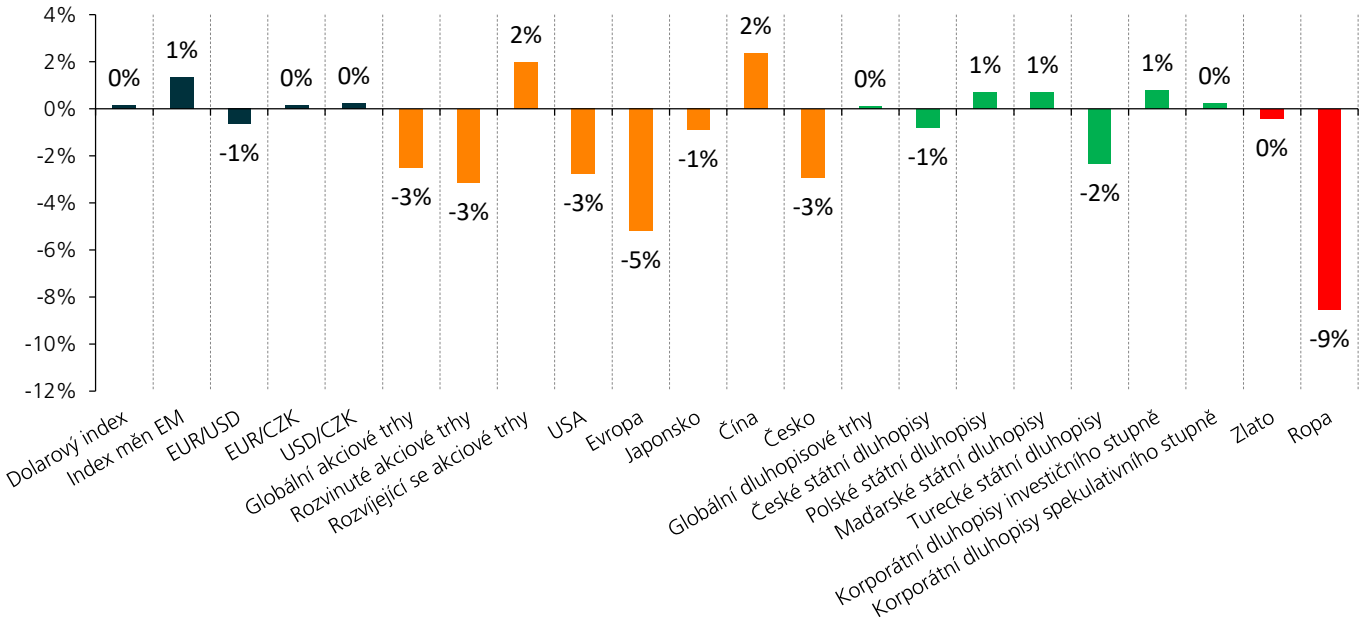
CONSEQ
JIŽ OD 1994

ŘÍJEN V KOSTCE

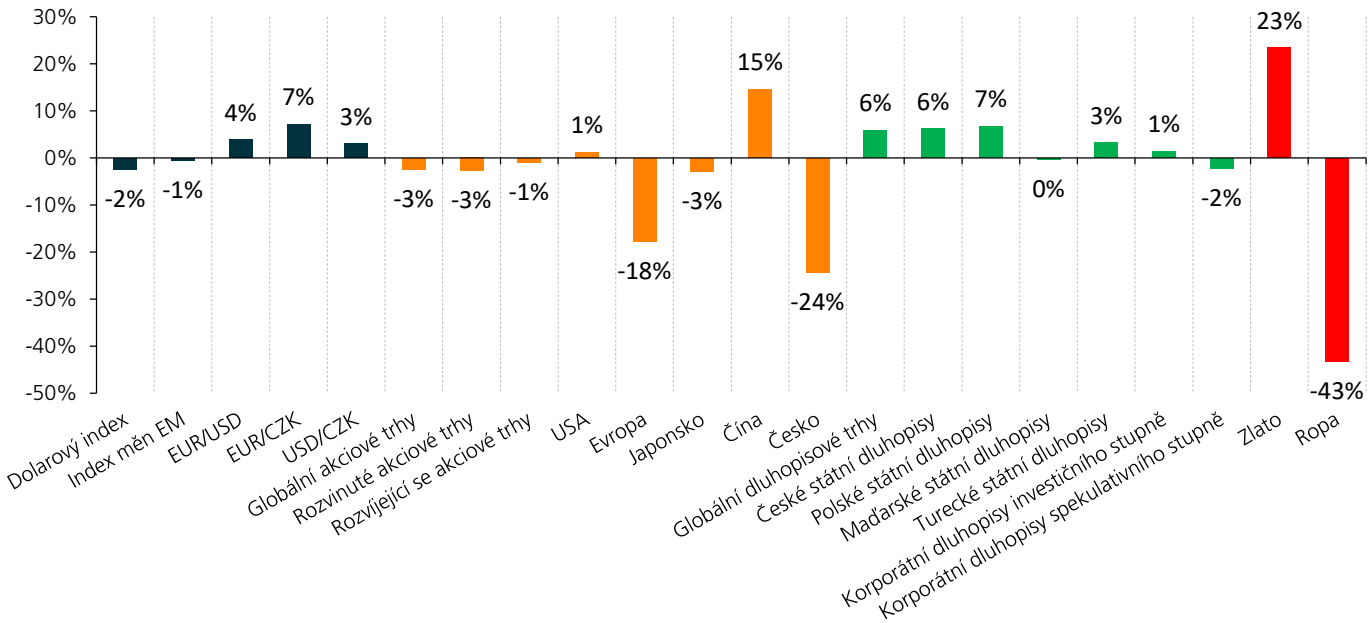
VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Index korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v euru posílil solidně o 0,8 % a index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) denominovaných v euru posílil o 0,2 %.
- Českým vládním dluhopisům se tentokrát příliš nedařilo, když jejich index oslabil o 0,8 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s krátkou, dvouletou splatností poklesl o 0,04 % na úroveň 0,03 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s dlouhou, desetiletou splatností naopak vzrostl o 0,21 % na úroveň 1,07 %. Česká výnosová křivka tak poměrně výrazně zvýšila svůj sklon.
- Polské vládní dluhopisy posílily o 0,7 %, maďarské vládní dluhopisy posílily taktéž o 0,7 % a turecké vládní dluhopisy naopak o 2,3 % oslabily.
- Globální komoditní index S&P GSCI poklesl o 3,6 %. Cena ropy Brent poklesla o 8,5 % na úroveň 37 dolarů za barel. Cena zlata poklesla nepatrně o 0,4 % na úroveň 1 880 dolarů za trojskou unci.
- Index volatility VIX výrazně vzrostl o 44 % na 38 bodů.

Výkonnost hlavních tříd aktiv v říjnu



Výkonnost hlavních tříd aktiv od začátku roku



***Zdroj**: Bloomberg*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

ŘÍJEN V KOSTCE

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu října žádné významné investiční akce neprováděli. Zopakujme, že jsme se na konci září rozhodli snížit podíl globální akciové složky, přičemž jsme její relativní váhu vůči benchmarkům snížili z neutrálu na –25 %. Získanou hotovost jsme zainvestovali do dluhopisové složky.
- Celkově tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči benchmarkům (srovnávacím indexům) podvážení v akciích a alternativních investicích, a naopak nadvážení v dluhopisech.
- V akciové složce máme výrazně podvážené USA a naopak výrazně nadvážené rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele s rozvíjející se Asií a střední a východní Evropou.
- U českých vládních dluhopisů jsme i nadále podvážení na duraci, což znamená, že udržujeme průměrnou splatnost tohoto subportfolia oproti benchmarkům kratší, čímž se chráníme vůči úrokovému riziku případného výrazného nárůstu výnosů do doby splatnosti a to především na delším konci výnosové křivky.

ASSET ALOKACE	akcie	dluhopisy	alternativy
	–	+	–
	podvážení	nadvážení	podvážení

AKCIOVÁ ALOKACE					
celková alokace	podvážení	rozvinuté trhy	podvážení	USA	podvážení
				západní Evropa	nadvážení
				Japonsko	nadvážení
		rozvíjející se trhy	nadvážení	střední a východní Evropa	nadvážení
				rozvíjející se Asie	nadvážení
				Latinská Amerika	podvážení
				Rusko	nadvážení
				Turecko	podvážení

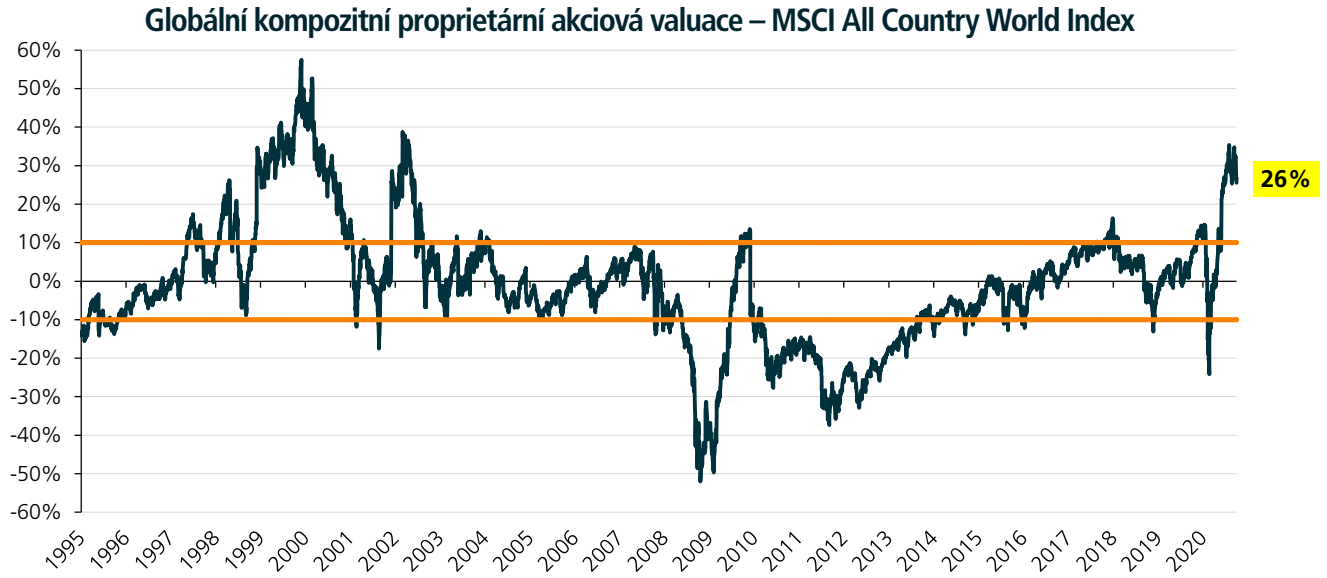
JAKÝ JE NÁŠ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

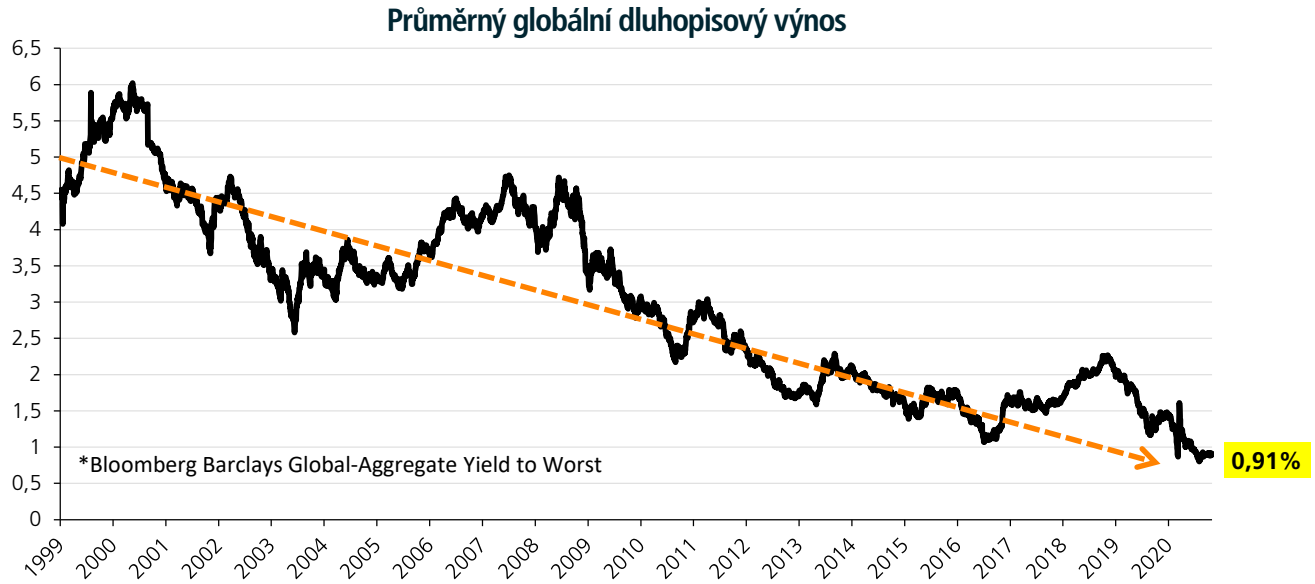
- Naše očekávání pro rok 2020 byla masivním rozšířením pandemie koronaviru po celém světě výrazně upravena. Vzhledem k tomu, že globální akciové trhy jsou momentálně od začátku roku mírně v minusu, je enormně nepravděpodobné, že dosáhnou za celý rok výrazně kladného zhodnocení.
- Globální ekonomika se momentálně nachází v nejhlubší recesi od 2. světové války. Dle poslední říjnové prognózy Mezinárodního měnového fondu by mělo globální HDP v letošním roce poklesnout o 4,4 %, což je násobně více než 1% pokles při globální finanční krizi v roce 2009. Přitom jedinou velkou ekonomikou, která by měla za celý letošní rok zaznamenat kladnou dynamiku HDP, je podle MMF Čína.
- Globální makroekonomický obrázek se navíc v průběhu října dále zhoršil, neboť prakticky na celém světě momentálně řádí druhá velká vlna pandemie koronaviru. Toto přitom platí zejména o Evropě, kde vlády v uplynulých týdnech postupně zaváděly nová tvrdá opatření proti šíření pandemie. Je tak velice pravděpodobné, že minimálně v Evropě HDP v letošním posledním čtvrtletí opět poklesne a dočkáme se tak hospodářského vývoje ve tvaru písmena „W“.
- Klíčové proto je, že drtivá většina centrálních bank měnovou politiku před přibližně půlrokem výrazně uvolnila. Americký Fed se dokonce zavázal k neomezeným nákupům dluhových cenných papírů, včetně nákupů korporátních dluhopisů s neinvestičním spekulativním ratingem (high-yield). Centrální banky ve výsledku investičnímu sentimentu v uplynulém půlroce zásadním způsobem pomohly, byť intenzita tohoto vlivu v posledních dvou měsících poněkud slábla.
- Co se globálního akciového výhledu týče, na konci září jsme se rozhodli akcie v našich investičních portfoliích podvážit. Vedli nás k tomu primárně tři důvody: 1) solidní výkonnost globálních akciových trhů v letošním roce s přihlédnutím k masivním dopadům globální pandemie, 2) velmi vysoké akciové valuace neboli akciové ocenění, nejvyšší od roku 2002, 3) extrémně nejistý globální makroekonomický výhled.
- Aktuální globální akciové valuace pro střednědobý horizont příštích pěti let indikují očekávané průměrné roční akciové výnosy, včetně dividend, pouze kolem 5–6 %. Nepříznivým faktorem pro akcie je také výrazně negativně dynamika globálních korporátních zisků, jejichž meziroční pokles ke konci října činil 27 %. Celkově jsme proto na akcie mírně negativní.
- Pokud jde o dluhopisy, ty jsou momentálně jako globální třída aktiv nejdražší v historii, když průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg na konci října činil pouhých 0,91 % a pohyboval se tak i nadále poblíž historického minima z července. Průměrný reálný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti, tedy očištěný o očekávanou míru inflace, je proto poměrně hluboko v záporu. I nadále se proto domníváme, že vládní dluhopisy relativně bezrizikových zemí příliš prostoru pro solidní zhodnocení ve střednědobém horizontu příštích pěti let nenabízejí.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

CONSEQ
JIŽ OD 1994

ŘÍJEN V KOSTCE





***Zdroj**: Bloomberg, Conseq*

- Naopak korporátní dluhopisy jsou podle našeho názoru po předchozím silném propadu ještě stále poměrně atraktivní, což ostatně dobře ilustrují kreditní marže, jež se momentálně i nadále pohybují poměrně výrazně nad úrovní dlouhodobých minim z přelomu roku. Kreditní marže tak i nadále mají prostor pro další, byť pravděpodobně jenom mírné, utahování.
- V každém případě musíme dál počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržní cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi. Klíčovým rizikovým faktorem přitom momentálně, na přelomu října a listopadu, je značně nejistý výsledek amerických prezidentských voleb, které se uskuteční v úterý 3. listopadu.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Růst ekonomiky ve třetím čtvrtletí po uzavírkou ovlivněném druhém čtvrtletí výrazně zrychlil, když dosáhl dvouciferného mezičtvrtletního tempa. Jádrová inflace je nadále na historickém minimu.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se dle prvních (předběžných) dat ve druhém čtvrtletí podle očekávání výrazně zlepšila. Po propadu o necelých 12 % q/q ve druhém čtvrtletí vzrostla ekonomika ve třetím čtvrtletí o 12,7 % q/q, což znamená, že meziročně a také ve srovnání s koncem roku 2019 byla objemově v reálném vyjádření jen o 4,3 % menší.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Čtvrté čtvrtletí však bude nejspíš čtvrtletím, v němž ekonomika eurozóny vinou zpřísňujících se opatření v boji s druhou vlnou koronaviru opět poklesne. Z pohledu velkých ekonomik EMU byl obrázek ve třetím čtvrtletí následující. Německá ekonomika vzrostla o 8,2 % q/q (oproti úrovni z konce roku 2020 je tak níže o 4,2 %), španělská ekonomika přidala 16,7 % q/q (–9,1 % pod úrovní před pandemií), italská 16,1 % q/q (–4,5 %), a francouzská dokonce 18,2 % (a je tak na tom nejlépe, jen 4 % pod úrovní z prosince 2019). Francouzská ekonomika je také jediná velká ekonomika, u níž již známe strukturu. Všechny složky agregátní poptávky se samozřejmě strmě zvedly: poptávka domácností se růstem o 17,3 % q/q dostala jen 2 % pod úroveň z 3Q19, vládní výdaje byly meziročně (překvapivě jen) o 0,4 % r/r výš. Hrubé fixní investice se také výrazně zvedly (+23,3 % q/q, –5,1 % r/r), a protože výrazněji narostl export než import, byl příspěvek čistého exportu k mezičtvrtletnímu růstu pozitivní (+1,2 p. b.).

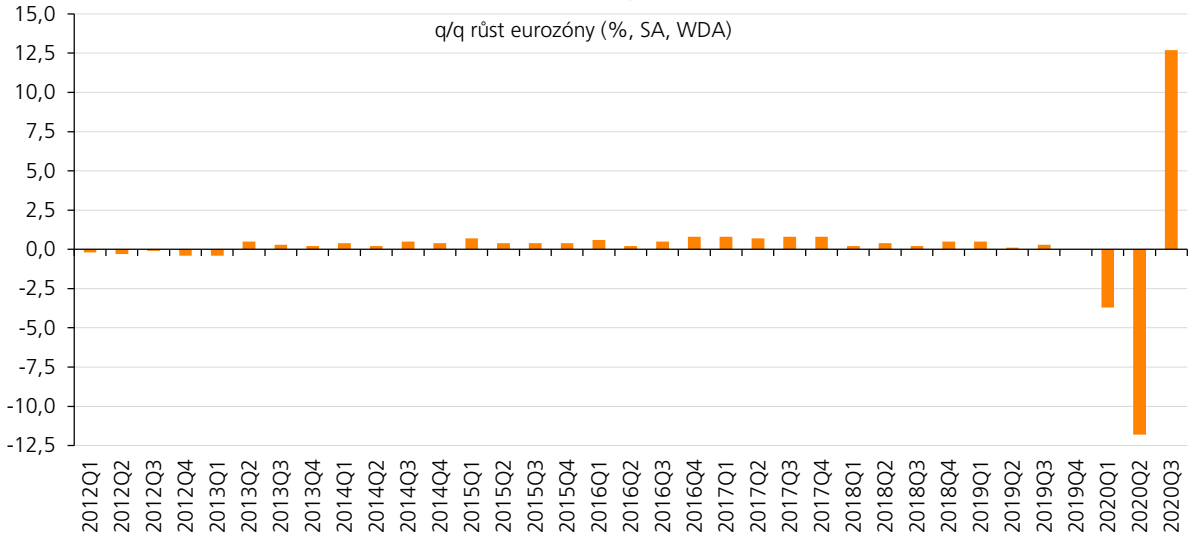
Měsíční data, která byla v EMU zveřejněna v průběhu října, byla sice dobrá, předstihové indikátory však smíšené a zejména ve službách naznačují těžkosti v následujících měsících.

Maloobchodní tržby se již v červenci dostaly na úroveň před 12 měsíci (–0,1 % r/r), v srpnu pak díky silnému meziměsíčnímu růstu (o 4,4 %) dokonce **skončily o 3,7 % nad úrovní ze srpna 2019**. Vzhledem k vývoji spotřebitelské důvěry v říjnu (–15,5 bodu, nejníže od května) se však zdá, že 4. čtvrtletí bude pro maloobchod opět špatné. A to i přes to, že v srpnu došlo k mírnému zlepšení míry nezaměstnanosti ve všech velkých ekonomikách vyjma Francie **(celková nezaměstnanost za celou eurozónu tak v srpnu stagnovala na 8,3 %)**.

Průmyslová produkce se v srpnu dále zlepšila. Po poklesu o bezmála třetinu během března a dubna (a po růstu o skoro čtvrtinu během května a června) se v červenci zlepšila o 5 % a v srpnu o 0,7 %; tempo meziročního poklesu tak zvolnilo z 12 % koncem druhého čtvrtletí na 7,2 % v polovině třetího čtvrtletí. Nejhůře je na tom nadále Německo (průmyslová produkce je o 11,2 % r/r nižší), nejlépe Itálie (–0,3 %). **Důvěra v evropském průmyslu je však již lepší než v březnu** (–9,6 bodu v říjnu vs. březen –11,2 bodu; únor 2020: –6,2 bodu), což nás naplňuje důvěrou v další měsíce.

Další **předstihové indikátory**, až na německý zpracovatelský průmysl v rámci indexu nákupních manažerů, **se však zhoršily, reflektujíce zhoršující se epidemickou situaci**. **Německý index IFO** se kvůli rostoucím obavám z druhé vlny koronaviru také mírně zhoršil, a to na 92,7 bodu (září: 93,2 bodu, únor 2020: 95,8 bodu). Podobně jako tomu bylo v minulých měsících, kdy se index zlepšoval, i v říjnu byla hlavním hybatelem složka očekávání. Hodnocení současné situace se v říjnu dokonce zlepšilo (z 89,2 na 90,3 bodu), složka očekávání však poklesla nejníže (95 bodů) od června 2020. **PMI** v průmyslu se dle finálních dat v říjnu dále zlepšil (na 54,4 bodu v říjnu vs. 53,7 bodu v září 2020), a to hlavně díky dalšímu zlepšení v Německu (58,2 bodu, nejvíce za 31 měsíců) a v Itálii (53,8 bodu, také nejvyšší hodnota za 31 měsíců). V rámci celé eurozóny se pak zlepšila jak výroba, tak nové objednávky (nejvíce za 2,5 roku). **V dominantním sektoru služeb je však situace horší.** Dle předběžných dat (finální budou až po uzavírce tohoto materiálu) **poklesl v září index ve službách na pětiměsíční dno** (46,2 vs. zářijových 48 bodů), a to jako důsledek opětovného nárůstu nových případů covidu-19 a z toho pramenících obav, že se opět nevyhneme uzavírkám ekonomik. Většina vpřed hledících komponent indexu se (nepřekvapivě) zhoršila: opět klesly nové objednávky, optimismus do dalších dvanácti měsíců klesl nejníže od května. Ve Francii klesl index ve službách podruhé v řadě, v Německu poprvé od června.

Růst evropské ekonomiky ve třetím čtvrtletí



***Zdroj**: Eurostat, http://bit.ly/2aD7d7N*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Celková inflace zůstala dle prvního odhadu v říjnu na –0,3 %, tj. na stejné úrovni jako v září. Na historickém minimu ze září zůstala také jádrová inflace. Její hodnota (0,2 %) je tak sice stejná jako měsíc předtím, ale struktura je mírně horší a ukazuje, že dezinflační tlaky se nejspíš dále prohlubují. V cenovém okruhu průmyslového zboží totiž sice došlo k mírnému růstu (únor: 0,5 %, září: –0,3 %, říjen: –0,1 %), v dominantním sektoru služeb však došlo k dalšímu zpomalení růstu (únor: 1,6 % r/r, září: 0,5 %, říjen: 0,4 %).

Evropská centrální banka v říjnu nezasedala, naposledy zasedala 10. září, kdy žádnou změnu v nastavení měnové politiky neuskutečnila. A to ani vzhledem k rekordně nízké jádrové inflaci, která byla zaznamenána v srpnu (a posléze pak i v září a v říjnu). V zápisu zveřejněném v první říjnové dekádě bylo cítit, že centrální banka se hodně obává o růst, a to z důvodů silného eura, amerických prezidentských voleb a samozřejmě koronaviru. V zápisu dokonce stálo, že by si centrální banka měla ponechat „volnou ruku" ohledně dalšího postupu v měnové politice, což si trh i my vykládáme jako možnost, že pokud se inflace nezvedne, může lehce přijít další kolo měnověpolitického uvolnění.

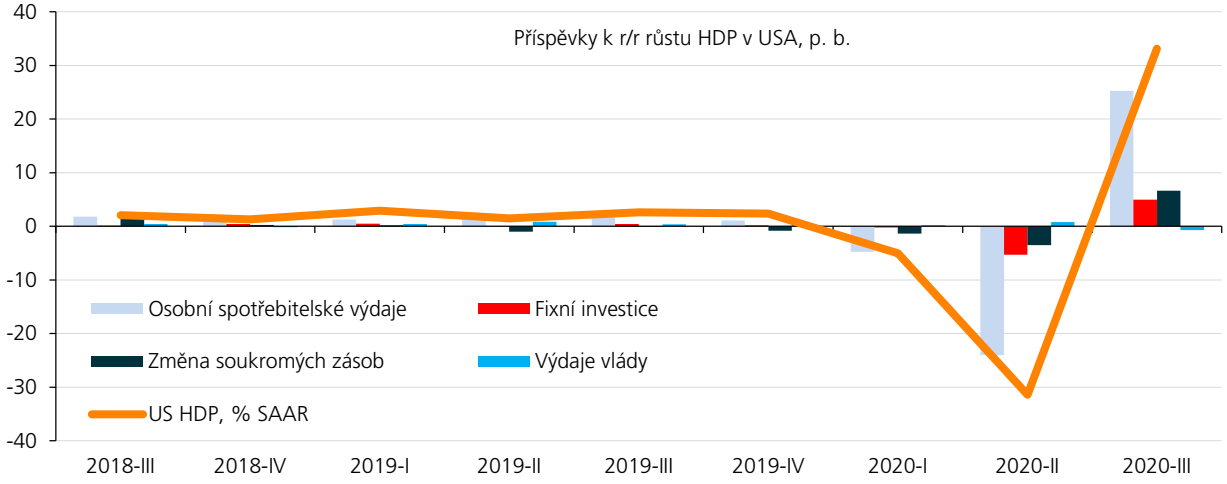
USA

Americká ekonomika pokračovala ve zlepšování, jehož tempo překonává jak představy analytiků, tak odhady centrální banky. Popáté v řadě urychlila jádrová inflace.

Americká ekonomika po dramatickém a bezprecedentním poklesu ve druhém čtvrtletí (31,4 % q/q) vzrostla ve třetím čtvrtletí stejně bezprecedentním tempem, a to o 33,1 % q/q. Velikosti příspěvků jednotlivých složek byly kvantitativně podobné těm z druhého čtvrtletí, jen znaménka byla jiná. Spotřebitelské výdaje přidaly k růstu HDP 25,3 p. b. (v minulém čtvrtletí –24 p. b.), fixní investice 11,6 p. b. (ve druhém čtvrtletí –8,8 p. b.), čistý export ubral 3,1 p. b. (ve druhém čtvrtletí +0,6 p. b.).

Data zveřejněná během října 2020 byla opět dobrá. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** poté, co během března a dubna klesly o přibližně 35 % m/m, přidaly během dalších tří měsíců stejných 35 %. **V srpnu pak vzrostly o 0,4 % a v září bezmála o 2 %, což znamená, že se meziročně dostaly již jen o 2 % níž.** Už to samo je ve světle povahy a velikosti šoku z jara velkým úspěchem. Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, dostáváme dokonce ještě lepší obrázek: za březen a duben pokles o cca 8 %, za další čtyři měsíce ale nárůst v takovém rozsahu (+1,5 % m/m, +4,3 % m/m, +2,6 % m/m a +2,1 % m/m), že koncem srpna byly objednávky již nad únorem. **V září přidaly objednávky další procento, meziročně se tak dostaly o 4,5 % výš.** Tento vývoj je překvapivý i kvůli tomu, jak se vyvíjí **průmyslová produkce**. Ta totiž sice mezi květnem a zářím vzrostla o cca 10 % (v září samotném však o 0,6 % m/m poklesla), ale i tak je meziročně (a také oproti únoru 2020) o 7,2 % nižší. Celkové **maloobchodní tržby** bez aut a bez paliv po poklesu o 17 % během března i dubna vzrostly během následujících dvou měsíců o pětinu. V červenci, srpnu a září tempo jejich růstu (samozřejmě) zpomalilo, ale ve všech měsících třetího čtvrtletí zůstalo kladné a kumulativně dosáhlo 3,4 % (**v září** samotném **+1,5 % m/m**). Primárně je to stále důsledek pokračující masivní fiskální podpory, která je extrémně štědrá (u mnoha lidí je podpora dokonce vyšší než pracovní příjem) a která sice původně měla koncem července skončit, prezident Trump ji však svými dekrety prodloužil (byť došlo ke snížení příspěvků), dílem je to však důsledek zlepšování amerického trhu práce.

Růst americké ekonomiky byl ve třetím čtvrtletí bezprecedentně rychlý



***Zdroj**: FRED databáze*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Americký trh práce se totiž dále zlepšuje, i když je stále daleko od normálu. Míra nezaměstnanosti klesá (**v září klesla na 7,9 %**) a klesá i míra nezaměstnanosti U6 (zahrnující kromě nezaměstnaných i ty, co pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali kvůli absenci naděje, že nějakou najdou), která se v září dostala na 12,8 %. To jsou ta pozitivní data. Negativní je však vývoj u podpor v nezaměstnanosti a žádostí o ně. První žádosti o podporu v nezaměstnanosti se nadále drží lehce pod 800 tisíci, což nadále indikuje bezprecedentní míru destrukce pracovních míst, pokračující žádosti o podporu jsou také historicky bezprecedentně vysoko, kolem osmi milionů.

Meziroční jádrová PCE inflace zůstává nadále pod cílem Fedu, v září dosáhla meziročně 1,5 %. Dobrá zpráva pro Fed ale je, že inflace zaznamenala v září pátý meziměsíční růst v řadě (tentokrát o +0,2 % m/m). Za posledních pět měsíců od dubna se tak cenová hladina zvedla celkově o 1,4 %, což znamená, že již za pár měsíců se meziroční tempo inflace vrátí ke dvěma procentům.

Centrální banka zasedala naposledy v polovině září (nejbližší zasedání se plánuje na 4.–5. listopadu), dle očekávání k žádné změně nastavení měnové politiky nedošlo. Bylo to první zasedání poté, co prezident Fedu Jerome Powell na srpnovém (on-line) sympoziu v Jackson Hole ohlásil, že Fed bude tolerovat vyšší inflaci než 2 %. V zápiscích zveřejněných během října představitelé FOMC sice řekli, že dle nich postupuje ekonomické oživení rychleji, než očekávali, v podstatě však přiznali, že je to v nezanedbatelné míře díky fiskální pomoci státu. Řekli totiž, že se „obávají ohrožení oživování kvůli absenci dalšího fiskálního stimulu“ v souvislosti s tím, jak se zadrhla jednání mezi Bílým domem a demokraty v Kongresu.

CEE3

ČR

Česká ekonomika se ve třetím čtvrtletí zvedla, propad z první poloviny roku však neumazala zdaleka celý. Inflace je kvůli cenám potravin, alkoholu a tabáku stále vysoko, centrální banku však taková struktura růstu cenové hladiny k žádné akci hned tak nevybídne.

Po poklesu o 3,3 % q/q v prvním a o 8,7 % q/q ve druhém čtvrtletí se ekonomika ve třetím čtvrtletí vrátila k růstu, a to, samozřejmě, tempem velmi výrazným. Mezičtvrtletní tempo růstu dosáhlo 6,2 %, což znamenalo, že v meziročním vyjádření byla ekonomika o 5,8 % níž a ve srovnání s koncem roku 2019 dokonce o 6,3 % níž. Struktura růstu nebyla vzhledem k tomu, že se jednalo o první odhad Českého statistického úřadu, prozatím zveřejněna, dá se však čekat, že položky, které růstu ve druhém čtvrtletí ubíraly, se ve třetím čtvrtletí chovaly právě opačně. Na strukturální data si však budeme muset počkat do 1. prosince.

Měsíčně zveřejňovaná „tvrdá“ data publikovaná během října byla vcelku dobrá. **Průmyslová produkce**, která během března a dubna ztratila více než 35 % a která v květnu a v červnu přidala dohromady skoro třetinu, **v červenci vzrostla o 6 % m/m**. A tak ani fakt, že **v srpnu o 0,9 % m/m poklesla**, nezměnil moc na tom, že nyní je produkce jen necelých 6 % (přesněji, 5,6 %) pod úrovní, kterou měla před rokem. Celkové **maloobchodní tržby** (tj. včetně pohonných hmot a motorových vozidel), které již v červenci zmírnily svůj meziroční pokles, v dubnu dosahující bezmála 21 %, na pouhá 2 %, **se v srpnu** de facto **vrátily na stejnou úroveň, kterou měly v srpnu 2019**. Meziměsíční růst totiž dosáhl 1,8 %, což v meziročním vyjádření znamenalo už jen stěží registrovatelný pokles o 0,6 %. Nejvýrazněji se v rámci celkových tržeb nadále propadají tržby za auta, i když také zde došlo k výraznému zlepšení a tržby v tomto segmentu jsou již jen o 7,1 % r/r nižší. Tržbám se daří hlavně díky fiskální podpoře vlády, jejíž stinnou stránkou však je bezprecedentní deficit rozpočtu (274 mld. v prvních deseti měsících letošního roku).

Měkké indikátory naopak ukazují obavy z budoucnosti, které jsou důsledkem rozběhnuvší se druhé vlny pandemie. **PMI ve zpracovatelském průmyslu**, který se v dubnu propadl na 35,1 bodu, se v říjnu pošesté v řadě zvýšil a podruhé od listopadu 2018 se dostal nad hranici 50 bodů, jež odděluje expanzi v sektoru od kontrakce v něm. **V říjnu index dosáhl hodnoty 51,9 bodu**, což bylo dokonce o 1,2 bodu výše než v září. Hlavním hybatelem tohoto zlepšení byly nové objednávky (exportní objednávky vzrostly nejrychleji od června 2018, celkové objednávky pak nejrychleji za dva roky). Naopak na čtyřměsíční dno se kvůli epidemiologické situaci dostala očekávání v nejbližších 12 měsících. Zhoršování sentimentu potvrdila i **spotřebitelská a podnikatelská důvěra** měřená ČSÚ. **Oba tyto ukazatele se v říjnu dramaticky zhoršily** s tím, jak vláda opět uzavřela část ekonomiky: v případě spotřebitelů ze zářijových –9 bodů na –20 bodů, což je kousek od dubna (duben 2020: –25,4 bodu), v případě firem z +1,7 bodu na –1,8 bodu (únor 2020: 9,4 bodu). Zejména u spotřebitelů je tak propad vpravdě rychlý.

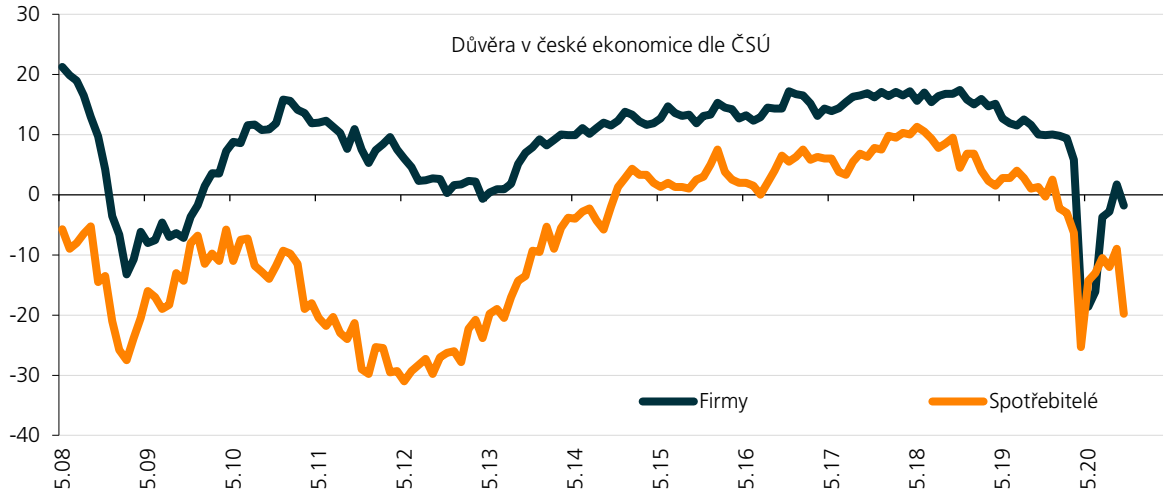
HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Inflace zůstává stále vysoko. Celková inflace v září dosáhla 3,2 %, což je jen o desetinu procentního bodu nižší hodnota než v červnu a o 0,5 p. b. vyšší úroveň než úroveň ze stejného měsíce roku 2019. Měnověpolitická inflace také dosáhla 3,2 %, a je tak oproti hodnotě před rokem vyšší o 0,4 p. b. Strukturálně se na inflačním obrázku nic nemění: cenovou hladinu zvyšují hlavně cenové okruhy alkoholu, tabáku a potravin (příspěvek k inflaci v rozsahu 1,5 p. b.; v září 2019 to bylo 0,6 p. b., a segment bydlení, který přispívá v rozsahu 0,6 p. b. (v září 2019 to bylo 1,3 p. b.). Jinými slovy, pokud bychom vyloučili tyto dva cenové okruhy, dosáhla by meziroční inflace jen zhruba 1 %.

Česká národní banka zasedala naposledy 23. září. Žádná změna v nastavení měnové politiky se neodehrála, všechny sazby zůstaly beze změny, tj. dvoutýdenní repo sazba na 0,25 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 1 %. Centrální banka konstatovala, že „v prostředí vysoké nejistoty se (srpnová) prognóza zatím poměrně dobře naplňuje". Srpnová inflace byla oproti predikci jen nepatrně vyšší, hloubka meziročního propadu hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí letošního roku zhruba odpovídala očekávání. Podíl nezaměstnaných osob zůstal dle ČNB během třetího čtvrtletí poněkud pod prognózou. Růst průměrné mzdy se ve druhém čtvrtletí v souladu s očekáváním zastavil. V platnosti tak nadále zůstává výhled srpnové prognózy, která čeká stabilitu sazeb do poloviny roku 2021, poté jejich mírný nárůst.

Vinou zhoršující se epidemické situace se opět propadla důvěra, zejména u spotřebitelů



***Zdroj**: www.czso.cz*

POLSKO

Polská ekonomika i koncem třetího čtvrtletí pokračovala v (nad očekávání) rychlém oživování. Jádrová inflace zůstává nadále vysoko, centrální banka se však zatím takovým vývojem neznepokojuje.

Polská ekonomika zatím ani předběžný odhad tempa růstu ve třetím čtvrtletí nezveřejnila, učiní tak až 13. listopadu.

Měsíční data zveřejněná v říjnu však podporují, podobně jako data zveřejněná během září, **očekávání výrazného oživení ve 3. čtvrtletí. Průmyslová produkce** totiž ve třetím čtvrtletí vzrostla v každém měsíci (v červenci o 5,9 % m/m, v srpnu o 0,5 % a v září o 3,1 %), což znamenalo, že **meziroční tempo bylo kladné** (1,5 %) již v srpnu a že v září se dále zlepšilo na 5,9 %. Není to tak překvapivé, index PMI poté, co se v červenci vrátil nad 50 bodů, totiž setrval nad hranicí 50 bodů v srpnu (50,6), v září (50,8), a co je pozitivní pro 4. čtvrtletí, i v říjnu (50,8). **Reálné maloobchodní tržby** se poté, co zaznamenaly v březnu a v dubnu dramatický propad, v dalších měsících kontinuálně zlepšovaly. Zatímco ještě v únoru rostly tržby v reálném vyjádření o skoro 10 % r/r, v březnu meziročně ztratily 7 %, a v dubnu dokonce 22,6 %. Již v červenci se však tržby po čtyřech měsících meziroční kontrakce opět vrátily ke kladnému meziročnímu růstu, jehož tempo dosáhlo **+2,7 %**; toho samého tempa **dosáhl růst maloobchodu i v září**. Vzhledem k vývoji ekonomické situace v letošním roce je to určitě překvapivě pozitivní vývoj.

Fundamenty podporující poptávku domácností zůstaly během třetího čtvrtletí dobré. Mzdy totiž v červenci přidaly 3,8 % a v srpnu pak 4,1 %. I trh práce se během třetího čtvrtletí oproti druhému čtvrtletí zlepšil: sezonně očištěná **míra nezaměstnanosti** byla ještě v červnu 6,4 %, v srpnu i v září už jen 6,2 % (což je ale stále o skoro procentní bod více než ve stejném období minulého roku).

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Inflace v září po srpnovém mírném poklesu opět vzrostla, a to z 2,9 % v srpnu na 3,2 % koncem třetího čtvrtletí. To, že slabost měny na domácí cenovou hladinu doléhá, je ještě více vidět v jádrové inflaci (tj. v celkové inflaci bez cen potravin a energií). Ta totiž v září opět zamířila na 4,3 %, kde byla v červenci (a předtím naposledy v prosinci 2001). Dle předběžných dat se pak v říjnu celková inflace vrátila o 0,2 p. b. dolů na červencová 3 %, s velkou pravděpodobností tak zpátky ke 4 % zamířila v říjnu opět i jádrová inflace (data o jádrové inflaci nejsou v předběžných datech uváděna). S jistotou tak lze říct, že i počátkem čtvrtého čtvrtletí zůstala polská jádrová inflace vysoko.

Měnový výbor centrální banky (MPC) zasedal 7. října. Žádného překvapení se trh nedočkal, sazby zůstaly na historicky i regionálně nejnižší hodnotě 0,1 %, nákupy aktiv nadále pokračují. Ani ze zápisu po zasedání jsme se nic nového ohledně výhledu měnové politiky nedozvěděli. MPC opět poznamenal, že v hlavním scénáři očekává, že oživení bude pokračovat, byť pomalejším tempem než ve třetím čtvrtletí (což je samo sebou), ale současně vyjádřil obavu, že nedávný nárůst nových případů nemoci covid-19 toto oživení zastaví.

MAĎARSKO

Maďarská měsíční data z konce třetího čtvrtletí potvrzují, že ekonomika se ve třetím čtvrtletí masivně zvedla. Jádrová inflace zůstává vysoko, projevuje se v ní stále slabost forintu.

Maďarsko data o růstu své ekonomiky ve 3. čtvrtletí prozatím, stejně jako Polsko, nezveřejnilo, stane se tak až 13. listopadu. Jelikož pokles ekonomiky ve druhém čtvrtletí (14,5 % q/q) překonal veškeré odhady a také nesouhlasil s tím, co ukazovala měsíční data, a vzhledem k měsíčním datům za třetí kvartál (viz níže) očekáváme, že růst ve třetím čtvrtletí byl na mezičtvrtletní bázi nejspíš dvouciferný.

Měsíční data zveřejněná během října totiž byla, podobně jako v srpnu i v září, dobrá. **Maloobchodní tržby** si vedly a vedou dobře. Po pouze dvou měsících meziročního poklesu (který ovšem nebyl nijak dramatický, v dubnu o 9,6 % a v květnu o 3,1 %) se jejich růst vrátil již v červnu v podstatě k meziroční stagnaci (–0,8 % r/r). V červenci se pak tržby dostaly rovnou do černých čísel (+0,6 %), **v srpnu se tempo jejich růstu dostalo bez desetiny na 2 %. Míra nezaměstnanosti**, která v první polovině roku od svého dna v roce minulém vzrostla o 1,5 p. b. na bezmála 5 %, začala ve druhém pololetí opět pozvolna klesat; za třetí čtvrtletí dosáhla průměrné hodnoty 4,5 %. Navíc **i v polovině 3. čtvrtletí bylo meziroční tempo růstu mezd vysoké**. V červenci i v srpnu růst mezd oproti předcházejícímu měsíci sice o něco zvolnil, ale tempo 10,8 % r/r, respektive 9,1 % r/r je více než dobré. Negativem však je, že tato tempa nejspíš více než stav ekonomiky reflektují statistický artefakt způsobený tím, že růst nezaměstnanosti byl v minulých měsících koncentrován v nízkopříjmových kategoriích (což uměle zvedlo meziroční tempo růstu průměrné mzdy). **Maďarská průmyslová produkce se rovněž stále zlepšuje.** V březnu až dubnu průmyslová produkce sice poklesla o 40 %, růstem v květnu (+16,3 % m/m) a červnu (+17,3 % m/m) však většinu tohoto jarního poklesu vymazala a meziroční tempo poklesu tak koncem prvního pololetí dosáhlo už jen 12,4 %. Počátkem druhého pololetí přidala produkce dalších 7,2 % m/m a v srpnu dalších 6,7 % m/m, což znamenalo, že se **meziroční tempo poklesu koncem srpna snížilo na de facto stagnaci (–0,3 % r/r)**. Vzhledem k vývoji **indexu PMI**, který v září poklesl lehce pod 50 bodů (48,8) a v říjnu se nejtěsnějším rozdílem nad hranici 50 bodů vrátil (50,1), lze očekávat, že i koncem třetího čtvrtletí a počátkem čtvrtého čtvrtletí průmyslová produkce v nejhorším stagnovala, nebo se možná i mírně dále zlepšila.

Není tedy až tak překvapivé, že jádrová inflace zůstává nadále vysoko, byť je v posledním roce již stabilizovaná mezi 3 % a 3,5 % (v září skončila na spodní hranici tohoto pásma). Celková inflace v září poklesla o 0,5 p. b. na 3,4 %.

Ona stabilizace inflace nebyla ale v září dostatečným argumentem pro centrální banku, zejména s ohledem na pokračující propad forintu. Centrální banka (MNB) se už na vývoj na devizovém trhu nemohla koukat a zvýšila v září týdenní depozitní sazbu (která byla od dubna de facto hlavním sterilizačním nástrojem maďarské centrální banky) o 15 b. b. na 0,75 %. **Na říjnovém zasedání k žádné další úpravě měnověpolitického postoje nedošlo a ani vyjádření po zasedání nepřineslo žádné nové informace ohledně jeho příštího vývoje.**

ROPA

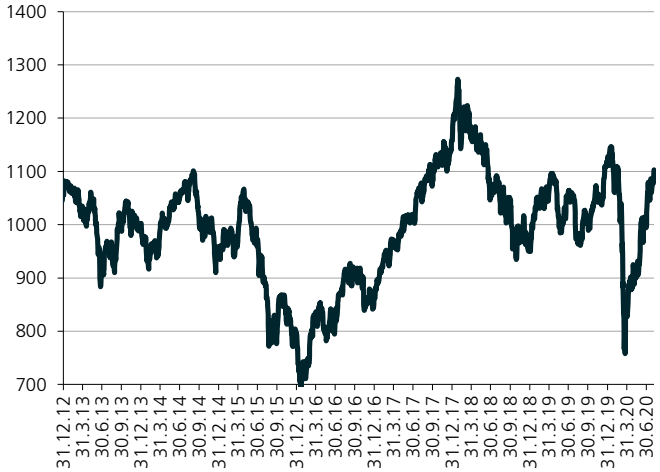
Poté, co se ropa (WTI) v dubnu ocitla v dokonalé bouři (koronavirová uzavírka ekonomik, a z ní plynoucí propad poptávky po ropě, plus konflikt mezi OPECem a Ruskem), kvůli které se cena ropy k fyzickému odběru dostala až do hluboce negativních hodnot, se situace v následujících měsících uklidnila. Během následujících pěti měsíců včetně října se ropa držela v pásmu 37–43 dolarů za barel. Až na samém konci října došlo vlivem zhoršující se epidemiologické situace ve světě k poklesu ceny ropy pod spodní hranici tohoto pásma, když se cena barelu WTI dostala na dohled hranice 35 dolarů, kde nebyla od poloviny června.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

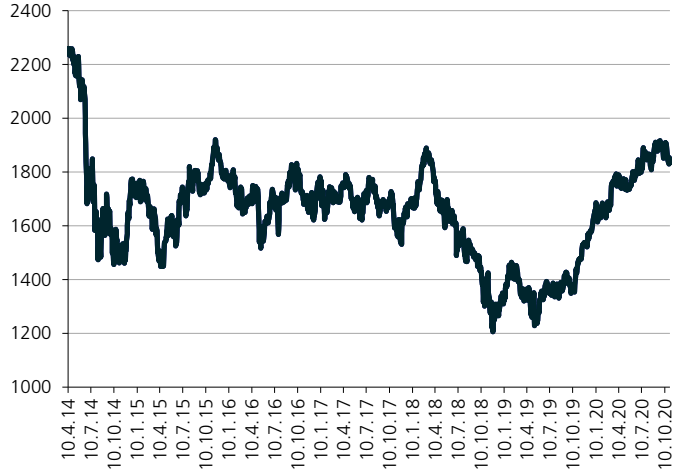
CONSEQ
JIŽ OD 1994

AKCIOVÉ TRHY

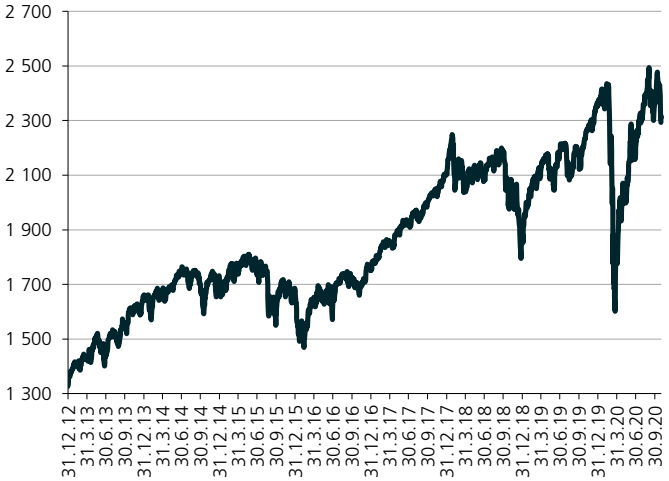
MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



MSCI WORLD INDEX



***Zdroj**: Bloomberg*

Říjen byl pro vyspělé akciové trhy ztrátovým měsícem. V Evropě se rozjížděla druhá vlna koronaviru a v USA se přibližoval termín prezidentských voleb. Zveřejněné výsledky hospodaření společností za 3. čtvrtletí vyzněly v USA pozitivně na obou důležitých úrovních tržeb i čistých zisků. Třetí čtvrtletí ovšem v současné nejisté situaci není tím nejdůležitějším obdobím, stěžejní bude následující půlrok. Společnost Pfizer oznámila, že již čile produkuje na sklad vakcíny proti covidu-19, jejich schválení regulátorem a oznámení se plánuje těsně po prezidentských volbách v USA. Evropské akcie skončily oproti těm americkým o něco hůře. Důvodem bylo výrazné šíření nemoci covid-19 napříč mnoha evropskými zeměmi. Americký akciový index S&P 500 v říjnu meziměsíčně klesl o 2,8 %, evropský index DJ STOXX 600 o 5,2 % a japonský index Nikkei 225 o 0,9 %.

Akciové trhy středoevropského regionu kopírovaly dění ve světě a také ztrácely. Zvláště pak silné růsty počtu nakažených nemocí covid-19, vedoucí k restriktivním opatřením, negativně dopadaly na chování investorů. Zajímavou událostí začátkem října bylo polské IPO e-commerce společnosti Allegro, která je lídrem (tržní podíl 36 %) on-line prodejů v Polsku. Společnost byla oceněna 44 miliardami polských zlotých, což z ní učinilo největší obchodovanou společnost na polské burze. V prvních obchodních dnech dokonce došlo k zdvojnásobení ceny akcie, respektive tržní kapitalizace, k čemuž pomohly nízké alokace při rozdělování akcií v IPO a následné zařazení akcií do důležitých indexů. V návaznosti na danou událost docházelo k přípravě hotovosti prostřednictvím prodeje „ziskových“ společností, například CD Project. V Praze také proběhl primární úpis, a to akcií farmaceutické společnosti Pilulka. I v tomto případě poptávka výrazně převýšila nabízené množství akcií, což následně vedlo k růstu akcií během několika dní přes 20 %. Akcie České zbrojovky od svého IPO defenzivně překonaly český trh, který ztratil 2,9 % (index, PX). Polský index WIG 30 klesl o výrazných 11,6 %, maďarský index BUX o 2 %, slovinský index SBITOP klesl o 6,2 % a rumunský index BET o 5,5 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích zažily také nelehký měsíc. Celkově však dokázaly v říjnu překonat rozvinuté trhy, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal zisk téměř 2 %. Výkonnost jednotlivých trhů však byla značně nerovnoměrná. Na dobrém výsledku se podílely především asijské trhy v čele s Čínou a Indií. Čínská ekonomika je jako jedna z mála na dobré cestě vykázat pozitivní růst ekonomiky za rok 2020. Došlo i k dalším uvolněním pohybu obyvatel (zatím) bez vlivu na počty případů nemoci covid-19. Indická ekonomika se v říjnu také solidně odrazila. Čínské akcie přidaly 2,35 % (CSI300), indické potom +4 %. Na ostatních hlavních trzích byli investoři před americkými volbami spíše opatrní. S lehkými ztrátami skončily akcie v Latinské Americe, hůře dopadly korejské, turecké, a hlavně ruské akcie. Poslední jmenované odepisovaly 7,3 %.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Vývoj dluhopisových trhů byl na jednotlivých stranách Atlantiku během října odlišný a pohyby byly výraznější než během klidného září. Německá výnosová křivka během října paralelně poklesla o 10 b. b. Na dlouhém konci tak výnosy koncem října dosáhly –63 b. b., na krátkém konci pak –80 b. b. Ve Spojených státech amerických byly změny ještě větší a v opačném směru – výnosová křivka se posunula nahoru a zvýšila svůj sklon. Na krátkém konci se výnosy mezi počátkem října a jeho koncem sice moc nezměnily (+3 b. b. na 15 b. b.), na střední části křivky i na dlouhém konci pak vzrostly o 10–18 b. b. a dosáhly na pětileté splatnosti 38 b. b., na desetileté pak 87 b. b. Zatímco v Evropě hrály prim rostoucí obavy z množících se ekonomických uzávěr pod tlakem druhé vlny koronaviru, růst výnosů v USA byl zejména důsledkem očekávání výhry demokratů v prezidentských a senátních volbách a v důsledku silnějšího fiskálního impulzu a vyšší inflace.

FIREMNÍ DLUHOPISY

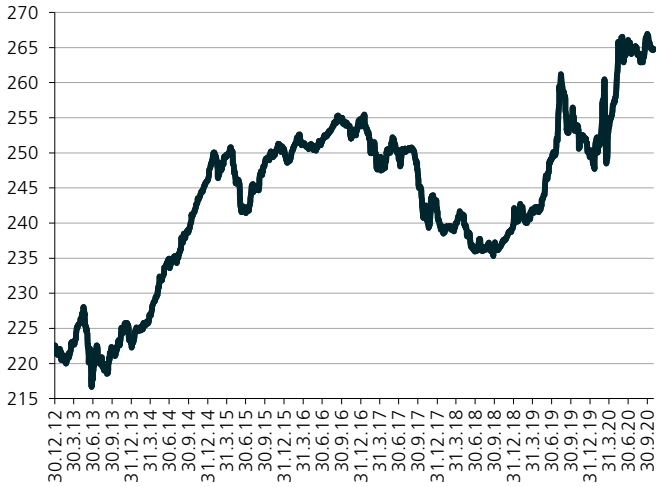
Vývoj na kreditním trhu byl v říjnu klidný. Korporátní dluhopisy investičního stupně denominované v euru během října dále vzrostly, ale jenom velmi mírně: změna jejich tzv. total return indexu dosáhla +0,09 %. U spekulativních dluhopisů došlo u stejného ukazatele k růstu o podobně mírných 0,3 %. U dolarových instrumentů byl vývoj smíšený – u investičního stupně pokles o 0,26 % (což bylo skoro stejné jako měsíc předtím), u spekulativního stupně růst o 0,34 % (po zlepšení o 1,25 % v září).

Kreditní prémie CDS kontraktů se v říjnu vyvíjely rozdílně u spekulativního a investičního stupně. U kreditních prémií společností investičního stupně v euru došlo dle indexu Markit iTraxx Europe k růstu o bezmála 10 % (byl to po září druhý růst těchto prémií od března), u spekulativního stupně prémie naopak klesly o 20 %, což znamená, že oproti hodnotě z konce února jsou už jen o 4,4 % výš. Celkově i nadále zůstává segment evropských korporátních dluhopisů pod silným vlivem ECB. Ta stabilně udržuje týdenní nákupy v rámci svého programu CSPP mezi jednou a dvěma miliardami eur. Od spuštění programu na konci března dosáhl objem nákupů korporátních dluhopisů zhruba osminásobku českého HDP a 3–4 % HDP eurozóny. To opětovně ukazuje, že zásah centrální banky byl vpravdě masivní.

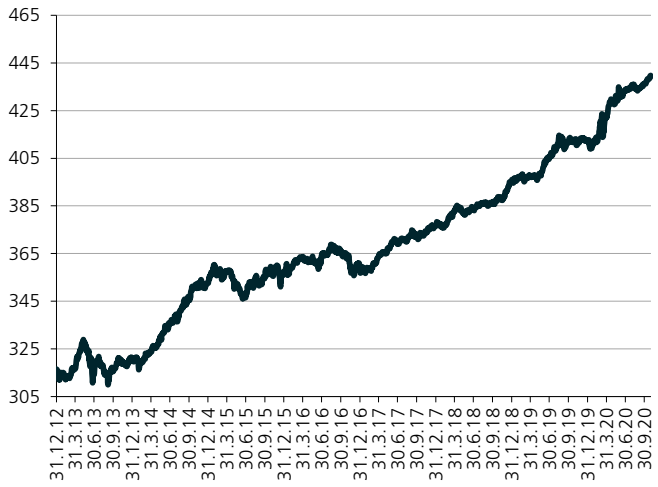
ČR

Česká výnosová křivka během října zvýšila svůj sklon. Krátký konec, který se ještě koncem dubna nacházel nad 0,6 % (a počátkem ledna 2020 dokonce na 1,8 %), totiž koncem října dále poklesl na pouhé 3 b. b. Dlouhý konec naopak hned počátkem měsíce, po zveřejnění dat o HDP, výrazně narostl, a to až zhruba o 15 b. b., čímž se dostal poblíž úrovně 1 %. Ve zbytku měsíce pak pokračoval mírný nárůst výnosů, který desetileté výnosy dostal koncem měsíce až na dohled 1,1 %.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



***Zdroj**: Bloomberg*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISOVÉ TRHY

POLSKO

Polská výnosová křivka během října naopak poklesla. Desetileté polské výnosy během října klesly o 12 bazických bodů na 1,2 %, dvouleté výnosy pak klesly o 8 b. b. na rovnou nulu. Nejvýraznější pohyby byly, podobně jako v září, na střední části výnosové křivky, kde pětileté i sedmileté výnosy klesly o 20, respektive 16 b. b. na 0,4 %, respektive 0,8 %. Tento vývoj reflektoval primárně vývoj na trhu EUR dluhopisů (obavy z druhé vlny pandemie).

UKRAJINA

Vývoj ekonomických fundamentů na Ukrajině je i nadále silně ovlivňován virovou pandemií. Propad hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí byl větší než původní předpoklady a aktuální vývoj předstihových ukazatelů v kombinaci s rozvolňováním hygienických opatření a opětovným nárůstem počtu nových případů dává tušit, že zlepšování bude jen velmi pozvolné. Pro další vývoj bude zásadní konečná podoba státního rozpočtu, jehož plánovaný deficit není v souladu s požadavky Mezinárodního měnového fondu. Nicméně probíhá vyjednávání, které by mělo přinést určité změkčení požadavků tak, aby reflektovaly dopady pandemie a aby se dosáhlo uvolnění schválených prostředků ze strany MMF. Pro to bude dále důležité posouzení protikorupčních opatření, jejichž tempo v poslední době výrazně ubralo z nastaveného reformního kurzu, a to zejména kvůli rostoucímu vlivu oligarchických struktur v pozadí parlamentu a erozi vlivu prezidenta na další vývoj. Stejně tak se ukrajinským představitelům nedaří ubezpečit o nezávislosti centrální banky, v jejíž bankovní radě nadále probíhá výměna původních proreformních členů. V uplynulém měsíci navíc došlo k rozkolu s ústavním soudem, který velmi překvapivě zrušil několik základních zákonů upravujících problematiku korupce politických činitelů. Nyní je ve hře výměna ústavních soudců, znovuschválení původních zákonů či zvýšení kvora ústavního soudu, což by de facto vedlo k jeho paralyzování. Uvolnění financování ze strany MMF tak v letošním roce není vůbec jisté.

MĚNY

Kurz eura proti dolaru během většiny října osciloval mezi 1,17 a 1,185. Až v samém závěru měsíce dolar proti euru posílil, dostal se dokonce na nejsilnější hodnotu (1,163) od konce září. Důvodem byly, byť je to vzhledem k tomu, že zdrojem obav jsou právě Spojené státy, trochu paradoxní, obavy z nejistoty a volatility po amerických prezidentských volbách a také sílící obavy z dopadu selektivních ekonomických uzavírek (zejména v Evropě) v reakci na druhou vlnu koronaviru.

Česká koruna oscilovala po většinu října kolem 27,25, kam se předtím dostala po vyhlášení nouzového stavu v důsledku zhoršující se epidemiologické situace. V samém závěru měsíce, zejména v souvislosti s nadcházejícími americkými volbami, pak ještě dále oslabila – vzhledem k tomu, že koncem října byl v ČR svátek, nižší likvidita dostala kurz koruny proti euru na chvíli až nad 27,45. V samém závěru měsíce se pak vrátila na 27,25.

Ještě hůře než koruna reagoval na rostoucí nejistotu na trzích kurz **zlotého oproti euru**. V první polovině měsíce se sice kurz ještě držel lehce pod hladinou 4,50, ve druhé polovině měsíce však oslaboval natolik, že se koncem měsíce dostal až na 4,65. V posledních říjnových dnech toto oslabení jen mírně korigoval, říjen tak ukončil na hodnotě 4,61. **Maďarský forint** měl podobný průběh, lze tak nyní říct, že zásah centrální banky mu zatím moc nepomohl. V první polovině měsíce sice mírně posílil, dostal se až na 356 forintů za euro, ve druhé však, podobně jako zlotý, oslaboval a koncem měsíce atakoval hranici 368 forintů za euro.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na jedné straně extrémní emisní aktivita vlády, která letos vytvoří zhruba 400miliardový deficit (a v příštím roce to bude jen o málo lepší), a perzistentně vysoká domácí inflace, na straně druhé sazby ČNB na nule, extrémně uvolněná měnová politika v eurozóně, domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity a komerční banky, které v čase koronavirové nejistoty preferují půjčovat státu. Potřeba státu financovat se na dluhopisovém trhu tak zůstane po delší dobu výrazně zvýšená. V českých poměrech to sice nemusí automaticky znamenat okamžitý nárůst požadovaných výnosů (pokles cen), dle našeho názoru je to však klíčový rizikový faktor ve scénáři déletrvající recese. V tomto ohledu nesmíme zapomínat na přetrvávající vysoký (a v rámci CEE regionu i historicky výrazně nadprůměrný) podíl držby českých státních dluhopisů zahraničními investory (téměř 35 % celkového objemu), jenž v případě zhoršení tržního sentimentu či vnímaného makroekonomického fundamentu ČR může vést k turbulencím na trhu i k rozsáhlým cenovým ztrátám vládních dluhopisů.

Co se týče měnové politiky ČNB, dle poslední kvartální prognózy a komentářů členů bankovní rady lze nadále očekávat stabilitu sazeb, jejich další (kosmetické) snížení spíše není pravděpodobné, stejně jako použití nekonvenčních nástrojů na další ekonomickou stimulaci, byť druhá vlna pandemie toto riziko zvýšila. Později nicméně, se stabilizací epidemie očekáváme vyšší sazby zhruba v souladu s prognózou ČNB (2. pololetí 2021), a to v důsledku vyšší realizované inflace a též silnějšího ekonomického oživení.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Ze zahraničí, tedy zejména z EMU, v nejbližší době silný tlak na růst obligačních výnosů spíše nepřijde, neboť těmto tendencím bude bránit Evropská centrální banka navýšeným programem nákupů vládních dluhopisů. Podtrženo, sečteno, byť výsledkem v nejbližších měsících může být relativní stabilita českých výnosů na nízkých úrovních, postupně dle našeho názoru převládnou tendence směrem k vyšším požadovaným výnosům a výnosová křivka bude zvyšovat svůj sklon růstem středně- a zejména dlouhodobých výnosů. Později by se měla celá křivka posouvat vzhůru.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Podobný výhled platí i pro Polsko. I to je málo zadlužená ekonomika se zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila sazby až na nulu. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska může, nicméně, začít přicházet při scénáři ekonomického zotavení a přetrvávající zvýšené inflace, která se již dostala do viditelného kontrastu s extrémně (na polské poměry) uvolněnou měnovou politikou. Nízké výnosy v eurozóně budou ovšem výraznější růst polské křivky pravděpodobně tlumit.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Náš pohled na další vývoj cen ukrajinských aktiv je tak nyní spíše opatrný, nicméně lze předpokládat, že nedojde k úplnému přerušení spolupráce s MMF. Rizikový apetit investorů bude podporovat navýšení objemu odkupu aktiv. Historicky nejnižší míra inflace umožnila centrální bance dále snížit úrokové sazby na 6 %, přičemž výhled na další vývoj cenové hladiny a nastavení měnověpolitických sazeb podporují obnovení ekonomického růstu a atraktivitu reálných sazeb i při očekávaném růstu míry inflace směrem ke konci letošního roku.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

V případě tureckých aktiv pokračuje silné oslabování měnového kurzu a přetrvávající zdrženlivost zahraničních investorů, kteří prakticky již lokální vládní dluhopisy nedrží. Důvodem je pokračující neortodoxní přístup centrální banky k nastavení měnové politiky a setrvale vysoká inflace. Trh nyní v podstatě považuje centrální banku za plně závislou na vůli prezidenta a sliby o utlumení inflace považuje bez masivního zvýšení úrokových sazeb za nereálné. To dále oslabuje tureckou liru, na jejíž obranu turecká centrální banka během uplynulého roku použila veškeré své devizové rezervy. Bezprostřední výhled na další vývoj je tak nyní velmi nejistý a rizikový. Turecká aktiva začnou být zajímavá za podmínky dostatečně výrazného zvýšení klíčových úrokových sazeb a znovuobnovení kredibility centrální banky.

MĚNY

Vývoj kurzu eura proti dolaru byl v červenci překvapivý, v srpnu nudný, v září a v říjnu pak dle očekávání. Oslabení dolaru v červenci směrem k 1,20 bylo primárně hnáno spekulacemi na změnu strategie měnové politiky Fedu, které se následně potvrdily. Působení tohoto faktoru by mohlo mít trvalejší negativní dopad na hodnotu kurzu dolaru, tížit by jej v dalším období měly také extrémně nepříznivý fiskální vývoj v USA a politická nejistota v souvislosti s prezidentskými volbami. V důsledku tak očekáváme, že tendence ke slabšímu dolaru by měla v dalších měsících pokračovat.

Koruna byla po zářijovém a říjnovém oslabení opět moc slabá. Lepší růst (ve srovnání s EMU), a hlavně vyšší inflace by měly poté, co se trochu zploští epidemiologická křivka, postupně vést k návratu koruny směrem k úrovni 26 v první polovině roku 2021. Ano, koruna bude i nadále zranitelná (přece jen je v ní stále spousta zahraničních investorů), ale nemělo by se (už jenom proto, že se nejedná o takový šok jako na jaře) ani v případě dalšího zhoršení epidemiologické situace opakovat jarní oslabení až na dohled 28 korun za euro. Koruna by se dle nás měla ještě do konce roku vrátit na mírně silnější úrovně (26,5–27), v roce 2021 pak dále posílit.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké jsme viděli koncem měsíce. Zhoršená situace kolem koronaviru, absence berliček v podobě vyšších reálných sazeb však budou polskému zlotému bránit ve výraznějším posílení. Ze stávajících hodnot očekáváme do konce roku nicméně návrat minimálně pod 4,50.

Maďarskému forintu uškodil výrazný propad ekonomiky ve 2Q20, který byl mnohem horší než v Polsku, v ČR nebo i jinde v eurozóně. I když dle měsíčních dat ekonomika solidně oživuje, nestačilo to ve světle vysoké inflace (ergo nízkých reálných úrokových sazeb) na to, aby forint při zhoršení epidemiologické situace neztratil půdu pod nohama. Ani nedávný zásah centrální banky v podobě zvýšení depozitní sazby nestačil na to, aby forint začal posilovat. Makroekonomické oživení by však mělo forint vrátit aspoň na 350 do konce letošního roku.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

Počet nakažených nemocí covid-19 v mnoha zemích po celém světě roste, mnoho vlád tak reaguje restriktivními opatřeními. Začátkem listopadu proběhnou důležité prezidentské volby v USA, které budou mít dopad na ekonomiku přes daňový systém, vládní balíčky, cla atd. Akciové trhy v říjnu již druhým měsícem skončily v minusu. Pravděpodobně docházelo k uzavírání nerealizovaných zisků z léta před nejistými zimními měsíci. I přes pravděpodobné blízké uvedení vakcíny proti covidu-19 se velice těžko odhadují dopady restriktivních a podpůrných balíčků jednotlivých vlád. Proto jsme na akciové trhy z krátkodobého horizontu opatrní. Negativní výkonnost očekáváme především od amerických společností, zvláště pak těch obsažených v technologickém indexu Nasdaq. V horizontu jednoho roku tak očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, například bankovního sektoru, průmyslu nebo ropy a plynu. To by znamenalo lepší regionální výkonnost akcií obchodovaných na evropských a rozvíjejících se trzích a horší výkonnost amerických akcií. Obecně se několikaměsíční růst globálních akciových trhů v následujících měsících a letech projeví v nižším očekávaném průměrném ročním zhodnocení, včetně dividend, zhruba okolo 5 %. Nepříznivým faktorem pro akcie je nyní negativní dynamika globálních korporátních zisků. Nicméně klíčová je podle nás pokračující masivní podpora předních centrálních bank a vládních balíčků. Růst ziskových ukazatelů korporací by se měl výrazněji dostavit až ve druhém čtvrtletí příštího roku.

Zaostávání středoevropského regionu a atraktivní hodnotové ukazatele pravděpodobně povedou k dobré výkonnosti v několika následujících letech. Krátkodobě, přes zimní měsíce, vzhledem k nejednoznačnému vývoji ohledně nemoci covid-19, jsme opatrní. Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu nyní vidíme především u slovinských a českých akcií. Silné propady způsobené šířením covidu-19 dle nás ve střednědobém horizontu poskytují zajímavé investiční příležitosti. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (pro rok 2020 to nebude platit) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží. U polského akciového trhu nadále vidíme rizika ve vysokém zastoupení státu v podílech mnoha společností, což často vede k výměnám managementu, nevhodným akvizicím nebo neefektivnímu řízení mnohdy bez ohledu na cíle minoritních akcionářů. Pozitivní však jsme na polské společnosti ze spotřebitelského sektoru a některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií obsaženo. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností. Zajímavou investiční příležitost vidíme v nedávném IPO České zbrojovky, kdy se jedná o dobře řízenou společnost, s kvalitními výrobky, rostoucím tržním podílem a zdravou kapitálovou strukturou.

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) ani 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. Conseq Investment Management, a.s., ani jiná osoba nezaručují návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů uvedených v tomto dokumentu ani za přesnost a úplnost těchto údajů 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.

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT

wm@conseq.cz +420 225 988 222 www.conseq.cz/wm