Září 2020

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

CONSEQ
JIŽ OD 1994

AKCIOVÉ INDEXY	
USA – S&P 500	–3,92 %
Evropa – DJ Stoxx 600	–1,48 %
Japonsko – Nikkei 225	0,20 %
MSCI Emer. Mark.	–1,77 %
ČR – PX	–3,89 %
Polsko – WIG30	–4,30 %
Maďarsko – BUX	–5,53 %

DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays	
USA	0,14 %
Evropa	1,39 %
ČR	1,55 %
Polsko	0,55 %
Maďarsko	–0,14 %
Turecko*	2,00 %

* BofA Merrill Lynch index

MĚNY (pokles = posílení)	
USD/EUR	–1,80 %
CZK/USD	4,99 %
CZK/EUR	3,09 %
PLN/EUR	3,02 %
HUF/EUR	2,28 %
TRY/EUR	3,15 %

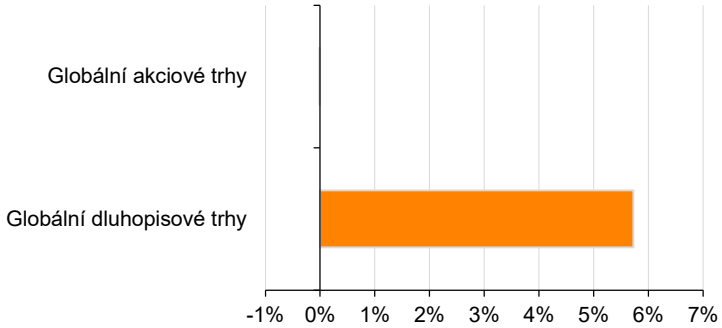
KOMODITY	
Ropa Brent	–9,56 %
Zemní plyn	–3,92 %
Sil. elektřina	–1,21 %
Zlato	–4,21 %
Stříbro	–17,38 %
Měď	–0,08 %

ZÁŘÍ V KOSTCE

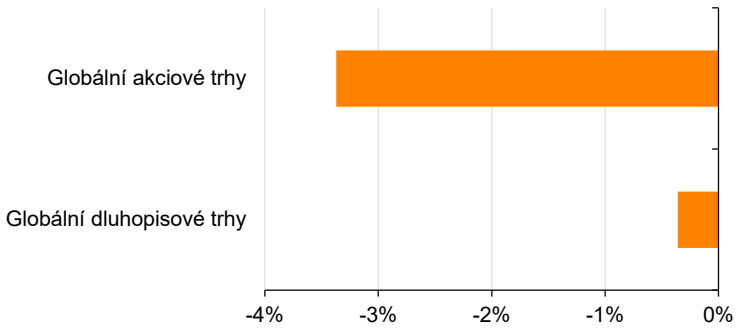
RYCHLÉ SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Globální akciové trhy v září korigovaly enormně silné zisky z předchozích pěti měsíců, když nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 3,4 %. Přitom jsme nebyli svědky žádného významného katalyzátoru, který by měl výprodeje spustit. Jednalo se tak pravděpodobně o prosté vybírání předchozích zisků. Přitom od začátku roku je index MSCI All Country World přesně na nule. Příliš se v září nedařilo ani globálním dluhopisovým trhům, když nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays odepsal 0,4 %. Nicméně od začátku roku globální dluhopisové trhy stále připisují nadstandardní zhodnocení 5,7 %.

Výkonnost od začátku roku



Výkonnost v září



***Zdroj**: Bloomberg, Conseq*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Dolar v září při vzestupu rizikové averze a poklesu cen rizikových aktiv logicky posiloval. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, ve výsledku posílil o 1,9 %. Vůči euru dolar posílil o 1,8 % na úroveň 1,172 dolaru za euro. Nicméně měny rozvíjejících se ekonomik vůči dolaru paradoxně mírně posílily, když jejich index vůči dolaru vzrostl o 0,4 %.
- Koruna poměrně výrazně oslabila, vůči euru o 3,1 % na úroveň 27,21 CZK/EUR a vůči dolaru o 5,0 % na úroveň 23,24 CZK/USD.
- Nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 3,4 %. Z regionálního pohledu se tentokrát relativně více dařilo akciím rozvíjejících se ekonomik, jejichž index MSCI Emerging Markets poklesl o 1,8 %. Index akcií rozvinutých ekonomik MSCI World odepsal 3,6 %.
- Největší ztráty zaznamenaly akcie ve střední Evropě (CECE EUR –8,4 %), Rusku (RTSI –6,4 %) a Latinské Americe (MSCI EM Latin America –5,5 %). Ze sledovaných trhů oproti tomu jako jediné zaznamenalo zisk Turecko (BIST 100 +6,2 %).
- Pražská burza dle indexu PX odepsala 3,9 % a index PX zakončil měsíc na úrovni 868 bodů.
- Globální dluhopisové trhy pokračovaly v poklesu, když globální dluhopisový index Bloomberg Barclays odepsal 0,4 %. Přitom průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg zůstal na úrovni 0,90 % z konce srpna.
- Globální index vládních dluhopisů oslabil nepatrně o 0,1 %. Korporátní dluhopisy tentokrát ztrácely více. Globální index korporátních dluhopisů investičního stupně odepsal 0,8 % a globální index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) odepsal 1,9 %.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

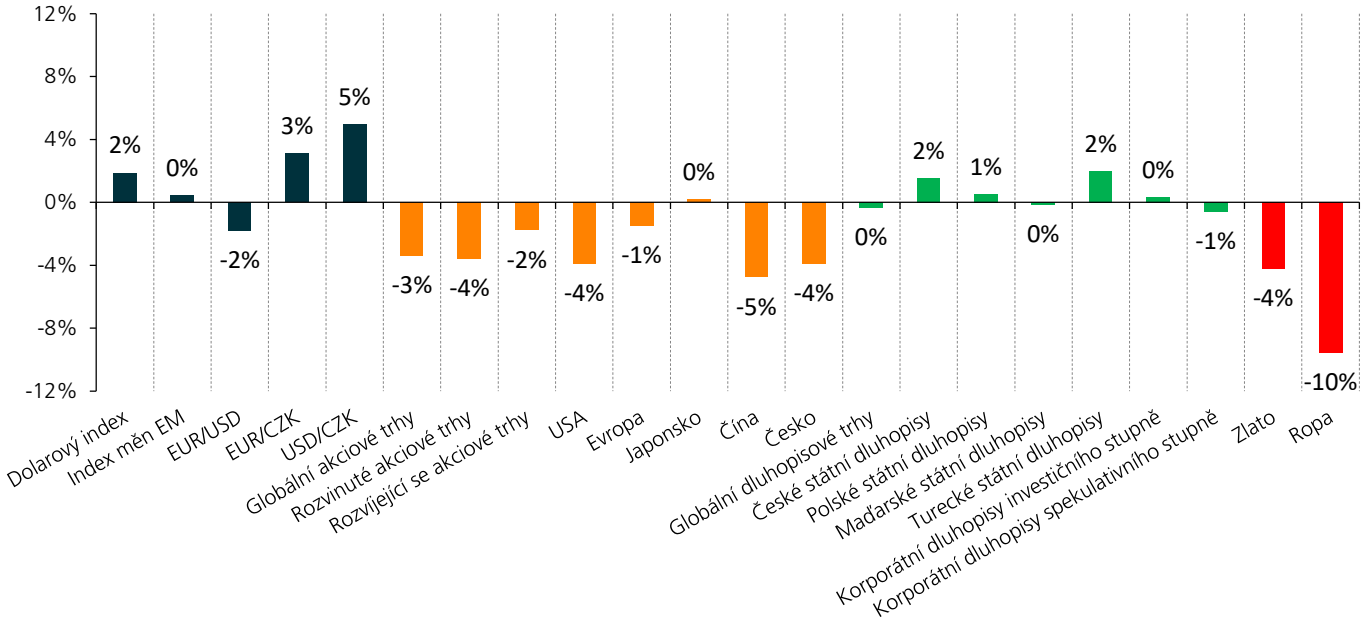
CONSEQ
JIŽ OD 1994

ZÁŘÍ V KOSTCE

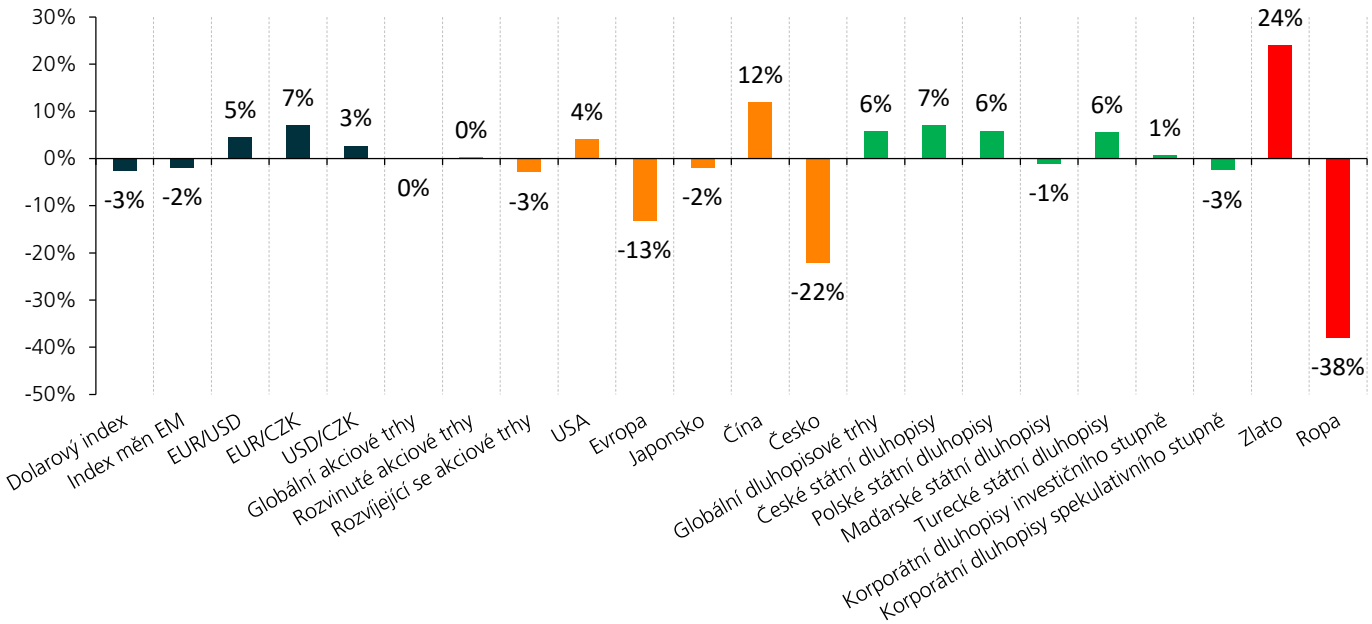
VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Eurové korporátní dluhopisy měly tentokrát výkonnost smíšenou, lišila se dle pásma kreditního ratingu. Index korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v euru posílil o 0,4 %, zatímco index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) denominovaných v euru odepsal 0,6 %.
- Českým vládním dluhopisům se tentokrát dařilo velmi dobře, když jejich index posílil o 1,5 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s krátkou dvouletou splatností poklesl o 0,08 % na úroveň 0,06 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s dlouhou 10letou splatností poklesl o 0,25 % na úroveň 0,86 %. Česká výnosová křivka tak snížila svůj sklon.
- Polské vládní dluhopisy posílily o 0,5 %, maďarské vládní dluhopisy nepatrně poklesly o 0,1 % a turecké vládní dluhopisy posílily o 2,0 %.
- Globální komoditní index S&P GSCI poklesl o 3,6 %. Cena ropy Brent poklesla o 9,6 % na úroveň 41 dolarů za barel. Cena zlata poklesla o 4,2 % na úroveň 1 888 dolarů za trojskou unci.
- Index volatility VIX nepatrně poklesl o 0,2 % na 26,4 bodu.

Výkonnost hlavních tříd aktiv v září



Výkonnost hlavních tříd aktiv od začátku roku



***Zdroj**: Bloomberg*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

ZÁŘÍ V KOSTCE

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií 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.

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?

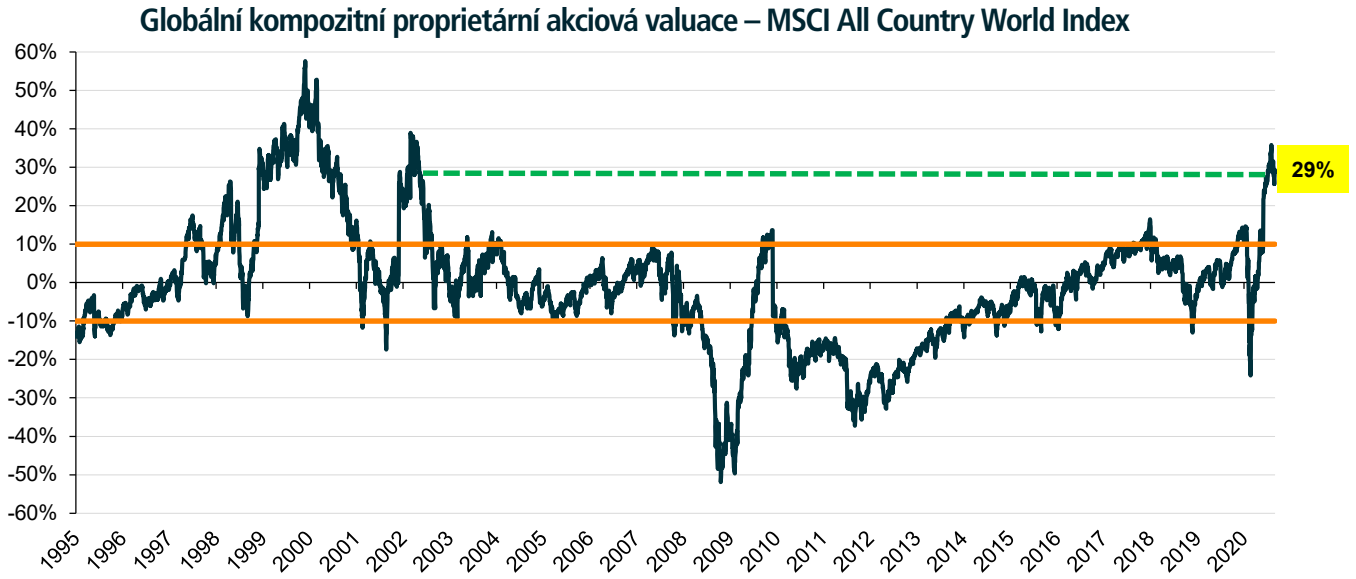
- Naše očekávání pro rok 2020 byla masivním rozšířením pandemie koronaviru po celém světě výrazně upravena. I nadále jsme opatrně pozitivní, nicméně vzhledem k tomu, že globální akciové trhy jsou momentálně od začátku roku přibližně na nule, je velice nepravděpodobné, že by dosáhly za celý rok výrazně kladného zhodnocení.
- Globální ekonomika se momentálně nachází v nejhlubší recesi od 2. světové války. Dle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu by mělo globální HDP v letošním roce poklesnout o 5 %, což je násobně více než 1% pokles při globální finanční krizi v roce 2009. Globální makroekonomický obrázek se navíc v průběhu září dále mírně zhoršil, neboť prakticky na celém světě momentálně řádí druhá velká vlna pandemie koronaviru. Toto přitom platí zejména o Evropě. Postupné otevírání ekonomik zpomaluje a ekonomické oživení bude v letošním posledním čtvrtletí slabší, než se ještě před měsícem nebo dvěma očekávalo.
- Klíčové proto je, že drtivá většina centrálních bank měnovou politiku v průběhu uplynulého období 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 uplynulých měsících zásadním způsobem pomohly.
- Co se globálního akciového výhledu týče, na konci září jsme se rozhodli akcie v našich investičních portfoliích podvážit. Vedly 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 a 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 %. Nepříznivým faktorem pro akcie je také výrazně negativní dynamika globálních korporátních zisků, jejichž meziroční pokles ke konci září činil 28 %. Celkově jsme proto na akcie mírně negativní.
- Dluhopisy jsou momentálně jako globální třída aktiv nejdražší v historii, když průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg na konci srpna činil pouhých 0,9 % 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 minusu. I nadále se proto domníváme, že vládní dluhopisy relativně bezrizikových zemí příliš prostoru pro solidní zhodnocení ve střednědobém horizontu příštích pěti let nenabízejí.
- Naopak korporátní dluhopisy jsou podle našeho názoru po předchozím silném propadu ještě stále poměrně atraktivní, což ostatně stále dobře ilustrují kreditní marže, jež se i nadále pohybují poměrně výrazně nad úrovní dlouhodobých minim z přelomu roku. Kreditní marže tak stále mají prostor pro další, byť pravděpodobně jenom mírné, utahování.
- V každém případě musíme počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržních cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi.

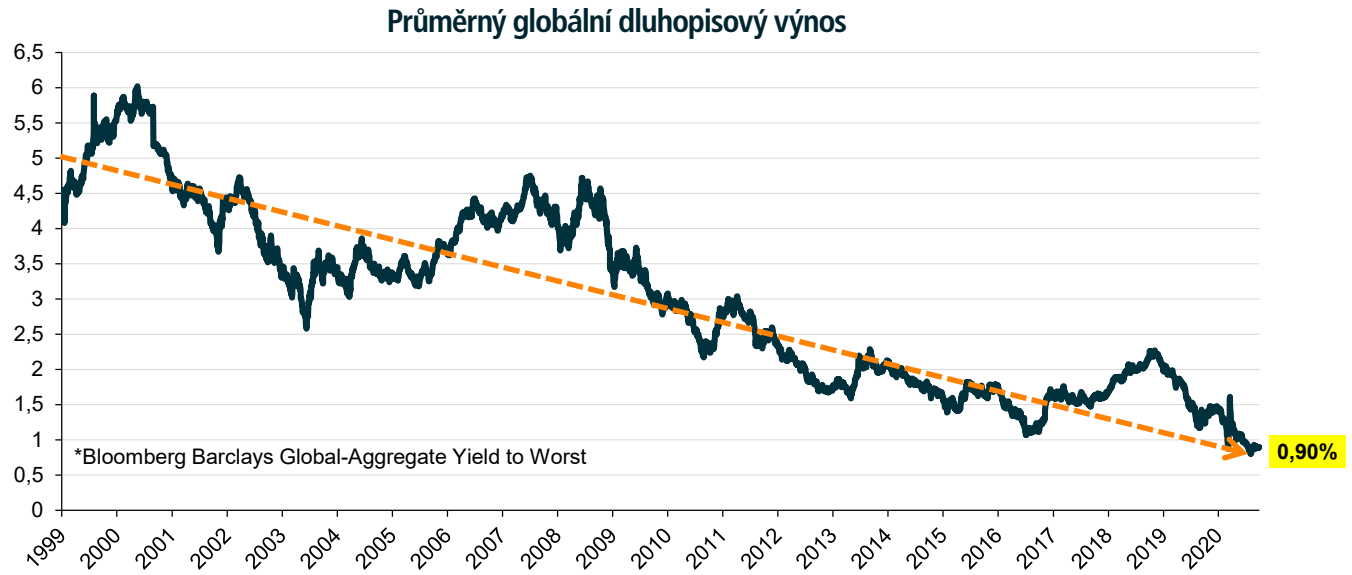
VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

CONSEQ
JIŽ OD 1994

ZÁŘÍ V KOSTCE

JAKÝ JE NÁŠ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?





***Zdroj**: Bloomberg, Conseq*

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomická data se zlepšují, vzhledem k opětovným nárůstům případů koronaviru však tomu tak asi dlouho nebude. V sektoru služeb je patrná rostoucí nervozita, klesající inflace ukazuje na slabou agregátní poptávku.

Ekonomika evropské měnové unie (EMU) se ve druhém čtvrtletí propadla dle finálních dat mezičtvrtletně o 11,8 %, což sice bylo o něco lepší než v prvním odhadu (12,1 %), ale s přehledem její historicky vůbec nejhorší výsledek (a horší výsledek než v USA). Struktura dat ukázala, že na poklesu se podílely všechny složky agregátní poptávky s výjimkou zásob (příspěvek +0,07 p. b. k mezičtvrtletnímu růstu) a samozřejmě dovozu (+8,1 p. b.). Poptávka domácností růstu ubrala 6,6 p. b., vývoz 9,1 p. b. a hrubá tvorba fixního kapitálu 3,8 p. b. Ekonomika eurozóny tak za první polovinu roku propadla o 15,5 %.

Měsíční data, která byla v EMU zveřejněna v průběhu září, ukázala další zlepšování ekonomické situace, ale též klesající inflaci.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Maloobchodní tržby se po výrazném poklesu v březnu a dubnu a stejně výrazném oživení v květnu a červnu **již koncem 2. čtvrtletí dostaly do meziročních kladných růstových temp (+1,3 % r/r). V červenci však poklesly o 1,3 % m/m**, což znamenalo, že jejich meziroční tempo růstu zpomalilo na +0,4 %.

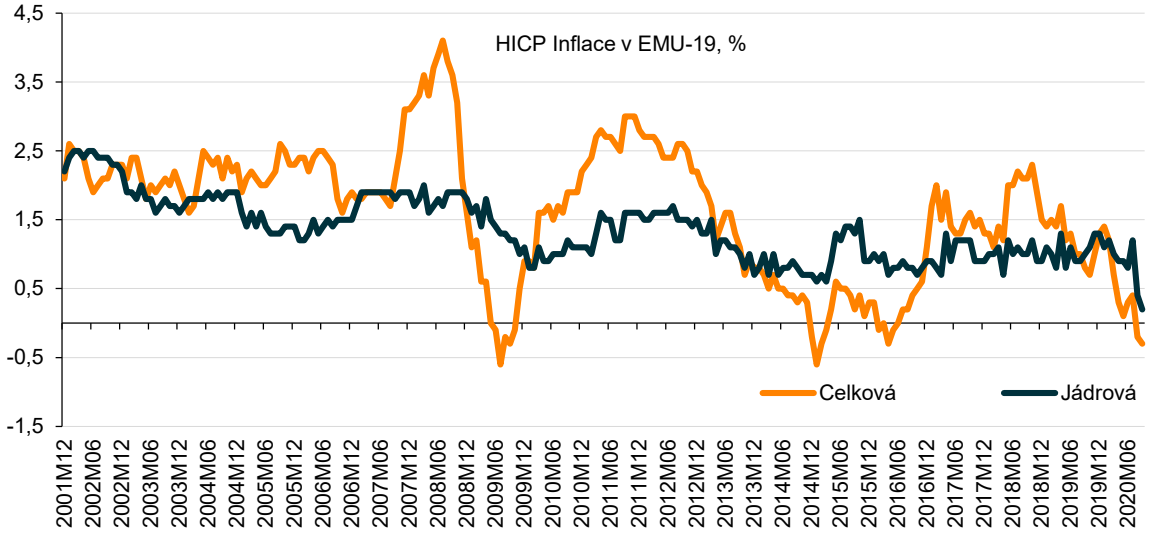
Vzhledem k vývoji spotřebitelské důvěry v srpnu (–14,7 bodu, stejně jako v červnu) a v září (–13,9 bodu), který reflektuje obavy z dalšího zhoršování koronavirové pandemie a hrozbu zpřísnění vládních restrikcí, ale **hlavně vzhledem k vývoji nezaměstnanosti** (která se dále zhoršuje, v srpnu na 8,1 %, což bylo o 0,9 p. b. více než v březnu) lze pro následující měsíce čekat spíše další zpomalování tempa růstu tržeb. **Průmyslová produkce se v červenci 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 dalších 4,7 %; tempo meziročního poklesu tak zvolnilo z 12 %, koncem druhého čtvrtletí, na 7,7 % počátkem třetího čtvrtletí. Nejhůře je na tom Německo (–11,6 %), nejlépe Španělsko (6,8 %). Důvěra v průmyslu je však již na úrovni března (–11,1 vs. březen –11,2 bodu; únor 2020: –6,2 bodu).

Předstihové indikátory se vesměs zlepšily. Spotřebitelská důvěra, jak už jsme zmínili, byla v září i navzdory zlepšení v posledních měsících (vč. samotného září) výrazně slabší než v únoru (únor –6,6 bodu, září –13,9 bodu). **Německý index IFO** vzrostl z dubnového dna na úrovni 74,3 bodu přes květen (79,7), červen (86,3), červenec (90,4) a srpen (92,5) na zářijových 93,4 bodu, což je už doslova jen pár bodů od hodnoty z února letošního roku (95,8). Hodnocení současné situace se však od dubna (79,4) zlepšilo mnohem méně (září: 89,2; únor 2020: 98,8) než očekávání (duben: 70, září: 97,7, tj. nejvíce od října 2018). Prozatím je tak výraznější část zlepšení indexu IFO hnaná očekáváním světlejší budoucnosti. **PMI** v průmyslu se dle finálních dat v září dále zlepšil (53,7 vs. srpen 2020 na 51,7), a to hlavně díky více než dvouletým maximům v Německu a v Itálii (56,4 a 53,2 bodu). Dále vzrostly nové objednávky, ty exportní dokonce nejvíce od února 2018, což je vzhledem k vývoji kurzu eura celkem zvláštní. Na nejvyšší hodnotu od dubna 2018 se dostala důvěra v budoucnost (nejvíce v Itálii, ale víra v budoucnost se zvýšila i v Německu). Na druhé straně však pokračoval, i když nejpomalejším tempem od února, pokles zaměstnanosti. V dominantním sektoru služeb je situace horší. Dle předběžných dat v srpnu poklesl index ve službách na čtyřměsíční dno (47,6 vs. srpnových 50,5 bodu), a to jako důsledek opětovného nárůstu nových případů koronaviru.

Sezonně očištěná **nezaměstnanost**, jak již bylo zmíněno, vzrostla v srpnu na 8,1 %, tj. na nejvyšší úroveň od července 2018. Ve všech velkých ekonomikách nezaměstnanost pomalu roste, což se dalo vzhledem k ekonomické situaci očekávat. Od počátku krize je sice nárůst míry nezaměstnanosti mnohem menší, než by bez masivní pomoci byl (v takovém případě by dnes nezaměstnanost jistě byla nad 10 %), ale je evidentní, že se trh práce zhoršuje. Ve Španělsku je situace relativně nejhorší, nezaměstnanost se vrátila na hodnoty z jara 2018.

Celková inflace klesla dle prvního odhadu v září na nové historické minimum, desinflační tlaky dále zesilují. V září totiž dle předběžných údajů jak celková, tak jádrová inflace poklesly, v případě jádrové inflace z 0,4 % v srpnu (což bylo v té době historické minimum) na 0,2 % (což je nové historické minimum). Došlo totiž k dalšímu zpomalení růstu cen služeb (únor: 1,6 % r/r, srpen: 0,7 %, září: 0,5 %) a k prohloubení deflace v cenovém okruhu průmyslového zboží (únor: 0,5 %, srpen: –0,1 %, září: –0,3 %). Obojí ukazuje na dále postupující desinflační tlaky.

Jádrová inflace v eurozóně vinou služeb a průmyslového zboží dále klesá



***Zdroj**: Eurostat, http://bit.ly/1Zmnigq*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

ECB zasedala 10. září a žádnou změnu v nastavení měnové politiky neprovedla. A to ani vzhledem k rekordně nízké jádrové inflaci, která byla zaznamenána v srpnu (a posléze i v září). Centrální banka zmínila, že je pravděpodobné, že nakoupí celý objem v rámci PEPP („Pandemic Emergency Purchase Programme"), tj. 1 350 mld. EUR (na tuto částku objem zvýšila v červnu 2020 z předchozích 750 mld. EUR). Centrální banka zveřejnila v září i novou prognózu, ale oproti minulé prognóze došlo jen k malým změnám. Pro letošek čeká centrální banka pokles ekonomiky o 8 % (předcházející prognóza –8,7 %), v příštím roce pak zase její růst o 5 % (v roce 2022 pak o 3,2 %). Inflace zůstane nízko, dle nové prognózy dosáhne i v roce 2022 průměrné hodnoty 1,3 %, což je pod cílem ECB. To indikuje, že ECB nečeká žádné utažení měnové politiky. A není divu.

USA

Trh práce se dále zlepšuje, inflace má za sebou nejrychlejší kvartál za 30 let. Kromě průmyslu je většina měsíčních indikátorů na nebo poblíž únorových úrovní. Centrální banka zůstává a zůstane v klidu.

Americká ekonomika poklesla ve 2Q20 dle finálních dat o něco méně (–31,4 % q/q anualizovaně) než dle odhadu prvního (–32,9 %) i druhého (–31,7 %), i tak se však samozřejmě jedná o bezprecedentní pokles. Struktura růstu byla shodná s tím, co jsme viděli v minulých datech. Největší mírou se na propadu podepsaly spotřebitelské výdaje na služby (příspěvek –22 p. b.), fixní investice (–5,3 p. b.) a export (–9,5 p. b.). Pozitivní příspěvek byl od vlády, ale jednalo se pouze o příspěvek zanedbatelně malý (+0,8 p. b.), a samozřejmě od dovozu (+10,1 p. b.).

Data zveřejněná během září 2020 byla opět dobrá. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** poté, co během března a dubna klesly o cca 35 % m/m, přidaly v květnu 15 %, v červnu dalších 7,7 % a v červenci 11,2 %. V srpnu sice v podstatě stagnovaly (+0,4 %), ale i tak jsou oproti hodnotě z konce února už jen o 5,4 % níž, a i na tom se z velké části podepisují letadla. Po vyloučení volatilních kategorií letadel a vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, dostáváme dokonce lepší čísla: za březen a duben pokles o cca 8 %, za další 4 měsíce ale pak nárůst v takovém rozsahu (květen: +1,5 % m/m, červen: +4,3 % m/m, červenec: +2,5 % m/m a srpen: +1,7 % m/m), že koncem srpna byly objednávky již o 1,9 % nad únorem. Je překvapivé, že od května došlo k takovému růstu tohoto ukazatele, zejména s ohledem na nejistotu a na vývoj **průmyslové produkce**. Ta totiž sice mezi květnem a srpnem vzrostla o cca 11 % (v srpnu samotném o 0,4 % m/m), ale i tak je meziročně (a také i oproti únoru 2020) o skoro 8 % 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 a v srpnu se sice růst zpomalil (+1,1 % a +0,7 %), ale zůstal kladný a maloobchodní tržby se tak koncem léta dostaly o 3,1 % nad únorovou úroveň a o skoro 4 % nad úroveň z konce srpna 2019.

Primárně je to důsledek pokračující masivní fiskální podpory, která je extrémně štědrá (u mnoha lidí je podpora dokonce vyšší než pracovní příjem). Tato podpora sice původně měla koncem července skončit, prezident Trump ji však svými dekrety prodloužil (byť došlo ke snížení příspěvků).

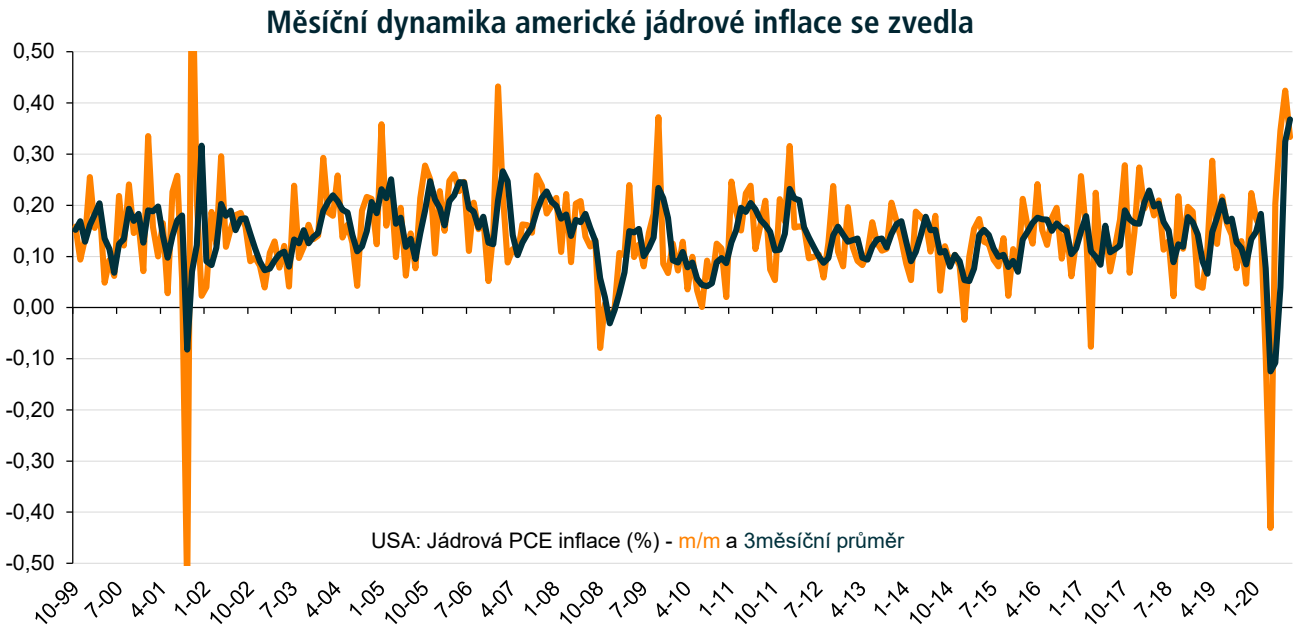
Americký trh práce se zlepšuje, je však stále daleko od normálu. Míra nezaměstnanosti klesá (v září klesla na 7,9 %), a klesá i míra nezaměstnanosti U6 (zahrnující kromě nezaměstnaných i ty, co pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali), kvůli absenci naděje, že nějakou najdou), která se v září dostala na 12,8 %. To jsou ta pozitivní data. Negativním je však vývoj u podpor a žádostí o ně. První žádosti o podporu v nezaměstnanosti se nadále drží lehce pod 900 tisíc, což indikuje bezprecedentní míru destrukce pracovních míst, pokračující žádosti o podporu jsou sice o třináct milionů níž než v květnu, ale hodnoty lehce pod 12 mil. v polovině září jsou také zcela bezprecedentní a indikují trvající „vůli" na trhu práce.

Meziroční jádrová PCE inflace zůstává nadále nízko a výrazně pod cílem Fedu. Dobrou zprávou pro Fed ale je, že růst v posledních třech měsících (0,3 % m/m v červnu, 0,4 % v červenci a 0,3 % v srpnu) je nejrychlejší kvartální růst cenové hladiny od března až května roku 1990. To by mělo postupně přinést vyšší meziroční inflaci, která je dnes jenom kolem jednoho procenta.

Centrální banka zasedala v polovině září, dle očekávání k žádné změně nastavení měnové politiky nedošlo. Bylo to první zasedání poté, co prezident Fedu Jerome Powell na srpnovém sympóziu v Jackson Hole ohlásil, že Fed bude tolerovat inflaci vyšší než 2 procenta. V tomto smyslu se nesl i zápis ze zasedání: Fed řekl, že bude udržovat měnovou politiku extrémně uvolněnou tak dlouho, dokud průměr inflace nedosáhne 2 % (za předpokladu, že dlouhodobá inflační očekávání zůstanou ukotvena). S tímto postojem nesouhlasila dvojice členů FOMC – Neel Kashkari, jehož preferencí bylo, aby se FOMC zavázal měnovou politiku neutahovat, dokud jádrová inflace nedosáhne udržitelným způsobem hranici 2 %, a Robert Kaplan, který by chtěl vidět v zápisu větší flexibilitu do budoucna. Tak jako tak, šance, že se měnová politika zpřísní v příštích dvou letech, je minimální.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA



***Zdroj**: FRED databáze (http://research.stlouisfed.org/fred2/series/PCEPILFE)*

CEE3

ČR

Ekonomika dále oživuje, meziroční poklesy měsíčních dat už jsou jednociferné. V číslech však zatím není zhoršení epidemiologické situace v září.

Po poklesu o 3,3 % q/q v prvním poklesla česká ekonomika ve druhém čtvrtletí o 8,7 % q/q. Meziroční tempo poklesu ve 2Q20 tak dosáhlo 10,9 % a bylo (vzhledem k tomu, že bychom čekali dramatický propad dovozu) překvapivě ovlivněno hlavně zahraniční poptávkou (příspěvek čistého exportu dosáhl –7,9 p. b.). Překvapením byl pak i relativně malý negativní příspěvek domácností (jenom –2 p. b.), stejně tak jako fakt, že se držely fixní investice (–0,2 p. b.). Míra úspor dosáhla historicky nejvyšší úrovně (18,5 %), což bylo výsledkem výrazného poklesu výdajů domácností a mírného růstu příjmů proti předchozímu čtvrtletí. Profitabilita firem naopak dále poklesla.

Měsíčně zveřejňovaná „tvrdá" data byla v září dobrá. **Průmyslová produkce** během března a dubna poklesla o více než 35 % m/m, v květnu a v červnu přidala dohromady skoro třetinu a **v červenci pak dalších bezmála +6 %**. Meziročně se tak během prvního měsíce druhého pololetí dostala jen pět procent pod úroveň z července 2019. Celkové **maloobchodní tržby** v červenci opět zmírnily svůj meziroční pokles, který v dubnu dosahoval bezmála 21 %, na o něco málo přes 2 % r/r. Nejvýrazněji se nadále propadají tržby za auta (–12,2 % r/r). Tržbám se daří hlavně díky fiskální podpoře vlády, jejíž stinnou stránkou však je bezprecedentní deficit rozpočtu (253 mld. v prvních 3 čtvrtletích letošního roku).

Měkké indikátory ukazovaly na pokračující stabilizaci situace. **PMI ve zpracovatelském průmyslu**, který v dubnu propadl na 35,1 bodu, vzrostl v září popáté v řadě a poprvé od listopadu 2018 se dostal nad hranici 50 bodů, jež odděluje expansi v sektoru expanzi od kontrakce. Nejvýraznějším faktorem přispívajícím ke zlepšení byla v září skutečná produkce (která se zlepšila nejvýrazněji od října 2018) a zlepšení očekávání ohledně budoucího vývoje. Naproti tomu, stejně jako v eurozóně, pokračoval pokles zaměstnanosti i slabý růst objednávek (který však byl konečně mírně pozitivní). **Spotřebitelská i podnikatelská důvěra** měřená ČSÚ se v září dále zlepšila: v případě spotřebitelů ze srpnových –12 na –9 bodů v září (únor 2020: –3 body), v případě firem z –2,8 na +1,7 bodu (únor 2020: 9,4 bodu). V obou případech se sice nadále jedná o historicky podprůměrné hodnoty, ale trend zlepšování je evidentní.

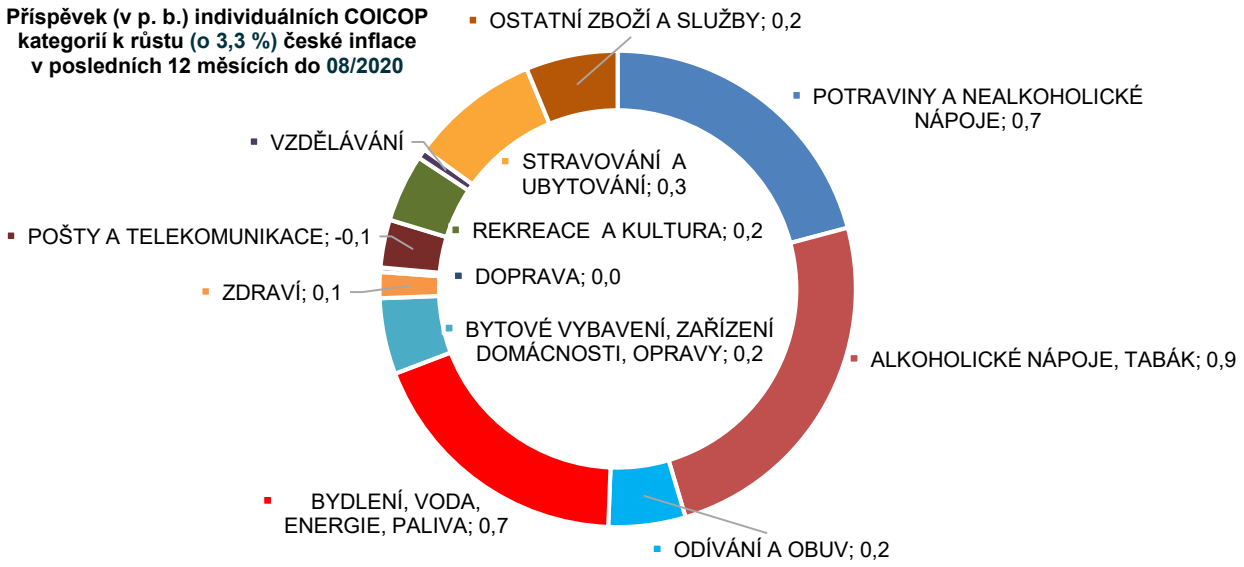
Inflace zůstává překvapivě vysoko. Celková inflace v srpnu dosáhla 3,3 %, což je stejná hodnota jako v červnu a o 0,4 p. b. vyšší úroveň než v srpnu 2019. Měnověpolitická inflace také dosáhla červnové hodnoty (3,3 %), což je oproti inflaci před rokem vyšší o 0,3 p. b. Strukturálně se na inflačním obrázku nic nemění: cenovou hladinu zvyšují hlavně segment alkoholu, tabáku a potravin, který přispěl k inflaci v rozsahu 1,6 p. b. (v srpnu 2019 to bylo 0,9 p. b.), a segment bydlení, který přispívá v rozsahu 0,7 p. b. (v červenci 2019 to bylo 1,3 p. b.). Jinými slovy, vyloučili-li bychom tyto dva cenové okruhy, dosáhla by meziroční inflace jen 1 %.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

ČNB zasedala 23. září. Žádná změna v nastavení měnové politiky se neodehrála, všechny sazby zůstaly bez 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.

Inflace je vysoko; hlavně vinou růstu cen alkoholu, potravin a bydlení



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

POLSKO

Polská ekonomika oživuje nad očekávání rychle, a i když to společně se slabým zlotým znamená, že inflace zůstává vysoko, centrální banka se zatím takovým vývojem neznepokojuje. Alespoň ne navenek.

Polská ekonomika ve druhém čtvrtletí poklesla o 8,9 % q/q, meziroční tempo poklesu dosáhlo 8,2 %. Je to samozřejmě v Polsku, podobně jako v jiných zemích, historicky nevídaný pokles, ale zároveň pokles menší než v zemích eurozóny (i když o něco větší pokles než v prvním odhadu, který byl –7,9 %). Nejvýraznějším důvodem poklesu byl (na rozdíl od ČR) výrazný pokles investic (–10,9 % r/r) a spotřebitelských vydání domácností (–10,9 % r/r); investice tak růstu ubraly bezmála 2 p. b., poptávka domácností více než 6 p. b. Čistý export růstu naopak přidal 0,8 p. b. To je struktura, jakou bychom očekávali i u ČR (kde však byla struktura růstu odlišná).

Měsíční data zveřejněná v září podporují optimismus pro 2. polovinu letošního roku. Průmyslová produkce se zlepšuje. Poté, co během března a dubna klesla o zhruba 29 %, vzrostla během následujících dvou měsíců o více než 23 %. V červenci pak přidala dalších 5,9 % a na tom, že **meziroční tempo bylo v srpnu již kladné (1,6 %)** se podepsal i mírný růst o 0,5 % meziměsíčně v srpnu. Meziroční růst tak je nyní stejný, jako byl v prosinci 2019. Index PMI poté, co se v červenci vrátil nad 50 bodů, setrval nad hranicí 50 bodů v srpnu (50,6) i v září (50,8). **Reálné maloobchodní tržby zaznamenaly v březnu a v dubnu samozřejmě dramatickou deceleraci způsobenou uzavřením prodejen, ale v dalších měsících se kontinuálně zlepšovaly.** A nejinak tomu bylo během léta. 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 %. V květnu se pak meziroční tempo poklesu s tím, jak se ekonomika začala opět otevírat, snížilo a dosáhlo „pouze" 8,6 %, v červnu pak byly tržby oproti stejnému měsíci roku 2019 už jenom o necelá dvě procenta nižší. **V červenci se tržby po 4 měsících meziroční kontrakce opět vrátily ke kladnému meziročnímu růstu**, jehož tempo dosáhlo +2,7 %. **Toto tempo pak v srpnu zvolnilo na 0,4 %.** Vzhledem k vývoji ekonomické situace v letošním roce je to určitě překvapivě pozitivní vývoj.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Fundamenty podporující poptávku domácností se během třetího čtvrtletí stabilizovaly. Mzdy totiž v červenci přidaly 3,8 % a v srpnu pak 4,1 %. I trh práce se během 3. čtvrtletí oproti druhém čtvrtletí zlepšil: sezonně očištěná **míra nezaměstnanosti** byla ještě v červnu 6,4 %, v srpnu pak už jen 6,2 % (což je ale stále o skoro procentní bod více než v srpnu před rokem).

Inflace v srpnu dále poklesla (z 3 % v červenci na 2,9 %), důležitější zprávou však je, že z nejvyšší hodnoty (4,3 %) od listopadu 2001, kterou dosáhla v červenci, ustoupila jádrová inflace na rovná 4 %. I tak je to však hodnota o 1,8 p. b. vyšší než v srpnu 2019. Dle předběžných dat se však v září celková inflace opět vydala nahoru (3,2 %), s vysokou pravděpodobností tak nahoru zamířila opět i jádrová inflace.

Měnový výbor centrální banky (MPC) po letní pauze opět zasedal, a to 15. září. Žádného překvapení se trh nedočkal, sazby zůstaly na historicky i regionálně nejnižší hodnotě 0,1 %, nákupy aktiv nadále pokračují (centrální banka doposud nakoupila vládní dluhopisy a dluhopisy garantované státem za 103 mld. PLN). Ani ze zápisu po zasedání jsme se nic nového ohledně výhledu měnové politiky nedozvěděli. MPC sice poznamenal, že oživení je rychlejší, než se obecně čekalo, ale že příští vývoj obestírá mnoho nejistoty (vývoj pandemie, sentimentu, mezd). Členové výboru také negativně komentovali vývoj kolem kurzu zlotého, i když momentálně jsou inflační obavy regionálních centrálních bank, včetně polské, hodně upozaděné. V případě slabosti se však nedá vyloučit podobná akce, jakou nedávno předvedla maďarská centrální banka (viz níže).

MAĎARSKO

Vysoká inflace, pokračující zlepšovaní měsíčních makrodat a hlavně slabý forint byly důvody, proč maďarská centrální banka v září zvýšila jednu ze svých sazeb.

Maďarská ekonomika ve druhém čtvrtletí překvapila negativně. Její pokles o 14,5 % q/q (13,6 % r/r) přišel totiž po prvním čtvrtletí, v němž se ekonomice vedlo dobře (+0,4 % q/q) a po měsících druhého čtvrtletí, v nichž na propad ekonomiky téměř „španělským" tempem měsíční data neukazovala. Struktura růstu byla dle očekávání: poptávka domácností meziročnímu růstu ubrala 5 p. b., hrubé fixní investice 4,1 p. b., čistý export 7,7 p. b. Jediným pozitivem byla vláda (+0,6 p. b.).

Měsíční data zveřejněná během září byla, podobně jako v srpnu, dobrá. **Maloobchodní tržby** si ve srovnání s ČR vedly a vedou lépe. Po pouze 2 měsících meziročního poklesu (který ovšem nebyl nijak dramatický, v dubnu o 9,3 % a v květnu o 2,8 %) se jejich růst vrátil již v červnu v podstatě k meziroční stagnaci (–0,5 % r/r) a **v červenci se dostaly rovnou do černých čísel (+1 %). Míra nezaměstnanosti** za tři poslední měsíce včetně srpna oproti kvartálu končícímu v červenci mírně poklesla, svou průměrnou hodnotou 4,6 % je ale stále na úrovni, kde byla naposledy v létě 2016. Překvapivě i počátkem 3. čtvrtletí pokračovalo vysoké meziroční tempo **růstu mezd**. V minulých měsících jsme sice pozorovali mírné zpomalení jejich růstu (v březnu 2020 dosáhlo tempo růstu mezd 9 % r/r, v dubnu méně než 7 %), v květnu se však růst vrátil na 9,4 % r/r, v červnu dosáhlo jeho tempo dokonce 15,6 %. V červenci pak růst mezd sice o něco zvolnil, ale ani tempo 10,8 % určitě neodpovídá stavu ekonomiky. Dle nás se jedná o statistický artefakt způsobený tím, že růst nezaměstnanosti v minulých měsících byl koncentrován v nízkopříjmových kategoriích.

Maďarská průmyslová produkce se zlepšuje, a to jen o něco méně než česká. V březnu–dubnu průmyslová produkce sice poklesla o 40 %, růstem v květnu (+16,1 % m/m) a červnu (+17,3 % m/m) však většinu poklesu vymazala a meziroční tempo poklesu tak koncem prvního pololetí dosáhlo už jen 12,4 %. Počátkem druhého pololetí přidala produkce dalších 7,1 % m/m, **meziroční tempo poklesu tak koncem července dosáhlo už jen 7,9 %**. Vzhledem k vývoji **indexu PMI**, který se v červenci 2020 vrátil nad 50 bodů (50,8 bodu) a v srpnu ještě o dva body vyrostl, očekáváme, že se i navzdory zářijovému poklesu pod 50 (48,8) průmyslová produkce ve 3Q20 dále zlepšila.

Inflace v srpnu 2020 oproti červenci dále vzrostla, a to o 0,1 procentního bodu. Dostala se tak na 3,9 %, což je nejvýše od března 2020. Poskočila též jádrová inflace, a to z 3,5 % na 3,6 %, což je její nejvyšší hodnota od května 2019. Do cen se tak evidentně promítá slabost forintu.

Centrální banka (MNB) už nemohla přihlížet pokračujícímu pádu forintu a zvýšila v září depozitní sazbu (která je od dubna de facto hlavním sterilizačním nástrojem maďarské centrální banky) **o 15 bb na 0,75 %.** Vzhledem ke slabým datům ve 2Q20 a zhoršující se epidemické situaci se centrální banka ocitá v nezáviděníhodné situaci. Na jedné straně oslabující forint s jasně pro-inflačními dopady, na druhé straně ekonomika, která stále není v dobré kondici a vyšší sazby se jí zamlouvat nemusí. Zda bude zářijový krok na uklidnění forintu stačit, je ve hvězdách.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

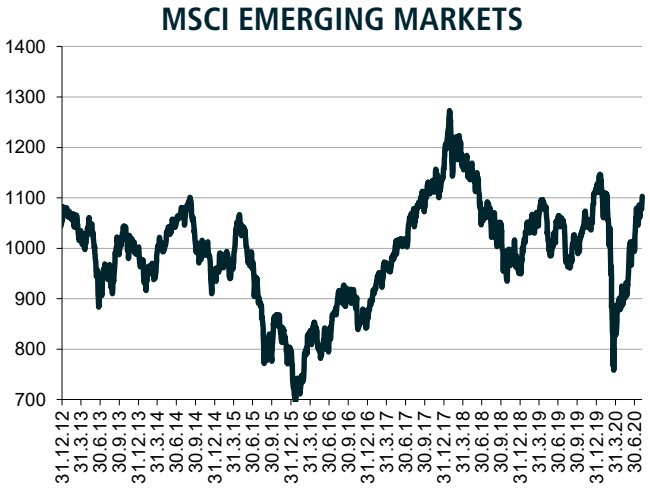
CONSEQ
JIŽ OD 1994

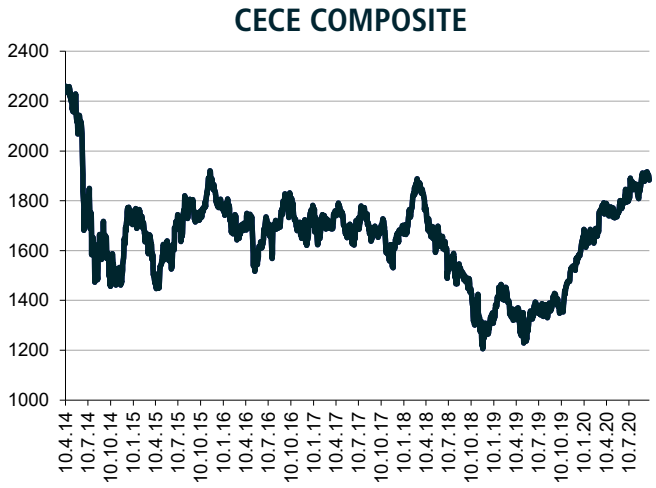
HLAVNÍ UDÁLOSTI

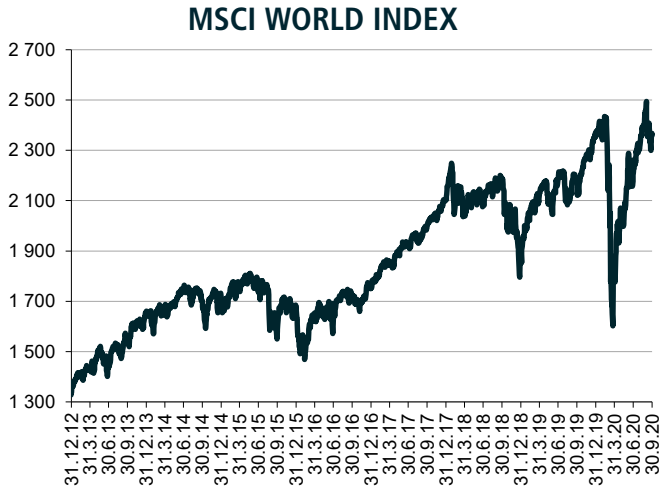
ROPA

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 června, července a srpna se ropa držela v pásmu 37–43 dolarů za barel. Nejinak tomu bylo i v září: počátkem měsíce poklesla na spodní hranici toho pásma, pak vyrostla nad 40 dolarů za barel, aby koncem září opět cena zamířila k úrovni 38 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY







***Zdroj**: Bloomberg*

Na globálních akciových trzích proběhlo menší vybírání zisků, když nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 3,4 %. V průběhu září jsme se nedočkali výraznějších kurzotvorných zpráv jak na straně jednotlivých společností, tak na straně ekonomických ukazatelů. Investoři tak vyžili růstu akciových trhů z předešlých měsíců a uzavřeli část zisků. Nejvíce tak v USA korigovaly sektory technologií nebo energetiky. V Evropě se navíc po skandálu s praním špinavých peněz nedařilo sektoru bank, dobře na tom nebyly ani sektory cestovního ruchu a technologií. Dobře se naopak vedlo sektorům spotřebitelskému a utilit. Americký akciový index S&P 500 v září meziměsíčně klesl o 3,9 %, evropský index DJ STOXX 600 o 1,5 % a japonský index Nikkei 225 vzrostl mírně o 0,2 %.

Akciím z regionu střední Evropy se také nedařilo. Místní trhy mají relativně vyšší váhu bankovního sektoru, kterému se v září nedařilo. Na burze v Praze předvedly dobrou výkonnost akcie CME, u kterých se spekuluje na blížící se podání nabídky na odkup akcií ze strany PPF. Akcie všech bank, včetně pojišťovny VIG, skončily ve ztrátách. V bankovním sektoru to stejné platilo i pro zbylé země regionu: Polsko, Maďarsko nebo Slovinsko. V Polsku navíc ztrácely sektory spotřebitelský a energií (dáno propadem cen surové ropy a zároveň rafinérských a petrochemických marží). Pozitivní výkonnost předvedly akcie telekomunikační společnosti Play, což způsobila nabídka na odkup 100 % akcií francouzskou telekomunikační firmou Iliad. Akciím utilit se vedlo dobře na základě představených obrysů transformace polské výroby elektřiny směrem k udržitelným zdrojům, možného financování a rozdělení stávajících polostátních společností. Zajímavou událostí bylo polské IPO e-commerce společnosti Allegro, která je lídrem (tržní podíl 36 %) on-line prodejů v Polsku. Společnost byla oceněna 44 mld. PLN, což z ní činí největší obchodovanou společnost na polské burze. Závěrem měsíce proběhlo IPO také na pražské burze, na burzu vstoupila společnost Česká zbrojovka. Jedná se o necyklickou společnost s kontinuálně rostoucími tržbami, kvalitními výrobky, dobrým managementem a zdravou kapitálovou strukturou. Český akciový index PX meziměsíčně ztratil 3,9 %, polský index WIG 30 klesl o 5,2 %, maďarský index BUX ztratil 5,5 % a pouze rumunský index BET se dokázal udržet v pozitivním pásmu +0,1 %.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

CONSEQ
JIŽ OD 1994

AKCIOVÉ TRHY

Drobná korekce se nevyhnula ani akciím na rozvíjejících se trzích, když v září souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal 1,8 %. Zaznamenaly tak první ztrátový měsíc od března, kdy vrcholila koronavirová panika. Čínské akcie si po silném růstu vybraly slabší měsíc, do popředí se opět dostaly možné restrikce ze strany USA na čínské technologické firmy (Huawei) a zavedení zákazů používání aplikací TikTok a WeChat. Indické akcie také odepisovaly, i když výrazně méně. Schválené vládní reformy (v oblasti zemědělství a trhu práce) vnímali investoři pozitivně. Ztrátám se nevyhnuly v září ani ruské či brazilské akcie. Naopak dobrých výsledků dosáhly korejské, mexické či taiwanské akcie. Nadále tak platí, že situace se liší region od regionu.

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Na obou stranách Atlantiku se v září nic výraznějšího nestalo. Německá výnosová křivka během září poklesla, a to za současného snížení sklonu. Na krátkém konci totiž výnosy klesly o cca 2 bb na –70 bb, na dlouhém konci pak o 10 bb na –52 bbVe Spojených státech amerických byly změny ještě menší, doslova nepatrné. Na krátkém konci se totiž výnosy mezi počátkem září a jeho koncem nezměnily (úroveň +13 bb), na dlouhém vzrostly o 1,5 bazického bodu na 68 bb. Dluhopisové trhy byly nadále v područí probíhajících ultravolných měnových politik světových centrálních bank, respektive jejich QE programů a prozatím absence silnějších očekávání dlouhodobějších inflačních tlaků.

FIREMNÍ DLUHOPISY

Vývoj na kreditním trhu byl v září klidný, i když se už neopakovalo zlepšování, které jsme pozorovali v předcházejících měsících.

Korporátní dluhopisy investičního stupně denominované v euru během září dále vzrostly, ale jenom velmi mírně: změna tzv. total return indexu dosáhla +0,08 % (u spekulativních dluhopisů došlo u stejného ukazatele k poklesu o 0,6 %). U dolarových instrumentů byl vývoj negativní – u investičního stupně pokles o 0,33 %, u spekulativního stupně o 1,25 %.

U kreditních prémií CDS kontraktů byl vývoj také rozdílný u spekulativních a investičních dluhopisů. U kreditních prémií investičních korporací došlo dle indexu Markit iTraxx Europe k růstu o 9,6 % (byl to první růst těchto prémií od března). U spekulativního stupně klesly prémie o 1,7 %, oproti hodnotě z konce února jsou však stále o 30 % výš.

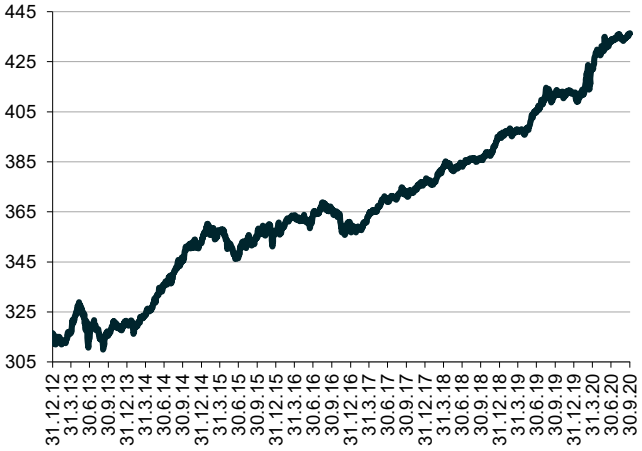
Celkově zůstává segment evropských korporátních dluhopisů pod silným vlivem ECB. Ta stabilně udržuje týdenní nákupy v rámci svého programu CSPP mezi 1 a 2 mld. EUR. Za září nakoupila téměř 7,5 mld. EUR, což byl nejvyšší objem od května 2017.

ČR

Česká výnosová křivka během září poklesla a, podobně jako německá křivka, snížila svůj sklon. Krátký konec, který se ještě koncem dubna nacházel nad 0,6 % (a počátkem ledna dokonce na 1,8 %), totiž koncem září klesl na 6 bb, což bylo oproti konci srpna níže o cca 9 bb. Dlouhý konec rovněž klesl, a to o 25 bb z 1,1 % na 0,86 %, což ale znamená, že se v podstatě jen vrátil na hodnotu z konce července. Opadly tak zřejmě inflační obavy, které během srpna vytlačily dlouhý konec až na zmíněných 1,1 %. Nárůst zájmu investorů byl dobře patrný v aukcích Ministerstva financí, které nicméně i přesto nabídlo trhu pouze naplánované omezené objemy, což cenám na sekundárním trhu dále pomohlo.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



***Zdroj**: Bloomberg*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISOVÉ TRHY

POLSKO

Polská výnosová křivka se v září moc nehýbala. Desetileté polské výnosy během září klesly o 6,5 bazického bodu na 1,3 %, dvouleté výnosy pak klesly o 4 bb na 0,08 %. Jediná část křivky, kde byly pohyby o něco výraznější, byla střední část, kde pětileté i sedmileté výnosy klesly o 13–14 bb na 0,6 resp. 1 %.

UKRAJINA

Vývoj ekonomických fundamentů na Ukrajině je i nadále silně ovlivňován koronavirovou 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 dosáhlo se tak uvolnění schválených prostředků ze strany MMF. Pro to bude dále zásadní posouzení protikorupčních opatření, jejichž tempo v poslední době výrazně ubralo z nastaveného reformního kurzu. Stejně tak se ukrajinským představitelům nedaří ubezpečit o nezávislosti centrální banky, v jejíž bankovní radě nadále probíhá výměna původních proreformních členů. Uvolnění financování ze strany MMF tak v letošním roce není vůbec jisté.

MĚNY

Kurz eura proti dolaru poté, co v červenci oslabil z 1,13 až na 1,19 a co během srpna jenom osciloval v úzkém pásmu ± 1 cent okolo hranice 1,19, se během září vydal na opatrné, pozvolné oslabování. Zatímco koncem srpna se euro proti dolaru obchodovalo na hranici 1,195, koncem září už na hranici o 2 centy nižší. Důvodem posílení dolaru bylo zhoršování se epidemické situace v Evropě.

Česká koruna během prvních dvou zářijových dekád pozvolna oslabovala, nedostala se však přes 26,75. V poslední dekádě však skokově oslabila až na 27,20, tj. na hodnoty, kde od dob jarní paniky nebyla. Důvodem nebyla žádná inflační ani jiná makroekonomická data, nýbrž zhoršující se epidemiologická situace, která počátkem října vyústila ke znovuzavedení nouzového stavu.

Podobně jako kurz české koruny se vyvíjel i kurz **zlotého oproti euru**. V prvních dvou dekádách byl sice kurz ještě stabilní (4,45), což bylo oproti konci srpna (4,40) jen malé oslabení. Poté se však kurz utrhl a zlotý se dostal až na 4,60. Konce měsíce se kurz vrátil o něco níž, ale hodnoty 4,55 jsme také naposledy viděli v dubnu. **Maďarský forint** si vedl ještě hůř, v poslední dekádě září dokonce kurz vyrovnal jarní historická minima (365 forintů za euro). Nepomohl mu zatím ani zásah centrální banky.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na jedné straně extrémní emisní aktivita vlády, která letos vytvoří zhruba 500miliardový deficit (a v příštím roce to bude o jen max. o 100 mld. lepší), a persistentně vysoká domácí inflace, na straně druhé pokles sazeb ČNB na nulu, extrémní uvolňování měnové politiky v eurozóně, domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity a komerční banky, které v čase koronavirové nejistoty preferují půjčovat státu před půjčkami obyvatelům či firmám. Potřeba státu financovat se na dluhopisovém trhu tak zůstane po delší dobu výrazně zvýšená. V českých poměrech to sice nemusí nutně 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 také zapomínat na přetrvávající vysoký (a v rámci CEE regionu i historicky výrazně nadprůměrný) podíl držby českých státních dluhopisů zahraničními investory (téměř 35 % celkového objemu), jež v případě zhoršení tržního sentimentu či vnímaného makroekonomického fundamentu ČR může vést k turbulencím na trhu a 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 málo očekávatelné je použití nekonvenčních nástrojů na další ekonomickou stimulaci, byť akcelerující druhá vlna pandemie toto riziko zvyšuje. 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. 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, dle našeho názoru postupně 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 posouvat vzhůru.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Podobný výhled platí i pro Polsko. I Polsko 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 nicméně výraznější růst polské křivky pravděpodobně tlumit.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Náš pohled na další vývoj cen ukrajinských aktiv je nyní spíše opatrný, přesto v celkovém globálním obrázku vnímáme ukrajinské reálné sazby jako jedny z nejatraktivnějších. Předpokládáme, že nedojde k přerušení spolupráce s MMF, další tranše současného finančního programu se nicméně pravděpodobně odsunou přes konec letošního roku. Rizikový apetit zahraničních investorů tak bude klíčový pro schopnost vlády ufinancovat letošní zvýšený rozpočtový schodek. Historicky nejnižší míra inflace umožnila centrální bance dále snížit úrokové sazby na 6 %, přičemž výhled na další vývoj cenové hladiny a nastavení měnově politických sazeb podporují obnovení ekonomického růstu a atraktivitu reálných sazeb i při očekávaném růstu míry inflace směrem ke konci letošního roku.

MĚNY

Vývoj kurzu eura proti dolaru byl v červenci překvapivý, v srpnu nudný, v září pak dle očekávání. Oslabení dolaru v červenci směrem k 1,20 bylo primárně taženo 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 toho očekáváme, že tendence ke slabšímu dolaru by měla v dalších měsících pokračovat.

Koruna je díky zářijovému 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 CZK/EUR v první polovině 2021. Ano, koruna bude i nadále zranitelná (přece jen, stále je v ní spousta zahraničních investorů), ale nemělo by se (už jenom proto, že se nejedná o takový šok, jako na jaře) ani v případě dalšího zhoršení situace opakovat jarní oslabení až na dohled 28 CZK/EUR. Koruna by se měla ještě do konce roku vrátit na mírně silnější úrovně, v roce 2021 pak dále posílit.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Zhoršená situace kolem koronaviru a absence berliček v podobě vyšších reálných sazeb však budou polskému zlotému bránit ve výraznějším posílení. Ze stávajících hodnot očekáváme do konce roku pouze návrat k hranici 4,40.

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), aby forint při zhoršení epidemiologické situace neztratil půdu pod nohami. Zásah centrální banky v podobě zvýšení depozitní sazby nejspíše bude stačit, aby forint dále neoslaboval, ale zda jej dokáže posílit, je nejisté. Makroekonomické oživení by však mělo forint vrátit aspoň pod 350 do konce roku.

AKCIOVÝ TRH

Situace ohledně nemoci covid-19 se za uplynulý měsíc celosvětově výrazně nezměnila, avšak v evropských zemích rostou počty nakažených. Akciové trhy v září, bez větších kurzotvorných zpráv uzavřely část dříve nabytých zisků. K tomuto kroku pravděpodobně vedly důvody jako blížící se volby amerického prezidenta, geopolitické problémy v různých místech světa, narůstající zadlužení vlád a korporací, nepredikovatelná situace ohledně vývoje nemoci covid-19 v zimních měsících a mnoho jiného. 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 následujících měsících tak očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, jako 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 nižším očekávaným průměrným ročním zhodnocením, včetně dividend, zhruba okolo 5 %. Nepříznivým faktorem pro akcie je negativní dynamika globálních korporátních zisků, jejichž meziroční pokles ke konci září činil 29 %. Nicméně klíčová je podle nás pokračující masivní podpora hlavních centrálních bank a vládních balíčků. Růst ziskových ukazatelů korporací by se měl výrazněji dostavit až v posledním čtvrtletí letošního roku.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

Zaostávání středoevropského regionu a atraktivní hodnotové ukazatele pravděpodobně povedou k dobré výkonnosti v horizontu jednoho roku. Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu nyní vidíme především u slovinských a českých akcií. Silné propady způsobené šířením COVID 19 dle nás ve střednědobém horizontu poskytují zajímavé investiční příležitosti. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (pro rok 2020 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 obsaženy. 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