

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH



AKCIOVÉ INDEXY

USA – S&P 500	5,51 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-1,11 %
Japonsko – Nikkei 225	-2,59 %
MSCI Emer. Mark.	8,42 %
ČR – PX	-3,85 %
Polsko – WIG30	1,81 %
Maďarsko – BUX	-3,14 %

DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays

USA	1,14 %
Evropa	1,05 %
ČR	-0,44 %
Polsko	0,47 %
Maďarsko	0,36 %
Turecko*	-3,65 %

* BofA Merrill Lynch index

MĚNY (pokles = posílení)

USD/EUR	4,84 %
CZK/USD	-6,13 %
CZK/EUR	-1,57 %
PLN/EUR	-0,68 %
HUF/EUR	-2,93 %
TRY/EUR	6,64 %

KOMODITY

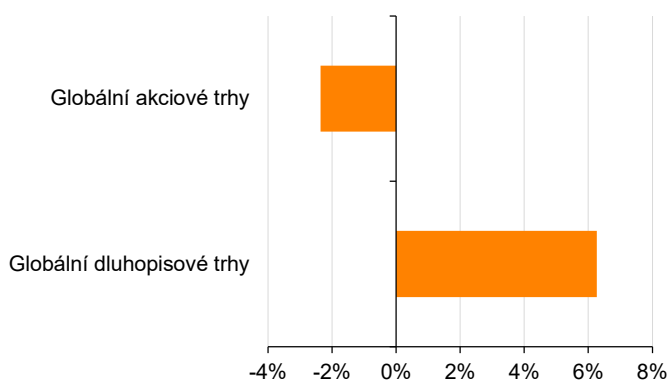
Ropa Brent	5,22 %
Zemní plyn	2,74 %
Sil. elektřina	-6,06 %
Zlato	9,01 %
Stříbro	30,61 %
Měď	6,89 %

ČERVENEC V KOSTCE

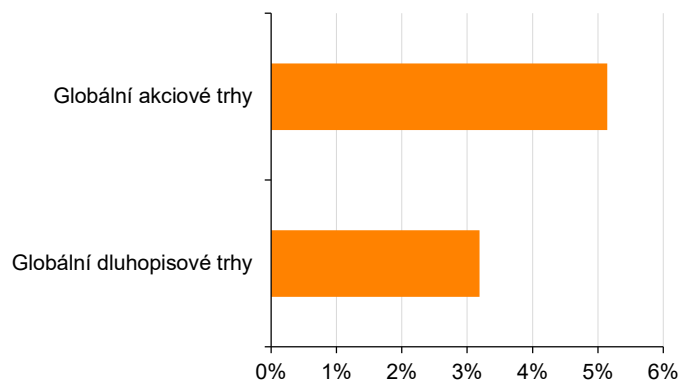
RYCHLÉ SHRNTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Přestože to minimálně v USA momentálně vypadá na druhou velkou vlnu pandemie koronaviru a dynamika globálního ekonomického oživení na začátku třetího kvartálu zpomaluje, na globálních finančních tržích se udržela velice pozitivní nálada. Hlavní příčinou jsou pravděpodobně pokračující masivní monetární stimuly klíčových centrálních bank v čele s americkým Fedem a Evropskou centrální bankou. Ve výsledku nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal zhodnocení 5,1 %. Přitom od začátku roku tento index ztrácí již pouze 2,4 %. Výrazně se dařilo také globálním dluhopisovým trhům, jejichž nejširší index Bloomberg Barclays zaznamenal zhodnocení 3,2 %. Od začátku roku přitom globální dluhopisové trhy připsují zhodnocení již 6,3 %.

Výkonnost od začátku roku



Výkonnost v červenci



HLAVNÍ UDÁLOSTI

- Evropská komise v nové makroekonomické prognóze snížila výhled na dynamiku HDP Evropské unie. Zatímco v květnové prognóze očekávala pokles HDP v letošním roce o 7,4 %, v aktuální, červencové prognóze už očekává propad o 8,3 %. Zároveň byl snížen odhad růstu v příštím roce z 6,1 % na 5,8 %.
- Evropská centrální banka zasedala 16. července a nastavení měnové politiky žádným způsobem nezměnila, tedy ani úrokové sazby, ani stimulační program nákupů aktiv (kvantitativní uvolňování).
- Evropská unie schválila 21. července fond obnovy ve výši 750 miliard eur, přičemž 390 miliard eur budou činit dotace zemím více postiženým pandemií koronaviru. Evropští státníci jednali celé čtyři dny, takže to byl druhý nejdelší summit v historii Evropské unie.
- Americká centrální banka Fed zasedala 29. července. Podle očekávání jsme se žádné změny nastavení americké měnové politiky nedočkali. Fed uznal, že boj s pandemií koronaviru bude trvat ještě velice dlouho a že ekonomický výhled je extrémně nejistý. Postoj americké centrální banky se tak zdá být ještě více holubičí než na minulém zasedání. Klíčová úroková sazba fed funds rate se udržela v pásmu 0–0,25 % a nastavení programu nákupů aktiv, kvantitativní uvolňování, se také nezměnilo.
- Ekonomika USA ve druhém čtvrtletí poklesla o 9,5 % mezikvartálně a jednalo se tak o největší pokles americké ekonomiky od 2. světové války. Ekonomika eurozóny poklesla o 12,1 % mezikvartálně. Německá ekonomika poklesla o 10,1 % mezikvartálně a jednalo se tak, stejně jako v případě eurozóny, o největší propad největší evropské ekonomiky v historii.
- Česká ekonomika ve druhém čtvrtletí letošního roku poklesla mezikvartálně o 8,4 %, meziroční pokles pak dosáhl 10,7 %.

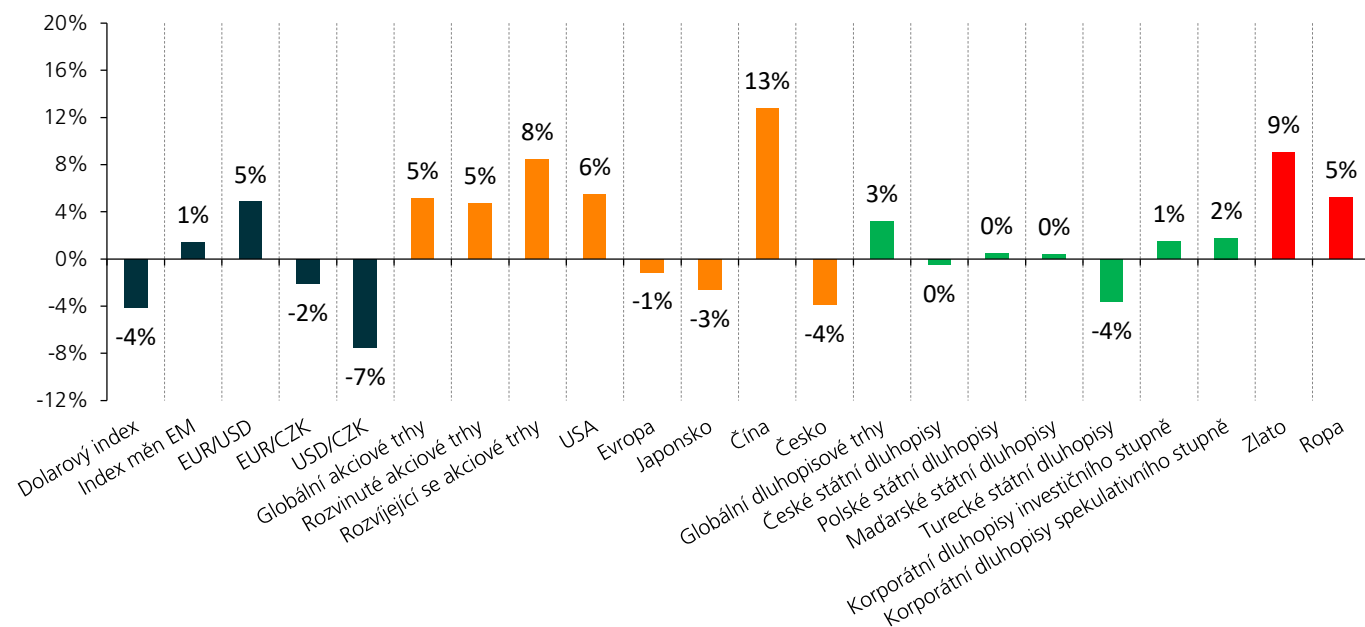
ČERVENEC V KOSTCE

HLAVNÍ UDÁLOSTI

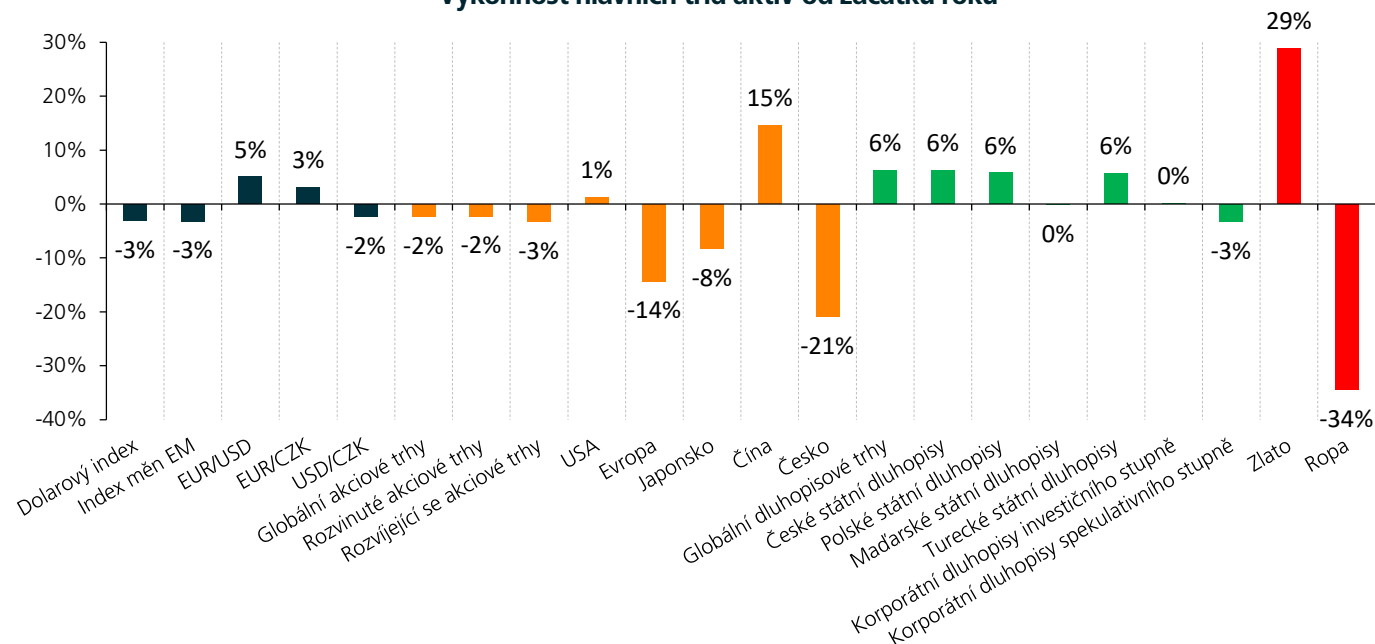
- Červnová inflace v Česku zrychlila z květnových 2,9 % na 3,3 % a skončila tak nad odhadem trhu i ČNB ve výši 2,9 %. Hlavní příčinou zrychlení inflace byly vyšší ceny tabákových výrobků a alkoholu. Překvapivě příliš nezpomalují ani ceny služeb. Naopak ceny potravin v červnu mírně poklesly. Inflace tak prozatím nezpomaluje a obavy z deflace, které by mohly ČNB přivést k více nestandardním nástrojům měnové politiky, jsou tedy prozatím předčasné.
- Cena zlata dosáhla nového historického rekordu. Za červenec posílila o 9,0 % na úroveň 1 963 dolarů za trojskou unci. Od začátku roku je přitom zlato silnější již o 28,9 %. Důvodem je extrémně nejistý globální makroekonomický výhled a nastavení měnové politiky klíčových centrálních bank v podobě prakticky nulových úrokových sazeb a masivního tiskění peněz ve formě programů nákupů aktiv, respektive kvantitativního uvolňování.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

Výkonnost hlavních tříd aktiv v červenci



Výkonnost hlavních tříd aktiv od začátku roku



ČERVENEC V KOSTCE

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Dolar v červenci poměrně výrazně oslabil v důsledku evidentní druhé vlny pandemie koronaviru v USA a s tím související výhled na dlouhé pokračování extrémně uvolněné měnové politiky Fedu, která bude na relativní bázi o to více znevýhodňovat dolarová aktiva. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, oslabil o 4,2 % a je momentálně na nejslabší úrovni za poslední dva roky. Vůči euru dolar oslabil o 4,8 % na úroveň 1,178 dolaru za euro. Také měny rozvíjejících se ekonomik vůči dolaru logicky posílily, když jejich index vůči dolaru vzrostl o 1,4 % na nejsilnější úroveň od letošního března.
- Koruna měla opět tendenci posilovat. Vůči euru posílila o 2,1 % na úroveň 26,18 CZK/EUR a vůči dolaru o 7,5 % na úroveň 22,09 CZK/USD.
- Nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal zhodnocení 5,1 %. Z regionálního pohledu se opět více dařilo akciím rozvíjejících se ekonomik, jejichž index MSCI Emerging Markets posílil o 8,4 %. Akcie rozvinutých ekonomik dle indexu MSCI World posílily výrazně méně, o 4,7 %.
- Největší zisky zaznamenaly akcie v Číně (CSI 300 +12,8), Brazílii (Bovespa +8,3 %) a Indii (Sensex +7,7 %). Naopak největší ztráty zaznamenaly akcie v Rakousku (ATX -5,5 %), Španělsku (IBEX 30 -4,9 %) a Velké Británii (FTSE 100 -4,4 %).
- Pražská burza dle indexu PX připsala ztrátu 3,8 % a index PX měsíc zakončil na úrovni 883 bodů.
- Globální dluhopisové trhy také pokračovaly ve velice silném růstu. Globální dluhopisový index Bloomberg Barclays připsal zhodnocení 3,2 %, přičemž průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg dosáhl nového historického minima 0,82 %.
- Globální index vládních dluhopisů posílil o 3,3 %. Velmi dobrou výkonnost opět zaznamenaly korporátní dluhopisy. Globální index korporátních dluhopisů investičního stupně připsal zisk 4,2 % a globální index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) připsal zisk 4,5 %.
- Index korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v euru vzrostl o 1,5 % a index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) denominovaných v euru připsal zhodnocení ve výši 1,8 %.
- Českým vládním dluhopisům se opět příliš nedařilo, když jejich index poklesl o 0,4 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s krátkou, dvouletou splatností vzrostl o 0,04 % na úroveň 0,11 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s dlouhou, desetiletou splatností vzrostl o 0,12 % na úroveň 0,94 %. Česká výnosová křivka tak dále mírně zvýšila svůj sklon.
- Polské vládní dluhopisy posílily o 0,5 % a maďarské vládní dluhopisy posílily o 0,4 %. Naopak turecké vládní dluhopisy oslabily o 3,6 %.
- Globální komoditní index S&P GSCI posílil o 3,8 %. Cena ropy Brent pokračovala v růstu, tentokrát o 5,2 % na úroveň 43 dolarů za barel. Cena zlata dále vzrostla o 9,0 % na nový historický rekord 1 963 dolarů za trojskou uncii.
- Index volatility VIX poklesl o 19,6 % na 24,5 bodu.

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu července realizovali část akciových zisků, čímž jsme nadváženi globální akciové složky o třetinu snížili. Získanou hotovost jsme zainvestovali do dluhopisové složky.
- Celkově tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) i nadále nadváženi v akciích a naopak podváženi v dluhopisech a alternativních investicích.
- 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
	+	-	-
	nadvážení	podvážení	podvážení

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

ČERVENEC V KOSTCE

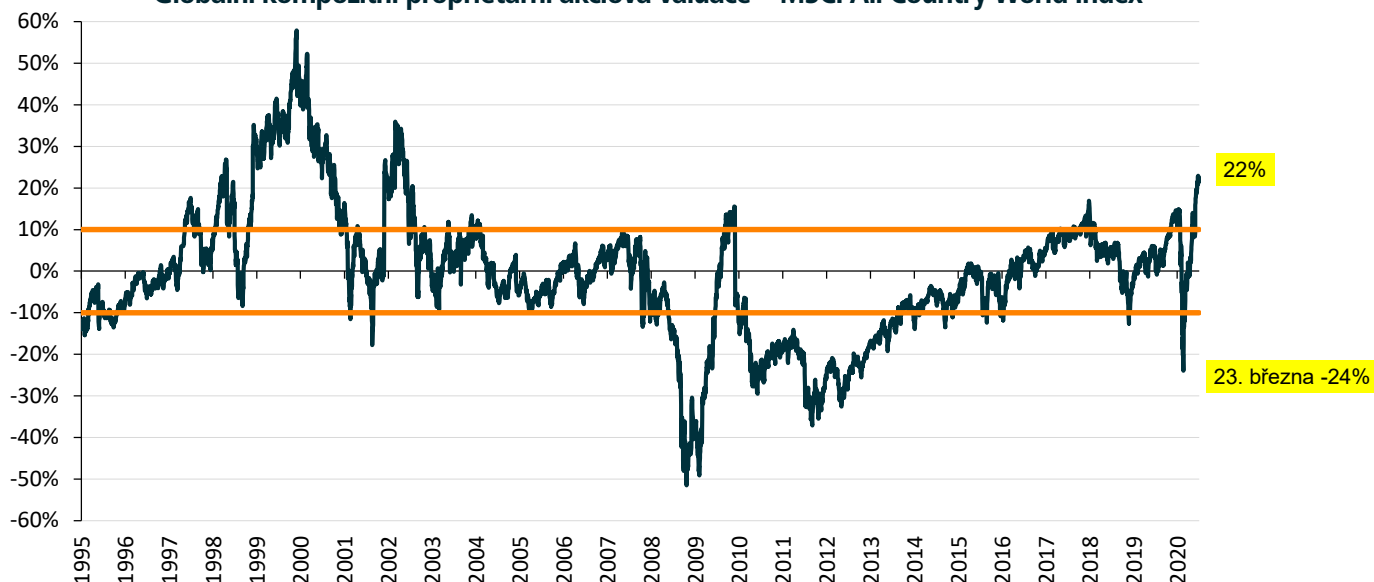
CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- U českých vládních dluhopisů i nadále udržujeme defenzivní nastavení u úrokového rizika prostřednictvím podvážené durace, tzn. že oproti benchmarkům udržujeme průměrnou splatnost dluhopisů kratší.

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 od začátku roku přibližně v 2% minusu, bude poměrně složité dosáhnout za celý rok výrazně kladného akciového zhodnocení.
- Globální ekonomika se momentálně nachází v nejhlubší recesi od 2. světové války. Dle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu by měl globální HDP v letošním roce poklesnout o 5 %, což je násobně více než 1% pokles při globální finanční krizi v roce 2009. Globální makroekonomický obrazek se navíc v průběhu července mírně zhoršil, neboť minimálně v USA to vypadá na druhou velkou vlnu pandemie koronaviru. Přitom ani v Evropě není situace úplně růžová. Postupné otevírání ekonomik proto zpomaluje a ekonomické oživení bude v právě probíhajícím třetím kvartálu 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 zásadním způsobem pomohly.
- Co se globálního akciového výhledu týče, po silném růstu z posledních čtyř měsíců se akciové valuace dostaly výrazně výše na úroveň, které jsme neviděli od roku 2002 a které pro střednědobý horizont příštích pěti let momentálně 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 července činil 23 %. Nicméně klíčová je podle nás pokračující masivní podpora hlavních centrálních bank. Globální peněžní zásoba roste enormně rychlým tempem a tato nová likvidita musí být někde alokována. A budou to podle našeho názoru primárně právě akcie, které budou z této monetární podpory i nadále těžit.

Globální kompozitní proprietární akciová valuace – MSCI All Country World Index



Zdroj: Bloomberg, Conseq

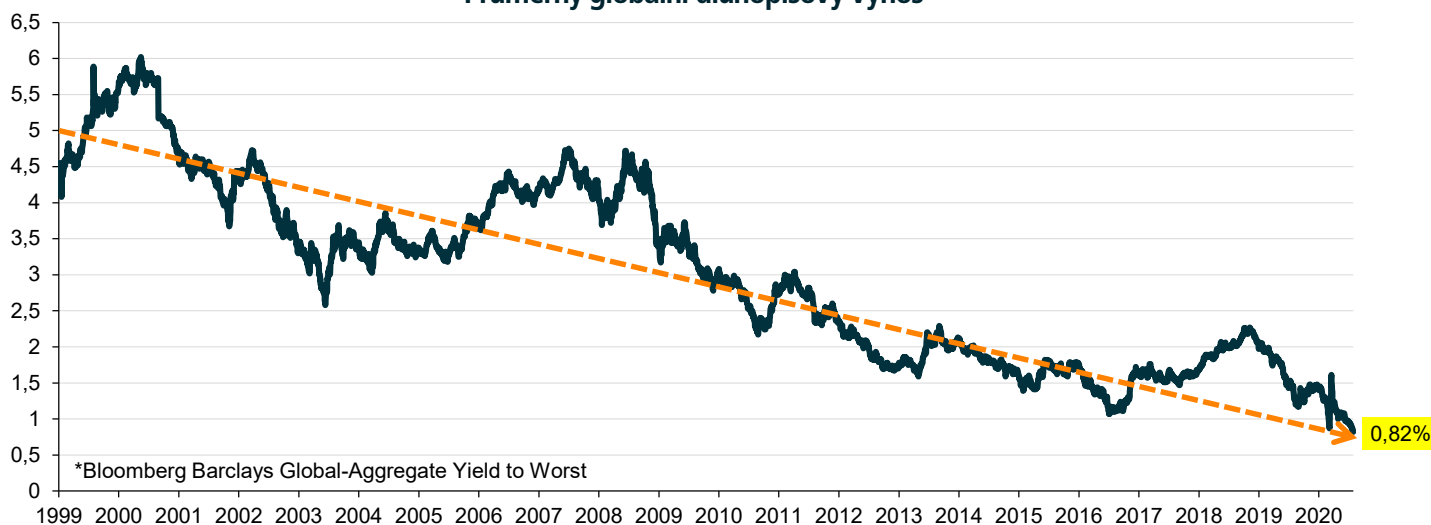
- Pokud jde o dluhopisy, ty jsou momentálně jako globální třída aktiv nejdražší v historii, když se průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg v červenci dostal na nové historické minimum 0,82 %. Průměrný reálný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti, tedy očištěný 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.

ČERVENEC V KOSTCE

JAKÝ JE NÁŠ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Naopak korporátní dluhopisy jsou podle našeho názoru po předchozím silném propadu ještě stále poměrně atraktivní, což ostatně dobře ilustrují kreditní marže, jež se i nadále pohybují poměrně výrazně nad úrovní dlouhodobých minim z přelomu roku. Například index kreditních marží (CDS) eurových korporátních dluhopisů s neinvestičním ratingem (high-yield) na konci července činil 376 bazických bodů, přičemž ještě na přelomu roku se pohyboval kolem úrovně 200 bazických bodů. Kreditní marže tak i nadále mají prostor pro další utahování.
- V každém případě musíme i nadále počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržních cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi.

Průměrný globální dluhopisový výnos



Zdroj: Bloomberg, Conseq

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika Evropské měnové unie zaznamenala ve druhém čtvrtletí nejhorší výsledek ve své historii. Měkké indikátory se zlepšují, což ale bylo vzhledem k březnu a dubnu jisté. Co je nejisté, je rychlost normalizace a vývoj epidemiologické situace.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se ve druhém čtvrtletí dle prvních dat propadla mezičtvrtletně o 12,1 %, což byl s přehledem její historicky vůbec nejhorší výsledek (a horší výsledek než v USA). Důvodem samozřejmě byly koronavirové uzávěrky ekonomik, které si vybraly daň na agregátní poptávce. Struktura poklesu sice zatím zveřejněna nebyla, ale francouzská data (-13,8 % q/q), která jsou jako obvykle dostupná jako první i se strukturou, naznačují, co čekat za eurozónu jako celek. Poptávka domácností ve Francii klesla o 11 % q/q, fixní investice o 17,8 %, vývoz o 25,5 %, dovoz o 17,3 %. Z velkých ekonomik se Francii nevedlo nejhůře – toto „prvenství“ patří Španělsku (-18,5 % q/q). Lépe než Francie si překvapivě vedla Itálie (-12,4 %) a – což už takové překvapení nebylo – Německo (-10,1 %).

Tvrdá měsíční data, která byla v EMU zveřejněna v průběhu července, se týkala ještě druhého čtvrtletí, což z nich ve světle dostupnosti dat o HDP činí nyní jen málo zajímavý údaj. **Maloobchodní tržby po březnovém poklesu o 10,6 % m/m a dubnovém poklesu o dalších 12,1 % v květnu vzrostly o 17,8 %.** Meziroční tempo poklesu tak z dubnových 19,6 % r/r zvolnilo na -5,1 % r/r. Data ze Španělska, které jako první zveřejnilo údaje o maloobchodních tržbách už i za červen, ukazují, že se tržby ve Španělsku ani v červnu nevrátily do kladných čísel. Jejich pokles však dosáhl jen 4,7 % r/r, což vzhledem k tomu, že ve Španělsku společně s Itálií byla situace z velkých zemí eurozóny v březnu a dubnu nejkritičtější, dává naději, že jako celek se maloobchod EMU v červnu vrátil k nule. Vzhledem k tomu, že v květnu ve Španělsku tržby klesaly o 18,9 % (za celou EMU přitom jen o 5,1 %), je dokonce možné, že se tržby za celou eurozónu v červnu vrátily do červených růstových čísel. **Průmyslová produkce po poklesu o 11,8 % m/m v březnu a o 18,2 % v dubnu vzrostla v květnu o 12,4 %;** tempo jejího meziročního poklesu tak zvolnilo z dubnových 30,4 % na květnových 22,1 %. Nejhlubší propad byl v květnu ve Španělsku (-26,6 %), všechny velké ekonomiky však zaznamenaly poklesy v úzkém rozmezí od 21,7 % (Itálie) do 26,6 % (Španělsko).

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

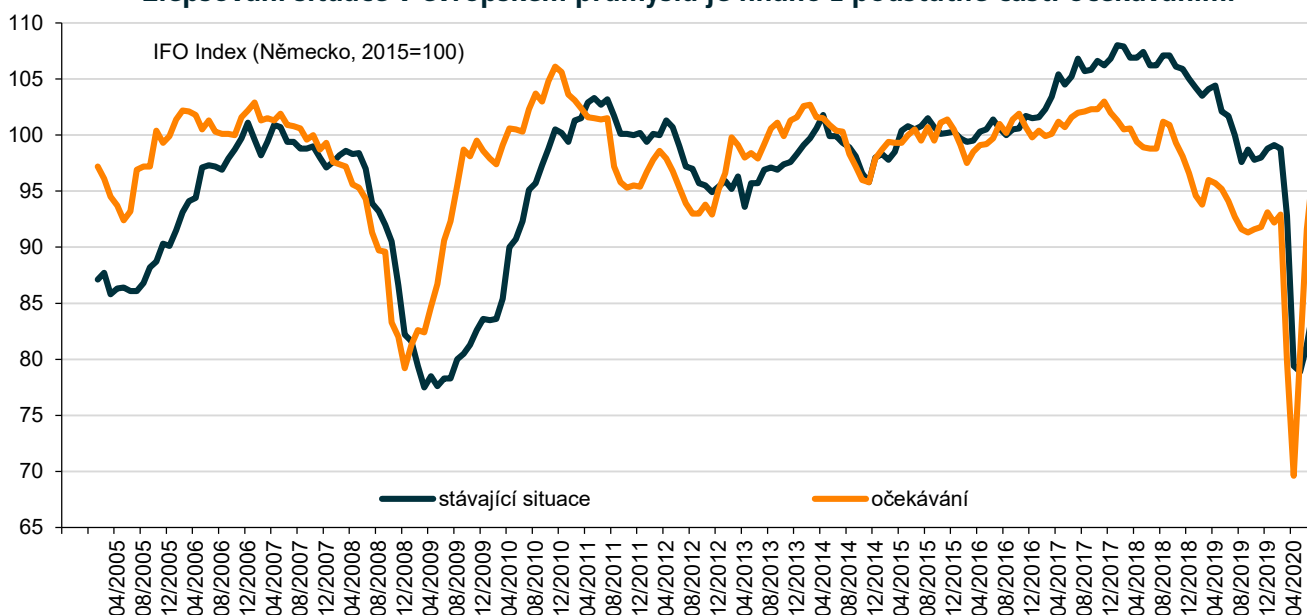
Předstihové indikátory sice pro červen až červenec ukazují na další zlepšení průmyslu, ale těžko říct, jak velké – podstatná část zlepšení předstihových průmyslových indikátorů je totiž důsledkem hlavně lepších očekávání ohledně budoucího vývoje (což je vzhledem k tomu, jaká byla situace v březnu a dubnu, a vzhledem k otevírání ekonomik přirozené). Důvěra v průmyslu se dle Evropské komise sice v červnu dále zlepšila (z květnových $-27,5$ na červnových $-21,7$ bodu), ale stále je výrazně pod dlouhodobým průměrem a na hodnotách, které se obvykle pojí s výraznými hospodářskými poklesy. **Německý index IFO** vzrostl z dubnového dna $74,3$ bodu přes květen ($79,7$) a červen ($86,3$) na červencových $90,5$ bodu, což je nejvíce od února letošního roku. Hodnocení současné situace se však od dubna ($79,4$) zlepšilo mnohem méně (červenec: $84,5$) než očekávání (duben $69,6$, červenec 97 , nejvíce od listopadu 2018). Prozatím je tak skoro celé zlepšení indexu IFO hnané jen očekáváním, že budoucnost bude lepší. **PMI v průmyslu** se dle prvních dat v červenci vrátil nad hranici 50 bodů (54 vs. červen 2020 na $48,9$), vzrostla totiž jak produkce, tak objednávky (ty dokonce nejvíce od října 2018). Pokračoval však výrazný pokles zaměstnanosti, její suindex dosáhl (s výjimkou března, dubna a května) nejhorší hodnoty od roku 2009. I v rámci průmyslového PMI tak bylo podstatným faktorem jeho růstu zlepšení očekávání ohledně budoucnosti, které se dostalo na pětiměsíční maximum (vzhledem ke konstrukci indexu jakožto difuzního indexu se však nic jiného ani čekat nedalo). Vzhledem k předchozím poklesům by však PMI musel nyní být kolem 70 (a ve službách ještě výše), aby se dal očekávat rychlý „návrat do února“.

Sezonně očistěná **nezaměstnanost** v květnu dosáhla jen $7,4$ %, což bylo pro pozorovatele znovu překvapením, jelikož očekávali výraznější růst. Míra nezaměstnanosti v Itálii poskočila (s tím, jak se vrátil na trh práce nemalý počet uchazečů o zaměstnání), ve Francii ($8,7$ % v květnu, $8,1$ % v červnu) i ve Španělsku ($14,6$ % vs. $14,5$ %) však překvapivě poklesla. Je dost dobře možné, že to, co jsme viděli předchozí dva měsíce v Itálii (pokles nezaměstnanosti hnaný poklesem počtu lidí, kteří přestali práci aktivně hledat), se odehrává nyní ve Francii.

Celková inflace zůstává nízká. V červenci dle prvních dat vzrostla kvůli menšímu poklesu cen energií ($-8,3$ % r/r vs. $-9,3$ % v červnu) a kvůli výraznému meziročnímu růstu cen průmyslového zboží ($1,7$ % vs. $0,2$ % v červnu) i navzdory poklesu cen služeb (červen: $1,2$ %, červenec: $0,9$ %) na $0,4$ %. Jádřová inflace se také zvedla, z $0,8$ % v červnu na $1,2$ % v červenci. Efekt růstu cen průmyslového zboží je však skoro jistě jen přechodný a souvisí s posunem sezonních výprodejů kvůli pandemii.

Evropská centrální banka zasedala 16. července a dle očekávání neudělala nic, co by stálo za zmínku. Všechna opatření, která zavedla mezi březnem a červnem, samozřejmě zůstávají v platnosti, žádné nové kroky však ECB již neučinila. Což je pochopitelné: už toho moc dalšího ani udělat nemůže.

Zlepšování situace v evropském průmyslu je hnáno z podstatné části očekáváním



Zdroj: <https://www.ifo.de/sites/default/files/secure/timeseries/gsk-e-202007.xlsx>

HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Pokles ekonomiky byl ve druhém čtvrtletí dle očekávání bezprecedentní, měkké indikátory (i maloobchodní tržby) ale ukazují, že se ekonomika nad očekávání dobře zvedá.

Česká ekonomika ve druhém čtvrtletí poklesla dle prvních dat o 8,4 % q/q (tj. o 10,7 % r/r), což byl lepší výsledek než nejlepší výsledek mezi velkými ekonomikami EMU (Německo). Bylo to také lepší než očekávání analytiků a také lepší než to, co naznačovala měsíční data. Důvodem propadu byla samozřejmě uzavírka ekonomiky. Struktura růstu prozatím zveřejněna nebyla, ale ČSÚ řekl, že „negativní meziroční vývoj HDP byl způsoben především výrazným poklesem zahraniční poptávky, dále pak nižší spotřebou domácností i investiční aktivitou“, a dodal, že „k poklesu hrubé přidané hodnoty (HPH) došlo téměř ve všech odvětvích národního hospodářství“. Nic jiného se čekat ani nedalo. Kumulativní pokles v prvním pololetí tak činí cca 12 %.

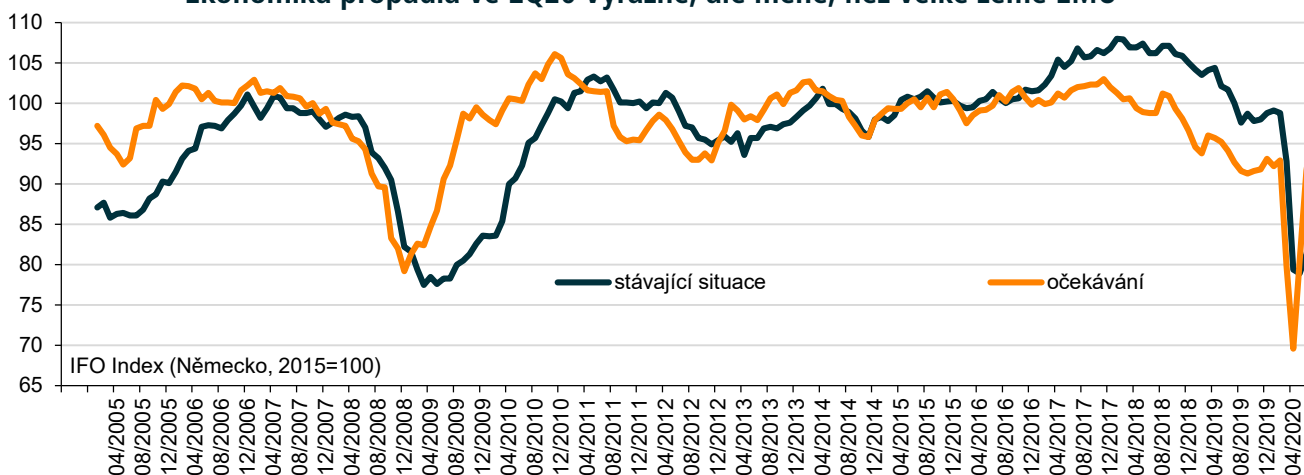
Měsíčně zveřejňovaná „tvrdá“ data publikovaná během července se týkala poloviny druhého čtvrtletí. **Průmyslová produkce během března a dubna poklesla o cca 34 % m/m**, v květnu přidala necelých 14 % m/m, což znamená, že meziročně byla produkce v květnu nižší zhruba o čtvrtinu. Celkové **maloobchodní tržby** zmírnily pokles, který v dubnu dosahoval 20 % r/r, na květnových –8,8 % r/r. Nejvýrazněji se propadají tržby za auta (–35 %) a paliva (–9,2 %). Tržbám se relativně daří hlavně díky fiskální podpoře vlády, jejíž stinnou stránkou však je bezprecedentní deficit rozpočtu.

Měkké indikátory ukazují na pokračující stabilizaci situace. **PMI ve zpracovatelském průmyslu** poklesl v dubnu na 35,1 bodu (nejméně od května 2009, kdy PMI dosáhl 40,5 bodu), v květnu pak mírně narostl (39,6 bodu) a **v červnu dosáhl 44,9 bodu**. To stále signalizuje pokles průmyslové produkce, ale menším tempem než počátkem druhého čtvrtletí. Zlepšení PMI v červnu však bylo primárně důsledkem menšího propadu skutečné produkce a prvního pounorového růstu důvěry firem, nové zakázky přitom stále prudce klesají. To indikuje, že firmy dodělávají minulé objednávky a věří v lepší budoucnost, nové objednávky se však nehrnou. **Spotřebitelská i podnikatelská důvěra** měřená ČSÚ se v červenci dále zlepšily: v případě spotřebitelů z červnových –13 na –10,5 bodu, v případě firem z –16,1 na –3,7 bodu. V obou případech se sice jedná o historicky nadále výrazně podprůměrné hodnoty, ale trend zlepšování je evidentní.

Celková inflace v červnu zastavila sestupný trend předcházejících 3 měsíců, když koncem druhého čtvrtletí poskočila z květnových 2,9 % na 3,3 %. Měnověpolitická inflace vzrostla také o 0,3 p. b. na 3,3 %, poptávková inflace pak dokonce na 3,5 %. Strukturálně se na akceleraci růstu podílel hlavně segment alkoholu a tabáku – kdybychom vyloučili tento oddíl, dosáhla by meziroční inflace jen 2,7 %. A i to by byl z poloviny důsledek cen v sektoru bydlení. Na inflaci se tak, ostatně jako v minulých měsících, podílejí jenom tři složky – alkohol, bydlení a jídlo.

ČNB během července nezasedala (další zasedání, na němž bude zveřejněna i nová prognóza, je plánováno na 6. srpna). Na svém zasedání 24. června ponechala všechny sazby beze změny, tj. dvoutýdenní repo sazbu na 0,25 %, diskontní sazbu na 0,05 % a lombardní sazbu na 1 %. Nebylo se čemu divit. Inflace zůstává překvapivě vysoko, další opatření ČNB prováděná jinde ve světě (třeba odkupy aktiv) nedávají v našich podmínkách moc smysl. Navíc, jak se píše ve stanovisku po zasedání, „rizika aktuální prognózy inflace na horizontu měnové politiky vyhodnotila BR ČNB jako zhruba vyrovnaná. Zatímco aktuální vývoj kurzu koruny může působit oproti prognóze protiinflačně, může být na druhou stranu stabilizační vliv rozpočtové politiky výraznější“.

Ekonomika propadla ve 2Q20 výrazně, ale méně, než velké země EMU



Zdroj: WWW.CZSO.CZ

HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Polsko se určitě ve druhém čtvrtletí výrazně propadlo, a tudíž nezopakovalo výborný výkon z prvního čtvrtletí, ale z měsíčních dat se zdá se, že pokles byl o něco menší, než třeba v České republice. Konzistentní s tím je i vývoj inflace, která je ve své jádrové složce nejméně za 18 let.

Polsko data o rozsahu poklesu HDP ve druhém čtvrtletí prozatím nezveřejnilo, nelze však očekávat, že když se tak 14.8. stane, že se propadu vyhne. Nemusí být však nutně tak velký jako u nás.

Z měsíčních dat zveřejněných v červenci je evidentní, že ekonomika vlivem opatření proti šíření koronaviru trpěla (a že dobré první čtvrtletí vůbec neznamená, že se koronavirová krize Polska nedotkla), ale rozsah poklesu, který se odráží v měsíčních datech, se zdá být o něco menší než u nás. **Průmyslová produkce** totiž poté, co během března a dubna klesla o zhruba 29 %, vzrostla v květnu o 13 % a v červnu o skoro 10 %, meziročně se tak dostala na pokles jen o 5,2 %. PMI se v červnu vrátil na dohled 50 (47,2 bodu), ale interpretace červnového vývoje indexu PMI je, podobně jako v ČR, nejasná: na jedné straně pokračoval pokles nových objednávek, na druhé straně však i růst optimismu ohledně dalších 12 měsíců.

Maloobchodní tržby zaznamenaly v březnu a v dubnu dramatickou deceleraci způsobenou uzavřením prodejen, v květnu a červnu se však situace rychle zlepšila. Zatímco ještě v únoru rostly tržby v reálném vyjádření o skoro 10 % r/r, v březnu meziročně ztratily 7 %, v dubnu dokonce 22,6 %. V květnu se 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.

Fundamenty podporující poptávku domácností se však i koncem druhého čtvrtletí zhoršovaly, což naznačuje, že i po kompletním znovuotevření ekonomiky, a zejména po vyprchání vládních programů pomoci nemusí poptávka domácností růst tak jako třeba ještě v únoru. Zatímco ještě koncem prvního čtvrtletí přidaly **mzdy** meziročně 6,3 %, ve druhém čtvrtletí už jen 2,2 % r/r. Ochladuje totiž trh práce, což je vidět i na míře nezaměstnanosti – **míra nezaměstnanosti** po sezonním očištění se v červnu dostala na 6,4 % a je tak nejméně od ledna 2018.

Inflace v červnu vzrostla (z 2,9 % v květnu, nejnižší od listopadu 2019, na 3,3 %) a na sever kvůli růstu cen služeb zaměřila i jádrová inflace: ta byla v březnu a dubnu na 3,6 %, v květnu poskočila na 3,8 %, v červnu dokonce na 4,1 %, tj. na nejvyšší hodnotu od února 2002. Dle prvních dat za červenec, zveřejněných v poslední červencový den, došlo na úrovni celkové inflace k poklesu na 3,1 % (jádrová složka zatím nebyla zveřejněna).

Měnový výbor centrální banky (MPC) se, podobně jako bankovní rada ČNB, již dříve dostal se sazbami na nulu: koncem května snížil sazby o 0,4 p. b., což společně se snížením o 100 b. b. během dubna a března znamenalo, že se sazby dostaly na 0,1 %. To je polské historické minimum a také nejnižší sazba v CEE3 regionu. Již v březnu zavedla centrální banka také další nekonvenční opatření spočívající v repo operacích, odkoupech vládních dluhopisů na sekundárním trhu a v refinančních facilitách podobných těm, které již léta provádí ECB (TLTRO), v dubnu pak rozšířila akceptované instrumenty pro druhý ze zmíněných programů o všechny státem garantované instrumenty, jakož i o SPP. Ve světle těchto opatření a stále vysoké inflace tak nepřekvapí, že **na posledních dvou zasedáních 16. června a 14. července se s nastavením měnové politiky nic nestalo**. Jediné, co stojí z červencového zasedání za zmínku, je výrazně přehodnocená nová prognóza. Pro letošek tak MPC očekává pokles ekonomiky o 5,7 %, v roce 2021 pak její růst o 4,4 %. Inflaci také čeká výrazné zpomalení, a to na 1,3 % v roce 2021 a 1,8 % v roce 2022.

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika ve druhém čtvrtletí propadla, rozsah je však z měsíčních dat nelehké dovodit. Jádrová inflace je skoro na 3 %, centrální banka dále uvolňuje politiku a začíná řídit výnosovou křivku.

Maďarsko, podobně jako Polsko, prozatím výsledky za druhé čtvrtletí nezveřejnilo. Z měsíčních dat je však jasné, že druhé čtvrtletí bylo mnohem slabší než čtvrtletí první, v němž maďarská ekonomika, shodně s ekonomikou Polska, poklesla jen o 0,4 % q/q. **Maloobchodní tržby** poklesly v dubnu po březnovém kladném 6% růstu meziročně o 9,5 %, v květnu však už pouze o 3,1 %. **Květnové zlepšení bylo překvapivé i proto, že trh práce, ačkoliv z hlediska historie nadále ve výborném stavu, se začal zhoršovat: míra nezaměstnanosti** se ve druhém čtvrtletí dále zvedla, svou průměrnou hodnotou 4,7 % se tak dostala na úroveň, kde byla naposledy ve třetím čtvrtletí 2016. Pokračovalo však vysoké tempo **růstu mezd**. V minulých měsících jsme sice pozorovali mírné zpomalení (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. S růstem nezaměstnanosti by ovšem růst mezd měl ke konci letošního roku konvergovat k nule.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Průmyslová produkce klesá již od března a vzhledem k výrazné váze, kterou v maďarském průmyslu mají automobily, nepřekvapí, že se zde ve srovnání s maloobchodem situace zlepšuje pomaleji. V dubnu totiž průmyslová produkce poklesla o 36,6 %, v květnu se díky meziměsíčnímu růstu o 15,6 % zmírnilo tempo meziročního poklesu na 27,7 %. Vzhledem k vývoji indexu PMI, který v červnu 2020 dosáhl 47 bodů (vs. červnových 40,3 bodu), však není vyloučeno, že se situace v průmyslu koncem 2. čtvrtletí dále zlepšila. Jisté to však není, neb i v Maďarsku, jako jinde v regionu, je v rozporu vývoj subindexu nových objednávek (které klesají) s vývojem subindexu očekávání (která naopak rostou, a tak tlačí PMI nahoru).

Inflace v červnu 2020 oproti květnu, podobně jako v Polsku, poskočila, a to o výrazných 0,7 procentního bodu. Dostala se tak na 2,9 %, což je nejvýše od března 2020. Důvodem růstu bylo zvolnění meziročního poklesu cen energií – ty byly v květnu meziročně o více než pětinu nižší, v červnu už „jenom“ o 11,6 %. Důležitější však je to, že poptávková inflace zůstala lehce pod 3 % (květen 2,8 %, červen 2,9 %), tj. stále nejnižší od srpna minulého roku. Vzhledem k růstu nezaměstnanosti a očekávanému zpomalení růstu mezd lze čekat její další zpomalení, jemuž však částečně brání meziročně stále výrazně slabší (byť oproti březnu a dubnu již silnější) forint.

Centrální banka poté, co v červnu překvapivě snížila repo sazbu, učinila stejný krok i na svém zasedání 21. července. Tentokrát to, že repo sazba klesla o dalších 0,15 p. b. na 0,6 %, nebylo až takovým překvapením, protože to, že se tak může stát, v červnu nevyloučil viceguvernér Virág. Centrální banka také de facto začala řídit křivku, ne nepodobně tomu, co již drahnou dobu provádí Bank of Japan. Na červencovém zasedání totiž maďarská centrální banka ohlásila záměr „v limitovaných objemech“ začít nakupovat velmi dlouhé dluhopisy (s maturitou 15 let a více) a úmysl „přesunout“ část programů zaměřených na ovlivnění úrovní výnosů na kratších splatnostech směrem k programům mířícím na výnosy dlouhé. První tender na odkup dlouhých dluhopisů (2038/A a 2041/A) proběhl koncem července.

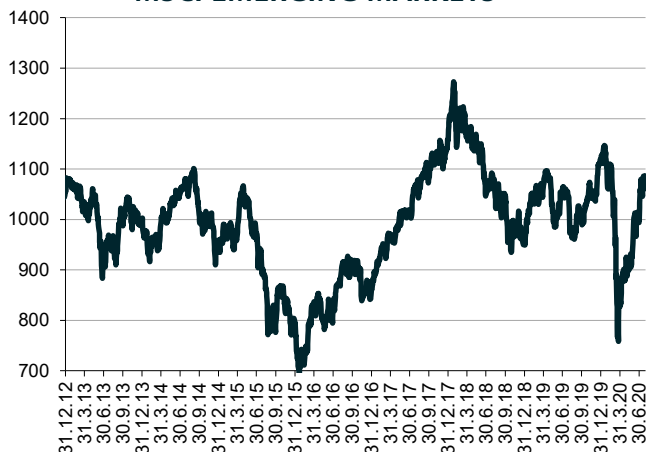
ROPA

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 květnu stabilizovala. Barel WTI se vrátil do kladných hodnot, a to v kombinaci vyšší poptávky z Číny (znovuotevření čínské ekonomiky), uzavírání těžebních kapacit v USA a smíru v konfliktu mezi Ruskem a Saúdskou Arábií. V červnu a červenci bylo obchodování klidné. V červnu se barel ropy držel mezi 37 a 40 dolary za barel, během července pak ropa zůstala v úzkém pásmu 38 až 42 dolarů za barel.

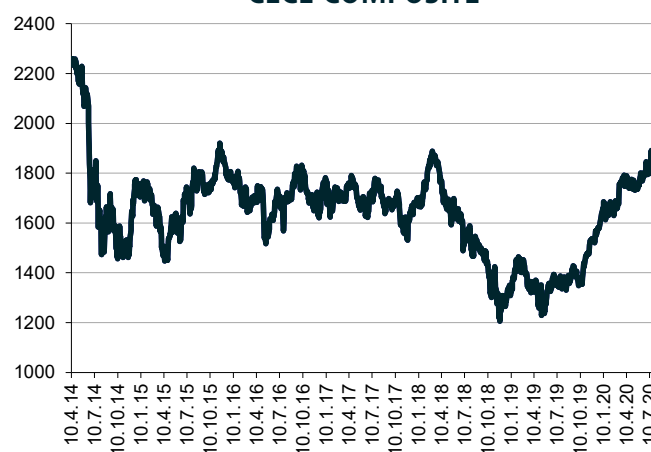
AKCIOVÉ TRHY

S postupem času víme stále více o nemoci covid-19, dokážeme ji lépe léčit, vyvíjejí se vakcíny, nemoc mutuje do slabších, méně závažných forem. Počet nakažených se celosvětově pohybuje na letošních maximech, avšak i tak většina akciových trhů pokračuje v růstovém trendu, zvláště pak americké technologické společnosti. Extrémně uvolněné měnové politiky centrálních bank, relativně optimistické výhledy do dalších čtvrtletí a dobré hospodářské výsledky společností za druhé čtvrtletí jsou nadále podporou akciovým trhům.

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE

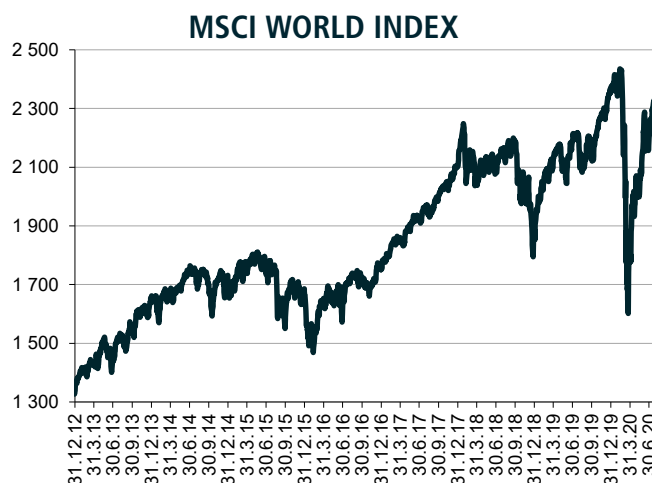


AKCIOVÉ TRHY

V USA zahájená sezona hospodářských výsledků průběžně vyznívá velice dobře a zvláště na úrovni čistých zisků došlo k dvoucifernému překonání odhadů analytiků u všech sektorů. Na tržbách zaostaly sektory ropy a plynu, těžby a utilities, výrazné pozitivní překvapení předvedl sektor průmyslu, spotřebitelský, zdravotnictví, telekomů a technologií. Ve výsledku si nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal zhodnocení 5,1 %, v průměru opět vybočovala kladná výkonnost amerických technologických firem jako Amazon, Apple, Facebook nebo Google, americký index S&P 500 meziměsíčně vzrostl o 5,5 %, evropský index DJ STOXX 600 klesl o -1,1 % a japonský index Nikkei 225 o -2,6 %.

Středoevropský region kopíroval vývoj západoevropských akcií, kdy většina trhů skončila v mírných ztrátách. Započatá výsledková sezona za druhé čtvrtletí výrazně nepřekvapila. Banky obchodované na pražské burze zveřejnily výsledky, jež byly v rámci hlavních ukazatelů v souladu s odhady analytiků. Odchytky byly na úrovni vyšších odpisů úvěrů očekávaných v budoucnu, to však znamená, že odpisy v následujících čtvrtletích mohou být nižší. Byla podepsána dohoda mezi státem a ČEZem ohledně rozšíření jaderných bloků Dukovan. Ty nyní pokrývají asi pětinu spotřeby elektřiny v zemi. Stát pomůže s financováním projektu. Nový jaderný blok v Dukovanech by stát měl při výstavbě financovat bezúročně, za provozu se počítá s dvouprocentním úrokem. Stát by se měl na stavbě podílet ze 70 %. Zbytek by měl zaplatit ČEZ, který bude hradit také všechny případné dodatečné náklady. Cena elektřiny pod náklady projektu pak bude hrazena spotřebiteli. Také v Polsku jsme se dočkali dalších zpráv ohledně možného rozdělení tamních utilit na dvě části, a to na „špinavé uhelné“ zdroje a na ty „zelené“. Polský akciový index WIG30 meziměsíčně mírně vzrostl o 0,2 %, český index PX klesl o -3,8 %, maďarský index BUX o -3,1 % a rumunský index BET o -3,3 %.

Nejlépe se v červenci dařilo akciím na rozvíjejících se tržích, připsaly dokonce čtvrtý kladný měsíc po sobě. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil meziměsíčně téměř o 8,5 % výše, od začátku roku je tak již jen lehce v mínusu. Poptávka po rizikových aktivech byla i nadále velká navzdory tomu, že řada zemí dosáhla rekordního počtu nakažených koronavirem (např. Brazílie, Indie, Jižní Afrika) a v dalších zemích došlo k zavedení nových opatření proti šíření nákazy či ke zpomalení v uvolňování restrikcí. Nejlépe se dařilo čínským akciím (+12,75 % index CSI 300), které podpořila zpráva o růstu čínské ekonomiky, který se již dostal meziročně do kladných hodnot. Překvapivě dobrá data ukazující na rychlejší hospodářské zotavení podpořila akcie v Brazílii (+8,3 %). Výborných výsledků ale dosáhly i například indické, korejské či ruské akcie. Naopak ve srovnání zcela propadly turecké akcie (-6,5 %). Investoři se začali ve větší míře zbavovat tureckých aktiv poté, co se začali obávat o udržitelnost turecké liry. Ta se dostala pod tlak vlivem výrazně záporné reálné úrokové sazby, neexistujících devizových rezerv a velkého objemu splatných dluhů.



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Německá výnosová křivka se během července prakticky nezměnila. Na krátkém konci zůstaly výnosy u dvouletých dluhopisů na -0,71 % (koncem května i června to bylo přitom skoro naprosto stejné: -0,66 %, resp. -0,69 %), na dlouhém konci jsme zaznamenali pokles o 7 b. b. na -0,52 %. Skoro stejná situace – malé změny mezi koncem prvního pololetí a koncem července – byla i ve Spojených státech. Koncem června výnosy na krátkém konci dosahovaly cca 0,15 %, koncem července pak 0,10 %. Na dlouhém konci byly změny o něco výraznější, ale stále jen velmi malé: na konci června se americké desetileté výnosy nacházely těsně pod hranicí 0,7 % (0,66 %), koncem července pak byly lehce nad hranicí 0,5 %.

FIREMNÍ DLUHOPISY

Vývoj na kreditním trhu se i v červenci, podobně jako v předcházejících třech měsících, nesl ve znamení uklidňování situace po březnové panice. Panika kolem koronaviru a jeho efektů na světovou ekonomiku, která se podepsala na masivních výprodejích korporátních dluhopisů jakékoliv kvality a také na masivním růstu CDS premií v březnu, a která začala v dubnu opadat, se pod vlivem bezprecedentních fiskálních a měnověpolitických zásahů vlád, respektive centrálních bank dále rozmělnovala i v květnu, červnu a červenci.

Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euro tak během prvního měsíce druhého pololetí dále vzrostly, změna tzv. total return indexu u nich dosáhla +0,34 %, resp. +1,51 %. U dolarových instrumentů byl vývoj stejně homogenní, jen pohyby byly výraznější – u investičního stupně růst o 3,6 %, u spekulativního stupně pak růst o 4,8 %.

DLUHOPISOVÉ TRHY

FIREMNÍ DLUHOPIŠY

Další zlepšení jsme zaznamenali u kreditních prémie korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe poklesly prémie u dluhopisů investičního stupně oproti červnu o dalšího 8,8 procenta, u spekulativního stupně o 0,2 %. U investičního stupně jsou tak prémie již o skoro 6 % pod úrovní z konce února (u spekulativního jsou však nadále o 47 % vyš).

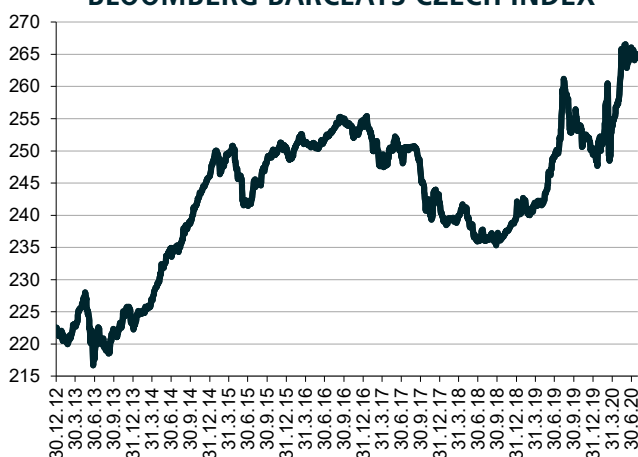
ČR

Česká výnosová křivka se během července posunula nahoru a zvýšila svůj sklon. Krátký konec, který se ještě koncem dubna nacházel nad 0,6 % (a počátkem ledna dokonce na 1,8 %), totiž koncem července dosáhl úrovně 0,1 %, což bylo jen cca 4 b. b. nad úrovní z konce června. Dlouhý konec však vyrostl z 0,8 % koncem prvního pololetí na 0,94 % koncem prvního měsíce druhého pololetí. Na požadovaných výnosech dlouhodobých dluhopisů se podepsala zejména vyšší než očekávaná inflace.

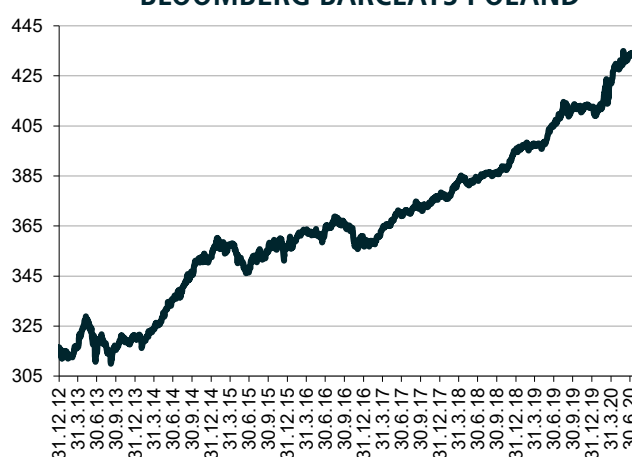
POLSKO

Polská výnosová křivka během července mírně poklesla. Desetileté polské výnosy během července poklesly z 1,4 % mírně pod hladinu 1,3 %. Na krátkém konci dvouleté výnosy klesly z 0,14 % na 0,11 %, což byl, podobně jako na dlouhém konci, skutečně jen kosmetický pohyb. Vývoj inflace ani (ne)činnost centrální banky nezadaly dluhopisovým trhům důvod k výraznějším výnosovým pohybům. U centrální banky se samozřejmě není čemu divit, během března až května udělala, co šlo.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

UKRAJINA

V červenci si ukrajinské státní dluhopisy po tříměsíčních ziscích připsaly pokles. Změny v obsazení bankovní rady, ústup z reformních snah i odklon od požadovaných bodů Mezinárodního měnového fondu spustily prodej ukrajinských aktiv. Náš pohled na další vývoj cen ukrajinských aktiv je tak nyní spíše opatrný, nicméně lze předpokládat, že nedojde k úplnému přerušení spolupráce s Mezinárodním měnovým fondem a aktuální pokles cen tak bude postupně dobrou příležitostí k navýšení pozic.

Rizikový apetit investorů bude podporovat navýšení objemu odkupu aktiv na straně ECB a oficiální potvrzení osmnáctiměsíční půjčky ve výši 5 mld. USD ze strany Mezinárodního měnového fondu a 0,5 mld. eur od Evropské unie. 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. Stále atraktivní zůstávají i reálné úrokové sazby.

MĚNY

Kurz eura proti dolaru během dosavadního průběhu druhého pololetí oslabil z 1,12 na 1,18, tj. na nejslabší hodnotu od května 2018. Důvodem takového dlouho neviděného měsíčního pohybu nebyla změna v očekávaném nastavení měnové politiky na obou březích Atlantiku, což byla v posledních deseti letech hlavní determinanta kurzových pohybů, ale spíše horší se situace ohledně koronaviru v USA oproti Evropě a politická nejistota spojená s prezidentskými volbami, včetně možnosti jejich odložení, kterou zmínil Donald Trump. V souhrnu bylo vše samozřejmé pro americký dolar negativní.

DLUHOPISOVÉ TRHY

MĚNY

Česká koruna byla během prvních dvou dekád července klidná, držela se nad úrovní 26,60. Až během třetí dekády právě skončeného měsíce se vydala na jih, koncem července se tak dostala až na 26,20, tj. na nejsilnější úroveň od poloviny března.

Zlotý se, podobně jako koruna, během července konečně vrátil, byť jen na okamžik, pod 4,40; koncem července se nacházel lehce nad 4,40, což byla, s výjimkou krátkého období kolem konce května a počátku června, jeho nejsilnější hodnota od poloviny března.

Též **maďarský forint** se dostal na hodnoty (s výjimkou pár dní počátkem června) neviděné od propuknutí pandemie v regionu v polovině března. Zatímco koncem června se proti euru obchodoval na úrovních kolem 355 forintů za euro, koncem července se jeho kurz proti euru nacházel o deset forintů níž.

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 maximálně 100 mld. lepší), a perzistentně 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 než půjčovat 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 zapomínat na přetrvávající vysoký (a v rámci CEE regionu i historicky výrazně nadprůměrný) podíl držby českých státních dluhopisů zahraničními investory (téměř 40 % celkového objemu), jenž 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 ze srpnového zasedání bankovní rady lze prozatím očekávat stabilitu sazeb, jejich další (kosmetické) snížení již není pravděpodobné, stejně jako použití nekonvenčních nástrojů na další ekonomickou stimulaci. My naopak vnímáme riziko spíše směrem k vyšším sazbám v dřívějším horizontu, než vyplývá z prognózy ČNB (2. pololetí 2021), a to v důsledku vyšší realizované inflace a silnějšího ekonomického oživení. Ze zahraničí, tedy zejména z EMU, v nejbližší době silný tlak na růst obligačních výnosů spíše nepřijde, neboť těmito 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 převládne 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.

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 ale výraznější růst polské křivky pravděpodobně tlumit.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

V důsledku událostí a vývoje okolo virové pandemie a nových ekonomických fundamentů zůstal v pozadí fakt, že i přes nadále velmi silně proklamované snahy o potlačení korupce a posílení důvěryhodnosti státních institucí v zemi (zejména soudnictví) konkrétní reformní kroky v podstatě ustaly a v pozadí naopak dochází k růstu vlivu oligarchických zájmových skupin, podkopávání nezávislosti centrální banky a erozi důvěry zahraničních investorů. Důležitým prvkem pro další vývoj bude postoj Mezinárodního měnového fondu, který postupně čerpání přidělených prostředků podmínil právě nezávislostí centrální banky a protikorupčními opatřeními. Náš pohled na další vývoj cen ukrajinských aktiv je tak nyní spíše neutrální. Nízká inflace, stále atraktivní reálné úrokové sazby a opětovný optimismus napříč trhy jsou vyvažovány faktem, že institucionální uspořádání zůstává extrémně slabé.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

Vývoj kurzu eura proti dolaru byl v červenci překvapivě razantní. Jeho oslabení nad hranici 1,15 a směrem k 1,20 bylo primárně hnáno zhoršující se epidemiologickou situací, nikoliv horší současnou makroekonomickou situací, nicméně se to negativně promítalo do očekávání trajektorie ekonomického oživení, a tedy i do budoucího nastavení měnové politiky Fedu. Vzhledem zejména k extrémně nepříznivému fiskálnímu vývoji v USA a k politické nejistotě v souvislosti s prezidentskými volbami očekáváme, že tendence k slabšímu dolaru bude pokračovat.

Koruna je i navzdory posílení v posledním měsíci fundamentálně stále moc slabá, její návrat na o něco silnější hodnoty je tak v horizontu šesti měsíců velice pravděpodobný. Makroekonomicky je totiž na tom lépe než EMU, inflace je zde také tvrdší a vyšší. Protože však ani během pandemie nedošlo k dramatickému poklesu objemu a počtu zahraničních investorů (držba českých dluhopisů nerezidenty činila ke konci června 33,1 % všech dluhopisů), je prostor pro výraznější posílení omezen. Do konce roku se tak sice koruna s největší pravděpodobností vrátí k úrovni 26 korun za euro, ale zranitelnost jakožto dědictví dávno ukončených devizových intervencí si s sebou ponese dál.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Očekáváme, že se během druhého pololetí vrátí zpátky na 4,30, na silnější hodnoty však asi nebude jen tak mít, pokud uvážíme, že před březnovými výprodeji jej na ně nedostal ani široký pozitivní úrokový diferenciel a silný růst ekonomiky (obojí je teď věcí minulosti). Je však možné, že se polská ekonomika, podobně jako v roce 2008–2009, vypořádá se současnou krizí lépe než EMU, v kterémžto případě se zlotý může dostat až pod 4,20.

Maďarský forint je na tom stejně jako zlotý. Na silnější, řekněme únorové, úroveň se asi vrátí poměrně lehce (červencový vývoj toto potvrzuje, i když nedávný pokles sazeb centrální banky tento proces normalizace asi prodlouží), dále však jen tak neposílí. Jedinou nadějí je, že by se na Maďarsku stávající krize podepsala méně než na eurozóně, což se vzhledem k překvapivě dobrým makro datům z dubna i května zdá být nyní pravděpodobné. Pokud to, že se Maďarsko s pandemií vyrovnalo lépe než EMU, potvrdí i červnová data a pak data z druhého pololetí, měl by i navzdory pokračujícímu uvolňování měnové politiky forint posílit k 320 za euro.

AKCIOVÝ TRH

Situace ohledně nemoci covid-19 se za uplynulý měsíc výrazně nezměnila. Společnost si postupně přivyká a adaptuje se na ni. První panika odezněla, zdravotní systémy byly nastaveny, vlády nyní nepřistupují k dalším plošným omezením, obchody se otevírají, firmy obnovují výrobu, centrální banky nadále vše podporují uvolněnými měnovými politikami a vlády fiskálními podpůrnými balíčky. To vše se na akciových trzích nyní projevuje v pozitivní náladě. Stěžejní však bude nastartování ekonomik. Zotavení důvěry spotřebitele je nutnou podmínkou. Akceleraci ekonomické aktivity očekáváme v následujících měsících, přičemž na předkrizové úrovni se nedostaneme ani v příštím roce. Růst ziskových ukazatelů korporací by se měl výrazněji dostavit až v posledním čtvrtletí letošního roku. Výhled na globální akciové trhy pro zbytek roku 2020 máme regionálně selektivní: pozitivní jsme na evropské a rozvíjející se trhy, nadále opatrní jsme naopak na US trhy.

Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu nyní vidíme u slovinských a některých 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 zohledněno. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností.

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