

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY

USA – S&P 500	7,01 %
Evropa – DJ Stoxx 600	2,86 %
Japonsko – Nikkei 225	6,59 %
MSCI Emer. Mark.	2,09 %
ČR – PX	2,36 %
Polsko – WIG30	2,30 %
Maďarsko – BUX	0,46 %

DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays

USA	-1,10 %
Evropa	-0,78 %
ČR	-0,76 %
Polsko	-0,37 %
Maďarsko	-0,93 %
Turecko*	-1,95 %

* BofA Merrill Lynch index

MĚNY (pokles = posílení)

USD/EUR	1,34 %
CZK/USD	-1,26 %
CZK/EUR	0,06 %
PLN/EUR	-0,39 %
HUF/EUR	3,30 %
TRY/EUR	6,82 %

KOMODITY

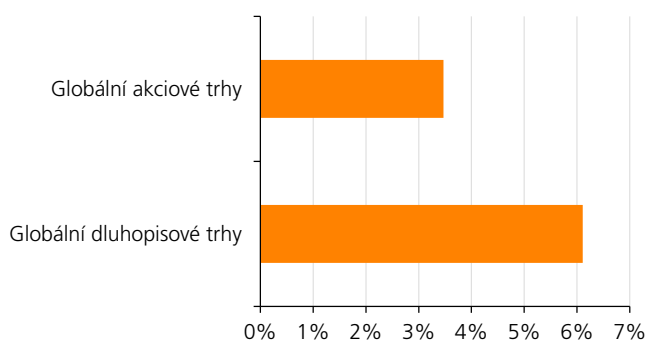
Ropa Brent	4,57 %
Zemní plyn	46,19 %
Sil. elektřina	7,04 %
Zlato	0,39 %
Stříbro	17,43 %
Měď	4,03 %

SRPEN V KOSTCE

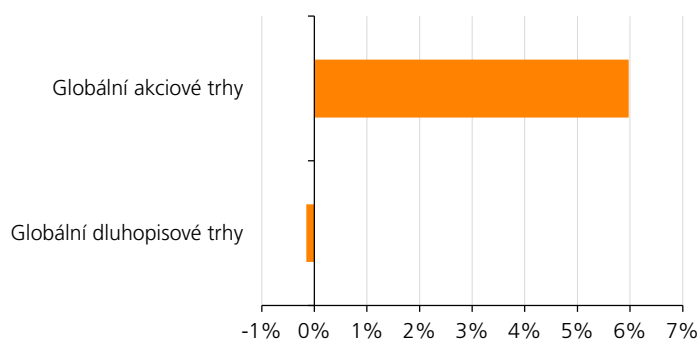
RYCHLÉ SHRNTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Na globálních akciových trzích se v srpnu bez zásadních nových kurzotvorných zpráv udržela velice pozitivní nálada z července, když nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal zhodnocení 6,0 %. Přitom od začátku roku je tento index již v plusu 3,5 %. Na druhou stranu se tentokrát příliš nedařilo globálním dluhopisovým trhům, když nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays zaznamenal nepatrnou ztrátu -0,2 %. Nicméně od začátku roku globální dluhopisové trhy stále připisují nadstandardní zhodnocení 6,1 %.

Výkonnost od začátku roku



Výkonnost v srpnu



Zdroj: Bloomberg, Conseq

HLAVNÍ UDÁLOSTI

- Mezi klíčové události uplynulého měsíce patřilo zveřejnění zápisů z červencových zasedání Fedu a ECB. Obě měnové autority především uznaly, že makroekonomický výhled je extrémně nejistý. V zápise ECB se slovo „nejistota“ (uncertainty) objevilo dokonce 20krát.
- Fed mění strategii měnové politiky. Změnu oznámil 27. srpna. Americká centrální banka nově nebude cílovat inflaci na 2 %, nýbrž se bude v průběhu času soustředit na dosahování průměrné inflace na 2 % (average inflation targeting – AIT). Znamená to, že v situaci podstřelování 2% tempa růstu cen bude možné prostřednictvím agresivnější měnové politiky podpořit inflaci právě nad tento 2% cíl. V opačné situaci bude možné učinit taková opatření, aby se tempo růstu cen dostalo pod 2 %. Cílování průměrné inflace bude Fedu poskytovat možnost po určitou dobu přestřelovat či podstřelovat inflační cíl tak, aby se v průměru tempo růstu cenové hladiny dostalo právě ke 2 %. Fed tak bude od nynížska v rámci svého duálního mandátu o něco více upřednostňovat trh práce a tvorbu nových pracovních míst.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

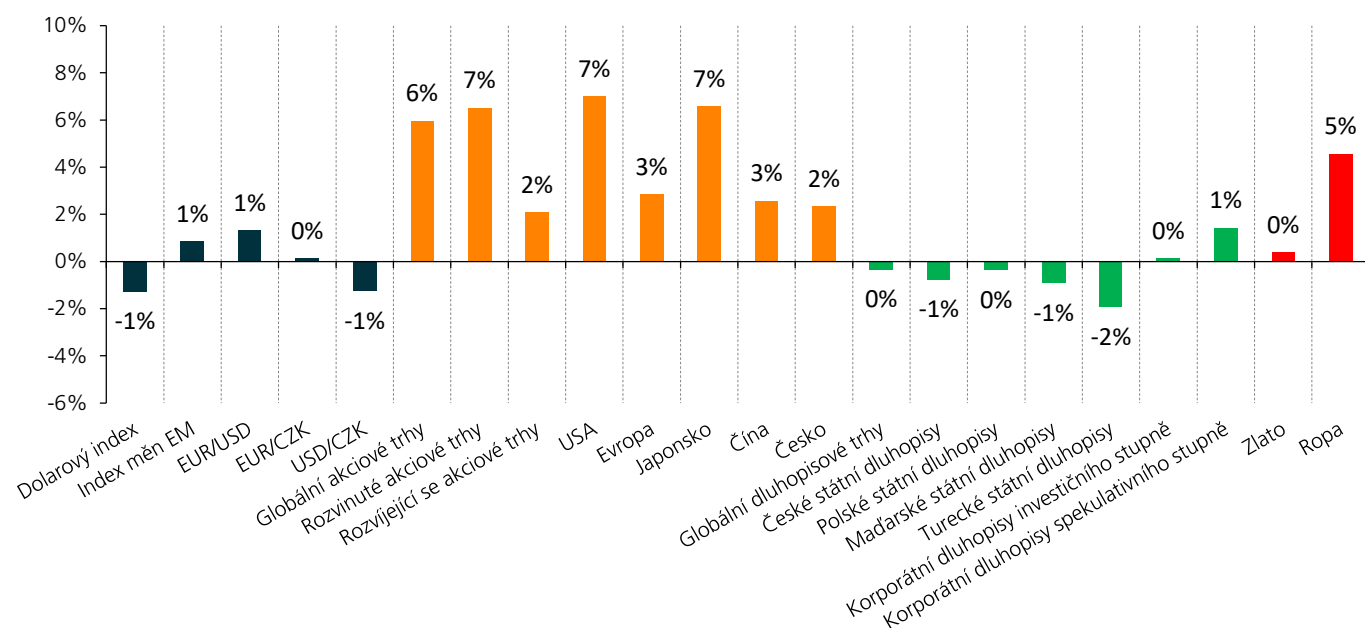
- Dolar v srpnu pokračoval v oslabování, mimo jiné v důsledku nového nastavení měnové politiky Fedu směrem k cílování průměrné inflace. Tato změna bude velice pravděpodobně znamenat mnohem delší období nulových úrokových sazeb v USA, než si byli investoři ochotni doposud připustit. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, ve výsledku oslabil o 1,3 % a je momentálně na nejslabší úrovni za poslední více než dva roky. Vůči euru dolar oslabil o 1,3 % na úroveň 1,194 dolaru za euro. Také měny rozvíjejících se ekonomik vůči dolaru logicky posílily, když jejich index vůči dolaru vzrostl o 0,9 % na nejsilnější úroveň od letošního března.

SRPEN V KOSTCE

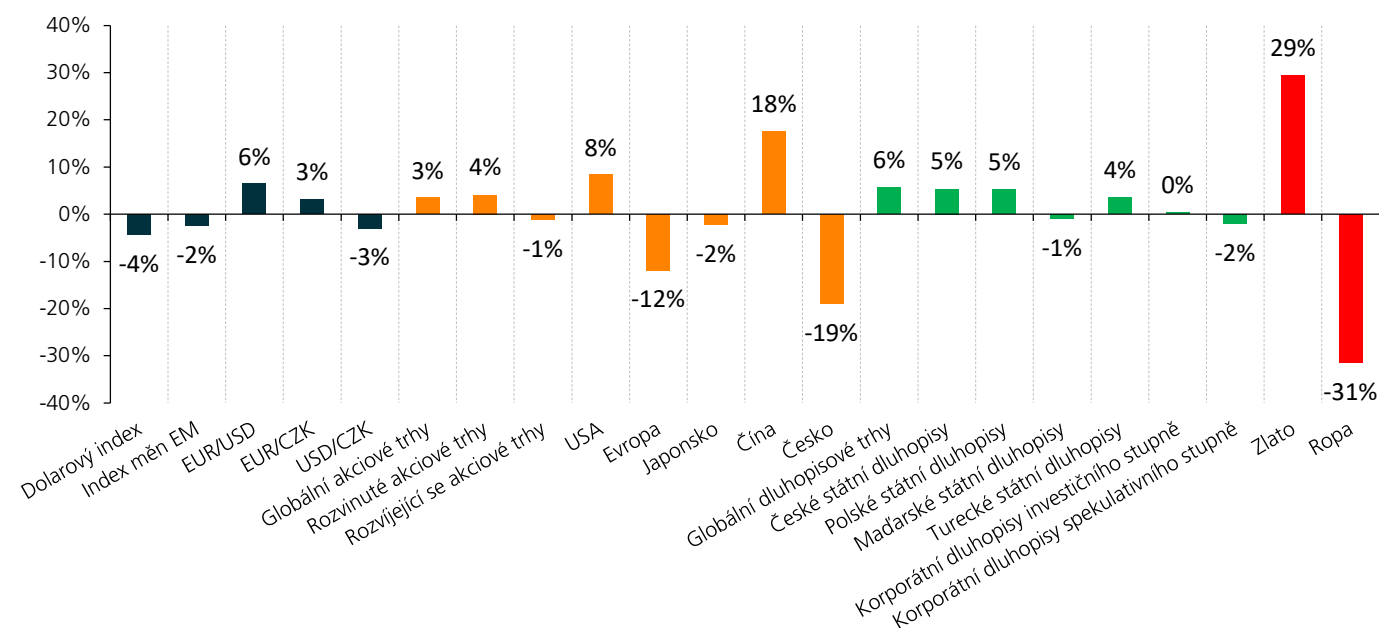
VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Koruna vůči euru nepatrně oslabila o 0,1 % na úroveň 26,21 CZK/EUR a vůči dolaru naopak posílila o 1,3 % na úroveň 21,95 CZK/USD.
- Nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal zhodnocení 6,0 %. Z regionálního pohledu se tentokrát více dařilo akciím rozvinutých ekonomik, jejichž index MSCI World posílil o 6,5 %. Akcie rozvíjejících se trhů dle indexu MSCI Emerging Markets zaznamenaly zisk 2,1 %.
- Největší zisky zaznamenaly akcie v Rumunsku (BET +7,4 %), USA (S&P 500 +7,0 %) a Japonsku (Nikkei 225 6,6 %). Naopak jako jediný ze sledovaných trhů zaznamenala ztrátu Latinská Amerika (MSCI Latin America -6,4 %).
- Pražská burza dle indexu PX připsala zisk 2,4 % a index PX měsíc zakončil na úrovni 903 bodů.

Výkonnost hlavních tříd aktiv v srpnu



Výkonnost hlavních tříd aktiv od začátku roku



SRPEN V KOSTCE

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Globální dluhopisové trhy tentokrát korigovaly své předchozí silné zisky, když globální dluhopisový index Bloomberg Barclays připsal nepatrnou ztrátu -0,2 %. Přitom průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg vzrostl o 0,08 % na úroveň 0,90 %. Stále je nicméně velice blízko historického minima z července.
- Globální index vládních dluhopisů ztratil 0,6 %. Výkonnost globálních trhů korporátních dluhopisů byla smíšená dle investičního ratingu. Globální index korporátních dluhopisů investičního stupně odepsal 0,3 % a na druhou stranu globální index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) připsal zisk 1,6 %.
- Index korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v euru nepatrně vzrostl o 0,1 % a index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) denominovaných v euru připsal zhodnocení 1,4 %.
- Českým vládním dluhopisům se opět příliš nedařilo, když jejich index poklesl o 0,8 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s krátkou, dvouletou splatností vzrostl o 0,04 % na úroveň 0,15 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s dlouhou, desetiletou splatností vzrostl o 0,17 % na úroveň 1,11 %. Česká výnosová křivka tak dále mírně zvýšila svůj sklon.
- Ostatním regionálním dluhopisovým trhům se také příliš nedařilo. Polské vládní dluhopisy odepsaly 0,4 %, maďarské vládní dluhopisy odepsaly 0,9 % a turecké vládní dluhopisy odepsaly 1,9 %.
- Globální komoditní index S&P GSCI posílil o 4,6 %. Cena ropy Brent pokračovala v růstu, tentokrát o 4,6 % na úroveň 45 dolarů za barel. Cena zlata nepatrně vzrostla o 0,4 % na úroveň 1 971 dolarů za trojskou uncii.
- Index volatility VIX tentokrát vzrostl o 8,0 % na 26,4 bodu.

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu srpna realizovali další část akciových zisků, čímž jsme nadvážení globální akciové složky o další třetinu snížili. Získanou hotovost jsme zainvestovali do dluhopisové složky.
- Celkově tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči srovnávacím indexům (benchmarkům) malé nadvážení v akciích a naopak podvážení 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.
- U českých vládních dluhopisů i nadále udržujeme defenzivní nastavení u úrokového rizika prostřednictvím podvážené durace, tzn. že oproti benchmarkům udržujeme průměrnou splatnost dluhopisů kratší.

ASSET ALOKACE	akcie	dluhopisy	alternativy
	+	-	-
	nadvážení	podvážení	podvážení

AKCIOVÁ ALOKACE						
celková alokace	nadvážení	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 optimisti, nicméně vzhledem k tomu, že globální akciové trhy jsou momentálně od začátku roku přibližně ve 3% plusu, bude poměrně složité dosáhnout za celý rok výrazně kladného akciového zhodnocení. Skutečnost je totiž taková, že globální akciové trhy od lokálního minima na konci března velice silně rostou již pět měsíců, tudíž se domníváme, že stabilizace či případně dílčí korekce by mohly být v nejbližším období na pořadu dne.
- 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 srpna dále mírně zhoršil, neboť prakticky na celém světě to momentálně vypadá na druhou velkou vlnu pandemie koronaviru. Postupné otevírání ekonomik proto zpomaluje a ekonomické oživení bude v právě probíhajícím třetím kvartálu slabší, než se ještě před měsícem nebo dvěma očekávalo.

ČERVENEC V KOSTCE

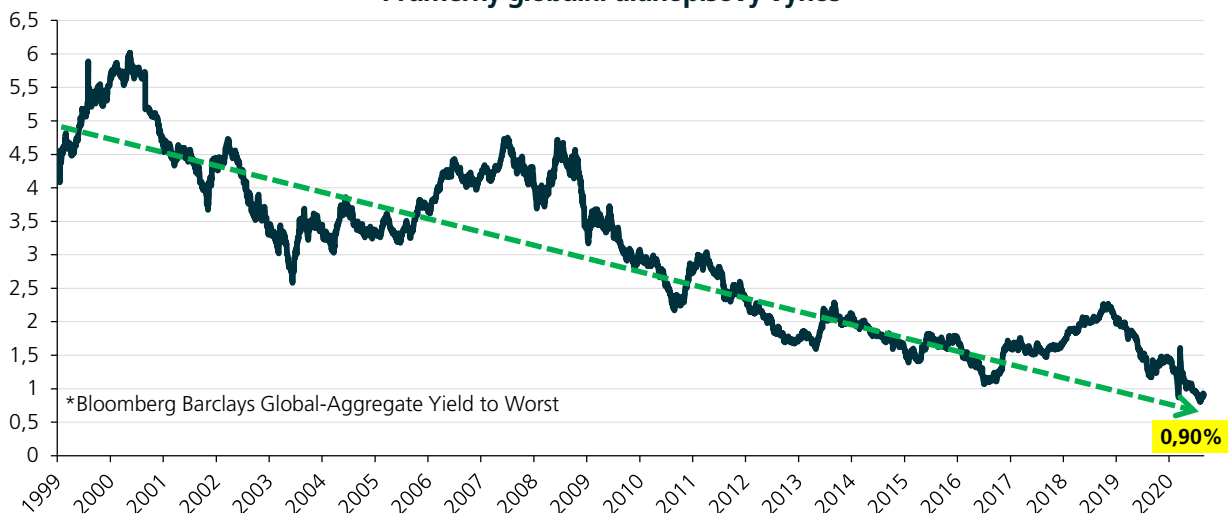
JAKÝ JE NÁŠ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- 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 pěti 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 4 %. Nepříznivým faktorem pro akcie je také výrazně negativně dynamika globálních korporátních zisků, jejichž meziroční pokles ke konci srpna činil 29 %. Nicméně klíčová je podle nás pokračující masivní podpora hlavních centrálních bank.
- Pokud jde o dluhopisy, ty jsou momentálně jako globální třída aktiv nejdražší v historii, když průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg na konci srpna činil pouhých 0,90 % a pohyboval se tak i nadále poblíž historického minima z července. Průměrný reálný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti, tedy očištěný o očekávanou míru inflace, je proto poměrně hluboko v záporu. I nadále se proto domníváme, že vládní dluhopisy relativně bezrizikových zemí příliš prostoru pro solidní zhodnocení ve střednědobém horizontu příštích pěti let nenabízejí.
- Naopak korporátní dluhopisy jsou podle našeho názoru po předchozím silném propadu ještě stále poměrně atraktivní, což ostatně stále dobře ilustrují kreditní marže, jež se momentálně i nadále pohybují poměrně výrazně nad úrovní dlouhodobých minim z přelomu roku. Kreditní marže tak i nadále mají prostor pro další, byť pravděpodobně jenom mírné, utahování.
- V každém případě musíme i nadále počítat se zvýšenou krátkodobou volatilitou neboli kolísavostí tržních cen všech rizikových aktiv v čele s akciemi.

Globální kompozitní proprietární akciová valuace – MSCI All Country World Index



Průměrný globální dluhopisový výnos



HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

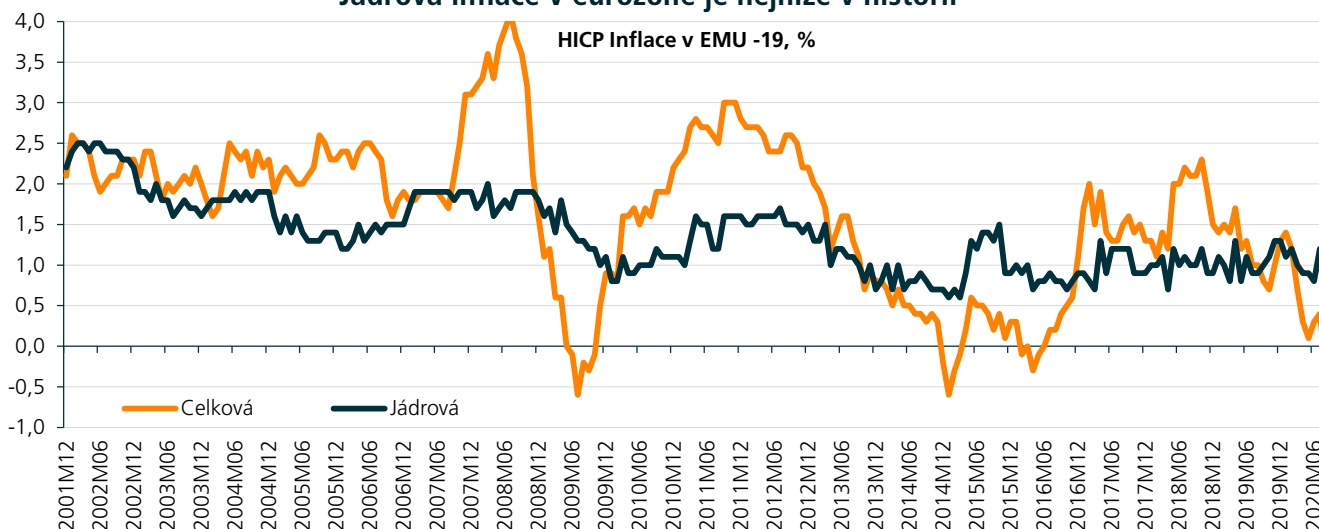
Zatímco některá tvrdá data naznačují pro třetí čtvrtletí rychlý odraz ekonomické aktivity ode dna, předstihové indikátory takový optimismus mírní a naznačují, že odraz nejpravděpodobněji nebude mít tvar písmena V. Evropská centrální banka je ve vyčkávacím modu, ekonomický výhled je dle ní (a my souhlasíme) zastřen velkou nejistotou.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se ve druhém čtvrtletí propadla mezičtvrtletně o 12,1 %, což byl s přehledem její historicky vůbec nejhorší výsledek (a horší výsledek než v USA). Důvodem byly samozřejmě koronavirové uzávěrky ekonomik, které si vybraly daň na agregátní poptávce. Struktura poklesu sice zatím zveřejněna nebyla, ale finální francouzská data (-13,8 % q/q), zveřejněná koncem srpna, naznačují, co čekat za eurozónu jako celek. Poptávka domácností ve Francii klesla o 11,5 % q/q, fixní investice o 14,9 % q/q, vývoz o 25 %, dovoz o 16,4 %. Z velkých ekonomik se Francii nevedlo nejhůře – toto „prvenství“ patří Španělsku (-18,5 % q/q). Lépe než Francie si překvapivě vedla Itálie (dle druhého odhadu -12,8 %) a, což už takové překvapení nebylo, Německo, které si oproti prvnímu odhadu (-10,1 % q/q) ve druhém čtvrtletí dokonce trochu polepšilo (-9,7 % q/q). Struktura růstu celé eurozóny bude zveřejněna během září.

Tvrdá měsíční data, která byla v EMU zveřejněna v průběhu srpna, se týkala ještě konce druhého čtvrtletí, což z nich ve světle dostupnosti téměř finálních dat o HDP činí nyní jen málo zajímavý údaj. **Maloobchodní tržby po březnovém poklesu o 10,4 % m/m a dubnovém poklesu o dalších 12,1 % v květnu a červnu výrazně vzrostly (+20,3 %, resp. +5,7 % m/m)**, čímž se meziroční tempo jejich růstu dostalo v červnu po 3 měsících poklesu do černých čísel (+1,3 %). Navíc měsíční data ze Španělska, které jako obvykle jako první zveřejnilo údaje o maloobchodních tržbách už i za červenec, ukazují, že tržby nejspíš rostly i v červenci (ve Španělsku totiž přidaly +1,1 % m/m). Meziroční tempo růstu tržeb by tak mělo zůstat v celé eurozóně počátkem třetího čtvrtletí kladné. **Průmyslová produkce ožívuje o poznání pomaleji než maloobchod.** Po poklesu o 12,8 % m/m v březnu a po poklesu o skoro 20 % m/m v dubnu vzrostla produkce v květnu o 13,4 % a **v červnu o dalších +10 % m/m**. Tempo jejího meziročního poklesu tak zvolnilo z dubnových 28,6 % na červnových -12,3 %. Všechny velké ekonomiky zaznamenaly meziroční poklesy v úzkém rozmezí od 12,1 % (Francie) do 14,1 % (Španělsko).

Předstihové indikátory zůstaly stabilní nebo se zhoršily, a to nejspíš jako odraz obav z dalších restrikcí kvůli zhoršující se epidemiologické situaci. Spotřebitelská důvěra byla v srpnu na úplně stejné úrovni (-14,7 bodu), jako tomu bylo v červnu, a zůstává tak výrazně pod únorovými úrovněmi (-6,6 bodu) a také pod dlouhodobým průměrem (-10,1 bodu). Důvěra v průmyslu se dle Evropské komise v srpnu dále zlepšila (z červencových -16,2 bodu na srpnových -12,7 bodu), ale stále je výrazně pod dlouhodobým průměrem a na hodnotách, které se obvykle pojí s hospodářskými poklesy. **Německý index IFO** vzrostl z dubnového dna 74,3 bodu přes květen (79,7), červen (86,3) a červenec (90,4) i v srpnu, a to na 92,6 bodu, což je už jen pár bodů od jeho hodnot z února letošního roku (95,8). Hodnocení současné situace se však od dubna (79,4) zlepšilo mnohem méně (srpen: 87,9; únor 2020: 98,8) než očekávání (duben: 69,6; srpen: 97,5, tj. nejvíce od listopadu 2018). Prozatím je tak podstatná část zlepšení indexu IFO hnaná očekáváním, že budoucnost bude lepší. **PMI v průmyslu** se dle prvních dat v srpnu udržel nad hranicí 50 bodů (51,7 vs. červenec 2020 na 51,8), vzrostla totiž jak produkce, tak nové objednávky. Jejich růst byl však vinou znovuobnoveného propadu objednávek ze zahraničí (kvůli opětovnému zavádění restrikcí) slabší než v červenci. Pokračoval také pokles zaměstnanosti, šestým po sobě jdoucím poklesem se subindex zaměstnanosti dostal na historické minimum. Podobně se vedlo i sektoru služeb, který se propadl z 54,7 na 50,1 bodu a reflektuje tak hrozbu zavádění nových restrikcí.

Jádrová inflace v eurozóně je nejnižší v historii



HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Sezonně očištěná **nezaměstnanost** v červenci vzrostla na 7,9 %, tj. na úroveň listopadu 2018. Ve všech velkých ekonomikách nezaměstnanost pomalu roste, jak se dalo vzhledem k ekonomické situaci očekávat. Od počátku krize je sice nárůst míry nezaměstnanosti mnohem menší, než by byl bez masivní podpory (v takovém případě by dnes nezaměstnanost jistě byla nad 10 %), ale to, že se trh práce zhoršuje, je evidentní.

Celková inflace klesá, dezinflační tlaky nabírají na obrátkách. V srpnu dle předběžných údajů jak celková, tak jádrová inflace poklesly, v případě jádrové inflace dokonce na historické minimum 0,4 %. Došlo totiž k dalšímu zpomalení růstu cen služeb (únor: 1,6 % r/r; srpen: 0,7 %) a k deflaci v cenovém okruhu průmyslového zboží (-0,1 %, únor: 0,5 %). Obojí ukazuje na postupující dezinflační tlaky.

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 pak ECB již neučinila. Což je pochopitelné: už toho moc dalšího ani udělat nemůže. Zápisky, které zveřejnila 20. srpna, také nepřinesly nic nového. ECB očekává výrazné krátkodobé vzepětí ekonomické aktivity ve 3Q20, ale ohledně postupu oživení v dalších čtvrtletích si jistá není skoro vůbec. Slovo nejistota se v zápiscích objevilo na 20 místech.

USA

Trh práce je nadále ve špatném stavu, centrální banka je pesimistická ohledně tempa oživení. Měsíční data jsou však překvapivě dobrá, zejména na straně spotřebitele. To je ale primárně důsledek obrovských dluhově financovaných fiskálních transferů americké vlády.

Americká ekonomika poklesla ve 2Q20 dle druhého odhadu o něco méně (-31,7 % q/q anualizovaně) než dle odhadu prvního (-32,9 %), i tak se však samozřejmě jedná o bezprecedentní pokles. Struktura růstu byla shodná s tím, co jsme viděli třeba ve Francii, a vzhledem k tomu, že poklesy ve všech ekonomikách měly stejnou příčinu, není to nic neočekávaného. Největší měrou se na propadu podepsaly spotřebitelské výdaje na služby (příspěvek -22,8 p. b.), fixní investice (-5,4 p. b.) a export (-9,2 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 srpna 2020 byla vcelku 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 dokonce 11,2 %. Oproti hodnotě z konce února jsou tak už jen o 6,3 % nižší a i na tom se z velké části podepisují letadla. Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie 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 květen, červen a červenec (+1,5 % m/m, +4,3 % m/m a +1,9 % m/m) ale pak nárůst v takovém rozsahu, že koncem července byly objednávky již jen 0,5 % pod únorem. Je překvapivé, že v květnu až v červenci došlo k takovému růstu tohoto ukazatele, a to zejména s ohledem na nejistotu a na to, jak se vyvíjí **průmyslová produkce**. Ta totiž sice v těchto měsících vzrostla (v červenci o 3 % m/m), ale i tak je meziročně i oproti únoru 2020 o více než 8 % nižší. Celkové **maloobchodní tržby** bez aut a bez paliv po 2,5procentním meziměsíčním poklesu v březnu a po poklesu o 14,3 % m/m v dubnu pak v květnu překvapivě poskočily o 12,3 % m/m, v červnu o dalších 7,7 % m/m a v červenci o necelá dvě procenta. To dohromady znamená, že meziročně byly koncem 2. čtvrtletí dokonce o 2,7 % vyšší než před rokem. Je to však primárně důsledek 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 přitom ani v červenci zdaleka nedostal do normálu. Míra nezaměstnanosti sice klesá, je však stále dvouciferná (14,7 % v dubnu, 13,3 % v květnu, 11,1 % v červnu a 10,2 % v červenci), 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) je na úrovni 16,5 %. První žádosti o podporu v nezaměstnanosti se drží nad milionem, což nadále indikuje bezprecedentní míru destrukce pracovních míst; pokračující žádosti o podporu jsou sice o deset milionů nižší než v květnu, ale hodnoty 14,5 milionu v polovině srpna jsou také zcela bezprecedentní a indikují obrovskou „vůli“ na trhu práce.

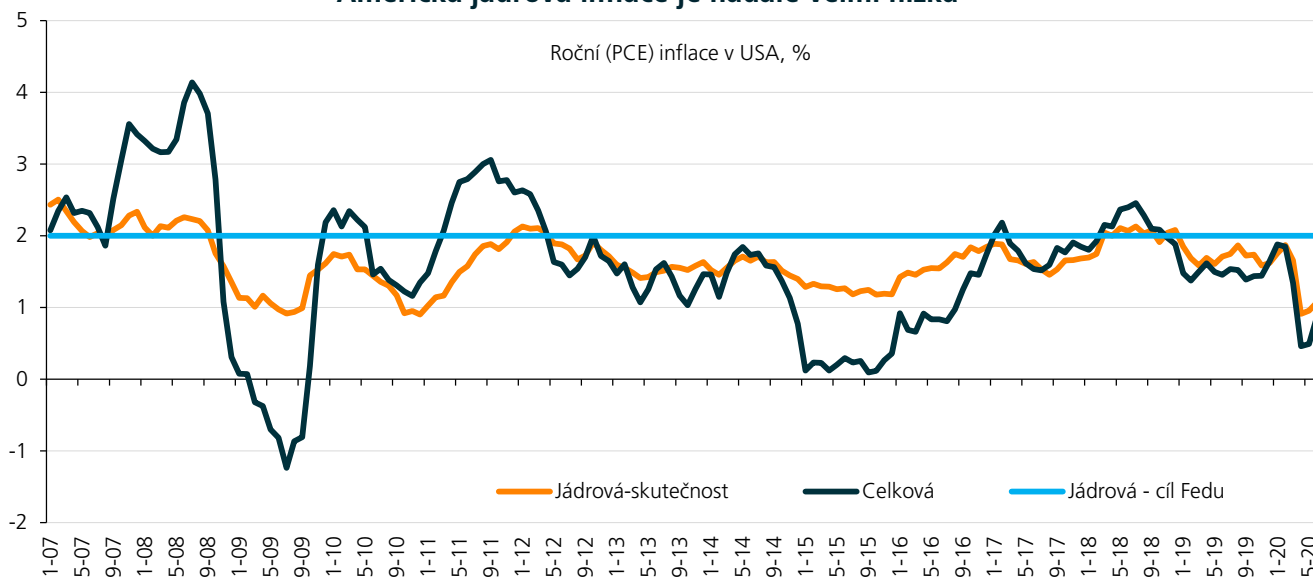
Jádrová PCE inflace po dvou měsících poklesu v březnu a v dubnu (v dubnu dokonce o 0,4 % m/m, což byl největší meziměsíční propad od září 2001, tj. od útoků na Světové obchodní centrum) během dalších tří měsíců vzrostla kumulativně o 0,8 % m/m, **v samotném červenci pak o 0,3 % m/m**. Vzhledem k tomu, že podobným tempem vzrostla i před rokem, její meziroční tempo se moc nezměnilo a zůstává nadále nízké – jádrová inflace na úrovni 1 %. Celková inflace není ale o moc vyšší, v červenci dosáhla 1,3 %.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Centrální banka zasedala koncem července a – podobně jako v červnu – neučinila žádné nové měnověpolitické kroky. Fed tak pouze potvrdil, že vzhledem k tomu, že ekonomická aktivita zůstává navzdory jistému oživení koncem druhého čtvrtletí hluboko pod úrovními ze začátku roku a že pandemie bude nadále doléhat na ekonomiku, bude pokračovat v dosavadním kurzu (tj. sazby na nule, odkupy aktiv, veškeré likviditní programy) „tak dlouho, jak bude potřeba“. Centrální banka také dodala, že budoucí ekonomický vývoj, a tedy i nastavení měnové politiky budou „v podstatné míře determinovány vývojem situace kolem koronaviru“. To vše potvrdily i **v srpnu zveřejněné zápisky**. V nich se členové FOMC mimo jiné negativně vymezovali vůči používání odkupů dluhopisů na kontrolu tvaru výnosové křivky (což je vzhledem k tomu, že Fed skrze odkupy dluhopisů beztak udržuje dlouhý konec nízký, očekávatelné – na krátkém konci tolik nezáleží). Na jedné straně také vyslovili obavy z masivního růstu zadlužení, na druhé však Powell mluvil o vhodnosti dalšího fiskálního balíčku. Je to doba plná paradoxů.

Americká jádrová inflace je nadále velmi nízká



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

CEE3

ČR

Ekonomika klesla ve 2Q20 překvapivě zejména kvůli čistému exportu, investice se překvapivě držely. Měkké indikátory se dále pomalu zlepšují.

Po poklesu o 3,3 % q/q v prvním čtvrtletí poklesla česká ekonomika o 8,7 % q/q ve druhém čtvrtletí. Meziroční tempo poklesu ve 2Q20 tak dosáhlo 11 % a bylo (vzhledem k tomu, že bychom čekali dramatický propad dovozu) překvapivě ovlivněno zejména zahraniční poptávkou (příspěvek čistého exportu dosáhl –7,9 p. b.). Překvapením byl i relativně malý negativní příspěvek domácností (–2 p. b.), stejně jako fakt, že se překvapivě držely fixní investice (–0,2 p. b.). Jedinou nepřekvapivou skutečností tak je, že se na růstu pozitivně podepsala vláda (0,4 p. b.). Obecně je struktura růstu ve 2Q20 zcela odlišná od toho, co jsme viděli třeba v Polsku nebo v USA.

Měsíčně zveřejňovaná „tvrdá“ data publikovaná během srpna se týkala ještě konce druhého čtvrtletí, takže nejsou až tolik zajímavá. **Průmyslová produkce** během března a dubna poklesla o cca 34 % m/m, v květnu přidala necelých 14 % m/m a **v červnu dalších 13,4 %**, což znamená, že meziročně byla produkce v červnu nižší už „jen“ o zhruba 11 %. Celkové **maloobchodní tržby** v červnu opět zmírnily svůj meziroční pokles, který v dubnu dosahoval bezmála 21 % r/r, na červnových –6,5 % r/r. Nejvýrazněji se nadále propadají tržby za auta (–19,8 % r/r) a paliva (–11,2 % r/r). Tržbám se relativně daří hlavně díky fiskální podpoře vlády, jejíž stinnou stránkou však je bezprecedentní deficit rozpočtu (230 mld. v prvních 8 měsících letošního roku).

Měkké indikátory ukazují na pokračující stabilizaci situace. **PMI ve zpracovatelském průmyslu** poklesl v dubnu na 35,1 bodu, v následujících měsících se stále zlepšoval, až v srpnu dosáhl 49,1 bodu. To sice stále signalizuje zhoršování situace, ale už jenom marginálním tempem. Dochází stále k poklesu objednávek, ale u celkových objednávek tempem nejmenším od listopadu 2018 a u nových objednávek tempem nejmenším od ledna 2019.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

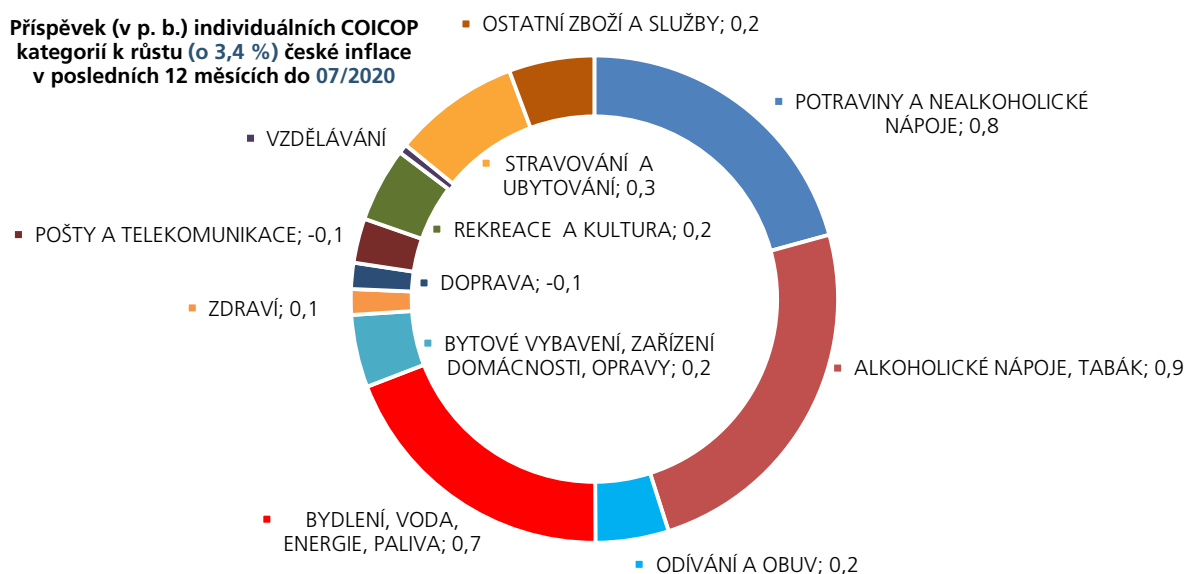
ČR

Spotřebitelská i podnikatelská důvěra měřená Českým statistickým úřadem se v červenci dále zlepšila: v případě spotřebitelů z červnových –13 na –10,5 bodu, v případě firem z –16,1 na –13,7 bodu. V obou případech se sice jedná o historicky nadále výrazně podprůměrné hodnoty, ale trend zlepšování je evidentní.

Inflace zůstává překvapivě vysoko. Celková inflace v červenci potvrdila, že sestupný trend, jehož svědky jsme byli v únoru až květnu, byl přerušen. Celková inflace vzrostla na 3,4 %, což je o 0,5 p. b. více než v květnu a o 0,1 p. b. výše než v červnu. Měnověpolitická inflace vzrostla oproti červnu také o 0,1 p. b. na 3,4 %, poptávková inflace však poskočila až na 3,7 % (červen: 3,5 %; červenec 2019: 2,8 %). Strukturálně se na inflaci podílely hlavně segmenty alkoholu a tabáku a potravin, které přispěly k inflaci v rozsahu 1,7 p. b. (v červenci 2019 to bylo 0,8 p. b.), a segment bydlení, který přispěl v rozsahu 0,7 p. b. (v červenci 2019 to bylo 1,4 p. b.). Jinými slovy, pokud bychom vyloučili tyto dva cenové okruhy, dosáhla by meziroční inflace jen 1 %.

Česká národní banka zasedala začátkem srpna. Žádná změna v nastavení měnové politiky se neodehrála, všechny sazby zůstaly beze změny, tj. dvoutýdenní repo sazba na 0,25 %, diskontní sazbu na 0,05 % a lombardní sazba na 1 %. Ze zápisu byla zřejmá vysoká míra nejistoty, obklopující v srpnu zveřejněnou novou prognózu, která pro příští rok očekává růst ekonomiky o 3,5 % a pro rok 2020 o 4 % (to vše po letošním propadu o více než 8 %). Inflace by se letos měla dle ČNB udržet vysoko, ale do konce roku 2021 by měla klesnout na 2,2 %. Většina členů bankovní rady sice vyhodnotila rizika prognózy jako výrazná, avšak celkově nevychýlená ani jedním směrem. A i když se prognóza inflace oproti květnu zvedla, nadále v BR ČNB převládá přesvědčení, že „na horizontu měnové politiky převáží pokles poptávky a inflace se vrátí shora do blízkosti dvouprocentního cíle“.

Inflace dále roste, její růst je hlavně důsledkem růstu cen alkoholu, potravin a bydlení



Zdroj: www.czso.cz

POLSKO

Polská ekonomika ve druhém čtvrtletí poklesla, ale – stejně jako ČR – mnohem méně než velké ekonomiky EMU. Jádrová inflace je nejvyšší za 18 let, což však ani společně s překvapivě dobrými daty z maloobchodu polskou centrální banku z klidu nijak nevyrušuje.

Polská ekonomika ve druhém čtvrtletí poklesla o 8,9 % q/q, meziroční tempo poklesu dosáhlo 8,2 %. V Polsku, podobně jako v jiných zemích, je to samozřejmě, historicky nevidaný 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, kterou bychom očekávali i u ČR (kde však byla struktura růstu odlišná).

HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Z měsíčních dat zveřejněných v srpnu pramení optimismus pro 2. polovinu letošního roku. Průmyslová produkce se zlepšuje. Poté, co během března a dubna klesla o zhruba 29 %, vzrostla v květnu o 13 % m/m, v červnu o 10 % m/m a v červenci pak o dalších +6,3 % m/m. Meziroční tempo dosáhlo poprvé od února kladné hodnoty (0,2 % r/r). Index PMI se v červenci vrátil nad 50 bodů, když dosáhl hodnoty 52,8, což bylo oproti červnu (47,8) další znatelné zlepšení. V srpnu se sice mírně zhoršil, ale nadále zůstal nad hranicí 50 bodů, když dosáhl 50,6 bodu. **Reálné maloobchodní tržby zaznamenaly v březnu a v dubnu samozřejmě dramatickou deceleraci způsobenou uzavřením prodejen, ale v dalších měsících se kontinuálně zlepšovaly.** Zatímco ještě v únoru rostly tržby v reálném vyjádření o skoro 10 % r/r, v březnu meziročně ztratily 7 %, a v dubnu dokonce 22,6 %. V květnu se meziroční tempo poklesu s tím, jak se ekonomika začala opět otevírat, snížilo a dosáhlo „pouze“ 8,6 %, v červnu byly tržby oproti stejnému měsíci roku 2019 už jenom o necelá dvě procenta nižší. **A v červenci se tržby po čtyřech měsících meziroční kontrakce opět vrátily ke kladnému meziročnímu růstu, jehož tempo dosáhlo +2,7 %.**

Fundamenty podporující poptávku domácností se i počátkem druhého čtvrtletí zhoršovaly, což naznačuje, že i po kompletním znovuotevření ekonomiky, a zejména po vyprchání vládních programů pomoci nemusí poptávka domácností růst tak jako v únoru. Zatímco ještě koncem prvního čtvrtletí přidaly **mzdy** meziročně 6,3 %, ve druhém čtvrtletí už jen 2,2 % r/r. Počátkem třetího čtvrtletí sice tempo jejich růstu dosáhlo 3,8 %, ale i to je méně než v minulých letech. Ochladuje totiž trh práce, což je vidět i na míře nezaměstnanosti – sezonně očistěná **míra nezaměstnanosti** se v červnu dostala na 6,3 % (což je sice o 0,1 p. b. méně než v červnu, ale skoro o procentní bod výše než v červenci 2019) a je tak stále (s výjimkou června) nejvyšší od ledna 2018.

Inflace v červenci mírně poklesla (z 3,3 % v červnu na rovná tři procenta), mnohem důležitější zpráva však je to, že **jádrová inflace se vydala opačným směrem**: tato složka inflace byla v březnu a dubnu na 3,6 %, v květnu poskočila na 3,8 %, v červnu na 4,1 %, a v červenci dokonce na 4,3 %, čímž se dostala na nejvyšší hodnotu od listopadu 2001. Dle prvních dat za srpen došlo na úrovni celkové inflace v srpnu jen k mírnému zpomalení na 2,9 % (jádrová složka zatím nebyla zveřejněna).

Měnový výbor centrální banky (MPC) v srpnu neměl měnověpolitické zasedání, nejbližší takové zasedání bude až 15. září. Podobně jako bankovní rada ČNB, se i polská centrální banka již dřív dostala se sazbami na nulu: koncem května snížila 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, odkupec vládních dluhopisů na sekundárním trhu a v refinančních facilitách podobných těm, jež již léta provádí ECB (TLTRO), v dubnu pak rozšířila akceptované instrumenty pro druhý ze zmíněných programů o všechny státem garantované instrumenty i o pokladniční poukázky. 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 nyní MPC očekává pokles ekonomiky o 5,7 %, v roce 2021 pak její růst o 4,4 %. Inflaci také dle prognózy čeká výrazné zpomalení, a to na 1,3 % v roce 2021 a 1,8 % v roce 2022.

MAĎARSKO

Růst maďarské ekonomiky překvapil směrem dolů, inflace naopak směrem nahoru. Centrální banka v této svízelné situaci vyčkává.

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). 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.).

Na propad ekonomiky téměř „španělským“ tempem přitom ale neukazovala ani měsíční data zveřejněná během srpna. **Maloobchodní tržby** si totiž ve srovnání třeba s ČR vedly a vedou lépe. Po pouze dvou měsících meziročního poklesu (který ovšem nebyl nijak dramatický, v dubnu o 9,3 % a v květnu o 2,8 %) se jejich růst vrátil v červnu v podstatě k meziroční stagnaci (-0,5 % r/r). **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. **Počátkem třetího čtvrtletí pak dále vzrostla na 4,8 %.** Překvapivě 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 dosáhl jeho tempo dokonce 15,6 %. To bude asi jenom statistický artefakt způsobený tím, že růst nezaměstnanosti byl koncentrován v nízkopříjmových kategoriích. I tak je však tempo růstu mezd úctyhodné.

Průmyslová produkce sice výrazně klesla, ale rozsah poklesu se nevymykal tomu, co jsme viděli jinde v regionu. V březnu až dubnu totiž průmyslová produkce sice poklesla o 40 %, růstem v květnu (+16,1 % m/m) a červnu (+17,1 % m/m) však většinu poklesu vymazala a meziroční tempo poklesu tak koncem prvního pololetí dosáhlo už jen 12,4 %.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Vzhledem k vývoji **indexu PMI**, který se v červenci 2020 vrátil nad 50 bodů (50,8 bodu) a který v srpnu ještě o dva body vyrostl, je zřejmé, že se průmyslová produkce ve 3Q20 dále zlepšila.

Inflace v červenci 2020 oproti červnu poskočila, a to o výrazných 0,9 procentního bodu. Dostala se tak na 3,8 %, což je nejvýše od března 2020. Poskočila též jádrová inflace, a to z 2,9 % na 3,5 %. Důvody jsou v zásadě tři. Zaprvé, růst spotřebních daní od 1. června, který se dotkl cenového okruhu alkohol a tabák (+1,1 % m/m), jakož i paliv (+8,1 % m/m). Zadruhé, obvyklá sezonnost spojená s oblečením se letos kvůli pandemii v červenci neodehrála. Zatřetí, a to bylo největší překvapení, vzrostly ceny služeb o 1,1 % m/m (3,4 % r/r vs. 2,5 % r/r v červnu). Dezinflační tlaky se tak navzdory ekonomické krizi v ekonomice zatím nijak neprojevují, spíše naopak.

Centrální banka (MNB) poté, co v červnu i v červenci snížila 90denní repo sazbu dvakrát po 0,15 p. b. na 0,6 % v srpnu, nic dalšího ohledně sazeb neudělala. Inflace překvapila nahoru (což mimochodem zvedlo očekávání budoucí úrovně sazeb: FRA 3 x 6 vzrostly o 15 b. b.), růst HDP směrem dolů a centrální banka tak v této nelehké situaci zvolila vyčkávání. Něco však centrální banka v srpnu přece jenom udělala: výrazně zvýšila týdenní objemy odkupovaných dluhopisů z 15 mld. HUF na 40 mld. HUF a nakupované dluhopisy budou mít kratší splatnost než ty, které nakupovala v červenci (2038/A a 2041/A): propříště se bude jednat o nákupy dluhopisů „s maturitou delší než 10 let“. Doteď MNB nakoupila dluhopisy za cca 200 mld. HUF, dle viceguvernéra Virága bude pokračovat beze změny nejméně do hranice 1 bilionu HUF (které bude stávajícím tempem dosaženo někdy v lednu). MNB tak má teď za cíl v podstatě kontrolovat celý dlouhý konec výnosové křivky.

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, červenci i v srpnu bylo pak obchodování velmi klidné až nudné. V červnu se cena ropy držela mezi 37 a 40 dolary za barel, během července pak ropa zůstala v úzkém pásmu 38 až 42 dolarů za barel a v srpnu vzrostla lehce nad 43 dolarů/barel.

AKCIOVÉ TRHY

Na globálních akciových trzích se v srpnu bez zásadních nových kurzotvorných zpráv udržela velice pozitivní nálada z července, když si všechny hlavní akciové indexy připsaly kladné zhodnocení. Většina společností zveřejnila své výsledky hospodaření za druhé čtvrtletí, přičemž došlo k výraznému pozitivnímu překonání odhadů analytiků na úrovni čistých zisků. Tržby se již pohybovaly blízko odhadů trhu. Dobré výsledky přicházely především ze sektorů spotřebitelského, zdravotnického, technologického nebo průmyslu. Nedařilo se odvětvím ropy a plynu a užití. Výkonnostně se opět výrazně dařilo růstovým společnostem, zvláště těm ze skupiny FAANG. Extrémně pak působí zhodnocení akcií Tesly, jejíž hodnota již překročila 400 mld. USD a je tak hodnotnější než například 10 světoznámých automobilových značek dohromady (Volkswagen, BMW, Daimler, Renault, Fiat, GM, Ford, Fiat, Honda, ...). Americký akciový index S&P 500 v srpnu meziměsíčně vzrostl o 7 %, evropský index DJ STOXX 600 o 2,9 % a japonský index Nikkei 225 o 6,6 %.

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE

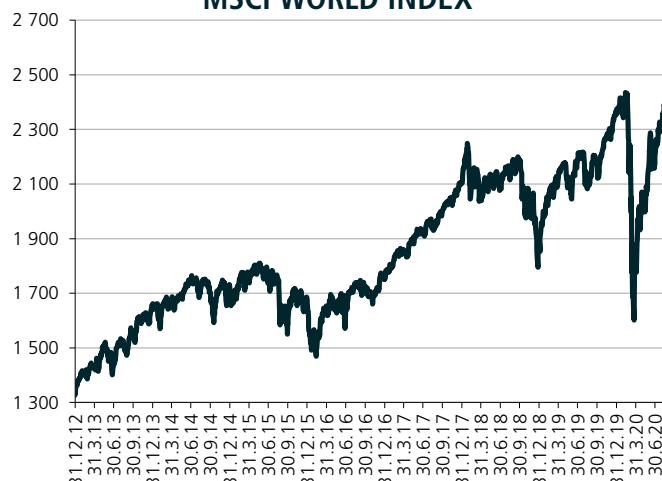


AKCIOVÉ TRHY

Středoevropské trhy následovaly trhy západní Evropy. Prázdninová nálada spojená s nižší likviditou a bez zásadních kurzotvorných zpráv vedla zhruba k dvouprocentnímu růstu akciových indexů v Praze a Varšavě. Zveřejněné korporátní výsledky hospodaření za druhé čtvrtletí výrazně nepřekvapily. V případě bank došlo k očekávanému meziročnímu propadu poskytnutých nových úvěrů i úrokových marží, všechny zároveň zaúčtovaly možné odpisy budoucích nesplacených úvěrů. Opět se výkonnostně dařilo růstovým společnostem CD Project (vývojář her Zaklínač a Cyberpunk 2077) nebo potravinářskému řetězci Dino Polska.

Akcíím na rozvíjejících se trzích se rovněž dařilo, i když méně než na rozvinutých trzích. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD zhodnotil o 2,1 % a zaznamenal tak pátý ziskový měsíc v řadě. V závěru měsíce dokázal dokonce odmazat veškeré ztráty způsobené koronavirovou krizí, čímž se letošní zhodnocení akcií na rozvíjejících se trzích dostalo opět do kladných hodnot. Hlavním tématem byly především pokračující politické třenice mezi USA a Čínou. Možné sankce a případné odvetné kroky představují pro investory velkou míru nejistoty. Čínské akcie i navzdory tomu dokázaly připsat přes 2,5 % (index CSI300), podobných výsledků dosáhly i akcie v Indii, Koreji či Hongkongu. Naopak se nedařilo brazilským a tureckým akciím. Ohnisky koronaviru nadále zůstávají především Indie a země Latinské Ameriky.

MSCI WORLD INDEX



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Německá výnosová křivka se během srpna na dlouhém konci zvedla, i když jen minimálně (z -50 b. b. koncem července na -40 b. b. koncem srpna). Na krátkém konci byly výnosy téměř beze změny: koncem července -70 b. b., koncem srpna -66 b. b. Stejný vývoj byl patrný i na opačném břehu Atlantiku. Ve Spojených státech amerických jsme zaznamenali nárůst výnosů na dlouhém konci ze zhruba +55 b. b. koncem července na cca +70 b. b. koncem srpna. Na krátkém konci se nic nestalo, výnosy dvouletých dluhopisů zůstaly kolem 10 b. b. Toto zvýšení sklonu výnosových křivek reflektovalo pokračující přesun investic do rizikovějších tříd aktiv (akcie, firemní dluhopisy), mírněně holubičímí postoji hlavních centrálních bank, jejichž měnověpolitické sazby zůstanou ještě dlouho beze změny kolem nuly.

FIREMNÍ DLUHOPISY

Vývoj na kreditním trhu se i v srpnu, podobně jako v předcházejících čtyřech 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 prémie v březnu a která začala v dubnu opadat, se pod vlivem bezprecedentních fiskálních a měnověpolitických zásahů vlád, respektive centrálních bank dále rozměňovala i v dalších měsících, srpen nevyjímaje.

Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru tak během srpna dále vzrostly, změna tzv. total return indexu u nich dosáhla +0,19 %, respektive +1,43 %. U dolarových instrumentů byl vývoj nehomogenní – u investičního stupně pokles o 1,9 %, u spekulativního stupně pak růst o 0,8 %. Další zlepšení jsme zaznamenali u kreditních prémie CDS kontraktů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe poklesly kreditní prémie emitentů investičního stupně oproti červenci o dalšího 10,5 %, u spekulativního stupně o 9,5 %. U investičního stupně jsou tak prémie již o skoro 16 % pod úroveň z konce února (u spekulativního jsou však nadále o 33 % výš).

ČR

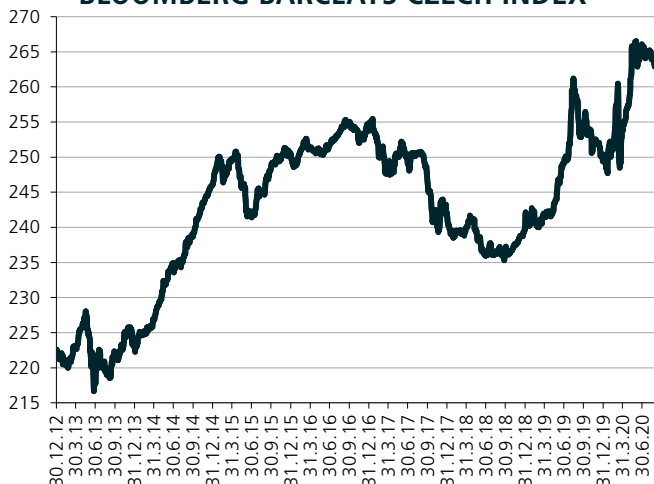
Česká výnosová křivka během srpna zvýšila svůj sklon. Krátký konec, který se ještě koncem dubna nacházel nad 0,6 % (a počátkem ledna dokonce na 1,8 %), totiž koncem srpna dosáhl úrovně 0,15 %, což bylo jen cca 5 b. b. nad úrovní z konce července. Dlouhý konec však vyrostl z 0,9 % na konci července až na 1,1 % koncem srpna. Na delším konci se, podobně jako měsíc předtím, podepsaly zejména vyšší než očekávaná (a stále tvrdší) inflace a též podobný vývoj na zahraničních oblihačních trzích.

DLUHOPISOVÉ TRHY

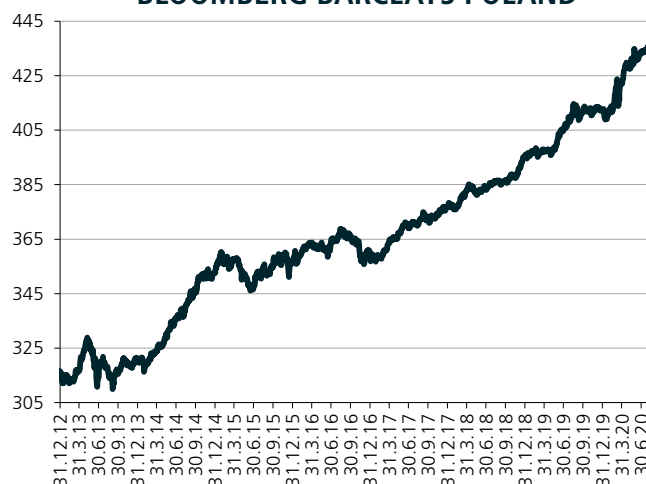
POLSKO

Polská výnosová křivka se během srpna moc nehýbala, i když přece jenom o něco málo svůj sklon zvýšila. Desetileté polské výnosy během srpna vzrostly zpátky na 1,4 %, kde byly i koncem června (koncem července byly o 0,1 p. b. níže na 1,3 %). Na krátkém konci dvouleté výnosy zůstaly téměř bez změny (0,1 % vs 0,12 %). Vývoj inflace ani růst zadlužení evidentně s dluhopisovým trhem zastabilizovaným zásahy centrální banky nic nedělaly.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

UKRAJINA

V srpnu si ceny ukrajinských státních dluhopisů připsaly mírné zisky či stabilitu. Předběžná data o vývoji hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí ukázala na silnější dopad koronavirových opatření, než se čekalo. Mezikvartální propad HDP činil téměř 10 %, přičemž předstihové ukazatele z maloobchodního a průmyslového sektoru ukazují jen na pozvolný návrat. Inflace v těchto podmínkách zůstává taktéž velmi utlumená a spolu se stabilizujícím se měnovým kurzem otevírá centrální bance prostor pro další snížení sazeb. Problematické zůstávají změny v obsazení bankovní rady a ústup z reformních snah i odklon od požadovaných bodů Mezinárodního měnového fondu. Náš pohled na další vývoj cen ukrajinských aktiv je tak nyní spíše opatrný, nicméně lze předpokládat, že nedojde k úplnému přerušení spolupráce s MMF. Rizikový apetit investorů bude podporovat navýšení objemu odkupu aktiv na straně ECB, oficiální potvrzení osmnáctiměsíční půjčky ve výši 5 mld. USD ze strany MMF a postupné uvolňování jednotlivých tranší. 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 poté, co v červenci oslabil z 1,13 až na 1,19, během srpna jenom osciloval v úzkém pásmu ± 1 cent od hranice 1,19. Důvodem červencového výrazného oslabení byly zejména spekulace na změnu strategie měnové politiky Fedu, které na setkání v Jackson Hole potvrdil jeho šéf Jay Powell. Fed již nově nebude cílovat inflaci 2 %, nýbrž se bude v průběhu času soustředit na dosahování průměrné inflace na úrovni 2 % (average inflation targeting – AIT). Jinými slovy, období podstřelování inflace následně bude chtít kompenzovat jejím určitým přestřelováním, což je významná změna metodiky směrem k uvolněnější měnové politice. Tento faktor by tak mohl mít trvalejší negativní dopad na hodnotu kurzu dolaru jak vůči euru, tak vůči ostatním světovým měnám.

Česká koruna během srpna posílila z 26,60 na chvíli až na 26,10. Důvodem byla zejména vyšší než očekávaná inflace, která oživila spekulace na dřívější růst sazeb, než který očekává prognóza, a také menší propad české ekonomiky ve 2Q20 než v jiných zemích regionu nebo v EMU. Koruně neuškodila ani fiskální rozmařilost vlády (snížení daní z příjmů fyzických osob, rouškovně). Podobně jako kurz české koruny se vyvíjel i kurz **zlatého oproti euru**, když se z hodnot kolem 4,48 na konci července dostal až k hranici 4,40 koncem srpna. **Maďarský forint** se vyvíjel odlišně: výrazný propad ekonomiky ve 2Q20, který si v ničem nezádal třeba se Španělskem, „pomohl“ kurzu EUR/HUF z červencových 344 až k hranici 355 na konci srpna. Na březnová historická minima (365 forintů za euro) se sice forint během léta nevrátil, ale zdá se, že tam směřuje.

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 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 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 déletrvajících 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), 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 nepříjde, neboť těmto tendencím bude bránit Evropská centrální banka navýšeným programem nákupů vládních dluhopisů. Podtrženo, sečteno, byť výsledkem v nejbližších měsících může být relativní stabilita českých výnosů na nízkých úrovních, postupně dle našeho názoru 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 nicméně může 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

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, k podkopávání nezávislosti centrální banky a k 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.

MĚNY

Vývoj kurzu eura proti dolaru byl v červenci překvapivě razantní, v srpnu pak nudný. Oslabení dolaru nad hranici 1,15 a směrem k 1,20 bylo taženo primárně spekulacemi na změnu strategie měnové politiky Fedu, které se následně potvrdily. Působení tohoto faktoru by mohlo mít trvalejší negativní dopad na hodnotu kurzu dolaru, tížit by jej v dalším období měly také extrémně nepříznivý fiskální vývoj v USA a politická nejistota v souvislosti s prezidentskými volbami. V důsledku tak očekáváme, že tendence ke slabšímu dolaru by měla v dalších měsících pokračovat.

Koruna je po srpnovém posílení už v podstatě tam, kde jsme ji pro letošek předpokládali – tedy nedaleko hranice 26 korun za euro. Drobný prostor pro další posílení (k úrovni 26, respektive mírně pod tuto hranici) v letošním roce však ještě vidíme. Makroekonomicky je totiž na tom ČR lépe než EMU, inflace je zde také tvrdošíjně vysoká, což živí spekulace na dřívější růst sazeb, než v prognóze a než v EMU. Protože však ani během pandemie nedošlo k dramatickému poklesu objemu pozic zahraničních investorů (držba českých dluhopisů nerezidenty činila ke konci července 33,5 % 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 nebo lehce pod tuto hranici, ale zranitelnost, jakožto dědictví dávno ukončených devizových intervencí, si s sebou ponese dál.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

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 uvažíme, že před březnovými výprodeji jej na ně nedostal ani široký pozitivní úrokový diferenciál a silný růst ekonomiky (a obojí je teď věcí minulosti). Je však možné, že se, podobně jako v roce 2008–2009, polská ekonomika vypořádá se současnou krizí lépe než EMU, v kterémžto případě se zlotý může dostat až pod 4,20. To však až nejdřív v příštím roce.

Maďarskému forintu uškodil výrazný propad ekonomiky ve 2Q20, který byl mnohem horší než v Polsku, v ČR nebo i jinde v eurozóně. Na druhé straně však dle měsíčních dat ekonomika solidně oživuje, centrální banka i po snížení sazeb stále zůstává nejvýše v regionu (a to samé platí o výnosech dluhopisů) a vysoká inflace také může živit spekulace, že se měnová politika zpřísní dřív, než se zatím obecně čeká. To by mělo forint do konce roku vrátit zpátky na silnější hodnoty (pod 340 forintů/euro).

AKCIOVÝ TRH

Situace ohledně nemoci covid-19 se za uplynulý měsíc celosvětově výrazně nezměnila, avšak v evropských zemích postupně dochází k nárůstu počtu nově nakažených. Akciové trhy tohle doposud nereflektovaly a zvláště americké trhy rostly, zejména společnosti z technologického sektoru. Na základě hodnotových ukazatelů se nám technologický sektor, reprezentovaný především skupinou FAANG (Facebook, Amazon, Apple, Netflix, Google), jeví jako výrazně předražený. V následujících měsících tak očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, například bankovního sektoru. To by znamenalo lepší regionální výkonnost akcií obchodovaných na evropských a rozvíjejících se trzích a horší výkonnost amerických akcií. Obecně se několikaměsíční růst globálních akciových trhů v následujících měsících a letech projeví v nižším očekávaném průměrném ročním zhodnocení včetně dividend zhruba okolo 4 %. Nepříznivým faktorem pro akcie je negativní dynamika globálních korporátních zisků, jejichž meziroční pokles ke konci srpna 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. 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.

Myslíme si, že zaostávání středoevropského regionu a atraktivní hodnotové ukazatele povedou k dobré výkonnosti v následujících měsících. Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu nyní vidíme především u slovinských a českých akcií. Silné propady způsobené šířením covidu-19 dle nás ve střednědobém horizontu poskytují zajímavé investiční příležitosti. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (pro rok 2020 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 na některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií obsaženo. 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