

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY

USA – S&P 500	10,75 %
Evropa – DJ Stoxx 600	13,73 %
Japonsko – Nikkei 225	15,04 %
MSCI Emer. Mark.	9,21 %
ČR – PX	14,65 %
Polsko – WIG30	19,37 %
Maďarsko – BUX	20,15 %

**DLUHOPISOVÉ INDEXY
Bloomberg Barclays**

USA	0,35 %
Evropa	0,10 %
ČR	-1,19 %
Polsko	-0,04 %
Maďarsko	0,98 %
Turecko*	5,82 %

* BofA Merrill Lynch index

MĚNY

(pokles = posílení)

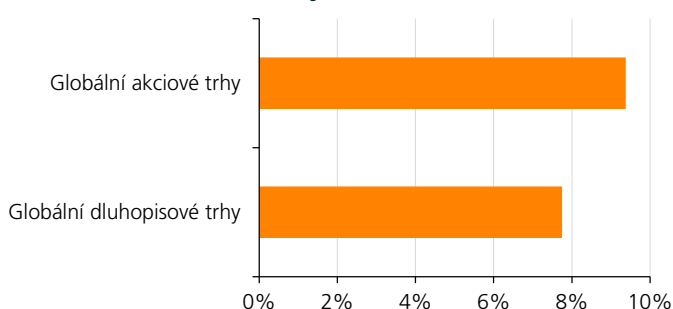
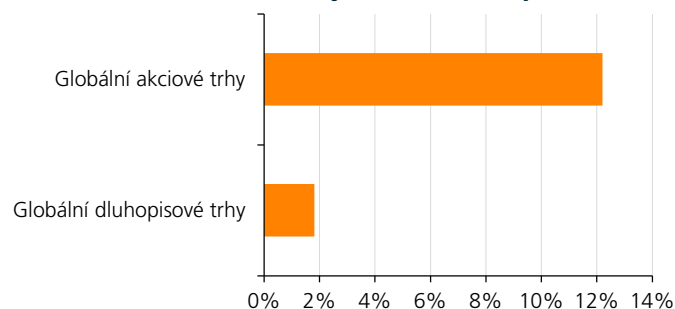
USD/EUR	2,40 %
CZK/USD	-5,91 %
CZK/EUR	-3,66 %
PLN/EUR	-2,83 %
HUF/EUR	-2,18 %
TRY/EUR	-4,13 %

KOMODITY

Ropa Brent	27,04 %
Zemní plyn	-14,07 %
Sil. elektřina	14,02 %
Zlato	-5,54 %
Stříbro	-4,70 %
Měď	12,81 %

LISTOPAD V KOSTCE
RYCHLÉ SHRNTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Globální akciové trhy zažily v listopadu jeden z nejlepších měsíců v historii. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World totiž připsal fenomenální zisk 12,2 %. Tržní optimismus byl hnán především pozitivními zprávami o úspěšných testech vakcín proti koronaviru od společností Pfizer, Moderna a AstraZeneca. Investoři také ocenili poměrně jasný výsledek amerických prezidentských voleb a indikace, že předání moci proběhne v USA relativně v poklidu. Rovněž globální dluhopisové trhy zažily vynikající měsíc, když nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays zaznamenal zisk 1,8 %.

Výkonnost od začátku roku

Výkonnost v listopadu


Zdroj: Bloomberg, Conseq

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

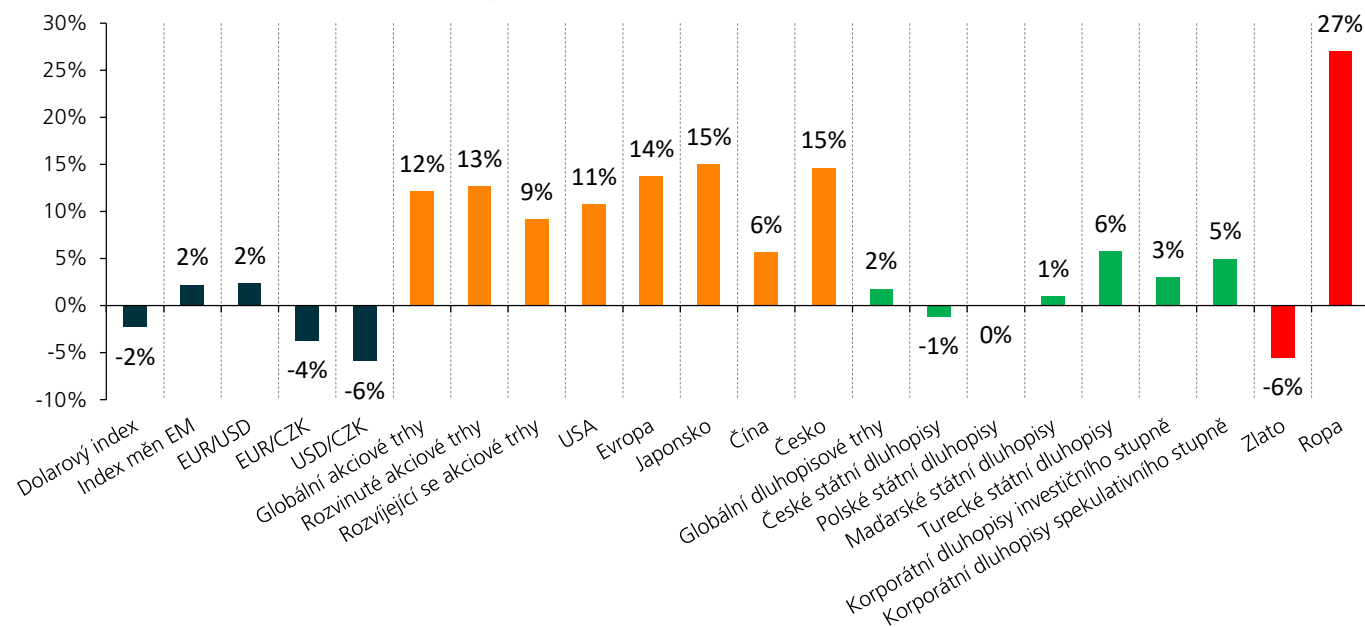
- Dolar v listopadu při silně pozitivní náladě na globálních finančních trzích logicky oslaboval. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, ve výsledku oslabil o 2,3 % a dostal se na nejslabší úroveň od poloviny roku 2018. Vůči euru dolar oslabil o 2,4 % na úroveň 1,193 USD/EUR. Index měn rozvíjejících se ekonomik vůči dolaru posílil o 2,2 %.
- Koruna velice výrazně posilovala. Vůči euru posílila o 3,7 % na úroveň 26,19 CZK/EUR a vůči dolaru posílila o 5,9 % na úroveň 21,86 CZK/USD.
- Nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal fenomenální zisk 12,2 %. Z regionálního pohledu se více dařilo akciím z rozvinutých trhů, jejichž index MSCI World posílil o 12,7 %. Akcie na rozvíjejících se trzích posílily dle indexu MSCI Emerging Markets o 9,2 %.
- Z hlediska stylu se výrazně více dařilo hodnotovým akciím, jejichž index MSCI All Country World Value zaznamenal zisk 14,5 %. Růstové akcie dle indexu MSCI All Country World Growth připsaly zisk 10,2 %.
- Ze sledovaných trhů zaznamenaly nejsilnější zisky akcie ve střední Evropě (CECE EUR +24,2 %), Latinské Americe (MSCI Latin America +21,6 %) a eurozóně (Euro STOXX 50 +18,1 %). Relativně nejslabší zisk zaznamenaly čínské akcie (CSI 300 +5,6 %), které vykazovaly nadstandardní výkonnost v předchozích měsících.
- Pražská burza dle indexu PX připsala nadprůměrný zisk 14,7 % a index PX měsíc zakončil na úrovni 966 bodů.
- Globální dluhopisové trhy dle indexu Bloomberg Barclays zaznamenaly také nadstandardní zisk ve výši 1,8 %. Přitom průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg poklesl o 0,05 % na úroveň 0,86 %.
- Globální index vládních dluhopisů posílil o 1,3 %. Korporátním dluhopisům se dařilo na výbornou. Globální index korporátních dluhopisů investičního stupně připsal zisk 3,1 % a globální index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) dokonce 5,0 %.

LISTOPAD V KOSTCE

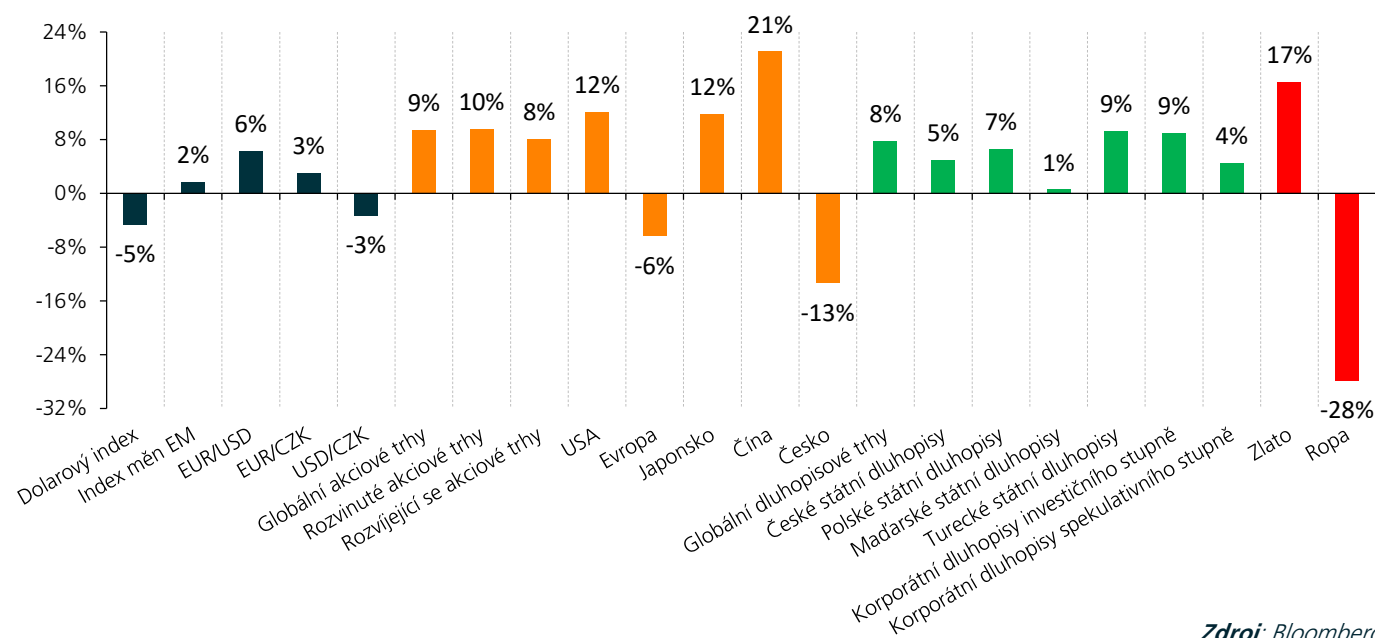
VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

- Index korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v euru posílil o 1,0 % a index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) denominovaných v euru posílil o 4,3 %.
- Českým vládním dluhopisům se tentokrát opět příliš nedařilo, jejich index oslabil o 1,2 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s krátkou dvouletou splatností vzrostl o 0,07 % na úroveň 0,10 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s dlouhou desetiletou splatností naopak vzrostl o 0,22 % na úroveň 1,29 %. Česká výnosová křivka tak poměrně výrazně zvýšila svůj sklon.
- Index polských státních dluhopisů hodnotu nezměnil. Maďarské státní dluhopisy připsaly zhodnocení 1,0 % a turecké státní dluhopisy dokonce 5,8 %.
- Globální komoditní index S&P GSCI vzrostl o 12,0 %. Cena ropy Brent vzrostla o 27,0 % na úroveň 48 USD za barel. Cena zlata poklesla o 5,5 % na úroveň 1 776 USD za trojskou unci.
- Index volatility VIX výrazně poklesl o 46 % na 21 bodů.

Výkonnost hlavních tříd aktiv v listopadu



Výkonnost hlavních tříd aktiv od začátku roku



LISTOPAD V KOSTCE

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu listopadu zvýšili podíl globální akciové složky prostřednictvím nákupu akcií v rozvíjející se Asii. Podvážení globální akciové složky jsme tak snížili z -25% na $-12,5\%$.
- Celkově tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči benchmarkům (srovnávacím indexům) i nadále podvážení v akciích a alternativních investicích, a naopak nadvážení v dluhopisech.
- V akciové složce máme výrazně podvážené USA a naopak výrazně nadvážené rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele s rozvíjející se Asií a střední a východní Evropou.
- U českých vládních dluhopisů jsme i nadále podváženi na duraci, což znamená, že udržujeme průměrnou splatnost tohoto subportfolia oproti benchmarkům kratší, čímž se chráníme vůči úrokovému riziku případného výrazného nárůstu výnosů do doby splatnosti a to především na delším konci výnosové křivky.

ASSET ALOKACE	akcie	dluhopisy	alternativy
	-	+	-
	podvážení	nadvážení	podvážení

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

JAKÝ JE NÁŠ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Globální ekonomika se momentálně nachází v nehlubší recesi od 2. světové války. Dle poslední říjnové prognózy Mezinárodního měnového fondu by mělo globální HDP v letošním roce poklesnout o $4,4\%$, což je násobně více než 1% pokles při globální finanční krizi v roce 2009. Přitom jedinou velkou ekonomikou, která by měla za celý letošní rok zaznamenat kladnou dynamiku HDP, je podle MMF Čína, jejíž ekonomika by měla vzrůst o přibližně 2% .
- Globální makroekonomický obrázek se navíc v průběhu listopadu dále zhoršil, neboť prakticky na celém světě momentálně řadí druhá velká vlna pandemie koronaviru. Toto přitom nyní platí zejména o USA. Je tak velice pravděpodobné, že minimálně v USA a Evropě HDP v letošním posledním čtvrtletí opět mezikvartálně poklesne a dočkáme se hospodářského vývoje ve tvaru písmene „W“.
- Na druhou stranu objevily se také velice příznivé zprávy o nových vakcínách proti koronaviru od společností Pfizer, Moderna a AstraZeneca. Od prvního čtvrtletí příštího roku by snad mohlo začít plošné očkování s tím, že od druhého pololetí 2021 by se globální makroekonomická situace mohla začít normalizovat. To je také hlavní důvod, proč globální akciové trhy v průběhu listopadu extrémně rostly.
- Je ovšem třeba také zmínit komentáře představitelů Mezinárodního měnového fondu, Fedu a Evropské centrální banky, kteří se v posledních dnech vyjadřovali ve smyslu, že globální ekonomika ještě zdaleka není z nejhoršího venku. Podle těchto institucí bude globální ekonomika i nadále vyžadovat enormně silnou monetární a fiskální podporu. Jak je nicméně u akciových trhů dobrým zvykem, akcie mají silnou tendenci předbíhat reálný makroekonomický vývoj o dva až tři kvartály. Tudíž nyní pravděpodobně platí, že je v cenách akcií zaceněn velice pozitivní vývoj od druhé poloviny příštího roku. Konec konců se hlavní akciové indexy v průběhu listopadu dostaly na nová historická maxima. Americký index Dow Jones Industrial Average se dokonce poprvé v historii dostal přes úroveň 30 000 bodů.
- Klíčovým důvodem extrémního akciového růstu od konce března však byla bezprecedentní monetární stimulace klíčových centrálních bank. Americký Fed se dokonce zavázal k neomezeným nákupům dluhových cenných papírů, včetně nákupů korporátních dluhopisů s neinvestičním spekulativním ratingem (high-yield). Centrální banky ve výsledku investičnímu sentimentu v uplynulých měsících zásadním způsobem pomohly. Přitom například od Evropské centrální banky se navíc očekává, že na svém prosincovém zasedání objem nákupů dluhopisů ještě dále zvýší. Je proto velice pravděpodobné, že klíčové centrální banky budou finanční trhy bezprecedentně podporovat také v roce 2021.

LISTOPAD V KOSTCE

Globální kompozitní proprietární akciová valuace – MSCI All Country World Index



Průměrný globální dluhopisový výnos



Zdroj: Bloomberg, Conseq

- Co se našeho globálního akciového výhledu týče, na konci září jsme se rozhodli akcie v našich investičních portfoliích podvážit. Vedly nás k tomu primárně tři důvody: 1) solidní výkonnost globálních akciových trhů v letošním roce s přihlédnutím k masivním dopadům globální pandemie, 2) velmi vysoké akciové valuace neboli akciové ocenění, nyní nejvyšší od roku 2000 a 3) extrémně nejistý globální makroekonomický výhled.
- Aktuální globální akciové valuace pro střednědobý horizont příštích pěti let přitom nyní 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 listopadu činil 29 %. Celkově jsme proto na akcie mírně negativní.
- Pokud jde o dluhopisy, ty jsou momentálně jako globální třída aktiv nejdražší v historii, když průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg na konci listopadu činil pouhých 0,86 % a pohyboval se tak i nadále poblíž historického minima ze srpna. Průměrný reálný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti, tedy očištěný o očekávanou míru inflace, je 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.
- Také kreditní marže korporátních dluhopisů se v posledních měsících enormně utáhly a momentálně se pohybují pod svými dlouhodobými průměry, a to jak u korporátních dluhopisů s investičním ratingem, tak i u korporátních dluhopisů s neinvestičním spekulativním ratingem (high-yield). Domníváme se proto, že ani korporátní dluhopisy jako třída aktiv momentálně příliš atraktivní nejsou.
- Celkově se má tedy aktuální situace na globálních finančních trzích tak, že valuace neboli ocenění akcií i dluhopisů je na historických maximech. Proto musí investoři v následujícím období počítat s poněkud podprůměrným zhodnocením.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika ve třetím čtvrtletí silně vzrostla, dobrá byla i data z počátku října. Jádrová inflace však zůstává na historickém minimu. Zpříšňování opatření se však podepisuje na zhoršujících se předstihových ukazatelích.

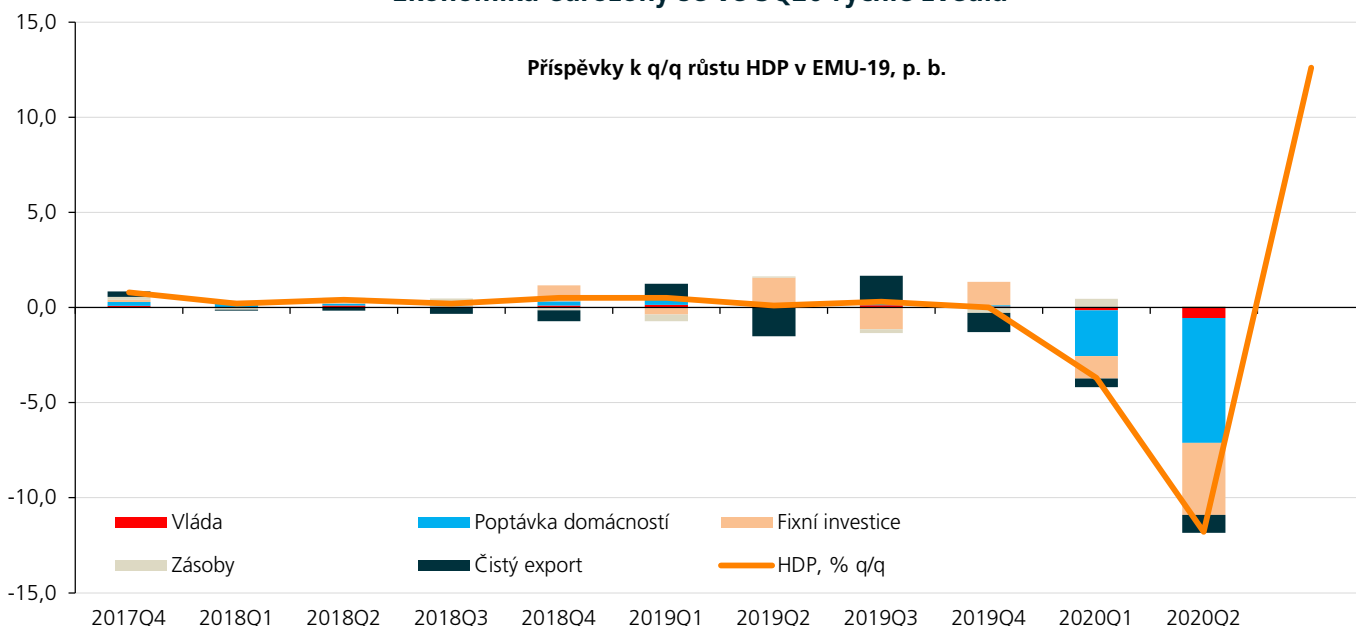
Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se dle (druhého a) zpřesněného odhadu ve třetím čtvrtletí podle očekávání výrazně zlepšila. Po propadu o 11,8 % q/q ve druhém čtvrtletí vzrostla ekonomika ve třetím čtvrtletí o 12,6 % q/q, což znamená, že meziročně – a také ve srovnání s koncem roku 2019 – byla ekonomika v reálném vyjádření objemově jen o 4,4 % menší. Čtvrté čtvrtletí však bude nejspíš čtvrtletím, v němž ekonomika Eurozóny vinou zpříšňujících se opatření v boji s druhou vlnou koronavirové pandemie opět poklesne. Z pohledu velkých ekonomik EMU byl obrázek ve třetím čtvrtletí následující: německá ekonomika vzrostla o 8,5 % q/q (meziročně je tak níže o 4 %), španělská ekonomika přidala 16,7 % q/q (–8,7 % r/r), italská 16,7 % q/q (–4,7 %) a francouzská dokonce 18,2 % q/q (a je tak na tom nejlépe, jen 4,3 % pod úroveň ze stejného čtvrtletí roku 2019). Francouzská ekonomika je také jediná velká ekonomika, u které již známe strukturu. Všechny složky francouzské agregátní poptávky se samozřejmě strmě zvedly: poptávka domácností se růstem o 17,3 % q/q dostala jen dvě procenta pod úroveň z 3Q19, vládní výdaje byly meziročně (překvapivě jen) o 0,4 % r/r výš. Hrubé fixní investice se také výrazně zvedly (+23,3 % q/q, –5,1 % r/r) a – protože výrazněji narostl export než import – příspěvek čistého exportu k mezičtvrtletnímu růstu byl pozitivní (+1,2 p. b.).

Měsíční data, která byla v EMU v průběhu listopadu zveřejněna, byla dobrá, předstihové ukazatele však ukazují, že před námi je opět období slabosti.

Maloobchodní tržby se již v červenci dostaly na úroveň zpřed 12 měsíců (červencový pokles dosáhl jen 0,1 % r/r), v srpnu pak díky silnému meziměsíčnímu růstu (o 4,2 %) dokonce skončily o 3,7 % nad úroveň ze srpna 2019. **Koncem třetího čtvrtletí** však již – možná v předtuše budoucích ekonomických omezení v důsledku zhoršující se epidemiologické situace – **opět klesly**, a to o 2 % m/m (na 2,2 % meziročně). A jak naznačuje zhoršování spotřebitelské důvěry (ta v říjnu dosáhla –15,5 bodu, v listopadu pak dle prvního odhadu dokonce –17,6 bodu, což je nejnižší od května 2020), ve 4. čtvrtletí nás nejspíš čeká návrat maloobchodu k poklesu. **V září** se sice zastavilo zhoršování situace na trhu práce (**míra nezaměstnanosti stagnovala na 8,3 %**) ale vzhledem ke zpříšňování opatření v řadě zemí EMU lze očekávat, že se míra nezaměstnanosti v dalších měsících opět posune nahoru. Koncem minulého čtvrtletí narostla nejvýrazněji míra nezaměstnanosti ve Španělsku, a to na 16,5 %, což je o 3 p. b. výše než před pandemií. Říjnová data budou zveřejněna až po uzávěrce tohoto materiálu (2. prosince).

Průmyslová produkce se už potřetí v řadě nezměnila. Podobně jako v červenci a v srpnu dosáhlo i **v září meziroční tempo poklesu 6,8 %**. Nejslabší z velkých ekonomik je stále Německo (–8,7 % v září vs. –10,4 % v srpnu), nejlepší pak Španělsko (–3 % v září vs. –6,2 % v srpnu). **Důvěra v evropském průmyslu je však již lepší než v březnu** – v říjnu dosáhla –9,6 bodu (březen: –11,2 bodu; únor 2020: –6,2 bodu), což nás naplňuje opatrnou důvěrou v další měsíce.

Ekonomika eurozóny se ve 3Q20 rychle zvedla



Zdroj: Eurostat, <http://bit.ly/2aD7d7N>

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Další předstihové indikátory se však, až na německý zpracovatelský průmysl v rámci indexu nákupních manažerů, zhoršily, reflektující zhoršující se epidemiologickou situaci. Německý index IFO kvůli rostoucím obavám z druhé vlny koronaviru v říjnu mírně poklesl, a to na 92,5 bodu (září: 93,2 bodu, únor 2020: 95,7 bodu); data za listopad zveřejněná 24. listopadu pak ukázala další pokles na 90,7 bodu. Podobně jako tomu bylo v minulých měsících, kdy se index zlepšoval, i v listopadu byla hlavním hybatelem složka očekávání. Hodnocení současné situace se v listopadu zhoršilo jen mírně (z 90,4 na 90 bodů), složka očekávání však poklesla nejnižší (na 91,5 bodu) od června 2020. **PMI** v průmyslu se dle finálních dat v říjnu dále zlepšil (na 54,8 bodu v říjnu vs. 53,7 bodu v září 2020), a to hlavně díky dalšímu zlepšení v Německu (58,2 bodu, nejvíce za 31 měsíců) a v Itálii (53,8 bodu, také nejvyšší hodnota za 31 měsíců). V rámci celé eurozóny se pak zlepšila jak výroba, tak nové objednávky (nejvíce za 2,5 roku). **V listopadu** se dle předběžných dat průmysl zhoršil, zůstal však nad 50, když skončil hodnotou 53,6 bodu nejnižší za 3 měsíce.

V dominantním sektoru služeb je však situace horší. Dle finálních dat **poklesl v říjnu index ve službách na pětíměsíční dno** (46,9 vs. zářijových 48 bodů), a to jako důsledek opětovného nárůstu nových případů covidu-19 a z toho pramenících obav, že se opět nevyhneme uzavírkám ekonomik. Většina vpřed hledících komponent indexu se (nepřekvapivě) zhoršila: opět klesly nové objednávky, optimismus do dalších dvanácti měsíců klesl nejnižší od května. **Listopadová předběžná data kolaps sentimentu potvrdila:** index klesl na 6měsíční dno **41,3 bodu**, zejména vinou propadu nových objednávek.

Celková inflace zůstala dle finálních dat v říjnu na -0,3 %, tj. na stejné úrovni jako v září. Na historickém minimu ze září zůstala také jádrová inflace. Její hodnota (0,2 %) je tak sice stejná jako měsíc předtím, ale struktura je mírně horší a ukazuje, že desinflační tlaky se nejspíš dále prohlubují. V cenovém okruhu průmyslového zboží totiž sice došlo k mírnému růstu (únor: 0,5 %; září: -0,3 %; říjen: -0,1 %), v dominantním sektoru služeb však došlo k dalšímu zpomalení tempa růstu cen (únor: 1,6 % r/r; září: 0,5 %; říjen: 0,4 %). První odhad cenového vývoje za listopad zveřejněný 1. prosince žádnou změnu nepřinesl: jádrová i celková inflace zůstaly oproti říjnu bez změn.

ECB na svém posledním zasedání žádnou změnu měnové politiky neprovedla, naznačila však, že v prosinci může k dalšímu uvolnění politiky lehce dojít. V zápisu zveřejněném hned po zasedání totiž ECB vyjádřila obavu z dopadu pandemie na ekonomiku: „Hospodářské oživení v eurozóně ztrácí dynamiku rychleji, než se čekalo.“ a „Nárůst případů covidu-19 a související zpřísňování omezujících opatření hospodářskou aktivitu tlumí, což znamená jednoznačné zhoršení krátkodobého výhledu.“ Naznačila, že na dalším zasedání může politiku dále rozvolnit: „V současném prostředí, kdy jsou rizika jednoznačně vychýlena na stranu poklesu, Rada guvernérů [v prosinci] důkladně vyhodnotí aktuální informace, včetně vývoje pandemie, výhledu spuštění očkování a vývoje směnného kurzu. Nové makroekonomické projekce, které odborníci Eurosystemu připraví v prosinci, umožní znovu důkladně posoudit hospodářský výhled a rovnováhu rizik.“ Vzhledem k inflaci a slabým předstihovým ukazatelům, zejména ve službách, se tak zdá, že nějaká forma uvolnění politiky je v prosinci v podstatě hotová věc.

USA

Ekonomice se nadále vede dobře, trh práce se stále zlepšuje. Inflace již pět měsíců roste, prezidentské volby proběhly v relativním klidu. Zpřísňování opatření kvůli covidu-19 si však na ekonomice ve 4Q20 jistě vybere svou daň.

Americká ekonomika po dramatickém a bezprecedentním poklesu ve druhém čtvrtletí (-31,4 % q/q) vzrostla ve třetím dle zpřesněných údajů z konce listopadu stejně bezprecedentním tempem, a to o 33,1 % q/q. Velikosti příspěvků jednotlivých složek byly kvantitativně podobné těm z druhého čtvrtletí, jen znaménka byla opačná. Spotřebitelské výdaje přidaly k růstu HDP 25,2 p. b. (ve druhém čtvrtletí -24 p. b.), fixní investice 11,8 p. b. (ve druhém čtvrtletí -8,8 p. b.), čistý export ubral 3,2 p. b. (ve druhém čtvrtletí +0,6 p. b.).

Data zveřejněná během listopadu 2020 byla opět dobrá. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** poté, co během března a dubna klesly o přibližně 35 % m/m, přidaly během dalších 3 měsíců rovněž 35 %. **V srpnu až v říjnu vzrostly o 4 %** (v říjnu samotném o 1,3 %), což znamená, že jsou meziročně už jenom o 0,33 % nižší. Už to samo je ve světle povahy a velikosti šoku z jara (a třeba kvůli propadu objednávek letadel) velkým úspěchem. Po vyloučení volatlní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, dostáváme dokonce ještě lepší obrázek: za březen a duben pokles o cca 8%, za další 4 měsíce ale pak nárůst v takovém rozsahu (+1,5 % m/m; +4,3 % m/m; +2,6 % m/m; +2,1 % m/m), že koncem srpna byly objednávky již nad únorem. **V září a říjnu pak přidaly objednávky další skoro 3 %, meziročně se tak dostaly o 6,2 % výš.** Tento vývoj je překvapivý i kvůli vývoji **průmyslové produkce**. Ta totiž v posledním půlroce (do konce října 2020) sice vzrostla o cca 13 % (v říjnu samotném o 1,1 % m/m poklesla), ale i tak je meziročně o 5,3 % nižší (oproti únoru 2020 je nižší o 5,6 %).

HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

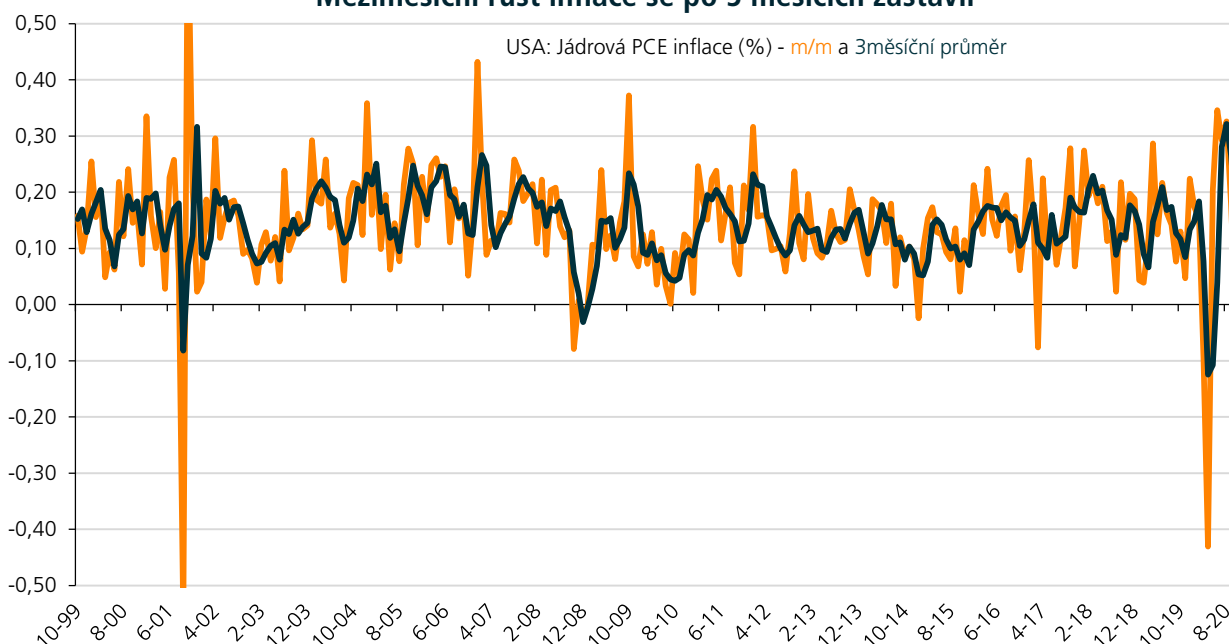
Celkové **maloobchodní tržby** bez aut a bez paliv po poklesu o 17 % během března i dubna vzrostly během následujících dvou měsíců o pětinu. Od července meziměsíčního tempo jejich růstu (samozřejmě) zpomalilo, ale až do října zůstalo kladné a kumulativně dosáhlo 4,2 % (v říjnu samotném **+0,2 % m/m**, nejméně od dubna). Je to dílem důsledků pokračující masivní fiskální podpory, která je extrémně štedrá (u mnoha lidí je podpora dokonce vyšší než pracovní příjem) a která sice původně měla koncem července skončit, prezident Trump ji však dekrety prodloužil (byť došlo ke snížení příspěvků), dílem pak rovněž důsledků zlepšování amerického trhu práce.

Ten se totiž dále zlepšuje a pomalu se už, alespoň co se míry nezaměstnanosti týče, blíží normálu. Míra nezaměstnanosti totiž v říjnu klesla oproti září o rovný 1 procentní bod na 6,9 %; oproti svému vrcholu z dubna (14,7 %) je tak podstatně nižší, byť je stále zřetelně nad hodnotou z února (3,5 %). Klesá i míra nezaměstnanosti U6 (zahrnující kromě nezaměstnaných i ty, co pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali), která se v říjnu dostala na 12,1 %; oproti dubnu je tak nižší o skoro 11 p. b. To jsou ta pozitivní data. Negativní je vývoj u podpor v nezaměstnanosti a žádostí o ně. První žádosti o podporu v nezaměstnanosti se nadále drží v počtu kolem 750 tisíc, což indikuje pokračující bezprecedentní míru destrukce pracovních míst, pokračující žádosti o podporu jsou také historicky nevidaně vysoko, kolem 6,4 mil.

Meziroční jádrová PCE inflace zůstává nadále pod cílem Fedu, v září dosáhla meziročně 1,5 %. Pro Fed dobrou zprávou ale je, že inflace zaznamenala v září pátý meziměsíční růst v řadě (tentokrát o 0,2 % m/m). Za posledních 5 měsíců od dubna se tak jádrová cenová hladina zvedla celkově o 1,4 %, což znamená, že již za pár měsíců se meziroční tempo inflace vrátí ke 2 %. **V říjnu jádrová PCE inflace po pěti měsících stagnovala.**

Vedení Fedu zasedalo počátkem listopadu. Dle očekávání Fed ponechal sazby beze změny, tj. v pásmu 0–0,25 %. Oproti přecházejícímu zasedání se nic podstatného nezměnilo ani v zápisu. Ekonomická aktivita dle Fedu dále ožívuje, ale „stále zůstává hluboce pod úrovní ze začátku roku“. Inflace je „nadále tlumena poklesem cen ropy a slabou poptávkou“, i když při pohledu na měsíční tempa inflace si to tak úplně nemyslíme. Na tiskovce pak Powell řekl, že jsou připraveni ekonomice dále pomoci a že měnová politika „zdaleka nevyčerpala munici“. Trhy na jinak nudné zasedání, navíc ve stínu amerických prezidentských voleb, jejichž vítězem se s největší pravděpodobností stal Joe Biden, vůbec nereagovaly.

Meziměsíční růst inflace se po 5 měsících zastavil



Zdroj: FRED databáze

HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

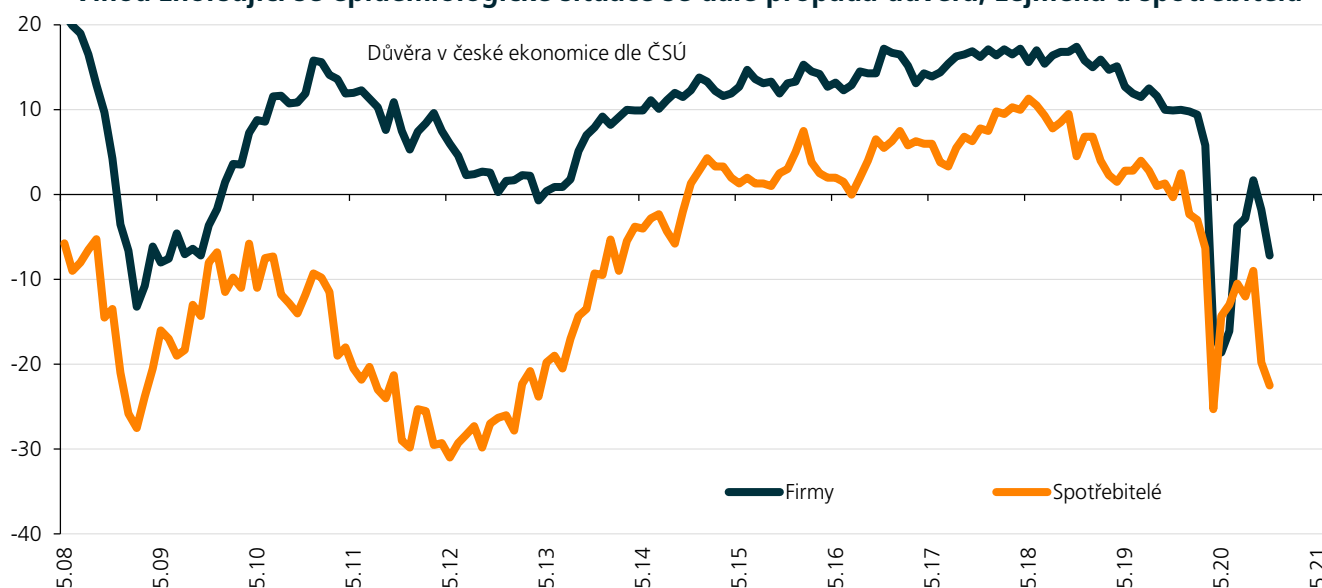
Makroekonomická data jsou stále dobrá, předstihové indikátory však reflektují zpříšňování protipandemických opatření. 4. čtvrtletí bude růstově nejspíš opět v červených číslech.

Po poklesu o 3,3 % q/q v prvním a o 8,5 % q/q ve druhém čtvrtletí se ekonomika ve třetím čtvrtletí vrátila k růstu, a to, samozřejmě, tempem velmi výrazným. Mezičtvrtletní tempo růstu dosáhlo 6,2 %, což znamenalo, že v meziročním vyjádření byla ekonomika o 5 % níž a ve srovnání s koncem roku 2019 o 5,4 % níž. Struktura růstu, zveřejněná počátkem prosince, ukázala, že lví podíl na oživení měly domácnosti: jejich poptávka po sedmiprocentním poklesu ve 2Q20 vzrostla o 5 % ve 3Q20. Naopak, hrubé fixní investice klesly o 5 % q/q (celkové dokonce o 7,5 % q/q), díky výraznému nárůstu dovozu (+26,2 % q/q) a slabšímu nárůstu exportu (16,3 % q/q) byl negativním přispěvatelem k růstu také čistý vývoz.

Měsíčně zveřejňovaná „tvrdá“ data byla v listopadu dobrá. **Průmyslová produkce**, která během března a dubna ztratila více než 35 % a která v následujících třech měsících přidala skoro 40 %, v srpnu sice mírně poklesla (o 0,9 % m/m), ale **v září se opět vrátila k růstu, a to o silná 4 % m/m**. Nyní je tak průmyslová produkce už jen o 2 % nižší než před rokem. Celkové **maloobchodní tržby** (tj. včetně pohonných hmot a motorových vozidel) jsou také už jen velmi mírně pod úrovní z roku 2019. V září totiž tempo jejich poklesu dosáhlo jen necelá tři procenta (-2,7 % r/r), a to hlavně vinou skoro desetiprocentního poklesu tržeb z prodeje aut (a v menší míře také vinou zhruba procentního poklesu u tržeb za paliva). Ostatní sektory jsou již meziročně v plusu – tržby v segmentu nepotravinářského zboží bez aut a paliv vzrostly koncem 3Q20 o 3 % r/r. Tržbám se daří hlavně díky fiskální podpoře vlády, jejíž stinnou stránkou však je bezprecedentní deficit rozpočtu (274 mld. v prvních 10 měsících letošního roku). Rozpočtová situace nebude v dalších letech lepší – bezpříkladným snížením daní (zatím jen ve Sněmovně) z konce druhé listopadové dekády se deficit v příštím roce, beztak plánovaný na 320 mld., nafoukne o dalších nejméně 130 mld. Pro maloobchod to však bude vzpruha.

Měkké indikátory ukazují obavy z budoucnosti, které jsou důsledkem druhé vlny pandemie. **PMI ve zpracovatelském průmyslu**, který v dubnu propadl na 35,1 bodu, se v říjnu po šesté v řadě zvýšil (a podruhé od listopadu 2018 dostal) nad hranici 50 bodů, jež odděluje expanzi v sektoru od kontrakce v něm. **V říjnu index dosáhl hodnoty 51,9 bodu**, což bylo dokonce o 1,2 bodu výše než v září. Hlavním hybatelem tohoto zlepšení byly nové objednávky (exportní objednávky vzrostly nejrychleji od června 2018, celkové objednávky pak nejrychleji za dva roky). Naopak, na čtyřměsíční dno se kvůli epidemiologické situaci dostala očekávání v nejbližších 12 měsících. **Listopadová data zveřejněná 1. 12. ukázala zlepšení neviděné od srpna 2018 – hnán nejsilnějším nárůstem nových objednávek od července 2018 se index PMI dostal na 53,9 bodu.**

Vinou zhoršující se epidemiologické situace se dále propadá důvěra, zejména u spotřebitelů



Zdroj: https://www.czso.cz/csu/czso/kpr_cr

HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Zhoršování sentimentu potvrdily **spotřebitelská i podnikatelská důvěra** měřené ČSÚ. **Oba tyto ukazatele se v říjnu dramaticky zhoršily**, když vláda opět uzavřela část ekonomiky: v případě spotřebitelů klesla důvěra ze zářijových -9 bodů na -20 bodů, což je kousek od dubna (duben 2020: -25,4 bodu), v případě firem z +1,7 bodu na -1,8 bodu (únor 2020: 9,4 bodu). Zejména u spotřebitelů je propad vpravdě rychlý. **Listopadová data pokračující propad důvěry potvrdila:** důvěra domácností klesla na -22,5 bodu (koronavirové dno bylo -25,3 bodu v dubnu), důvěra firem klesla nejnižší (-7,2 bodu) od června (-16,1 bodu).

Inflace zůstává stále vysoko, i když oproti září poklesla. Celková inflace v říjnu dosáhla totiž **2,9 %**, což byla o 0,3 p. b. nižší hodnota než v září a o 0,2 p. b. vyšší úroveň než v říjnu roku 2019. Měnověpolitická inflace také dosáhla 2,9 %, což je oproti její hodnotě před rokem růst o 0,1 p. b. Strukturálně se na inflačním obrázku již měsíce nic nemění: cenovou hladinu zvyšují hlavně cenové okruhy alkoholu, tabáku a potravin, které přispívají k inflaci ve výši 1,4 p. b. (v říjnu to bylo 0,7 p. b.), a segment bydlení, který přispívá ve výši 0,4 p. b. (v říjnu 2019 to bylo 1,3 p. b.). Jinými slovy, bez těchto dvou cenových okruhů by dosáhla meziroční inflace jen zhruba 1 %.

ČNB zasedala naposledy 5. listopadu. Žádná změna v nastavení měnové politiky se neodehrála, všechny sazby zůstaly beze změny, tj. dvoutýdenní repo sazba na 0,25 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 1 %. Centrální banka představila novou prognózu pro rok 2021, ta však oproti srpnové přinesla jen kosmetické změny – o něco nižší inflaci (1 % vs. 1,2 % v předcházející prognóze) a o něco nižší růst (4,5 % vs. 5,4 %). ČNB nečeká návrat na předpandemické úrovně ekonomiky ani koncem roku 2022. Proto je trochu překvapivé, že prognóza maluje od poloviny příštího roku poměrně rychlý růst sazeb. K růstu sazeb dle nás v příštím roce skoro určitě nedojde.

POLSKO

Polská ekonomika ve třetím čtvrtletí vzrostla natolik, že meziroční pokles byl už jen minimální. Jádrová inflace vinou slabého zlatého zůstává vysoko, centrální banka však přesto zůstává v klidu.

Polská ekonomika se dle druhého odhadu zvedla ve třetím čtvrtletí o 7,9 % q/q, meziroční tempo jejího poklesu se tak snížilo na pouhých 1,5 %. Strukturální data zveřejněna 30. 11. ukázala výrazný pozitivní příspěvek čistého exportu k meziročnímu růstu ve výši 1,7 p. b. Pozitivně k meziročnímu růstu přispěla dle očekávání vláda (+0,6 p. b.) a, trochu překvapivě, i domácnosti (0,2 p. b.); negativně pak, dle očekávání, fixní investice (-1,7 p. b.) i zásoby (-2,3 p. b.). Ve 4. čtvrtletí však nejspíš bude ekonomika opět v červených růstových číslech, a to jako důsledek zpřísněných protiepidemických opatření.

Měsíční data zveřejněná v listopadu byla smíšená. Průmyslová produkce počátkem čtvrtého čtvrtletí zůstala v podstatě stejná (3,7 % r/r po sezonním očištění) jako v říjnu (3,3 %), a to i přes (nejspíš nejistotou vyvolané) poklesy produkce kapitálového zboží, zboží krátkodobé spotřeby a energií. Je to mírně překvapivé i vzhledem k tomu, že **index PMI sice v říjnu (a také v listopadu) setrval nad hranicí 50 bodů**, ale pouze těsně (50,8 bodu v obou měsících). **Reálné maloobchodní tržby** se poté, co zaznamenaly v březnu a v dubnu dramatický propad, v dalších měsících kontinuálně zlepšovaly. Zatímco ještě v únoru rostly tržby v reálném vyjádření o skoro 10 % r/r, v březnu meziročně ztratily 7 % a v dubnu dokonce 22,6 %. Již v červenci se však tržby po 4 měsících meziroční kontrakce opět vrátily ke kladnému meziročnímu růstu, jehož tempo dosáhlo +2,7 %. **Počátkem čtvrtého čtvrtletí však vlivem počínajících protipandemických omezení opět sklouzly do červených čísel (-2,1 % r/r).**

Fundamenty podporující poptávku domácností zůstaly i počátkem čtvrtého čtvrtletí dobré. **Mzdy** totiž v říjnu přidaly 4,7 % r/r (v září to bylo 5,6 %). I trh práce se během 3. čtvrtletí oproti druhému čtvrtletí zlepšil: sezonně očištěná **míra nezaměstnanosti** byla v červnu 6,4 %, v srpnu, v září i v říjnu pak 6,3 % (což je ale o více než procentní bod nad hodnotou ze stejného období minulého roku).

Inflace v říjnu mírně poklesla z 3,2 % v září na 3,1 %. To, že slabost měny na domácí cenovou hladinu doléhá, je ještě více vidět v jádrové inflaci (tj. v celkové inflaci bez cen potravin a energií). Jádrová inflace v říjnu sice také poklesla (z 4,3 % v září na 4,2 % v říjnu), ale nadále je na jedné z nejvyšších úrovní za dvě desetiletí. **První odhad listopadové inflace ukázal na mírný pokles celkové inflace na 3 %** (jádrová inflace zatím zveřejněna nebyla).

Měnový výbor centrální banky (MPC) zasedal 6. listopadu (tento dvoudenní posun oproti původnímu termínu vyvolal spekulace trhu, že dojde ke snížení sazeb). Nakonec se však trh žádného překvapení nedočkal, sazby zůstaly na historicky i regionálně nejnižší hodnotě 0,1 %. Centrální banka znovu potvrdila, že bude pokračovat v odkupech aktiv a i nadále bude nabízet depozitní facilitu, jak řekla v minulých měsících. MPC představil i novou makroekonomickou prognózu, ale žádné zmínkyhodné změny oproti minulé prognóze nenastaly. MPC nakonec zopakoval, že v hlavním scénáři očekává, že oživení bude pokračovat, byť pomalejším tempem než ve třetím čtvrtletí (což je samo sebou), ale současně vyjádřil nyní již dost opodstatněnou obavu, že nedávný nárůst nových případů nemoci covid-19 toto oživení zastaví.

HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Maďarsko ve třetím čtvrtletí vymazalo negativní šok ze čtvrtletí druhého, mezikvartálně vzrostlo dvouciferným tempem. Inflace se vrátila ke třem procentům.

Maďarsko, podobně jako Polsko, zveřejnilo v polovině listopadu první data o růstu ekonomiky ve 3. čtvrtletí. Jelikož pokles ekonomiky ve druhém čtvrtletí (o 14,5 % q/q) překonal veškeré odhady a také nesouhlasil s tím, co ukazovala měsíční data, a vzhledem k měsíčním datům za třetí kvartál jsme očekávali, že růst ve třetím čtvrtletí bude mezičtvrtletně dvouciferný. To se nakonec i potvrdilo, když růst dosáhl 11,3 % q/q, což v meziročním vyjádření znamenalo zlepšení z -13,6 % r/r ve druhém čtvrtletí na -4,6 % r/r ve třetím čtvrtletí. Struktura růstu ukázala, že hlavním faktorem silného odrazu od jarního dna byl čistý export (jeho příspěvek k meziročnímu růstu se z -7,3 p. b. ve 2Q20 dostal na -0,1 p. b.) a poptávka domácností (příspěvek -1,2 p. b. vs. -4 p. b. ve 2Q20).

Měsíční data zveřejněná během listopadu byla, podobně jako v předchozích dvou měsících, dobrá. **Maloobchodní tržby** si vedly a vedou dobře. Po pouze 2 měsících meziročního poklesu (který ovšem nebyl nijak dramatický – v dubnu o 9,5 % a v květnu o 3,3 %) se jejich růst vrátil již v červenci k meziroční stagnaci (0,0 % r/r). V srpnu se tempo růstu dostalo na 1,1 % a v závěru třetího čtvrtletí pak urychlilo na 1,5 %, tj. nejvíce od března. V polovině listopadu však byla v Maďarsku zavedena protiepidemická opatření a očekává se tak návrat tržeb do červených čísel. **Míra nezaměstnanosti**, která v první polovině roku od svého dna v roce 2019 vzrostla o 1,5 p. b. na bezmála 5 %, začala ve druhém pololetí opět pozvolna klesat; za 3. čtvrtletí dosáhla průměrné hodnoty 4,5 %. V říjnu pak dále klesla, za srpen až říjen tak dosáhla 4,3 %. Navíc, **i v polovině 3. čtvrtletí pokračovalo vysoké meziroční tempo růstu mezd.** V červenci i v srpnu růst mezd oproti předcházejícímu měsíci sice o něco zvolnil, ale tempo 10,8 % r/r respektive 9,1 % r/r je jistě více než dobré. Negativem však je, že toto tempo mnohem víc než stav ekonomiky reflektuje statistický artefakt způsobený tím, že růst nezaměstnanosti byl v minulých měsících koncentrován v nízkopříjmových kategoriích (což uměle zvedlo meziroční tempo růstu průměrné mzdy). Růst mezd za září (8,8 % r/r) je nejspíše zkreslený stejným způsobem. **Maďarská průmyslová produkce se rovněž stále zlepšuje.** V březnu–dubnu průmyslová produkce sice poklesla o 40 %, růstem v květnu (+17,7 % m/m) a v červnu (+18,0 % m/m) však většinu tohoto jarního poklesu vymazala a meziroční tempo poklesu tak koncem prvního pololetí dosáhlo už jen 11,7 %. Během třetího čtvrtletí zaznamenala produkce kumulativní růst o více než 15 % (v samotném závěru o 2,3 %), což znamenalo, že se **meziroční tempo poklesu koncem září dostalo na -1 % r/r.** Vzhledem k vývoji **indexu PMI**, který v září poklesl lehce pod 50 bodů (48,8) a v říjnu se nejtěsnějším rozdílem nad hranici 50 bodů vrátil (50,1), lze předpokládat, že i počátkem čtvrtého čtvrtletí průmyslová produkce nejspíš stagnovala.

Celková inflace v říjnu meziměsíčním růstem o 0,2 % m/m zpomalila meziročně z 3,4 % na 3 %, tj. dostala se nejnižší od června. Poptávková inflace (tj. jádrová inflace bez zpracovaných potravin) klesla na 2,7 %. Nejdůležitějším desinflačním faktorem byly v říjnu ceny pohonných hmot, které klesly meziročně o 5,3 %, naopak nejdůležitějším proinflačním faktorem zůstaly (jako v minulých měsících a jako třeba i u nás) ceny alkoholických nápojů a tabáku (+6,1 % r/r, +1 % m/m).

Stabilizace inflace v posledních dvou měsících (a také stabilizace forintu kolem 360 HUF/EUR) udržela centrální banku v klidu. **Na listopadovém zasedání ponechala MNB sazby beze změny**, zdvojnásobila však objem aktiv, které chce nakoupit, a to z 1 000 mld. HUF na 2 000 mld. HUF. Ve stejném rozsahu (tj. o 1 000 mld. HUF na dvojnásobek) zvýšila také objem peněz v rámci programu poskytování půjček s fixním úrokem pro malé a střední podniky (tzv. program „Funding for Growth Go!“).

ROPA

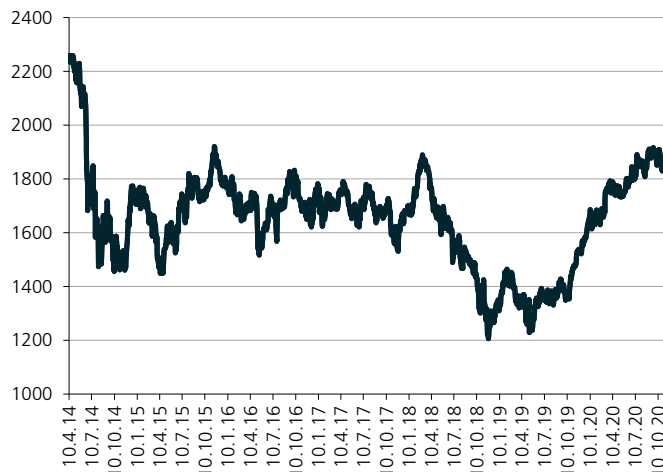
Poté, co se ropa (WTI) v dubnu ocitla v dokonalé bouři (koronavirová uzavírka ekonomik, a z ní plynoucí propad poptávky po ropě, plus konflikt mezi OPECem a Ruskem), kvůli které se cena ropy k fyzickému odběru dostala až do hluboce negativních hodnot, se situace v následujících měsících uklidnila. Během následujících 5 měsíců včetně října se ropa držela v pásmu 37–43 USD za barel. Až na samém konci října došlo vlivem zhoršující se epidemiologické situace ve světě k poklesu ceny ropy pod spodní hranici tohoto pásma, když se cena barelu WTI dostala na dohled hranice 35 USD, kde nebyla od poloviny června. V listopadu však opět zamířila nahoru, a to vlivem spekulací o brzké dostupnosti vakcíny proti covidu-19. Koncem listopadu se tak barel ropy Brent prodával za 48 USD, což bylo nejvíce od počátku března.

AKCIOVÉ TRHY

MSCI EMERGING MARKETS

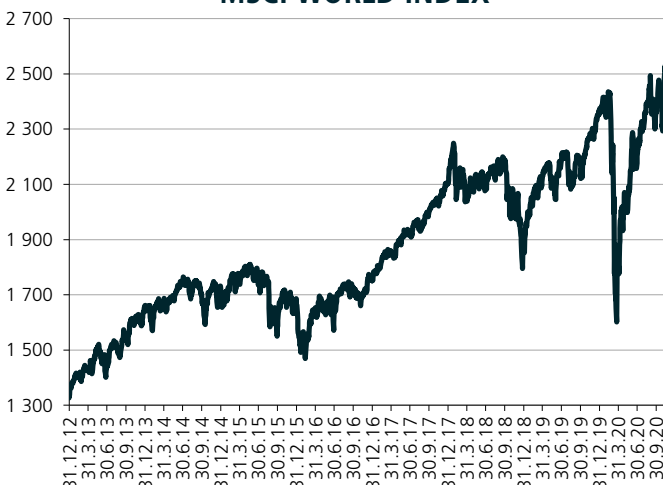


CECE COMPOSITE



Listopad vyzněl pro akciové trhy a většinu komodit extrémně pozitivně. Hned začátkem měsíce proběhly volby prezidenta v USA a chvíli nato společnost Pfizer oznámila schválení vakcíny proti covidu-19. Akciové trhy tak pozitivně reagovaly v očekávání méně agresivní a více predikovatelné politiky nově zvoleného prezidenta J. Bidena a také na optimistický výhled na globální ekonomiku v příštím roce – po možnosti očkování schválenými vakcínami. Postupně tak docházelo k růstu cen akcií zejména sektorů, jímž se v letošním roce nedařilo (letectví, volný čas, hotelnictví, průmysl, banky atd.) a naopak zaostávaly akcie růstových společností, především z on-line sektoru. Lépe se tak vedlo západoevropským akciím, s vyšší váhou „staré“ ekonomiky, které vzrostly o +13,7 % (index DJ STOXX 600), akciový japonský index Nikkei 225 o +15,0 % a americký index S&P 500 si připsal +10,8 %.

MSCI WORLD INDEX



Zdroj: Bloomberg

Středoevropské akciové trhy v listopadu předvedly nejvyšší meziměsíční výkonnost od dubna roku 2009. V letošním roce se místním akciovým trhům příliš nedařilo. Vysoká váha sektorů „staré“ ekonomiky – jako průmysl, banky, strojírenství nebo utility – nebyla při omezení ekonomiky pro většinu investorů atraktivní. To se právě začátkem listopadu změnilo a začalo docházet k výměně dříve kupovaných akcií růstových společností za akcie, kterým sež tak nedařilo. Akcie Erste bank si meziměsíčně připsaly 34,8 %, Komerční banky 24,3 % a Monety 24 %. Celkově pražský index PX vzrostl o 14,7 %. Obdobný scénář proběhl i v Polsku a Maďarsku. Akcie růstových společností jako Allegro, Dino Polska nebo CD Project zaostávaly, naopak akciím bank a některých společností ze spotřebitelského sektoru se extrémně dařilo, meziměsíční výkonnost akcií např. společnosti Amrest (pod který spadá KFC nebo Pizza Hut) byla +77,7 %, společnost CCC +61 %, ING Bank +50 %, atd. Říjnové IPO Allegro naopak ztratilo 4,2 %. Polský index WIG 30 meziměsíčně vzrostl o 21,7 %, maďarský index BUX o 20,1 %, slovinský index SBITOP o 12 % a rumunský index BET o 9,1 %.

Akciové na rozvíjejících se trzích zaznamenaly nejlepší měsíc v tomto roce, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal skvělých 9,2 %. Nejvyšší zisky připsaly trhy, které v posledních měsících zaostávaly, jmenovitě akcie v Latinské Americe (+21,6 %), Turecku (+16,4 %) či Rusku (+15,6 %). Dvouciferných zhodnocení dosáhly ještě korejské a indické akcie. Pozadu naopak zůstala tentokrát Čína (CSI300 +5,6 %). Euforie na trzích měla tři primární příčiny. Zaprvé, optimismus ohledně vývoje vakcín proti koronaviru. Zadruhé, vítězství J. Bidena, od něhož se neočekává tak agresivní zahraniční politika (celní války, vyhrožování, atp.) a konečně zatřetí, dojednání dohody RCEP. Jedná se o vytvoření obchodního bloku, kterou podepsalo 15 asijských států (vč. Austrálie a Nového Zélandu). Budou tak tvořit největší obchodní zónu na světě o velikosti třetiny světové ekonomiky. Omezení cel a prohloubení vzájemné spolupráce má velký budoucí potenciál na další rozvoj v tomto regionu.

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Vývoj dluhopisových trhů byl na obou stranách Atlantiku během listopadu klidný. Ve Spojených státech se nervózním prezidentským volbám na dluhopisových trzích nic zvláštního nestalo. Desetileté výnosy se sice krátce před 4. listopadem a několik dní po něm dostaly nad 0,9 % (jako důsledek oznámení firmy Pfizer, že její vakcína je efektivní na 90 %), již koncem druhé listopadové dekády však byly zpátky u hranice z konce října (0,8 %). Na krátkém konci byly pohyby ještě menší, v rozmezí 3–4 b. b. kolem hranice 0,15 %.

V Německu koncem první listopadové dekády vzrostly desetileté výnosy o více než 15 b. b. až na $-0,46$ %, opět jako důsledek nadějí na brzkou vakcínu proti onemocnění covid-19. Nízká inflace a s tím související spekulace, že v prosinci dojde k dalšímu uvolnění měnové politiky, však výnosy opět rychle vrátily pod 0,6 %.

FIREMNÍ DLUHOPISY

Vývoj na kreditním trhu byl v listopadu ve znamení dalšího poklesu volatility a nervozity, a to i navzdory prezidentským volbám v USA. Korporátní dluhopisy investičního stupně denominované v euro během listopadu dále vzrostly, ale jenom velmi mírně: změna jejich tzv. total return indexu dosáhla $+0,16$ %. U spekulativních dluhopisů však došlo u stejného ukazatele k mnohem výraznějšímu růstu, a to o $4,04$ %. U dolarových instrumentů byl vývoj stejný – u investičního stupně růst o $3,4$ %, u spekulativního stupně růst o $3,8$ %. U posledních tří kategorií to byl důsledek úlevy po amerických prezidentských volbách.

Kreditní prémie v listopadu tuto úlevu také reflektovaly. U kreditních premií CDS kontraktů korporátů investičního stupně denominovaných v euro došlo dle indexu Markit iTraxx Europe k poklesu o více než 25 %, u spekulativního stupně prémie klesly dokonce o 38 %. To znamená, že oproti hodnotě z konce února jsou už o neuvěřitelných 35 % nižší. Celých 36 % segmentu korporátních emisí investičního stupně v EUR pak nese záporný výnos. To opětovně potvrzuje, že zásah centrálních banky byl vpravdě masivní a v podstatě vytlačil ostatní investory do výrazně rizikovějších částí korporátního spektra. To pak nahrávalo financování i společností, kterým by se za normálních okolností investoři spíše vyhýbali. Tomu odpovídá i fakt, že letošní emisní aktivita na trhu evropských korporátů už v listopadu dosáhla objemu celého loňského roku, a to i přes covidový výpadek aktivity ve druhém kvartále.

ČR

Česká výnosová křivka během listopadu dále zvýšila svůj sklon (klesaly ceny dluhopisů s delší splatností). Krátký konec, který se ještě koncem dubna nacházel nad 0,6 % (a počátkem ledna 2020 dokonce na 1,8 %), totiž během listopadu setrval poblíž nuly, dlouhý konec naopak pod vlivem vývoje v Německu zamířil na závěr první listopadové dekády nahoru. Desetileté výnosy se tak dostaly až na dohled 1,30 %, kde díky stále vysoké inflaci zůstaly i poté, co jejich německé protějšky zamířily opět dolů.

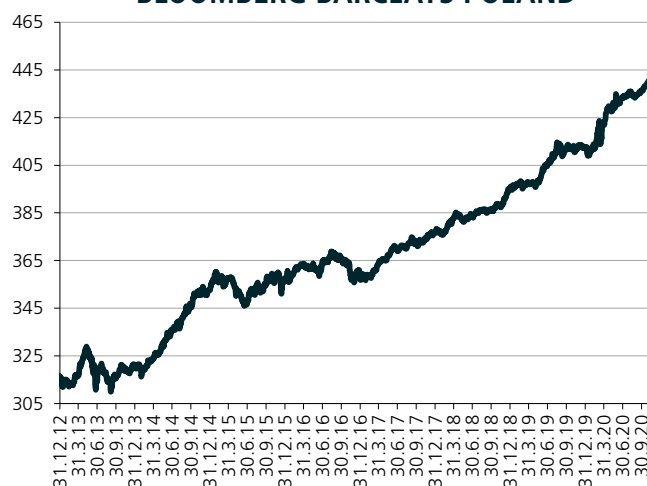
POLSKO

Polská výnosová křivka během listopadu na dlouhém konci také nejdřív vzrostla. Desetileté polské výnosy nejdřív, tažené vývojem v Německu, vzrostly až na dohled 1,3 %, aby poté rychle klesly zpátky k úrovním z konce října, tj. pod 1,25 %. Na krátkém konci nebyly žádné změny, výnosy zůstaly přilepené k nule.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



DLUHOPISOVÉ TRHY

TURECKO A UKRAJINA

V případě tureckých aktiv došlo začátkem listopadu k zastavení předchozího silného oslabování turecké liry a návratu zahraničních investorů. Impulsem k tomu bylo jmenování nového guvernéra centrální banky a výměna na postu ministra financí. Oba noví představitelé vyhlásili zjednodušení měnové politiky, protržní přístup a snahu o reformní kroky. Zasedání centrální banky v polovině měsíce pak potvrdilo návrat ke standardnímu provádění měnové politiky sjednocením repo sazby (jejím zvýšením z 10,25 % na 15 %) a sazby pro dodávání likvidity na mezibankovní trh (kterou centrální banka dlouhodobě udržovala na 14,85 %). Přes to, že takových prohlášení v minulosti zaznělo mnoho a v případě zvýšení sazeb se efektivně jednalo spíše o 25 p. b. než o 475 b. b., kombinace předchozího masivního oslabení turecké měny a všeobecný tržní optimismus vedly k silným pohybům v cenách tureckých aktiv.

Vývoj ekonomických fundamentů na Ukrajině je i nadále silně ovlivňován virovou pandemií, přesto byla předběžná data za třetí čtvrtletí lepší než očekávání. Aktuální vývoj předstihových ukazatelů v kombinaci s rozvolňováním hygienických opatření dává tušit, že celkový výsledek za letošní rok bude spíše blíže optimističtějším scénářům. Pro další vývoj bude zásadní konečná podoba státního rozpočtu, jehož plánovaný deficit není v souladu s požadavky Mezinárodního měnového fondu na uvolnění dalšího financování. Jeho projednávání se nicméně odložilo až na polovinu prosince a před koncem roku tak nelze očekávat mnoho pozitivních zpráv. Na oficiální úrovni přetrvává snaha o vyhovění požadavkům IMF, konkrétní politické kroky a reformy však zůstávají velmi pomalé.

MĚNY

Kurz eura vůči dolaru se koncem října dostal na nejsilnější hodnotu (1,163 USD/EUR) od konce září, **v průběhu listopadu (hned po prezidentských volbách) však oslabil zpátky k 1,19 a v závěru měsíce se dostal až na 1,20**. S kurzem přitom nehnula žádná makroekonomická data v USA či v Evropě a ani vývoj epidemiologické situace, která se na obou stranách Atlantiku vesměs zhoršovala. Jednalo se dle nás tak pouze o trendové, momentové obchodování (pokračování protidolarového sentimentu s tím, jak se Fed přihlásil k méně striktnímu inflačnímu mandátu).

Česká koruna poté, co během většiny října jen oscilovala kolem 27,25 CZK/EUR, kam se předtím dostala po vyhlášení nouzového stavu v důsledku zhoršující se epidemiologické situace, **během celého listopadu kontinuálně posilovala**. Koncem měsíce tak dostala až pod 26,20.

Kvalitativně i kvantitativně shodný byl v listopadu i vývoj kurzu **zlatého vůči euru**. Zlatý totiž stejně jako koruna celý měsíc vůči euru posiloval a posílením o 3,1 % (stejným jako koruna) se koncem měsíce dostal na hranici 4,48 PLN/EUR.

Maďarský forint se v první polovině listopadu vyvíjel stejně jako zbylé dvě měny našeho regionu, posílením o 3,5 % oproti konci října se v polovině listopadu dostal až na hladinu 353 HUF/EUR. Ve druhé polovině měsíce však pod vlivem znovuzavedení restrikcí opět oslabil nad hranici 360 HUF/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na růst požadovaných výnosů dluhopisů (a tedy pokles jejich cen) máme faktory dva. Zaprvé, je zde extrémní emisní aktivita vlády, která letos vytvoří zhruba 500miliardový deficit, a v příštím roce to bude vzhledem k daňovému balíčku schválenému v listopadu (s dopadem 80–130 mld. nad již beztak plánovaný deficit ve výši 320 mld. korun) jen o málo lepší. Zadruhé, Česká republika navzdory bezprecedentnímu zpomalení ekonomiky vykazuje vcelku perzistentně vysokou inflaci, a to i v poprávkové složce. V tomto ohledu nesmíme také zapomínat na přetrvávající vysoký (a v rámci CEE regionu i historicky výrazně nadprůměrný) podíl držby českých státních dluhopisů zahraničními investory (téměř 35 % celkového objemu), jež v případě zhoršení tržního sentimentu či vnímaného makroekonomického fundamentu ČR může vést k turbulencím na trhu a i k rozsáhlým cenovým ztrátám vládních dluhopisů.

Naproti tomu stojí sazby ČNB na nule (jež se ale v příštím roce dle našeho názoru začnou zvedat), extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních / deflačních tlaků) v celé Eurozóně, či domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity. Podtrženo sečteno, byť výsledkem v nejbližších měsících může být relativní stabilita českých výnosů na nízkých úrovních, postupně během nadcházejícího roku dle našeho názoru převládou tendence směrem k vyšším požadovaným výnosům a výnosová křivka bude zvyšovat svůj sklon růstem středně- a zejména dlouhodobých výnosů. Později by se měla celá křivka posouvat vzhůru.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

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

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Náš výhled na vývoj tureckých aktiv v dalších měsících je vlivem nedávných kroků centrální banky a konstruktivních komentářů prezidenta Erdogana opatrně pozitivní, nicméně výzvy zůstávají. Předchozí oslabení turecké měny se bude postupně promítat do rostoucí inflace a centrální banka bude muset ukázat, že je ochotná k dalšímu zpřísnění měnové politiky. Turecká aktiva začnou být trvale zajímavá za podmínky trvalého posílení kredibility centrální banky, zkrácení inflačních očekávání a udržení pozitivních reálných úrokových sazeb.

MĚNY

Posílení **eura vůči dolaru** v červenci směrem k 1,20 USD/EUR (a pak také návrat na tuto hranici na samém konci listopadu) bylo primárně hnáno spekulacemi na změnu strategie měnové politiky Fedu, které se následně potvrdily. Působení tohoto faktoru by mohlo mít trvalejší negativní dopad na hodnotu kurzu dolaru; tížit by jej v dalším období měl také extrémně nepříznivý fiskální vývoj v USA. V důsledku tak očekáváme, že tendence ke spíše slabšímu dolaru by měla v dalších měsících pokračovat.

Koruna byla po zářijovém a říjnovém oslabení příliš slabá, čekali jsme tak návrat koruny na silnější úroveň.

Listopadové posílení bylo rozsahem větší, než jsme pro letošek očekávali (čekali jsme návrat k úrovni 26,50 CZK/EUR), ale kvalitativně odpovídá vyprchávání šoku ze znovu zavedeného nouzového stavu. Pro letošek tak už nevidíme potenciál pro další posílení, v příštím roce čekáme další postupný návrat k fundamentální úrovni mezi 25 a 25,50.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Zhoršená situace kolem koronaviru, absence berliček v podobě vyšších reálných sazeb však budou polskému zlotému bránit ve výraznějším posílení. Do konce roku očekáváme pouze návrat pod 4,50 PLN/EUR.

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

AKCIOVÝ TRH

Akcie napříč všemi regiony v průběhu listopadu zažily výrazně růstový měsíc. Pozitivní nálada zapanovala po zvolení Joe Bidena 46. americkým prezidentem a po oznámení úspěšných testů vakcíny proti nemoci covid-19. Obě tyto události budou mít vliv také v příštích letech. Joe Biden je brán jako člověk, který dokáže nalézt kompromisy a je předvídatelnější než předešlý prezident Donald Trump. Vynalezené vakcíny proti covidu-19 pomohou s bojem proti globální nemoci, jež svírá většinu ekonomik a vedla k jejich omezení, včetně pohybu občanů. V příštím roce budou zároveň nadále podporovat uvolněnou měnovou politiku centrálních bank a vládní fiskální balíčky. Na druhou stranu se některé akciové trhy po proběhlých růstech nachází na vysokých hodnotových ukazatelích a těžké zimní měsíce s nemocí covid-19 jsou ještě před námi.

Proto **jste na akciové trhy z krátkodobého horizontu opatrní**. Negativní výkonnost očekáváme především od amerických společností, zvláště pak těch obsažených v technologickém indexu Nasdaq. V horizontu jednoho roku tak očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, jako například bankovního sektoru, průmyslu nebo ropy a plynu. To by znamenalo lepší regionální výkonnost akcií obchodovaných na evropských a rozvíjejících se trzích a horší výkonnost amerických akcií. Obecně se několikaměsíční růst globálních akciových trhů v následujících měsících a letech projeví v nižším očekávaném průměrném ročním zhodnocení. Nepříznivým faktorem pro akcie je nyní negativní dynamika globálních korporátních zisků. Nicméně klíčová je podle nás pokračující masivní podpora předních centrálních bank a vládních balíčků. Růst ziskových ukazatelů korporací by se měl výrazněji dostavit až ve druhém čtvrtletí příštího roku.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

I přes listopadovou výraznou pozitivní výkonnost středoevropských akciových trhů, spuštěnou prezidentskými volbami v USA, ve kterých vyhrál demokratický kandidát Joe Biden, a následným oznámením úspěšných testů vakcíny proti nemoci covidu-19 od společnosti Pfizer, očekáváme dobrou výkonnost i v dalším období. Krátkodobě přes zimní měsíce, vzhledem k nejednoznačnému vývoji ohledně nemoci covid-19, jsme však nadále opatrní. Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu nyní vidíme především u slovinských a českých akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (pro rok 2020 nebude platit) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží. U polského akciového trhu nadále vidíme rizika ve vysokém zastoupení státu v podílech mnoha společností, což často vede k výměnám managementu, nevhodným akvizicím nebo neefektivnímu řízení mnohdy bez ohledu na cíle minoritních akcionářů. Pozitivní však jsme na polské společnosti ze spotřebitelského sektoru a některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií obsaženy. Z hodnotového pohledu se nám líbí řada slovinských společností. Zajímavou investiční příležitost vidíme v nedávném IPO České zbrojovky, kdy se jedná o dobře řízenou společnost, s kvalitními výrobky, rostoucím tržním podílem, zdravou kapitálovou strukturou a plánovaným rozšířením výrobních kapacit.

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