Leden 2021

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

CONSEQ
JIŽ OD 1994

AKCIOVÉ INDEXY	
USA – S&P 500	–1,11 %
Evropa – DJ Stoxx 600	–0,80 %
Japonsko – Nikkei 225	0,80 %
MSCI Emer. Mark.	2,97 %
ČR – PX	–0,95 %
Polsko – WIG30	–0,08 %
Maďarsko – BUX	3,49 %

DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays	
USA	–0,96 %
Evropa	–0,61 %
ČR	–0,35 %
Polsko	0,32 %
Maďarsko	–0,23 %
Turecko*	0,63 %

* BofA Merrill Lynch index

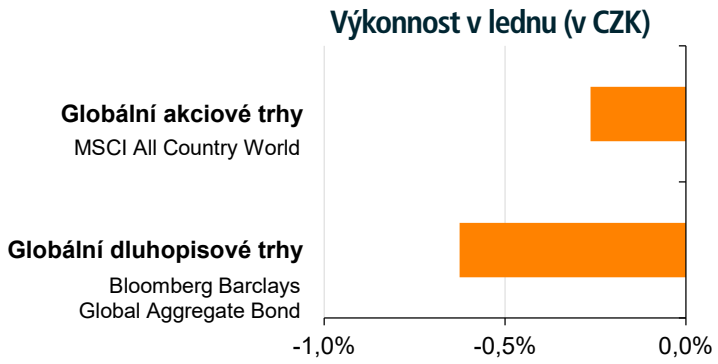
MĚNY (pokles = posílení)	
USD/EUR	–0,66 %
CZK/USD	–0,05 %
CZK/EUR	–0,75 %
PLN/EUR	–0,85 %
HUF/EUR	–1,43 %
TRY/EUR	–2,15 %

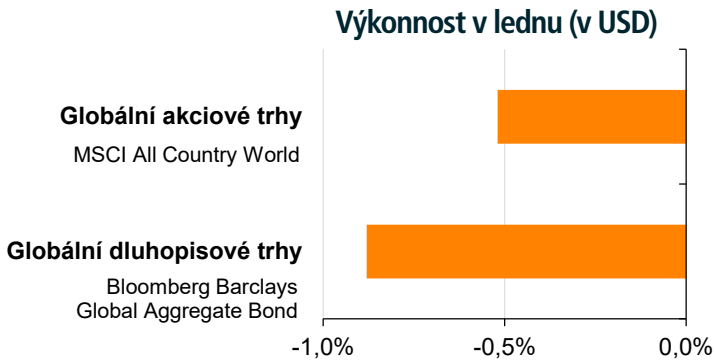
KOMODITY	
Ropa Brent	7,88 %
Zemní plyn	0,98 %
Sil. elektřina	–0,24 %
Zlato	–2,52 %
Stříbro	1,90 %
Měď	1,35 %

LEDEN V KOSTCE

RYCHLÉ SHRNUTÍ MĚSÍČNÍHO VÝVOJE

Vývoj na globálních finančních trzích byl v průběhu ledna celkem pozitivní. Nálada se zkazila až v posledním lednovém týdnu, kdy proběhla menší korekce. Důvodem bylo pravděpodobně vybírání zisků poté, co Mezinárodní měnový fond zveřejnil novou globální ekonomickou prognózu, ve které MMF varoval, že rizika globálního ekonomického výhledu jsou kvůli pandemii skutečně enormní. Ve výsledku nejširší globální akciový index MSCI All Country World za leden odepsal 0,5 %. Globální dluhopisové trhy na tom byly ještě o něco hůře, když nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global-Aggregate Bond odepsal 0,9 % s tím, jak se investoři začali obávat vyšší inflace.





***Zdroj**: Bloomberg, Conseq*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Dolar měl při mírně negativní náladě tendenci posilovat. Dolarový index DXY, jenž měří výkonnost dolaru vůči koši hlavních světových měn, ve výsledku posílil o 0,7 %. Vůči euru dolar posílil také o 0,7 % na úroveň 1,214 dolaru za euro. Index měn rozvíjejících se ekonomik vůči dolaru oslabil velice nepatrně o 0,1 %.
- Koruna vůči dolaru oslabila mírně o 0,3 % na úroveň 21,44 CZK/USD. Vůči euru koruna naopak posílila o 0,9 % na úroveň 26,02 CZK/EUR.
- Nejširší globální akciový index MSCI All Country World odepsal 0,5 %. Z regionálního pohledu se opět více dařilo akciím rozvíjejících se trhů, jejichž index MSCI Emerging Markets připsal zisk 3,0 %. Akcie rozvinutých trhů dle indexu MSCI World odepsaly 1,1 %.
- Z hlediska investičního stylu se více dařilo růstovým akciím, jejichž index MSCI All Country World Growth odepsal 0,2 %. Hodnotové akcie dle indexu MSCI All Country World Value odepsaly 0,9 %.
- Ze sledovaných trhů zaznamenaly nejsilnější poklesy akcie v Latinské Americe (MSCI Latin America –6,8 %), Indii (Sensex –3,1 %) a eurozóně (Euro STOXX 50 –2,0 %). Naopak nejvíce se dařilo akciím v Rumunsku (BET +5,1 %) a rozvíjející se Asii (MSCI Asia ex-Japan +4,0 %).
- Pražská burza dle indexu PX odepsala 1 % a index PX leden zakončil na úrovni 1017 bodů.
- Globální dluhopisové trhy dle indexu Bloomberg Barclays Global-Aggregate Bond odepsaly 0,9 % s tím, jak se investoři začali obávat zvýšené inflace. Přitom průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg vzrostl o 0,05 % na 0,88 %.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

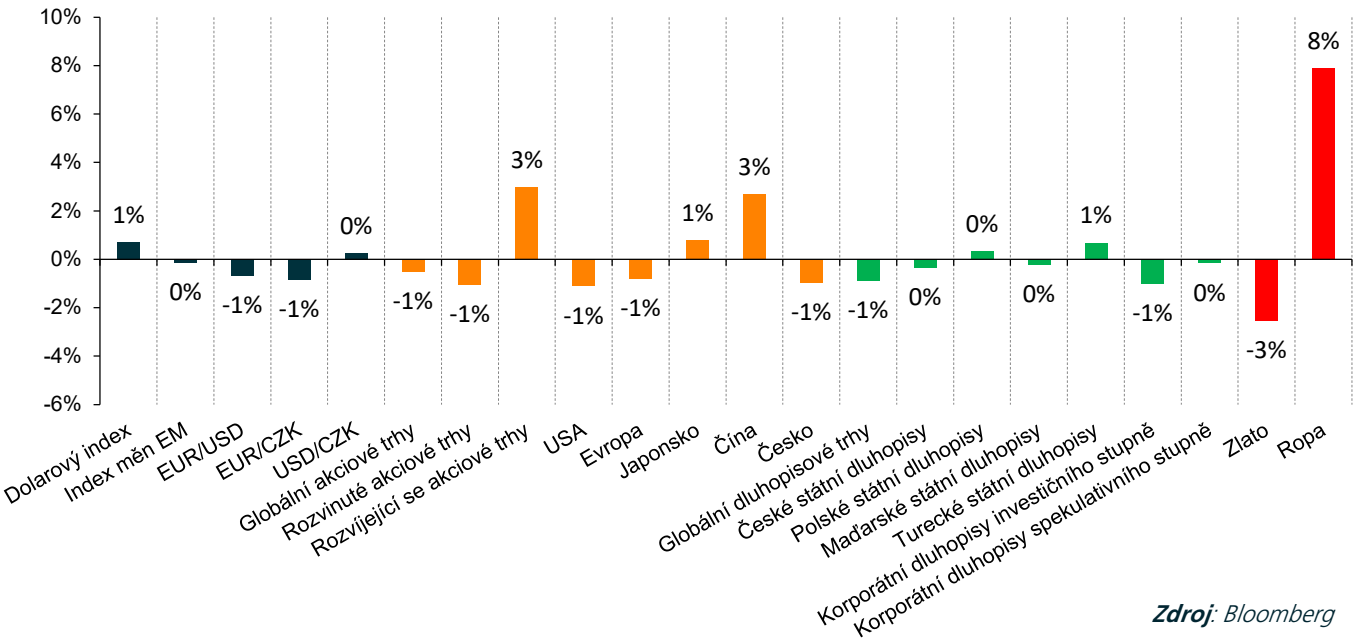
CONSEQ
JIŽ OD 1994

LEDEN V KOSTCE

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

- Globální index vládních dluhopisů oslabil o 1,3 %. Korporátním dluhopisům se také příliš nedařilo. Globální index korporátních dluhopisů investičního stupně odepsal 1 % a globální index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) odepsal 0,2 %.
- Index korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v euru oslabil nepatrně o 0,1 % a index korporátních dluhopisů neinvestičního spekulativního stupně (high-yield) denominovaných v euru dokonce posílil o 0,4 %.
- Českým vládním dluhopisům se také příliš nedařilo, neboť jejich index oslabil o 0,3 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s krátkou dvouletou splatností vzrostl o 0,14 % na úroveň 0,28 %. Výnos do doby splatnosti vládního dluhopisu s dlouhou 10letou splatností nepatrně vzrostl o 0,10 % na úroveň 1,40 %. Česká výnosová křivka tak velice nepatrně snížila svůj sklon.
- Index polských vládních dluhopisů posílil o 0,3 %. Maďarské vládní dluhopisy odepsaly 0,2 %. Turecké vládní dluhopisy posílily o 0,7 %.
- Globální komoditní index S&P GSCI vzrostl o 4,9 %. Cena ropy Brent vzrostla o 7,9 % na úroveň 56 dolarů za barel. Cena zlata poklesla o 2,5 % na úroveň 1847 dolarů za trojskou unci.
- Index volatility VIX vzrostl velice výrazně o 46 % na 33 bodů.

Výkonnost hlavních tříd aktiv v lednu (v lokální měně)



***Zdroj**: Bloomberg*

CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

ASSET ALOKACE	akcie – podvážení	dluhopisy + nadvážení	alternativy – podvážení

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

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

CONSEQ
JIŽ OD 1994

LEDEN V KOSTCE

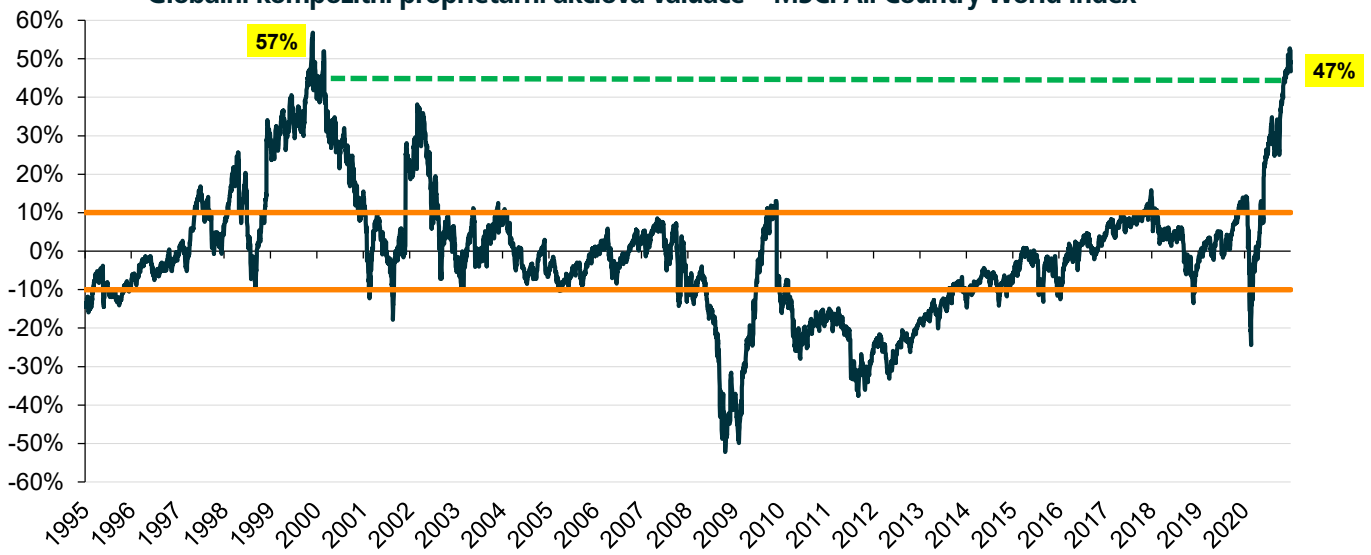
CO JSME DĚLALI V NAŠICH INVESTIČNÍCH PORTFOLIÍCH?

- V rámci asset alokace investičních portfolií jsme v průběhu ledna po velice silném růstu snížili váhu japonských akcií z nadvážení na neutrál a naopak jsme kvůli relativně slabší výkonnosti zvýšili váhu evropských akcií z podvážení na neutrál.
- Celkově tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči benchmarkům neboli srovnávacím indexům i nadále velice mírné podvážení v akciích a alternativních investicích, a naopak nadvážení v dluhopisech.
- V akciové složce máme výrazně podvážené USA a naopak výrazně nadvážené rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele s rozvíjející se Asií a střední a východní Evropou.
- U českých vládních dluhopisů jsme i nadále podvážení na duraci, což znamená, že udržujeme průměrnou splatnost tohoto subportfolia oproti benchmarkům kratší, čímž se chráníme vůči úrokovému riziku případného výrazného nárůstu výnosů do doby splatnosti a to především na delším konci výnosové křivky.

JAKÝ JE NÁŠ VÝHLED NA NÁSLEDUJÍCÍ OBDOBÍ?

- Globální ekonomika se momentálně nachází v nejhlubší recesi od 2. světové války. Dle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu (World Economic Outlook) globální HDP v loňském roce pokleslo o 3,5 %, což je násobně více než 1% pokles při globální finanční krizi v roce 2009. Přitom jedinou velkou ekonomikou, která za loňský rok zaznamenala kladnou dynamiku HDP, byla Čína, jejíž ekonomika vzrostla o 2,3 %. Podle odhadu MMF by globální HDP mělo v letošním roce vzrůst o 5,5 %, nicméně tato prognóza je zatížena extrémní nejistotou. Podle vyjádření Světové banky z posledního lednového týdne by mohl být letošního globální ekonomický růst oproti aktuálním prognózám dokonce pouze poloviční, pokud by vakcinace nebyla celkově úspěšná nebo pokud by probíhala příliš pomalu.
- 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 loňském 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 2 %. Nepříznivým faktorem pro akcie je také výrazně negativně dynamika globálních korporátních zisků, jejichž meziroční pokles ke konci ledna činil 28 %. 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 ledna činil pouhých 0,88 % a pohyboval se tak i nadále poblíž historického minima ze srpna loňského roku. 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.

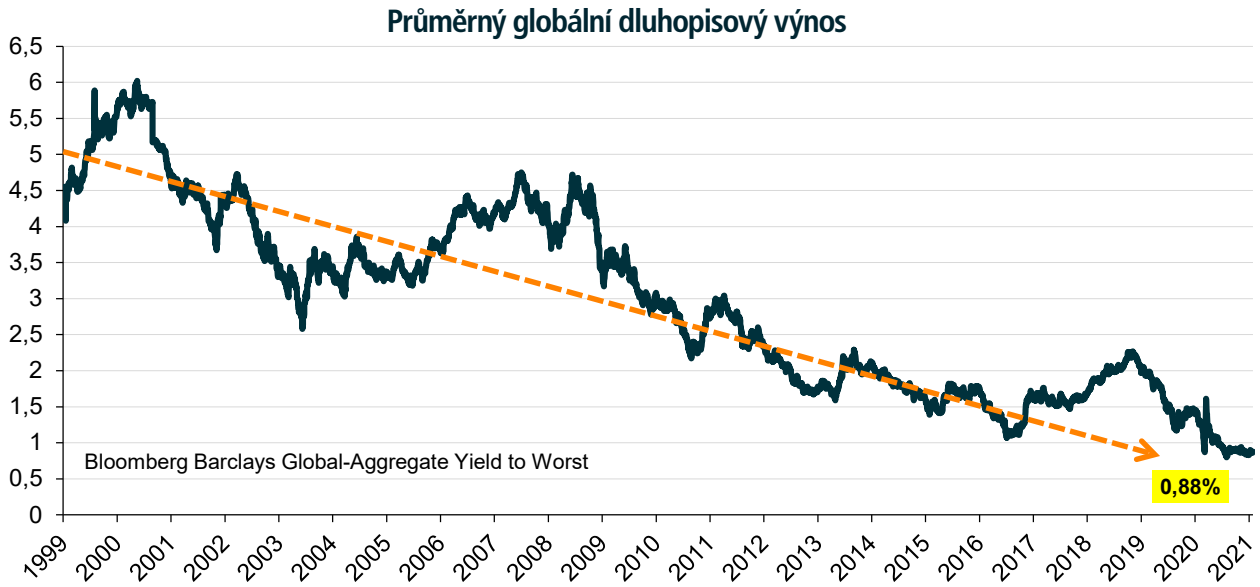
Globální kompozitní proprietární akciová valuace – MSCI All Country World Index



***Zdroj**: Bloomberg, Conseq*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

LEDEN V KOSTCE



***Zdroj**: Bloomberg, Conseq*

- 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 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

Maloobchod a služby kvůli uzavírkám ekonomik sice trpí, domácnosti ani firmy však neupadají na duchu v takovém rozsahu, jako tomu bylo na jaře.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se dle prvních dat (a dle očekávání) **ve čtvrtém čtvrtletí vrátila z nebeských růstových výšin třetího čtvrtletí zase zpátky na zem.** Po růstu ve třetím čtvrtletí o 12,5 % q/q (–4,3 % r/r) totiž ve čtvrtém čtvrtletí její ekonomika poklesla, byť jenom mírně (o 0,7 %), a i to v podstatné míře díky Itálii.

Strukturální data prozatím s výjimkou Francie nebyla zveřejněna. Francouzská ekonomika poklesla v posledním čtvrtletí o 1,3 % q/q (za celý rok 2020 tak o 8,3 %), což bylo způsobeno zejména uzavírkou ekonomiky, která začala koncem října a trvala v podstatě nepřetržitě do konce čtvrtletí. I tak však byl ekonomický pokles mnohem menší než při jarní uzavírce: meziroční pokles ve 4. čtvrtletí byl „jen“ 5 %, ve 2. čtvrtletí to bylo přitom skoro 19 %. Hlavním důvodem mezičtvrtletního poklesu ve Francii ve 4. čtvrtletí byla (nepřekvapivě) složka spotřebitelských výdajů, jejichž pokles dosáhl 5,4 % q/q. Hrubým fixním investicím (+2,4% q/q) i exportu (+4,8 % q/q) se naopak dařilo dobře i navzdory shora naznačeným omezením. Protože dovozy vzrostly jenom mírně (+1,3 % q/q), byl zahraniční obchod kladným přispěvatelem (v rozsahu 0,9 p. b.) k mezičtvrtletnímu růstu.

Zbylé velké ekonomiky eurozóny zveřejnily jen první, kvantitativní údaje: Německo vzrostlo o 0,1 % q/q (ale zde se bude nejspíš výsledek revidovat směrem dolů, neboť prosincový maloobchod byl dramaticky horší než očekávání), Španělsko o 0,4 % (maloobchod v prosinci přidal 1 %, takže zde se revize nečeká). Itálie však v posledním čtvrtletí poklesla o 2 % q/q (–6,6 % r/r).

Měsíční data, která byla v EMU v průběhu ledna 2021 zveřejněna, byla spíše slabší: maloobchod sténá pod tíhou protipandemických opatření, měkké indikátory se opatrně zlepšují.

Maloobchodní tržby zaznamenaly v listopadu výrazný pokles. Jejich pokles o 6,1 % m/m byl způsobený výrazným meziměsíčním poklesem v Itálii (–8,7 %), Rakousku (–9,8 %) a Francii (–18 %), vše jako důsledek koronavirových uzavírek těchto ekonomik. To korespondovalo s vývojem **spotřebitelské důvěry** měřené EK, která se v listopadu propadla nejníže (–17,6 bodu) od května (–18,8).

HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Další dva měsíce (prosinec 2020, leden 2021) by už pro eurozónu měly být přece jenom lepší: spotřebitelská důvěra se v prosinci zlepšila na –13,8 bodu, v lednu pak dosáhla –15,5 bodu. **Trh práce** je také velmi stabilní: sezonně očištěná míra nezaměstnanosti dle dat zveřejněných v první únorový den dosáhla v prosinci 2020 stejné hodnoty (8,3 %) jako v listopadu, což je jen o necelý procentní bod více než před rokem. Nejvyšší je nadále míra nezaměstnanosti ve Španělsku (16,2 %).

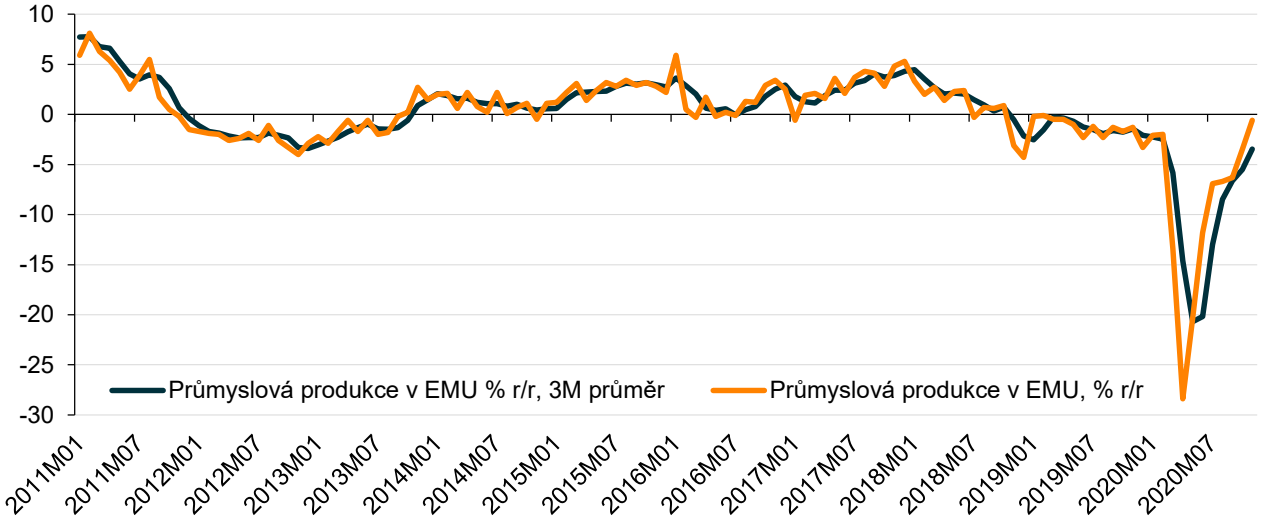
Průmyslová produkce se po dvou předcházejících měsících meziměsíční (v podstatě) stagnace (růst o 0,3 % v srpnu a 0,1 % v září jinak označit nelze) v říjnu a v listopadu výrazně zlepšila. Meziměsíčním růstem o (nahoru revidovaných) 2,3 % v říjnu a o 2,5 % v listopadu se její meziroční tempo dostalo na nejlepší hodnotu (–0,3 %) od března 2019. Při detailnějším pohledu se však ukáže, že je to jenom díky extrémnímu výsledku v Irsku (+52,8 % m/m); průmysl ve velkých ekonomikách přidal jen v Německu (+0,8 % m/m), ve Španělsku, Francii a Itálii naopak poklesl (Španělsko –0,6 % m/m, Francie –0,9 % m/m, Itálie –1,4 % m/m).

S postupným pomalým zlepšováním situace v průmyslu koresponduje vývoj měkkých indikátorů. Důvěra v průmyslu měřená EK je lepší než v únoru 2020: v listopadu sice ještě dosáhla –10,2 bodu (březen 2020: –11,2 bodu; únor 2020: –6,2 bodu), v prosinci 2020 a v lednu 2021 se však dále zlepšila (–6,8 resp. –5,9 bodu). Při pohledu na zhoršenou epidemiologickou situaci je to pozitivní vývoj. Německý index IFO se však v lednu zhoršil (na 90,1 bodu z 92,2), a to jak díky zhoršení subindexu hodnocení stávající situace, tak díky zhoršení (na stejnou úroveň jako v červnu 2020, tj. na 91,1 bodu) subindexu mapujícího očekávání. **Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu se v prosinci i v lednu udržel kolem hranice 55 bodů (v prosinci 55,2 bodu, v lednu 54,8), tj. na nejvyšších úrovních od května 2018. **V dominantním sektoru služeb je sice situace horší, ale i tam jsme zaznamenali v prosinci a lednu oproti listopadu zlepšení.** Index ve službách dosáhl v prosinci 46,4 a v lednu pak 45 bodů, což znamená, že sektor je stále v kontrakci, ale zdaleka to není tak hrozné, jak to bylo v jarních měsících, kdy se index zhroutil i na 12 bodů.

Celková inflace zůstala dle finálních dat v prosinci počtvrté za sebou na –0,3 %. Na historickém minimu ze září, října a listopadu (tj. na 0,2 %) **zůstala také jádrová inflace.** Nejvýraznějším dezinflačním cenovým okruhem jsou nadále energie (–6,9 % r/r), ale prohloubila se též deflace v sektoru průmyslového zboží, ve kterém došlo v prosinci k meziročnímu poklesu o 0,5 %. Cenový růst je však kromě sektoru nezpracovaných potravin (+4,2 % r/r) ve všech cenových okruzích prakticky neviditelný.

ECB v lednu nezasedala. Na prosincovém zasedání dle očekávání uvolnila měnovou politiku. Sazby sice zůstaly bez změny, ale ECB provedla několik jiných změn. Zaprvé, zvýšila program odkupu aktiv o 500 mld. EUR na 1 850 mld. za jeho současného prodloužení do března 2022. Zadruhé, uvolnila podmínky v rámci programů dodávání likvidity (tzv. TLTRO III), a to tak, že 1) až do června 2022 prodloužila období, v němž platí výhodnější úrokové sazby, 2) přidala trojici nových aukcí (mezi červnem a prosincem 2021) či 3) zvýšila maximální objem refinancovaní z 50 % na 55 % objemu akceptovatelných aktiv. Zatřetí, ECB v roce 2021 uskuteční 4 dodatečné aukce likvidity v rámci tzv. pandemických refinančních operací PELTRO. V zápiscích zveřejněných v lednu nic nového nesdělila. Za zmínku tak stojí pouze vyjádření hlavního ekonoma ECB Philipa Lanea, který počátkem února řekl, že „ve stávajícím instrumentáriu" není místo pro nákupy dluhopisů bank ani akcií. O tom, co bude / může být v budoucnu, však nemluvil.

Průmysl se v eurozóně ve 4. čtvrtletí výrazně zlepšil, ale jen díky silnému růstu v Irsku



Zdroj: *Eurostat, http://bit.ly/1V7mYhJ*

HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Americká ekonomika pokračovala i navzdory slabosti maloobchodních tržeb ve 4. čtvrtletí v solidním růstu. Inflace v prosinci „oslavila“ dvouleté výročí pod cílem Fedu.

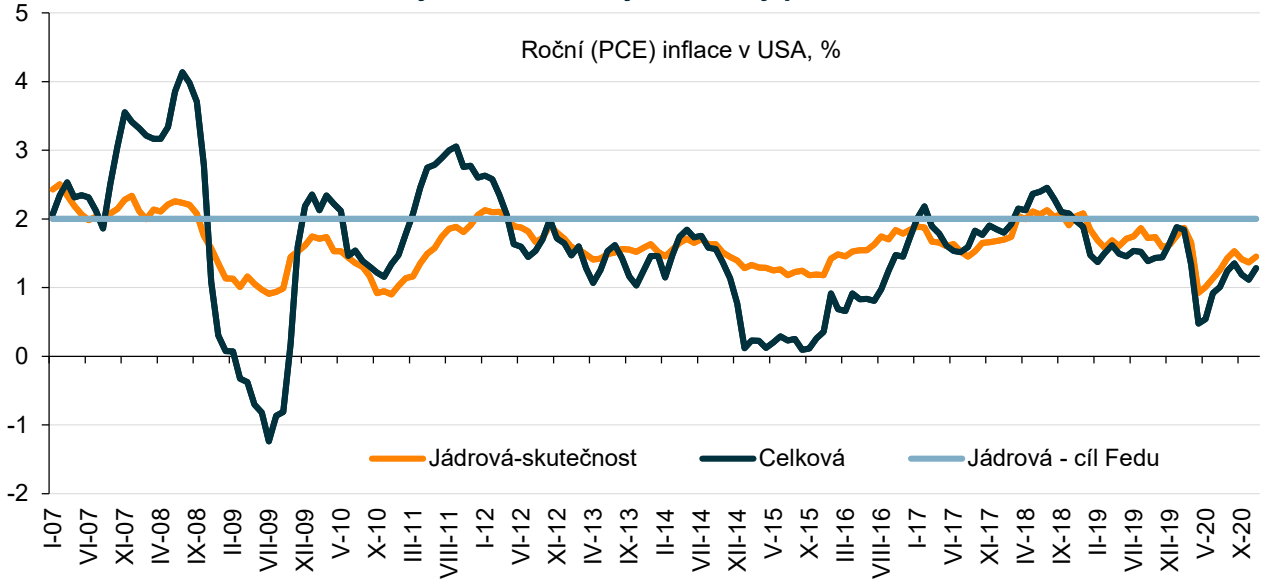
Americká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí samozřejmě také nezopakovala stratosférické tempo růstu z třetího čtvrtletí (33,4 % q/q, anualizovaně), ale na rozdíl od eurozóny ani mezičtvrtletně nepoklesla. Tempo jejího anualizovaného mezičtvrtletního růstu dosáhlo totiž 4 %, když se na něm nejvýrazněji podepsaly nejenom fixní investice (+4,1 p. b.), ale vcelku překvapivě i spotřebitelské výdaje na služby (+1,8 p. b.); výdaje na zboží k růstu naopak nepřispěly (–0,1 p. b.).

Data zveřejněná během ledna 2021 byla relativně slabá, ale na tom ve světle známých dat o HDP nyní tolik nezáleží. **Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** v prosinci poosmé v řadě vzrostly, i když nejpomalejším tempem (+0,2 % m/m) od dubnového masivního propadu (–18,3 % m/m). Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek podobný: v prosinci sedmý růst (+1,7 % m/m) z posledních osmi měsíců (jediným negativním měsícem byl listopad, kdy po revizích dle finálních dat objednávky poklesly o 1,7 % m/m). Meziročně jsou tak objednávky zboží bez letadel a zbraní už o 7,2 % vyšší než před rokem. Tento vývoj je vcelku překvapivý ve světle toho, jak se v minulém roce vyvíjela **průmyslová produkce**. Ačkoliv se samozřejmě od března (–4,4 % m/m) a dubna (–12,6 % m/m) výrazně zlepšila, i navzdory (téměř) nepřetržitému růstu od května byl i v prosinci 2020 průmysl nadále meziročně nižší, a to o 3,5 % r/r (v prosinci samotném přidala produkce 1,6 % m/m).

Celkové **maloobchodní tržby** bez aut a bez paliv po poklesech v říjnu (–0,2 % m/m) a v listopadu (–1,3 %) poklesly také v prosinci (–1,4 % m/m): všechny tři měsíce jsou odrazem znovuzavedení restriktivních opatření pro boj s koronavirem. Pro budoucí vývoj tržeb je podstatné, že 1) se koncem prosince 2020 Demokraté a Republikáni domluvili na novém balíčku fiskální podpory (900 mld. USD), jehož součástí je mimo jiné také pokračování programu přímých fiskálních transferů domácnostem, a 2) se jedná o plánu nového amerického prezidenta J. Bidena na gigantický fiskální stimul ve výši 1 900 mld. USD.

Zlepšování trhu práce se oproti minulým měsícům v prosinci 2020 zastavilo. Míra nezaměstnanosti totiž v prosinci zůstala na stejné úrovni jako v listopadu (6,7 %), což je sice oproti vrcholu z dubna (14,7 %) výrazné zlepšení, ale stále je nezaměstnanost podstatně výš, než byla před začátkem pandemie (únor 2020: 3,5 %). Oproti listopadu 2020 však klesla 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), a to z listopadových 12 % na prosincových 11,7 %. Stabilizaci je vidět i na „tokových“ datech. U prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti dosáhl lednový týdenní průměr 896 tis. (v prosinci to bylo cca 836 tis., na jaře během druhé poloviny března a první poloviny dubna 5,5 mil.), u pokračujících žádostí pak lednový průměr 5 mil. byl zhruba o čtvrt milionu nižší než v prosinci.

Americká jádrová inflace je dva roky pod cílem Fedu



***Zdroj**: FRED databáze*

HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Meziroční jádrová PCE inflace zůstává nadále pod cílem Fedu, v prosinci dosáhla meziročně 1,5 %, tj. stejné hodnoty jako v září. Po dvou předcházejících měsících stagnace se tempem naposledy viděným v srpnu zvedla i jádrová inflace, když přidala 0,3 % m/m (byl to také nejrychlejší prosincový růst jádrové inflace od roku 2011). Meziroční jádrová PCE inflace však přesto zůstává nepřetržitě od prosince 2018 pod cílem Fedu (pod 2 %).

Americká centrální banka zasedala koncem ledna. Výsledek samozřejmě nikoho nepřekvapil, nastavení měnové politiky se nezměnilo. Výbor pro operace na volném trhu (FOMC) v zápisu po zasedání jasně řekl, že holubičí politika bude pokračovat. Na tiskovce po zasedání prezident Fedu Powell řekl, že „jsme ještě nevyhráli", ekonomika je „daleka plnému zotavení", skutečná nezaměstnanost je dle něj „kolem 10 %". Z toho pak plyne jeho přesvědčení, že je nutné pokračovat v nákupech aktiv jako doposud a tolerovat vyšší inflaci po delší dobu, protože „taková znepokojující inflace, s jakou lidé jako já [Powell] vyrůstali, se nezdá být nyní moc pravděpodobná".

HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

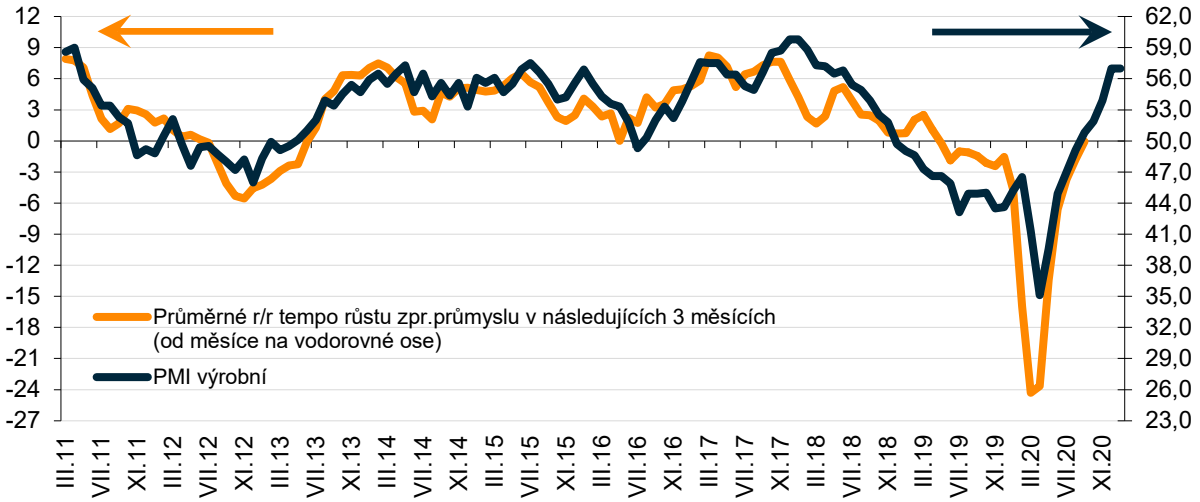
ČR

Ekonomika se na podzim dokázala udržet v růstu, měnově-politická inflace ke konci roku výrazně zvolnila. ČNB si ze schválených daňových změn těžkou inflační hlavu zatím nedělá.

Po poklesech v prvním a druhém čtvrtletí (o 3,3 % q/q v prvním a o 8,5 % q/q ve druhém čtvrtletí) a po výrazném oživení ve třetím čtvrtletí (+6,9 % q/q) ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí dle prvního odhadu, zveřejněného 2. února, překvapivě mírně rostla (+0,3 % q/q). To znamená, že se, i navzdory druhé vlně pandemie, která ČR zasáhla na podzim, dokázala vyhnout dalšímu propadu (a tudíž recesi tvaru písmene W), ale také, že za celý rok ekonomika poklesla „jen" o 5,6 % (v posledním čtvrtletí pak, stejně jako ve třetím, o 5 % r/r). To, že druhá vlna pandemie se na růstu nepodepsala tak jako první, je důsledkem mnohem lepšího vývoje průmyslu, ale také menších propadů v maloobchodu.

Průmyslová produkce, která během března a dubna minulého roku ztratila více než 35 % a která v následujících třech měsících přidala skoro 40 %, na podzim dále rostla. V září přidala 3,6 % m/m, v říjnu 2,7 % a, i když v listopadu klesla (–1,7 %), je jasné, že celé čtvrté čtvrtletí bude nesrovnatelně lepší než čtvrtletí druhé. Ještě lepší je pak výhled dle předstihových ukazatelů. **PMI ve zpracovatelském průmyslu**, který se koncem minulého i počátkem letošního roku udržel na 57 bodech, totiž indikuje, že průmysl má v 1Q21 nakročeno k meziročnímu růstu o 4–6 %. Ani důvěra v průmyslu měřená ČSÚ neukazuje na opakování jarního vývoje: zatímco na jaře se propadla až k –20 bodům, dnes se drží lehce pod 0 (byť je to mnohem horší než v letech 2014–2019, kdy oscilovala kolem +15 bodů).

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



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

HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Celkové **maloobchodní tržby** (tj. včetně pohonných hmot a motorových vozidel) samozřejmě v listopadu uzavírkami utrpěly, ale méně než na jaře: zatímco v březnu a dubnu se propadly o 13,5 % a 20,2 % r/r, v říjnu a v listopadu byly meziroční poklesy 2,2 % r/r resp. 7,7 % r/r. Na poklesu se podílel jak sektor aut (–10,2 % r/r) a paliv (–10,9 % r/r), tak sektor nepotravinářského zboží mimo aut (–11,5 % r/r). Navzdory zhoršující se epidemiologické situaci se ale v lednu sentiment domácností měřený Českým statistickým úřadem zhoršil jenom mírně. U domácností se poté, co se důvěra v prosinci skokově zvedla o 8 bodů na –14,5 bodu, reflektujíce krátkodobé rozvolnění restrikcí, v lednu se zhoršila, ale jen o cca. 3 body (na –17,8 bodu). Ani zde tak nedosahujeme hodnot z jarních měsíců minulého roku (–25 bodů).

Měnověpolitická inflace pokračovala ve výrazném zpomalování, v prosinci klesla na 2,3 %, což byla její nejnižší hodnota od prosince 2018. **Jádrová inflace**, která odráží růst cen neregulovaných, nepotravinářských komodit (ergo celková inflace bez regulovaných cen, cen potravin a cen pohonných hmot) však zůstala vysoko (3,6 %), tj. o 1,1 p. b. výš, než byla před rokem.

ČNB během ledna 2021 nezasedala. Na posledním zasedání v roce 2020 (17. prosince) k žádné změně v nastavení měnové politiky nedošlo (dvoutýdenní repo sazba zůstala na 0,25 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 1 %). Za zápisu, který byl zveřejněn v lednu 2021, je zřejmé, že největší diskusi vyvolalo uvolnění fiskální politiky (skrze daňový balíček) a jeho dopad na cenovou stabilitu. Převážná část BR ČNB (Mora, Benda, Dědek, Holub) nečeká výraznější proinflační dopad opatření, neboť do ekonomiky se dle jejich názoru kvůli vysoké míře úspor dostane jenom část dodatečného disponibilního příjmu a/nebo to povede k omezování výdejů jinde (obce). Jedině A. Michl – bývalý poradce současného premiéra – se (vzhledem k jeho předcházejícímu působení nepřekvapivě) domnívá, že tento druh podpory je nyní „adekvátní“. Z většinového názoru v BR ČNB vyplývá, že jenom z titulu těchto fiskálních změn se od této BR dodatečného měnového utažení nutně dočkat nemusíme.

POLSKO

Ekonomika se ve čtvrtém čtvrtletí vcelku držela, za celý rok klesla polovičním tempem ve srovnání s ČR. Inflace koncem roku zamířila kvůli bazickému efektu dolů.

Pokles polské ekonomiky dosáhl v minulém roce dle prvního odhadu polského statistického úřadu 2,8 %, což bylo samozřejmě mnohem slabší než rok 2019 (+4,5 %), ale také mnohem lepší než spousta ekonomik kolem, vč. té české. Ačkoliv konkrétní data za 4. čtvrtletí ještě nebyla zveřejněna, z dat za první tři čtvrtletí a z výsledku za celý rok lze dovodit, že v posledním čtvrtletí ekonomika poklesla o zhruba procento q/q (dozvíme se to definitivně až v druhé únorové dekádě). V celém minulém roce se poptávka domácností pak snížila o rovná 3 %, hrubá tvorba fixního kapitálu poklesla o 8,4 %; čistým přispěvatelem byl v minulém roce kvůli výraznému poklesu importu čistý export.

Průmyslová produkce si podobně jako v ČR vedla ve čtvrtém čtvrtletí velmi dobře, když zaznamenala všechny tři měsíce pozitivní růst: v říjnu o 1,5 % m/m, v listopadu o 1,1 % m/m a v prosinci o 0,5 %. Meziroční tempo růstu se tak v prosinci dostalo na +6,9 %, což je nejrychlejší tempo od května 2019. Vzhledem k tomu, že se **index PMI** ve 4Q20 dostal jen velmi mírně nad hranici 50 bodů (51,7 bodu v prosinci, 50,8 bodu v listopadu i v říjnu), je to jistě výborný a překvapivý výsledek. V lednu 2021 se pak PMI ještě mírně zvýšil (na 51,9 bodu), takže i počátek roku 2021 vypadá pro průmysl slibně. Po částečném uvolnění podmínek pro provoz nákupních center před Vánocemi se z více než pětiprocentního listopadového propadu vzpamatovaly **i reálné maloobchodní tržby**. Jejich pokles v prosinci o 0,8 % r/r (hlavním viníkem byly prodeje automobilů a oblečení, –8 % resp. –11 % r/r), znamenal, že v posledním čtvrtletí klesly tržby o necelá 3 % a za celý rok 2020 pak o 2,3 %. S **nezaměstnaností** se nic nestalo, v prosinci její sezonně očištěná míra vzrostla oproti listopadu o 0,1 p. b. na 6,2 % (tj. o 1 p. b. více než před rokem). I **mzdy** zůstávají v černých růstových číslech – po říjnovém růstu o 4,7 % r/r přidaly v listopadu 4,9 % r/r a v prosinci 6,6 % r/r.

Inflace v prosinci zamířila strmě dolů. Poté, co se celý rok pohybovala nad 3 % (však také její průměrná hodnota minulý rok dosáhla 3,4 %) se prosincovým růstem o 0,1 % m/m dostala na 2,3 %, tj. poprvé od dubna 2019 se na meziročním základě dostala pod cíl polské centrální banky (2,5 %). Výrazně zpomalily ceny paliv (–8,4 % r/r) a zvolnily i ceny potravin (+0,7 % r/r vs. listopad +2 %), ale jak ukazuje jádrová inflace, která poklesla na 3,7 % (nejníže od dubna 2020), zvolnily i další cenové okruhy. Důvodem je bazický efekt (v prosinci 2019 inflace vzrostla oproti listopadu 2019 o 0,5 p. b. na 3,1 %). Od ledna 2021 byla zavedena daň z cukru (sladké nápoje) i zvýšena daň na elektrickou energii, což celkovou inflaci v prvním čtvrtletí letošního roku udrží kolem 2,5 %.

Měnový výbor centrální banky (MPC) zasedal v polovině ledna, žádná změna nastavení měnové politiky se nekonala. A nezměnila se ani vyjádření po zasedání. Podle jeho slov guvernér Glapiński předpokládá, že sazby zůstanou dlouho nízké, prostor pro snížení / negativní sazby je v případě nepříznivého ekonomického vývoje velký. Potvrdil také, že v prosinci na trhu centrální banka intervenovala proti zlotému v „bezprecedentním objemu“ a je připravena tak i dále činit, bude-li to nutné.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika zatím žádná data o HDP nezveřejnila. Měsíční data zveřejněná během ledna byla ve srovnání jako v předchozích dvou měsících o něco slabší.

Maloobchodní tržby si vedly a vedou dobře. Po pouze 2 měsících meziročního poklesu (který ovšem nebyl nijak dramatický, v dubnu o 8,2 % a v květnu o 3,6 %) se jejich růst vrátil již v srpnu k meziroční stagnaci (0,1 % r/r). V říjnu i v listopadu dosáhl růst 0,1 %, resp. 0,5 % r/r; prosincová data, která budou zveřejněna po uzávěrce tohoto materiálu, se nejspíš také moc lišit nebudou. I zde se potvrzuje, že podzimní vlna pandemie je pro obyvatelstvo mnohem menším šokem, než tomu bylo na jaře. Není ani moc divu: **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 a za čtvrté čtvrtletí dosáhla jen 4,2 % (oproti 4Q19 je to však o 0,7 p. b. více).

I koncem 3. čtvrtletí pokračovalo vysoké meziroční tempo růstu mezd, i když je jasné, že mnohem víc než stav ekonomiky reflektuje růst mezd statistický artefakt způsobený tím, že růst nezaměstnanosti byl koncentrován v nízkopříjmových kategoriích (což uměle zvedlo meziroční tempo růstu průměrné mzdy). Růst mezd za říjen (8,8 % r/r) i listopad (8,6 % r/r) je zcela jistě zkreslený tímto způsobem a podobně tomu bude v prosinci (data za prosinec budou zveřejněna po uzávěrce tohoto vydání). **Maďarská průmyslová produkce v listopadu poprvé od dubna škobrtla, když poklesla o 1,2 % m/m.** Ale vzhledem k tomu, že se jednalo o první pokles po půlroce nepřetržitého růstu (dohromady o více než 55 %) a vzhledem k vývoji **indexu PMI**, který v prosinci zůstal nad 50 body (51,6 bodu) a který v lednu dokonce vyrostl na 54,9 (nejvýš od května 2019), lze předpokládat, že konec čtvrtého čtvrtletí 2020 a počátek prvního čtvrtletí 2021 byly pro průmyslovou produkci dobré.

Celková inflace po listopadovém zpomalení zůstala v prosinci bez změny na 2,7 % (meziměsíčně –0,2%), tj. nadále je nejníže od května 2020. Poptávková inflace (tj. jádrová inflace bez zpracovaných potravin) však naopak vzrostla na 3,3 %. Nejdůležitějším desinflačním faktorem byly v prosinci stejně jako v listopadu (byť v menším rozsahu) ceny pohonných hmot, které klesly meziročně o 4,5 % (meziměsíčně však přidaly +3,6 %). Nejdůležitějším proinflačním faktorem zůstaly (jako v minulých měsících a jako třeba i u nás) ceny potravin vč. tabáku a alkoholu (+4,9 % r/r). Ceny služeb přidaly meziměsíčně 0,1 % a 1,7 % r/r.

Na lednovém zasedání ponechal měnový výbor centrální banky (MNB) sazby beze změny a beze změny zůstaly i parametry dalších měnověpolitických programů (QE, FGS Go!). Jednotýdenní depozitní sazba, de facto nynější hlavní nástroj měnové politiky, se nadále bude stanovovat v týdenních tendrech likvidity (což v případě potřeby umožní MNB pružněji reagovat na případné zhoršení situace na trzích). Hlavní zprávou z tiskovky po zasedání bylo, že v případě potřeby je „MNB připravena rozšířit program odkupu vládních dluhopisů i o cenné papíry se splatností kratší než 10 let“ a že tak zajistí dostatečnou likviditu i na střední části křivky. To není zas tak překvapivé sdělení; MNB už dosáhla stropu nákupů na dlouhých papírech (stanoveném na 50 % emise), musí se posunovat tak jako tak ke kratším splatnostem.

ROPA

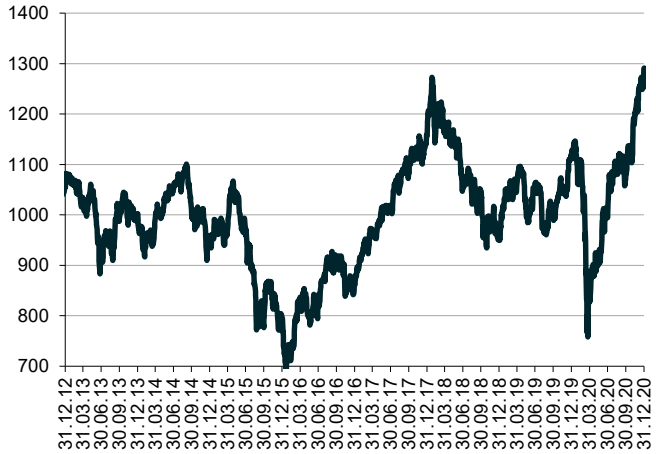
Po divoké bouři v dubnu 2020 (koronavirová uzavírka ekonomik a následný propad poptávky po ropě, konflikt mezi OPECem a Ruskem), kdy se cena ropy (WTI) k fyzickému odběru dostala až do hluboce negativních hodnot, se situace v následujících měsících uklidnila. Během následujících 5 měsíců včetně října se ropa držela v pásmu 37–43 dolarů za barel. V listopadu a prosinci se vlivem spekulací o brzké dostupnosti vakcíny proti COVIDU-19 pak ropa zamířila opět nahoru a dostala se k 48 dolarům za barel. Počátkem roku 2021 tento trend pokračoval, koncem ledna se dostala na 52 dolarů za barel a počátkem února, vlivem špatného počasí v Americe, až na 56 dolarů za barel. To je její nejvyšší hodnota za poslední rok.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

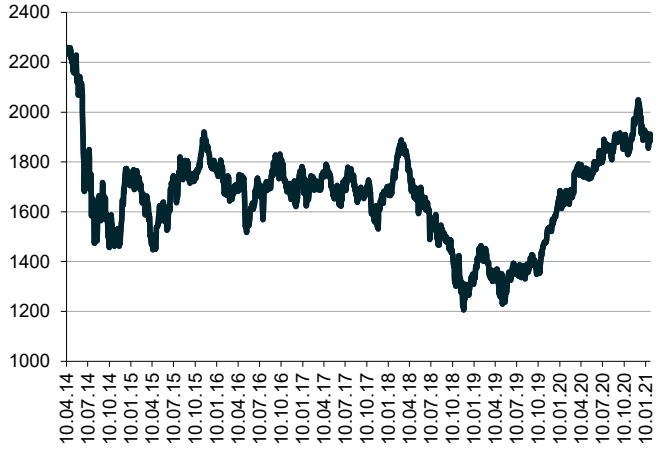
CONSEQ
JIŽ OD 1994

AKCIOVÉ TRHY

MSCI EMERGING MARKETS

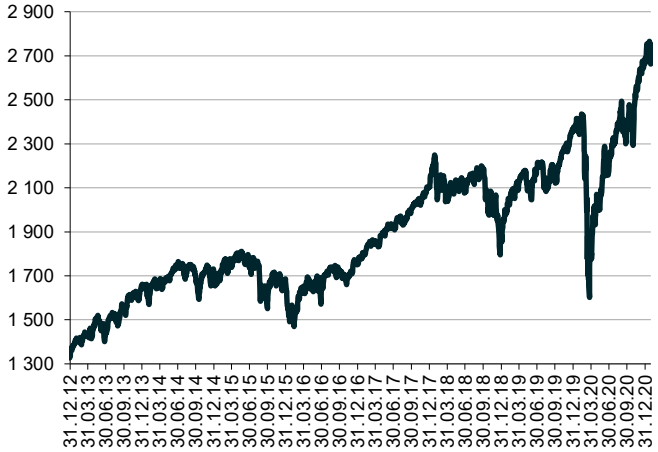


CECE COMPOSITE



Globální akciové trhy začátkem ledna pokračovaly v růstovém trendu započatém po listopadových amerických prezidentských volbách. Zahájená výsledková sezóna opět vyznívala nad očekávání analytiků, což pomohlo mnoha společnostem v USA k dosažení nových historických maxim (např. Microsoft, Apple, Google, Netflix, Tesla). V posledním lednovém týdnu však došlo ke korekci a umazání letošních zisků. Důvodem bylo pravděpodobně vybírání zisků, když Mezinárodní měnový fond zveřejnil novou globální ekonomickou prognózu. V ní s ohledem na pokračující pandemii MMF varoval před vysokými riziky globálního ekonomického výhledu. Ani vývoj počtu nakažených nemocí COVID-19 se výrazně nelepšil. Zajímavou událostí byla organizovaná akce přes diskuzní fórum Reddit, na základě které došlo k výrazným růstům některých shortovaných (operace spočívající ve spekulaci na pokles cen) akcií. Některé hedgeové fondy tak byly, z důvodů ztrát, přinuceny k doplnění kapitálu. V lednu americké akciové trhy odepsaly –1,1 % (index S&P 500), japonské trhy si připsaly +0,8 % (index Nikkei 225) a evropské trhy odepsaly -0,38 % (index DJ STOXX 600).

MSCI WORLD INDEX



***Zdroj**: Bloomberg*

Středoevropské akciové trhy kopírovaly dění na globálních trzích. Začátkem ledna pokračovaly v růstovém trendu nastartovaném začátkem listopadu. Menší korekce a uzavírání zisků proběhlo koncem ledna, kdy trhy reflektovaly nadále těžkou situaci způsobenou nemocí COVID-19 a snížení odhadů hospodářského růstu. Na pražské burze bylo hlavní událostí oznámení nabídky dobrovolného odkupu akcií Moneta ze strany PPF. Zároveň by se na nadcházející valné hromadě Monety mělo hlasovat o výměně akcií Moneta za podíly v AirBank, Zonky a českém a slovenském Home Credit. Na první akci nabídky odkupu 20–30 % akcií za 80 Kč / akcie trh reagoval pozitivně, naopak druhá nabídka výměny akcií byla přijata s velikými rozpaky, nabízený výměnný poměr je za stávajících podmínek poměrně nevýhodný pro současné akcionáře Monety. V Polsku si z indexu WIG30 připsaly nejvyšší ztráty společnost Allegro ze sektoru e-commerce. Reflektováno bylo oznámení Amazonu a Alibaby ohledně výraznějšího zaměření na Polský trh, což povede k vyšším konkurenčním tlakům. Po zveřejnění nižší inflace v košíku potravin prošly korekcí také akcie řetězce prodejen potravin Dino Polska. Dařilo se akciím v Maďarsku, Rumunsku a Slovinsku. Výkonnosti jednotlivých trhů byly následující: český akciový index PX –0,95 %, polský index WIG30 –0,1 %, maďarský index BUX +3,5 %, slovinský index SBITOP +4,4 % a rumunský index BET +5,1 %.

Nejlepších výsledků dosáhly akcie na rozvíjejících se trzích, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal téměř 3 %. Jedná se o devátý zisk z posledních deseti měsíců a pozitivní sentiment na tyto akcie tak nadále pokračuje. Nejvíce k lednovému výsledku přispěly asijské akciové trhy (kromě Indie). Ekonomické zotavení v regionu je zatím robustní, čínská ekonomika vykázala za 4. kvartál opět velice silná data. Indické akcie poklesly meziměsíčně o 3 % a jako jediné z hlavních trhů v regionu zaznamenaly ztrátu, když investoři korigovali příliš optimistická očekávání. Napětí také dále zvyšovalo čekání na rozpočet na rok 2021, který bude představen v únoru. Klíčovým tématem bude velikost vládního balíčku na podporu ekonomiky. Nedařilo se rovněž latinskoamerickým akciím, a to především díky nárůstu počtu nakažených koronavirem, slábnoucím měnám a obavám o velikost nových podpůrných balíčků v Brazílii (a s tím spojenou rozpočtovou udržitelností).

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISOVÉ TRHY

USA A EMU

Ve Spojených státech desetileté výnosy hned v první lednové dekádě vzrostly o 25 b. b. na 1,15 %, a i když v dalších dnech došlo poměrně rychle k mírné korekci (na 1,1 %), koncem ledna byly výnosy stále znatelně výše než kdykoliv předtím během pandemie. Důvodem růstu byla sílící očekávání, že pokračující pandemie (a stále slabý trh práce) povedou novou administrativu Joea Bidena k dalšímu obrovskému (dluhově financovanému) balíčku fiskální pomoci, který by mohl rozhodným a trvalejším způsobem nastartovat inflaci – citelně tak stoupla tzv. inflační očekávání trhu. Na krátkém konci jsou (dvouleté) výnosy ukotvené (na hranici 0,1 %) příslibem Fedu udržovat nebývale volnou měnovou politiku po dlouhou dobu.

Německé desetileté vládní dluhopisy během ledna oscilovaly převážně v pásmu –0,55 % až –0,50 %, dvouleté pak v podobně úzkém pásmu –0,75 % až –0,70 %. Ani v dalších zemích eurozóny se moc nestalo: italské dluhopisy sice s vládní krizí na desetileté splatnosti na chvíli vyrostly z 0,6 % na 0,75 %, ale poté se zase rychle vrátily zpátky, portugalské na stejné splatnosti oscilovaly mezi 0 % a 0,1 %. Vládní dluhopisové trhy byly probíhajícími QE programy centrálních bank nadále silně ukotvené.

FIREMNÍ DLUHOPISY

Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru si během ledna vedly vcelku dobře: u tzv. total return indexu jsme v případě první skupiny byli proti prosinci sice svědky jen stagnace, v případě spekulativních dluhopisů však došlo k nárůstu indexu o 0,4 %. U dolarových instrumentů byl vývoj opačný – u investičního stupně pokles o 1,7 %, u spekulativního stupně růst o 0,2 %.

Poprvé od dubna 2020 vzrostly v lednu kreditní prémie jak investičních, tak také spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe vzrostly CDS prémie investičních dluhopisů o 8,6 %, spekulativních pak o 12,1 %. Zatímco v prvním případě jsou o 12,6 % vyšší než koncem ledna 2020, v případě spekulativních jsou bezmála o 13 % nižší. To vzhledem k makroekonomické situaci a všemu, co se vloni odehrálo, jen potvrzuje, že zásah centrálních bank byl vpravdě masivní a z velké míry upozadil v myslích investorů riziko, respektive směroval investory více a více do víceúročených firemních dluhopisů s cílem zafixovat si atraktivnější potenciální výnos.

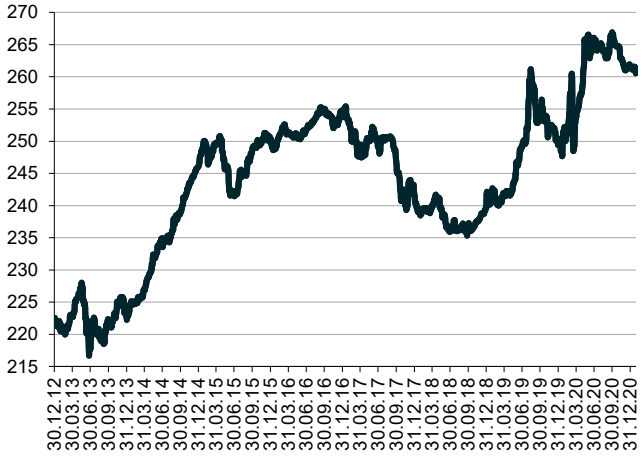
DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka během prvního měsíce letošního roku snížila svůj sklon. Krátký konec totiž vlivem dobrých předstihových indikátorů (PMI) na začátku ledna vyrostl o 10 b. b. na 0,25 %, na dlouhém však desetileté výnosy celý měsíc jen oscilovaly v úzkém pásmu 1,3 % až 1,35 %, bez odezvy na jakákoliv makroekonomická data nebo na lepší než očekávaný vývoj veřejných financí v minulém roce.

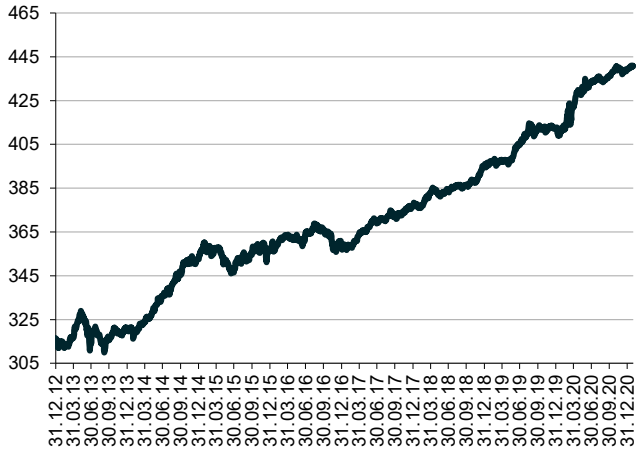
DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská výnosová křivka během ledna také snížila svůj sklon. Desetileté polské výnosy poklesly ze zhruba 1,25 %, kde se nacházely koncem minulého roku, na 1,15 % koncem ledna, krátké výnosy zůstaly přikované k nule. Ani v Polsku se tak v lednu na dluhopisových trzích nic zvláštního nestalo.

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



***Zdroj**: Bloomberg*

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISOVÉ TRHY

TURECKO

Denní přírůstky nových případů nemoci COVID-19 byly stále vysoké a byla přijata odpovídající pandemická opatření. Kombinace mírnějšího poklesu ekonomické aktivity s nově budovanou kredibilitou centrální banky, kladnou reálnou úrokovou sazbou a nulovým zastoupením zahraničních investorů přesto nastartovaly během ledna silné posilování turecké měny a zvýšený zájem o turecké státní dluhopisy. Pokud centrální banka potvrdí, že se vymanila z politického vlivu, bude posilující měna dále podporovat postupný pokles inflace a zvyšovat atraktivitu tureckých aktiv. Problematická zůstává struktura a vývoj deficitu běžného účtu s přetrvávající silnou kreditní aktivitou, která pomohla udržet tureckou ekonomiku v loňském roce nad nulou, i stále velmi podprůměrná úroveň devizových rezerv centrální banky.

MĚNY

Dolar proti euru v první lednové dekádě ještě na chvíli oslabil až na 1,235 USD/EUR (trochu nelogicky právě v den, kdy dav vzal útokem Kapitol), ale poté se karta obrátila v jeho prospěch. Ve dvou jasných posíleních se pak během ledna dostal až k 1,21 USD/EUR, počátkem února pak dokonce pod 1,20, což je jeho nejsilnější hodnota od počátku prosince 2020. Důvodem, že se počátkem února (minimálně na chvíli) zastavil proti-dolarový trend hnaný fixací na (srpnový) příslib Fedu tolerovat vyšší inflaci, byla kombinace lepších dat z USA, pomalé tempo vakcinace v Evropě a očekávání, že USA dostanou od Bidenovy administrativy další masivní fiskální stimulus.

Česká koruna během ledna vůči euru v podstatě bez přestávky posilovala. Zatímco koncem minulého roku byla ještě pevně usazená na 26,20 CZK/EUR, posilování během ledna hnané daty ukazujícími relativně velkou odolnost české ekonomiky vůči druhé vlně pandemie ji dostalo počátkem února až pod hranici 26 CZK/EUR (25,90).

Vývoj kurzu **zlotého oproti euru** byl během většiny ledna nudný, kurz totiž osciloval mezi 4,52 a 4,55 PLN/EUR. Až na samém konci měsíce se zlotý vydal poprvé od zhruba poloviny prosince minulého roku pod hranici 4,50 PLN/EUR.

Maďarský forint během ledna posílil z 365 HUF/EUR, kde končil minulý rok, až na 355 HUF/EUR počátkem února.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Již tři faktory ukazují na růst dluhopisových sazeb: 1) je zde extrémní emisní aktivita vlády, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380miliardový deficit, a v letošním roce to bude vzhledem k daňovému balíčku schválenému v prosinci (s dopadem cca 100 mld. nad již beztak plánovaný deficit ve výši 320 mld. korun) podobně špatný, ne-li horší výsledek. 2) Česká republika navzdory bezprecedentnímu zpomalení ekonomiky vykazuje vcelku perzistentně vysokou inflaci, a to (nyní zejména) v poptávkové složce. 3) sazby ČNB jsou sice na nule, ale lze čekat, že letos vyrostou (prognóza ČNB čeká trojí zvýšení sazeb i bez zahrnutí efektu fiskálu, který dle bankovní rady ČNB nebude nejspíš moc velký).

Naproti tomu stojí extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek dezinflačních/deflačních tlaků) v celé eurozóně a domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity, který prozatím dokázal absorbovat i značné objemy nových emisí dluhopisů. Dle našeho očekávání budou mít ve výsledku nicméně v dalších měsících/čtvrtletích navrch domácí faktory. Očekáváme, že výnosová křivka bude zvyšovat svůj sklon růstem středně- a zejména dlouhodobých výnosů. Později by se měla celá křivka posouvat vzhůru.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I Polsko je málo zadlužená ekonomika se zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila sazby až na nulu. Na rozdíl od ČNB však polská centrální banka nemá k přitvrzování politiky dle svých slov pražádnou chuť, spíše naopak, a ani inflační impuls fiskální podpory tam v roce 2021 nebude tak velký jako u nás. Při scénáři ekonomického zotavení a přetrvávající zvýšené inflace, která se již dostala do viditelného kontrastu s extrémně (na polské poměry) uvolněnou měnovou politikou, tak může zevnitř Polska začít přicházet tlak na růst výnosů. Nízké výnosy v eurozóně budou nicméně výraznější růst polské křivky prozatím pravděpodobně tlumit.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

I přes relativně optimistický vývoj v uplynulém měsíci bude turecká ekonomika i nadále čelit náročným výzvám. Vyjma nedávno zpřísněných pandemických opatření přetrvává vnější nerovnováha v podobě deficitu bilance běžného účtu a v nejbližších měsících se bude inflace držet na zvýšené úrovni s tím, jak bude dobíhat předchozí silný kreditní impulz a bude doznívat vliv v loňském roce vytrvale slábnoucí turecké liry. Nicméně atraktivita tureckých aktiv výrazně vzrostla se znovunabývanou kredibilitou centrální banky, respektive konvenčním razantním přitvrzením měnové politiky. Pokud toto prostředí vydrží, očekáváme v letošním roce atraktivní zhodnocení tureckých aktiv v čele s měnovým kurzem TRY.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ačkoliv byl vývoj ukrajinské ekonomiky ve třetím kvartále lepší, země se i nadále potýká s velmi bídným institucionálním uspořádáním výkonné a soudní moci a v zákulisí je patrný výrazný vliv oligarchických struktur. Lepší vývoj rozpočtu a s tím související nižší potřeba financování o několik měsíců odsunuly potřebu dojednání financování ze strany Mezinárodního měnového fondu a s tím související implementace nezbytných reforem. Ačkoli i nadále zůstává Ukrajina na reformní cestě se silným kurzem na západ, výrazný růst cen ukrajinských aktiv z poslední doby jejich atraktivitu citelně snížil.

MĚNY

Posílení **dolaru proti euru** v prvních únorových dnech trochu nabourává narativ o (holubičí centrální bankou hnaném) setrvalém oslabování dolaru, jenž se na trzích „zabydlel“ na podzim a byl příčinou nedávného oslabení dolaru až k hranici 1,24.

Nelze však prozatím říct, zda je to definitivní obrat trendu. Působení rétoriky Fedu totiž stále může mít trvalejší negativní dopad na hodnotu kurzu dolaru, tížit by jej v dalším období měl také extrémně nepříznivý fiskální vývoj v USA. Proti tomu však působí fakt, že ECB dále uvolňuje měnovou politiku (její rozvaha roste rychleji než rozvaha Fedu), fakt, že ani rozpočty v EMU nejsou kdovíjak slavné (byť je to lepší než v USA), a rovněž očekávání, že americká ekonomika bude v letošním roce dostávat více fiskálních stimulů než ekonomika EMU, což ji může rychleji vrátit na cestu silnějšího růstu. Sumarizujíce tyto faktory očekáváme, že tendence ke spíše slabšímu dolaru by stále mohla v dalších měsících pokračovat, ale že nebudeme svědky nezřízeného posilování eura. Jako poměrně silná hranice odporu se jeví úroveň lehce nad 1,25 USD/EUR.

Koruna má letos potenciál pro další posílení. Epidemická situace je sice stále špatná, ale zdá se, že světlo na konci tunelu (vakcinace) už v dálce přece jenom problikává. Pokud se během letošního roku potvrdí, že jsme na cestě normalizace, pro korunu to bude první vzpruha. Druhým důvodem je fakt, že se česká ekonomika díky štědré podpoře vlády, která bude v tomto roce pokračovat, dokázala vyhnout růstu nezaměstnanosti i dopadům, které by omezovaly její růst v postcovidovém období. Ano, mnohasetmiliardový deficit za dva roky je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozhazovačnost vlády vytrestal, je velmi nepravděpodobné. Zatřetí, díky fiskálnímu impulzu se udržela nejen poptávka domácností, ale i inflace. ČNB na jaře roku 2020 sice snížila sazby na nulu v očekávání, že inflace rychle klesne, ale nestalo se tak. A s vakcinací se to už ani stát nemusí. Listopadová prognóza ČNB, která ještě nezahrnuje daňové změny, volá po trojím růstu sazeb v příštím roce.

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 a nejnověji též centrální banka, která proti zlotému otevřeně brojí, však budou polské měně v posílení bránit. Ze stávajících hodnot očekáváme letos návrat ke 4,40 PLN/EUR.

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

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

Rok 2021 bude složitým rokem s mnoha nejistotami před námi. Největší otázkou je nadále vývoj situace ohledně nemoci COVID-19. Spolu se zvládnutím ekonomických otázek spojených s uzavřenými ekonomikami a počtem nemocných se finanční trhy budou upínat na mezinárodní politiku nově zvoleného prezidenta Joea Bidena vůči mnoha zemím, včetně Evropy. Také domácí záležitosti, především omezení moci firemních gigantů (např. Facebook, Amazon, Google) nebo zvýšení korporátních daní, budou vděčným tématem pro akciové trhy. Pozitivní je probíhající očkování proti nemoci COVID-19 a vidina, že by se mnoho mohlo postupně přiblížit normálu. V letošním roce budou zároveň nadále podporou uvolněné měnové politiky centrálních bank a vládní fiskální balíčky. Na druhou stranu se některé akciové trhy po proběhlých růstech nachází na vysokých hodnotových ukazatelích, přičemž těžké měsíce ohledně nemoci COVID-19 jsou ještě před námi.

Proto jsme na **akciové trhy z krátkodobého horizontu opatrní**. Negativní výkonnost očekáváme především od amerických společností, zvláště pak těch obsažených v technologickém indexu Nasdaq. V horizontu jednoho roku tak očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, 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 letošního roku.

Středoevropské akcie se hodnotově, oproti jiným regionům, jeví velice atraktivně. Výhled na návrat k pokovidovému normálu podpořený uvolněnými měnovými politikami centrálních bank a vládními fiskálními balíčky nás vedou k pozitivnímu pohledu na středoevropské akcie. 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, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (zřejmě bude platit pouze částečně pro rok 2021) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou očekávanou 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 obsažených. Z hodnotového pohledu se nám líbí nemálo slovinských společností. Zajímavou investiční příležitost vidíme v akciích České zbrojovky, kdy se jedná o dobře řízenou společnost, s kvalitními výrobky, rostoucím tržním podílem, zdravou kapitálovou strukturou, plánovaným rozšířením výrobních kapacit a potenciálem koupit americkou společnost Colt.

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