

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500 (USD)	2,22 %	USA (USD)	0,64 %	USD/EUR	-3,02 %	Ropa Brent (USD)	8,38 %
Evropa – DJ Stoxx 600 (EUR)	1,36 %	Evropa (EUR)	0,47 %	CZK/USD	3,40 %	Zemní plyn (USD)	22,24 %
Japonsko – Nikkei 225 (JPY)	-0,24 %	ČR (CZK)	-0,27 %	CZK/EUR	0,28 %	Sil. elektřina (EUR)	13,67 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-0,11 %	Polsko (PLN)	0,41 %	PLN/EUR	0,96 %	Zlato (USD)	-6,88 %
ČR – PX (CZK)	-0,85 %	Maďarsko (HUF)	0,36 %	HUF/EUR	1,23 %	Stříbro (USD)	-6,60 %
Polsko – WIG30 (PLN)	-0,35 %	Turecko (TRY)*	3,15 %	TRY/EUR	-0,56 %	Měď (USD)	-8,66 %
Maďarsko – BUX (HUF)	1,87 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika se rychle zlepšuje. Inflace sice zůstává nízkou, měkké indikátory však indikují postupný nárůst poptávkových tlaků. ECB je zatím plně v područí holubic.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) poklesla v prvním čtvrtletí letošního roku i dle finálních dat o 0,3 % q/q, meziročně tedy o 1,3 %. Strukturální data zveřejněná během června ukázala, že největším (a s výjimkou dovozu jediným) negativním přispěvatelem k mezičtvrtletnímu poklesu byla poptávka domácností (ubrala růstu 1,2 p. b.). Nejpozitivnějším faktorem byla hrubá tvorba kapitálu (+0,74 p. b.), byť jenom díky příspěvku od růstu zásob (+0,69 p. b.), následována vývozem (+0,44 p. b.). Na meziročním základě byla největším negativním přispěvatelem k růstu poptávka domácností (-2,8 p. b.), největším pozitivním pak čisté exporty (+1,6 p. b.).

Data, která byla v EMU v průběhu června 2021 zveřejněna, ukázala na další výrazné zlepšení sentimentu, a to jak v průmyslu, tak ve službách. Samotná tvrdá data z počátku 2. čtvrtletí byla smíšená.

Maloobchodní tržby po únorovém růstu o 4,2 % m/m a březnovém růstu o 3,3 % v dubnu zejména kvůli poklesu ve Francii (-6 % m/m) a poklesu tržeb za nepotravinářské zboží poklesly v celé Eurozóně o 3,1 % m/m. Meziroční tempo je díky extrémně nízké základně z minulého roku velmi vysoké, a to bezmála +24 % (v Itálii +39,2 %, ve Francii +42,1 %). Ze samotného dubnového poklesu tak nic negativního pro spotřebitelskou poptávku nevyvozujeme, a to i s ohledem na to, že **trh práce se v dubnu dále mírně zlepšil**, když míra nezaměstnanosti poklesla na 8 % (tj. na túroveň z června 2020). **Průmyslová produkce** letos s výjimkou února (-1,2 % m/m) stále rostla, duben (+0,8 % m/m) nevyjímaje. Meziroční tempo (+39,3 %) reflektuje stejné skutečnosti jako v případě maloobchodních tržeb.

A předstihové indikátory ukazují na pokračující růst. **Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu, který se svou březnovou hodnotou 62,5 bodu dostal na tehdejší historické maximum (měřeno je přitom od června 1997), zůstal nad hranicí 60 bodů (a dále zlepšil historické maximum) i v dubnu (62,9 bodu) a v květnu (63,1 bodu). **V červnu** dle prvních údajů vyrovnal květnové historické maximum **63,1 bodu** a to díky novému historickému rekordu u producentů kapitálového zboží a silným, téměř historickým, výkonům u producentů spotřebního zboží. Nizozemí, Rakousko, Irsko i Itálie zaznamenaly svá historická maxima. Negativní zprávou je, že se bezprecedentním tempem zhoršily dodávky vstupů a, což je zrcadlem nedostatku vstupů pro výrobu v prostředí silné poptávky, opět poklesly zásoby (u zásob hotových výrobků pak nejvíce v historii průzkumu). Protože si to v situaci silné poptávky mohou dovolit, výstupní ceny dle průzkumu vzrostly nejvíce za 18 let, za něž máme data.

Podobný obrázek o situaci v průmyslu podávají i další předstihové indikátory. Důvěra v průmyslu měřená **EK** byla už v lednu 2021 (-6,1 bodu) lepší než bezprostředně před začátkem pandemie v únoru 2020 (-6,2 bodu), v dalších měsících dále rostla a **v červnu se dostala až na 12,7 bodu**, což bylo třetí **nové historické maximum** po sobě (měří se od ledna 1985). V největší ekonomice Eurozóny se index **IFO**, mapující poměry v průmyslu, v červnu dále znatelně zlepšil a dostal se tak na hodnoty (101,8 bodu), na kterých nebyl od listopadu 2018 (101,9 bodu). Zlepšilo se nejenom hodnocení současné situace, ale zejména – a to tempem neviděným od prosince roku 2010 – očekávání; subindex očekávání totiž vzrostl na hranici 104 bodů.

V dominantním sektoru služeb se situace v červenci zlepšila skutečně dramaticky. Poté, co se v dubnu poprvé od srpna minulého roku index PMI dostal nad 50, se **červnovým nárůstem na 58 bodů dostal nejvýše za 41 měsíců**. Výraznou roli sehrálo masivní zlepšení (na desetileté maximum) u Německa, kde index vzrostl z květnových 52,8 bodu na červnových předběžných 58,1 bodu. Důvodem zlepšení v rámci sektoru služeb Eurozóny byl primárně zejména další růst poptávky (s uvolněním koronavirových restrikcí se třeba nejvíce v historii zvýšil export služeb). I v tomto sektoru vzrostly inflační tlaky: nárůst výstupních cen byl opět (podobně jako měsíc předtím) nejostřejší od roku 2002 (tj., od počátku měření tohoto subindexu). Snad to centrální banky registrují.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

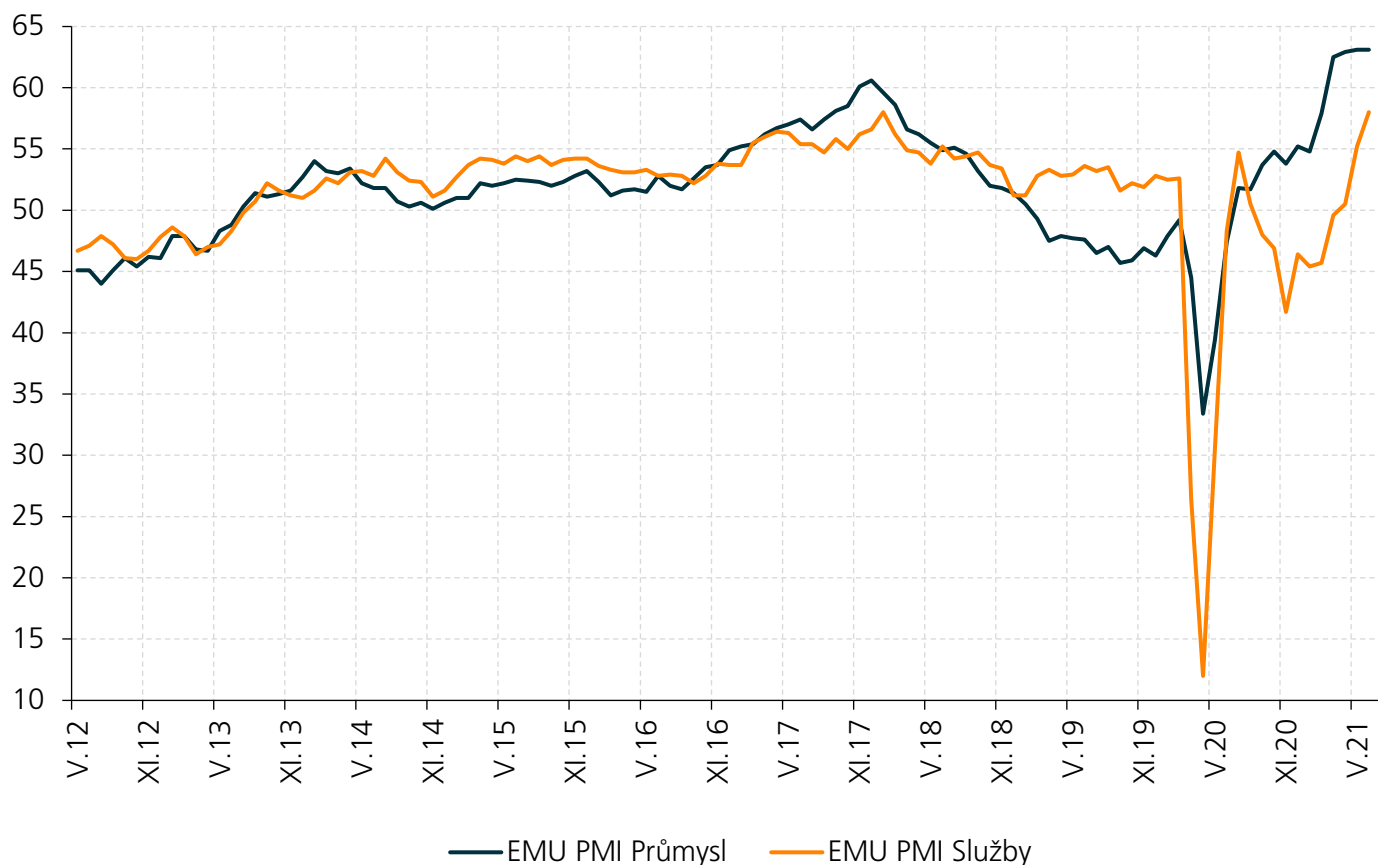
EMU

Zlepšování nálady ve službách jde ruka v ruce se zlepšováním spotřebitelské důvěry. V lednu 2021 důvěra domácností dosáhla **-15,5 bodu**, což nebylo moc odlišné od průměru druhé poloviny minulého roku (14,9 bodu), od té doby se ale kontinuálně zlepšuje. **Optimismus domácností** tak **v červnu** letošního roku dosáhl hodnoty **-3,3 bodu**, což bylo už nejenom výrazně lepší než před pandemií, ale také **lepší než kdykoliv od ledna 2018**. Kromě zpomalující pandemie a znovuotevření ekonomik (postupující vakcinace) se na zlepšování nálady lidí podepisuje i, jak bylo zmíněno nahoře, trh práce.

Celková inflace v květnu dle finálních dat dále narostla: z 1,3 % v březnu a 1,6 % v dubnu se v květnu dostala na **rovná 2 procenta**. Důvodem růstu byl další výrazný nárůst cen v sektoru energií. Již v březnu se po třináctiměsíční sérii negativních příspěvků k růstu celkové cenové hladiny cenový okruh energií stal pozitivním příspěvatelem. V dubnu a v květnu pak narostly **ceny energií** ještě víc – zatímco v dubnu to bylo 10,4 % r/r, **v květnu dokonce 13,1 %**. Poptávkové tlaky jsou však stále slabé, jak ukazuje nízká **jádrová inflace**. Ta totiž **v květnu dosáhla 1 %**, což bylo o 0,4 procentního bodu pod lednovou hodnotou. Uvážíme-li navíc, že lednový nárůst inflace byl způsobený hlavně revizí spotřebitelského koše, je v Eurozóně navzdory bezprecedentním měnovým a fiskálním stimulům poptávková spotřebitelská inflace stále velmi nízká. **Předběžná data za červen** zveřejněná na samém konci měsíce **ukázala mírný pokles jak celkové (1,9 %), tak jádrové inflace (0,9 %)**. Celkovou inflaci zpomalilo mírné zvolnění meziročního tempa růstu cen paliv (na 12,5 %).

Na posledním zasedání (10. června) **ECB samozřejmě žádnou změnu politiky neprovedla**. Navzdory některým jestřábím členům Rady, kteří během dubna a května volali po (alespoň) plánu na postupné ukončení nákupů aktiv („*tapering*“), a také navzdory nové prognóze, která pro letošek i pro rok 2022 očekává vyšší růst cen než předchozí prognóza (pro letošek místo 1,5 % čeká 1,9 %), centrální banka potvrdila, že bude pokračovat v odkupu aktiv za nezměněných podmínek. Jinými slovy, že celkový odkup bude 1,85 bilionu EUR a odkupy budou pokračovat nejméně do března 2022 (doteď nakoupila ECB aktiva za cca 1,15 bilionu EUR). Lagardová na tiskovce řekla, že jádrová inflace je stále daleko od cíle a „*určitě není na úrovních, kde bychom ji chtěli mít na konci pandemie*“. Jedinou lehce neholubičí zprávou tak bylo konstatování, že poprvé od roku 2018 jsou dle Rady guvernérů rizika poslední prognózy „*vyrovnaná*“ (a nikoliv protiinflační jako doposud). Červnové zasedání tak bylo jasným vítězstvím pro holubice.

Index nákupních manažerů ve službách se dále výrazně zlepšil

Zdroj: Eurostat, <http://goo.gl/p7uulT>

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

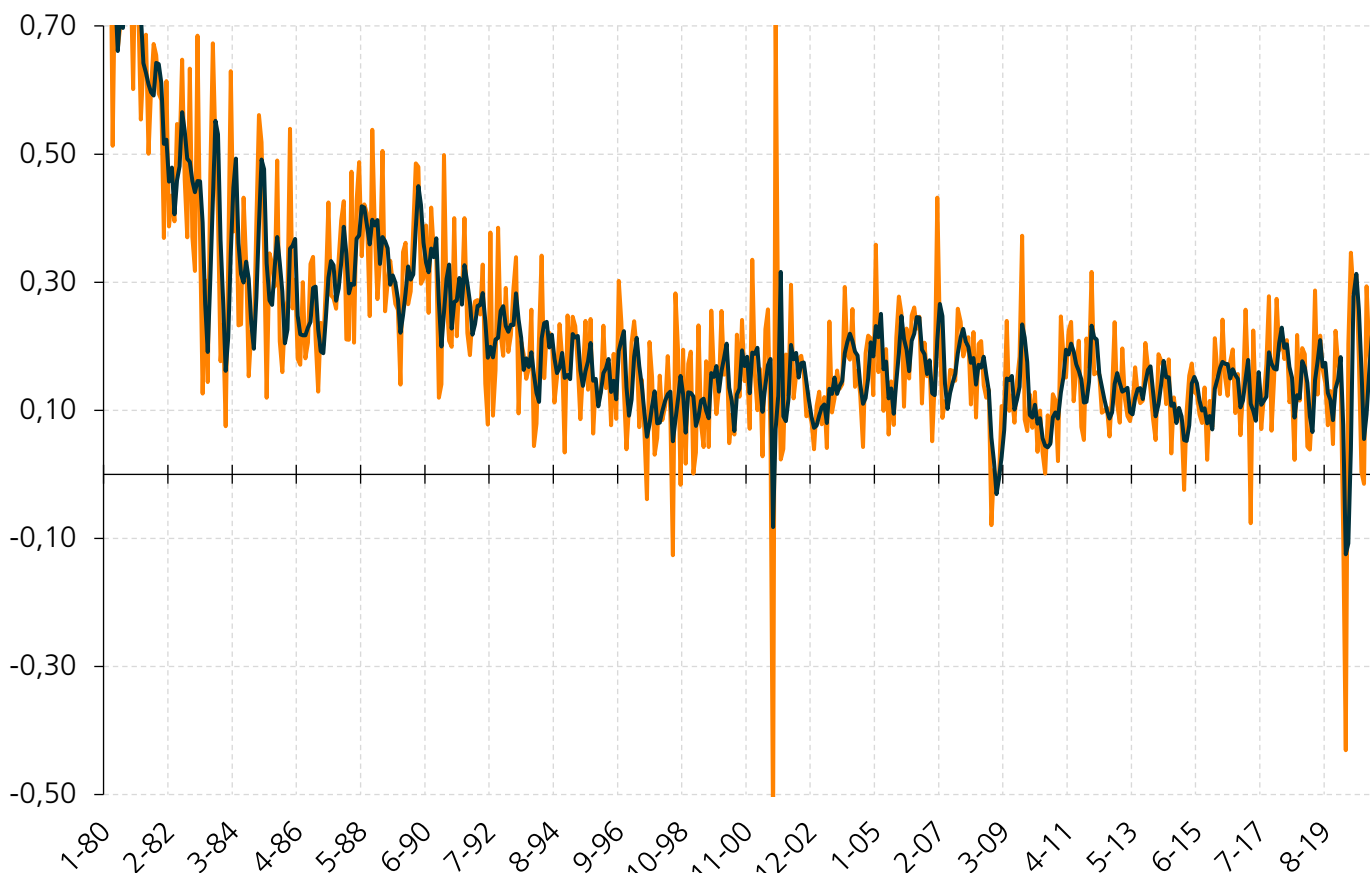
Trh práce se zlepšuje, inflace je nejvýše od roku 1982. Americká centrální banka pomalu, pozvolna otáčí.

Americká ekonomika v prvním čtvrtletí pokračovala v divergenci oproti ekonomice Eurozóny. Po kvartálním anualizovaném růstu o 4,3 % v posledním čtvrtletí minulého roku **přidala v prvním čtvrtletí** letošního roku dle třetího odhadu **6,4 %**. Největším pozitivním přispěvatelem k růstu byly spotřebitelské výdaje domácností, které k růstu přispěly v rozsahu 7,4 p. b., následované fixními investicemi (+2,1 p. b.) a vládou (+1 p. b.) Odrázem silných agregátních vydání byl pak (nepřekvapivě) negativní příspěvek čistého exportu (-1,3 p. b.) a zásob (-2,7 p. b.). Zejména výrazný pokles zásob kvůli vyšší poptávce vytváří do budoucna prostor pro (ještě) rychlejší růst ekonomiky.

Celkové **maloobchodní tržby** bez aut a bez paliv po silném růstu v prvním čtvrtletí (+7,1 % q/q) ve druhém čtvrtletí zatím klesají. Po dubnové faktické stagnaci (0,06 % m/m) totiž v **květnu o 0,8 % m/m poklesly**. Z důvodu nízké srovnávací základny z května minulého roku, kdy byla spousta provozoven uzavřená, dosáhlo **meziroční tempo růstu vysokých 23,7 %**. Z hlediska dalších měsíců vytváří vhodné podmínky kombinace znovuotevřených provozů (polovina Američanů dostala alespoň jednu dávku vakcíny proti COVIDU-19), nakumulovaná poptávka a stále velmi uvolněná měnová, ale hlavně fiskální politika. Negativem jsou však narušené dodavatelsko-odběratelské řetězce, které v mnoha sektorech snižují dostupnost zboží.

Positivem pro spotřebu domácností je nadále trh práce. V **květnu totiž** míra nezaměstnanosti (**5,8 %**) oproti dubnu (6,1 %) dále klesla a je tak nejnižší od března 2020 (4,4 %). Klesla také, ostatně jako ve všech měsících od dubna 2020, 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): zatímco v dubnu 2020 byla 22,8 %, v květnu 2021 už „jen“ 10,2 %. **Zlepšení**, byť již samozřejmě absolutní velikostí menší než v předchozích měsících, **je stále vidět i na „tokových“ datech**. U prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti klesl v červnu týdenní průměr na 400 tis. (ještě koncem prvního čtvrtletí to bylo 720 tis, na jaře roku 2020 nyní již těžko uvěřitelných 5,5 mil.). U pokračujících žádostí jsme od poloviny dubna do konce května viděli stagnaci na úrovni cca 3,6 mil. lidí, v polovině června došlo i zde k poklesu pod 3,4 mil.

Kvartální inflace je nejvyšší od roku 1982



Zdroj: Federal Reserve, <https://bit.ly/39xMtdA>

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Poté, co **objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** v dubnu poprvé od dubna 2020 poklesly (o revidovaných 0,8 % m/m), se **v květnu opět vrátily k růstu**, a to o 2,3 % m/m. Meziroční tempo růstu dosáhlo obtížně představitelných 41,6 %, což je ale odrazem v podstatě neexistující srovnávací základny z minulého roku. Dosavadní růst v letošním roce je bezmála 7 %, což je na to, že se jedná o pouhých 5 měsíců, výborný výsledek. Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek stejný: **v květnu sice tyto objednávky poklesly o 0,1 m/m, ale oproti konci minulého roku byly o 8 % vyšší.**

Solidní výsledek objednávek zboží dlouhodobé spotřeby v letošním roce je v kontrastu s vývojem průmyslové produkce. **Průmyslová produkce** sice **v květnu** přidala **1,2 % m/m**, ale vinou poklesu o skoro 3 % m/m v únoru byla koncem května ve srovnání s koncem minulého roku jen o 1,5 % vyšší. Meziroční tempo (+16,3 %) je samozřejmě výrazně ovlivněno první vlnou pandemie na jaře 2020.

Jádrová PCE inflace silně roste. Poté, co v dubnu přidala 0,7 % m/m (nejvíce od roku 2001), **vzrostly v květnu jádrové ceny o 0,5 % m/m**. Kvartální tempo za březen, duben a květen dosáhlo 1,6 %, tj. tempo neviděné od 3. čtvrtletí roku 1982. Je pak až s podivem, že se vzhledem k pokračující fiskální expanzi centrální banka (ale jak ukazují výnosy dluhopisů nebo kurz dolaru, i finanční trh) k těmto číslům nestaví mnohem negativněji. Meziroční jádrová PCE inflace tak poskočila na 3,9 %.

Americká centrální banka v červnu začala (lehce) **otáčet**. Vzpomeňme, jak na svém dubnovém zasedání ponechala navzdory (přiznanému) faktu, že ekonomické oživení díky „pokroku ve vakcinaci“ a díky „silné podpoře od fiskální a měnové politiky“ akceleruje, nastavení měnové politiky beze změny a trvala na tom, že nehrozí žádné riziko trvalého inflačního vzednutí. **Na červnovém zasedání** již na rozdíl od března (kdy ještě tvrdila, že první utažení přijde až v roce 2024) oznámila, že první utažení **měnové politiky** čeká již v roce 2023. To samozřejmě není nijak velká faktická změna, ale psychologická ano – ukazuje, že FED přece jenom je trochu vystrašený z inflačního vývoje v letošním roce. Faktická změna nastavení politiky se, jak už jsme naznačili, neodehrála, a ani se nevedla diskuse o případném snížení tempa odkupu (to zůstává na 120 mld. USD měsíčně). Powell na tiskovce dodal, že případný *tapering* bude komunikován dlouho dopředu a bude se jednat o proces „transparentní, metodický a mající řád“. FED také zopakoval, že moment, kdy k němu dojde, bude diktován makroekonomickými daty.

CEE3

ČR

ČNB jako první z regionu utáhla měnovou politiku. Makroekonomická data i předstihové indikátory jasně ukazují, že červnové utažení letos určitě nebylo poslední.

Po dvou čtvrtletích růstu (o 7,1 % q/q ve třetím čtvrtletí a o 0,6 % q/q ve čtvrtém) **ekonomika v prvním čtvrtletí poklesla** dle druhého odhadu **o 0,3 % q/q** (a tedy o 2,1 % r/r). To je nejenom výrazně lepší než první odhad (−0,8 % q/q), ale také velmi dobrý výsledek, uvážíme-li, že ekonomika byla v prvním čtvrtletí de facto zavřená. Mezičtvrtletně se nejlépe vedlo fixním investicím, které přidaly 1,6 % q/q (nejvíce od posledního předpandemického čtvrtletí – (4Q19) –, a také samozřejmě zásobám, které narostly o 40 mld. (firmy vyráběly na sklad). Znatelně klesla poptávka vlády (−3,6 % q/q) a také export (−2,2 % q/q).

Měsíční data zveřejněná během června byla výborná.

Průmyslová produkce po třech měsících poklesu v řadě (celkem o tři procenta) v prosinci až únoru od března dvakrát vzrostla. Po meziměsíčním růstu průmyslu o 2,6 % v březnu a **o 1,9 % v dubnu** se díky efektu nízké základny z roku 2020 dostalo meziroční tempo na 53,4 %. Březnové a dubnové výsledky průmyslu tak konečně odpovídaly **vývoji indexu nákupních manažerů PMI**. Ten totiž v březnu dosáhl hranice 58 bodů, tj. vysoce nad hranicí oddělující expanzi i od kontrakce, a podobně vysoká čísla měl i v dubnu (58,9 bodů) a v květnu (historické maximum 61,8 bodu). **V červnu index vzrostl na další historické maximum (62,7)**, tj. na nejvyšší hodnotu od června 2001, kdy se s kompilováním indexu začalo. Index nových objednávek je nejlepší od konce roku 2017, což je dobrá zpráva. Ta horší je, že narušené dodavatelsko-odběratelské řetězce společně s výrazným růstem poptávky způsobují jak bezprecedentní zpoždění v dodávkách vstupů, tak nevídaný růst vstupních cen. A to samozřejmě nemůže zůstat bez odezvy u výstupních cen – ty vzrostly nejvíce v historii průzkumu. Důkazem silné poptávky je také další pokles zásob hotových výrobků, jimiž se firmy snaží poptávku prostředí nestíhající výroby uspokojit.

Podobný optimismus jako PMI reflektuje i důvěra v průmyslu měřená ČSÚ. Ta se v červnu dostala na nejvyšší hodnotu (10 bodů) od května 2008, v celém podnikatelském sektoru je pak optimismus (ztělesněný hodnotou indexu 16,8 bodu) nejvyšší od listopadu 2018.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

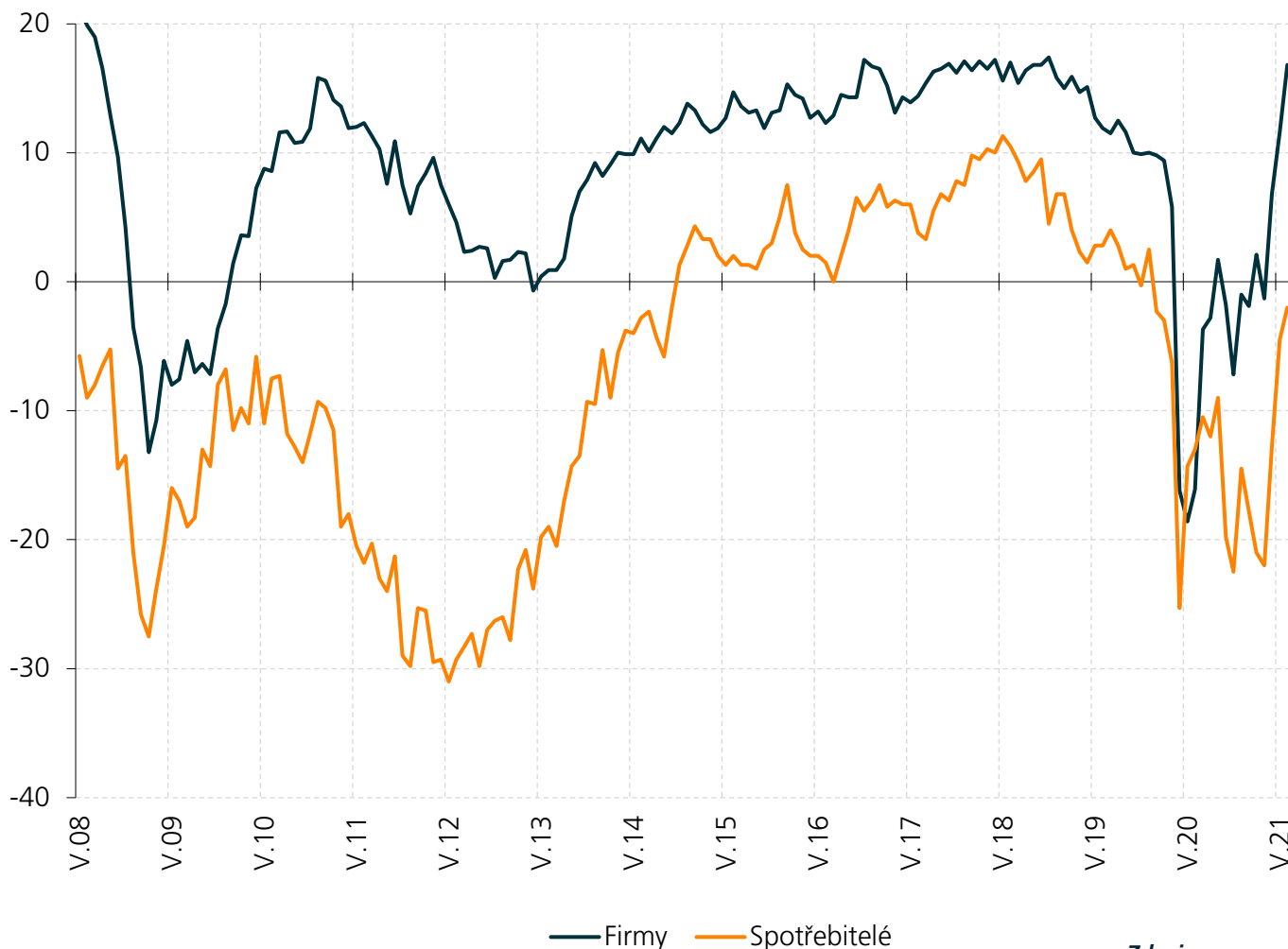
ČR

Celkové maloobchodní tržby během 1Q21 klesaly, když vinou uzavírek klesly oproti konci roku 2020 o skoro 3 % (nejvíce se samozřejmě na poklesu tržeb podepsal sektor tržeb mimo potravin a auta, kde bylo uzavřených provozoven nejvíce). Nazíraje jinou optikou – co všechno bylo zavřeno – byl však naopak výsledek v 1. čtvrtletí pozoruhodně dobrý. Od druhého čtvrtletí se situace s rozvolňováním, které v jeho druhé polovině nabralo na intenzitě, začala zlepšovat. **V dubnu tak maloobchodní tržby poskočily meziměsíčně o 1,1 %, meziročně o 22 %.** Květnová a červnová data budou dle nás ještě lepší. Znovuotevírání a postupná normalizace situace se projevuje i u **důvěry domácností, kde již od března pozorujeme výrazné zlepšování**, dynamikou srovnatelné s tím, které jsme viděli v průmyslu. Zatímco v březnu byla důvěra domácností ještě na –22 bodech, v červnu **už jen na –2 bodech**, což byla nejlepší hodnota od prosince 2019.

Měnově-politická inflace na meziročním základě v květnu zpomalila, a to z 3 % v dubnu na 2,6 %. Důvodem bylo zpomalení jádrové inflace (z 3,4 % na 3,1 %) a zpomalení meziročního tempa růstu cen potravin z 1,7 % na 0,6 % (toto zpomalení je ale ve světle nadále rostoucích světových cen potravin nejspíš jen přechodné). Podobně jako v minulých měsících zrychlil růst cen pohonných hmot: zatímco v lednu byl meziroční růst –11,3 %, v květnu už +23,4 %.

ČNB na červnovém zasedání jako první banka v regionu zvýšila úrokové sazby. Sice to v Bankovní radě nebylo zdaleka jednohlasné (dva členové byli proti, jeden chtěl růst sazeb o půl procentního bodu), faktem však je, že sazby už nejsou na nule. Důvodem bylo, že ČNB vyhodnotila rizika poslední (květnové) prognózy jako mírně proinflační, a to díky rychlejšímu oživení tuzemské ekonomiky, lepšímu zahraničnímu výhledu či lepšímu vývoji domácích mezd. Jediným podstatnějším protiinflačním rizikem byla mírně silnější koruna. To, že se jedná toliko o začátek utahování a že konec cyklu zvyšování je daleko, je zřejmé z vyjádření ČNB, že „*měnová politika červnovým rozhodnutím pravděpodobně vstupuje do fáze postupného zvyšování úrokových sazeb, jejichž úroveň byla doposud velmi nízká*“ a že „*lze očekávat, že zvyšování sazeb bude pokračovat i ve druhém pololetí letošního roku.*“ Otázkou tak zůstává jen to, kde je vrchol cyklu, který započal v červnu.

Důvěra domácností i firem se opět zlepšila



EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Ekonomika je ve výborné kondici, roste průmysl i poptávka domácností a předstihové indikátory ukazují na silný růst ve 3. čtvrtletí. Centrální banka nadále ignoruje inflaci, navzdory krokům svého maďarského i českého protějšku.

Poslední data o růstu ekonomiky v prvním čtvrtletí byla zveřejněna ještě v polovině května. Poté, co v posledním čtvrtletí minulého roku dle revidovaných dat ekonomika poklesla o 2,7 % r/r (−0,5 % q/q), **zmírnil se pokles v 1. čtvrtletí letošního roku na 0,9 % r/r** (a to díky **překvapivě silnému mezičtvrtletnímu** růstu o 1,1 %). Všechny složky agregátní poptávky meziročnímu růstu přispívaly kladně, s výjimkou čistých exportů (−1,9 p. b.), které trpěly růstem dovozu.

Dle měsíčních dat a předstihových ukazatelů z června to stále vypadá, že i druhé čtvrtletí bude růstově silné.

Průmyslová produkce zaznamenala po dubnovém mírném poklesu (−0,7 % m/m, mimochodem první pokles od června 2020) **v květnu opět růst**, a to o **1,6 % m/m**. V letošním roce tak produkce vzrostla již o 5,3 %, na meziročním základě pak byl růst díky efektu základny velmi vysoký (+29,7 %). Pro vývoj v dalších měsících je otázkou, jak se na produkci podepíší aktuálně snad všudypřítomné problémy dodavatelských řetězců. Respondenti **indexu nákupních manažerů**, který po dubnových 53,7 bodech a květnovém historickém maximu (57,2) **v červnu dosáhl dalšího maxima (59,4), říkají to samé, co v ČR:** silnému růstu nových objednávek (třetí nejrychlejší v historii průzkumu) nestačí produkce. Historického maxima dosáhla jak úroveň neuspokojených zakázek, tak úroveň inflace vstupních i výstupních cen.

Uvolnění podmínek pro provoz nákupních center v únoru a nízká základna z března až května 2020 (kdy tržby rychle poklesly) se podepsaly na silném meziročním růstu tržeb v květnu 2021. **Reálné maloobchodní tržby** po dubnovém meziročním růstu o 25,7 % přidal **v květnu 19,1 %**. Nejvýrazněji se na meziročním růstu podílely tržby v sektoru vozidel a v segmentu pohonných hmot. Tento silný výsledek samozřejmě primárně reflektuje otevření provozoven a efekt základny, ale také fundamenty zůstávají nakloněné růstu: míra **nezaměstnanosti** byla v květnu **6,1 %** (o necelý procentní bod výše než v únoru 2020), **růst mezd** dosáhl v dubnu i v květnu 10 % r/r. Poptávka domácností má tak dost důvodů být v pohodě už nyní. A to se ještě pro budoucnost chystá **fiskální expanze v rámci programu „Polská dohoda“**, který zahrnuje daňovou reformu (dramatické zvýšení nezdanitelného minima z 8 tis. PLN na 30 tis. PLN), rozšíření přídavků na děti a zvýšení výdajů na zdravotnictví.

Inflace v květnu opět zrychlila. V lednu a únoru sice ještě klesala (v únoru se dostala až na 2,4 %), ale od té doby setrvale roste – v dubnu byla poprvé od března 2020 nad hranicí 4 procent (4,3 %), **v květnu pak dosáhla 4,7 %**. Největším přispěvatelem k inflaci jsou ceny pohonných hmot a potravin a také regulované ceny (za svoz odpadu, za elektřinu), u nichž od ledna došlo k růstu. Problémem pro měnový výbor centrální banky je (resp., mělo by být), že jádrová inflace vzrostla na 4 % a je tak nejvýše od srpna minulého roku. Ještě horší je, že nad 3,5 % je jádrová inflace setrvává od února 2020, což se dle nás neshoduje s nulovými sazbami.

Měnový výbor centrální banky (MPC) zasedal koncem první červnové dekády, žádná změna nastavení měnové politiky se ale navzdory inflaci neodehrála. Dle centrální banky je totiž stávající růst inflace způsobený exogenními faktory, což je sice zčásti pravda, ale vývoj jádrové inflace ukazuje, že 1) během pandemie nedošlo k žádnému zpomalení růstu této složky inflace a že 2) ve světle expanzivní fiskální politiky, nízké nezaměstnanosti a růstu mezd lze čekat, že tato spíše růst zrychlí. Centrální banka však prozatím neindikuje ani ukončení odkupů aktiv (to však dle nás přijde ve 2. pololetí), ani utážení měnové politiky (byť do konce roku možná pod vlivem inflace a třeba i růstu sazeb v ČR menší signální hike dodá).

MAĎARSKO

Navzdory slabším měsíčním datům z průmyslu i maloobchodu přistoupila centrální banka k utážení měnové politiky. Inflaci nad 5 % již evidentně nemohla dál ignorovat.

Strukturální data o růstu HDP v prvním čtvrtletí, **zveřejněná počátkem června, přinesla jen drobné změny.** Mezikvartální růst byl revidován nahoru na 2 % (původně 1,9 % q/q), v důsledku čehož dosáhlo meziroční tempo poklesu 2,1 % (místo původních 2,3 %). Nejvýrazněji se na meziročních číslech podepsal výrazný růst vládních výdajů (příspěvek 1,1 p. b.) a čistý vývoz (+2 p. b.), nejvíce negativně pak poptávka domácností (−2,3 p. b.).

V červnu zveřejněná měsíční data byla slabá. **Maloobchodní tržby** v prvním čtvrtletí letošního roku po revizích mírně klesly, **meziměsíčním poklesem pak zahájily i druhé čtvrtletí** (v dubnu totiž klesly o 1 % m/m). Meziroční tempo je samozřejmě vysoké (byť ne tak jak jinde, +12,2 % r/r) díky efektu základny z minulého roku. Ve druhém čtvrtletí by mělo pomoci znovuotevření provozů, podobně jako všude jinde v regionu, a také stále dobrý trh práce. **Míra nezaměstnanosti** je totiž stále velmi nízká. Ano, během pandemie vzrostla o 1,5 p. b. až na maximum 4,7 %, ale její hodnota z března až května (4,2 %) je stále mnohem nižší než v letech 2013–2016 a zcela jistě tak je podporou pro maloobchod. **Dále také pokračuje vysoké meziroční tempo růstu mezd**, i když více než stav ekonomiky reflektuje reportovaný 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 březen (8,7 %) i duben (+10,1 % r/r) je zcela jistě zkršený tímto způsobem a bude tomu tak až do konce druhého čtvrtletí letošního roku, na jehož konci nezaměstnanost přestala růst.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Maďarská průmyslová produkce se po listopadovém a prosincovém poklesu (0,9 % m/m a 2,4 % m/m) v prvním čtvrtletí 2021 vrátila k růstu, a to o 5 % oproti konci minulého roku. **V dubnu část růstu z prvního čtvrtletí překvapivým poklesem (o 3,2 % m/m) vymazala**, což ale pozorovatelé v Maďarsku připisovali problémům v dodavatelsko-odběratelských vztazích a nedostatku některých surovin. My se také nedomníváme, že by důvodem byla nedostatečná poptávka po produkci maďarského průmyslu. Meziroční dubnový výsledek (+59,2 %) je stejně jako jinde odrazem nízké základny v roce 2020. Měsíční pokles průmyslu nekoresponduje s vývojem indexu nákupních manažerů (PMI), u něhož došlo ke zlepšení: v dubnu po revizi index skončil na hranici rovných 51 bodů, v květnu dosáhl 52,8 bodu a **v červnu dokonce 54,7 bodu**.

Celková inflace setrvala **v květnu na dubnové hodnotě (5,1 %)**, což je nejvyšší hodnota od listopadu 2012 (5,2 %). Počátkem letošního roku byla přítom ještě na úrovni 2,7 %. Nejvýrazněji se samozřejmě na meziročním růstu cen podepsaly ceny paliv (+36,2 %), ale vzhledem k vývoji poptávkové inflace (tj., jádrové inflace bez zpracovaných potravin), která se v květnu dostala na 3,3 %, je jasné, že za inflaci v Maďarsku nemůže jen vyšší cena ropy. Dobrou zprávou z května byl jen malý růst cen služeb (+0,2 % m/m, 2,1 % r/r) po znovuootevření. Otázkou je, zda tomu tak bude i v dalších měsících.

Na červnovém zasedání zvýšil měnový výbor centrální banky (MNB) hlavní týdenní i tříměsíční sazbu o 0,3 p. b. na 0,9 % (depozitní O/N sazba zůstala na -0,05 % a O/N zápůjční sazba na 1,85 %). Dle vyjádření po rozhodnutí jej k takovému kroku donutila obava, že se rozvolní inflační očekávání. Centrální banka také naznačila, že další utažení bude následovat („*inflační výhled se musí stabilizovat na úrovni 3 %*“), byť si ponechala otevřená zadní vrátka („*utažení bude diktováno makroekonomickými daty*“). Co se týče kvantitativního uvolňování, MNB chce na trhu zůstat „*flexibilní*“ a zasahovat dle potřeby. Protože již dosáhl stropu 3000 mld. HUF, byl ukončen program Funding for Growth zaměřený na podporu malých a středních firem.

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 5 měsíců včetně října 2020 se ropa držela v pásmu 37–43 dolarů za barel. Počínaje listopadem 2020 začala cenově růst. V letošním roce růst pokračuje, hnán otevíráním ekonomik a rostoucí poptávkou po komoditách, motivované i zajištěním se proti inflaci. Zatímco v listopadu 2020 byla ropa kolem 40 dolarů za barel, koncem června 2021 přesáhla 75 dolarů.

AKCIOVÉ TRHY

Akciové trhy pokračovaly v pozitivním trendu. Zveřejněná makroekonomická data vyzněla pozitivně, americká centrální banka (FED), se chystá pozvolně utahovat měnové kohoutky a s postupným proočkováním dochází ke zlepšování výhledu hospodaření společností. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal zisk 1,2 % a dostal se na nové historické maximum. Přitom od začátku roku tento index globálních akciových trhů připisuje vysoce nadprůměrný zisk 11,4 %. Hlavní americký akciový index S&P 500 připsal zisk 2,2 % a také se dostal na nové historické maximum na úrovni 4298 bodů. Ve ztrátě skončily především sektory vázané na komodity, naopak dařilo se sektorům technologického hardwaru, polovodičů, automobilovému nebo oděvnímu. V Evropě se nedařilo především akciím ze sektorů bank, pojišťoven, volného času nebo utilit. Dobře se vedlo sektorům zdravotnickému, technologickému nebo nemovitostí. To může značit určitou nervozitu trhů před blížícím se podzimem a vyšší proočkováností společností. V případě další vlny nákazy by možná restriktivní opatření měla negativní dopad nejen na ziskovost obchodovaných společností. Evropský akciový index DJ STOXX 600 si v červnu připsal +0,9 %.

• INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



Zdroj: Bloomberg

AKCIOVÉ TRHY

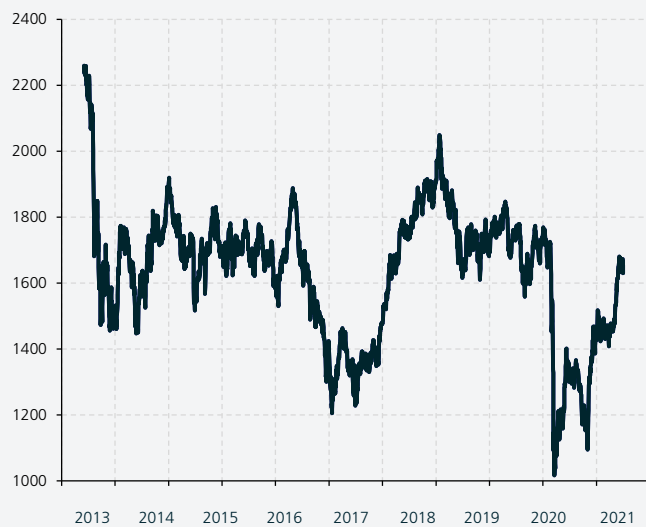
Vyšší zastoupení hodnotových akcií ve středoevropském regionu znamenalo výkonnostní zaostávání za hlavními akciovými trhy. Nižší předprázdninová likvidita a blížící se nejisté podzimní měsíce vedly ke slabé výkonnosti, případně k realizování zisků. Největší lokální polský trh (index WIG 30) ztratil 0,5 procentního bodu. Nejvyšší výkonnost předvedlo online tržiště Allegro (+12,2 %), prodejce oděvů LPP (+12,2 %) nebo vývojář mobilních her Ten Square Games (+13,8 %). Korigovaly utility a těžaři, např. mědi – společnost KGHM (–7,5 %). Na českém parketu se nejlépe vedlo akciím Moneta, což bylo dáno neschválením fúze s Air Bank a Home Credit. Výrazný propad zaznamenaly akcie Photon Energy, a to z důvodu prodeje akcií společnosti (navýšení kapitálu a prodeje od stávajících akcionářů) na polské burze. Ve skvělé jízdě pokračovaly akcie rumunské skupiny zdravotních zařízení MedLife (+25,1 %) a producenta vína Purcari (+18,3 %). K nim se přidaly i akcie banky BRD (+8,3 %). Rumunský akciový index BET si tak za měsíc červen připsal slušné 4%ní zhodnocení.

Akcie na rozvíjejících se trzích zažily vcelku poklidný měsíc, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil s lehkou ztrátou 0,1 %, ve druhém kvartále roku pak připsal 4,2 %. Největší pozornost na sebe strhávala nová varianta koronaviru (delta), jejíž šíření v obecně méně proočkovaných státech vyvolává nejistoty ohledně budoucího vývoje (lockdowny, omezení atp.). Druhým hlavním tématem je bezesporu otázka normalizace ultrauvolněných měnových politik a hrozící inflace. Celkem pět centrálních bank z rozvíjejících se ekonomik dokonce v červnu již sáhlo ke zvýšení základních sazeb, zatímco v květnu to byla jen jediná. Na rozvíjející ekonomiky také doléhal podstatně silnější dolar. Regionálně se dařilo především ruským, korejským, indickým či brazilským akciím. Čínské akcie tentokrát zaostávaly (index CSI 300: –2 %), tamní vláda o sobě dala vědět tažením proti kryptoměnám či uvolňováním strategických rezerv, čímž se snaží utlumit tlak na růst cen komodit.

MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

V posledních 12 měsících jsme na americkém dluhopisovém trhu zaznamenali tři různá období. Od konce července roku 2020 začaly americké dlouhé výnosy pomalu růst s tím, jak se ukazovalo, že pandemie nebude mít dlouhotrvající větší následky, a s tím, jak se trh začal lehce zamýšlet, zda se bezprecedentní fiskální expanze skutečně přece jenom nakonec neprojeví v růstu inflace. Do konce minulého roku tak americké desetileté dluhopisy vyrostly z červencových 0,5 % na cca 0,9 %. Od ledna letošního roku se tyto obavy vyostřily, což v prvním čtvrtletí vystřelilo výnosy až 1,8 %. Od konce března, červenec nevyjímaje, dluhopisové trhy tyto obavy (ve světle inflačních dat iracionálně) opouštějí – koncem června tak desetileté výnosy navzdory tomu, že americká inflace dosahuje nejvyšší hodnoty za více než 30 let, klesly na 1,4 %.

V Eurozóně jsme letos v prvním čtvrtletí také viděli růst výnosů – desetileté německé výnosy se z úrovně –0,6 % koncem minulého roku dostaly k –0,1 % koncem května. V červnu však i německé výnosy klesly, a to na –0,25 %. V Eurozóně to trochu smysl dává – sice také vzrostla celková inflace, jádrová však nikoliv.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů byl v červnu, stejně jako v předcházejících 3 měsících, vývoj poklidný. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru se během měsíce nezměnily: u investičních dluhopisů byla změna tzv. total return indexu (TRI) proti konci dubna nulová (oproti konci roku 2020 také), u spekulativních pak jen lehce kladná, +0,53 % (oproti konci minulého roku +2,7 %). U dolarových instrumentů byl vývoj o něco méně nudný. U investičního stupně se zrcadlil celkový pokles výnosů (růst cen) na trzích vládních dluhopisů, který se v červnu projevil druhým letošním růstem TRI, a to o 2 % u investičních a o 1,1 % u spekulativních dluhopisů.

V červnu došlo k dalšímu poklesu kreditních prémii jak u investičních, tak u spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe CDS prémie investičních dluhopisů v červnu klesly o 6,4 %, u spekulativních dluhopisů pak o 4,3 %. Zatímco v prvním případě jsou CDS prémie o 2,5 % nižší než koncem minulého roku, v případě spekulativních jsou o výrazných 30 % nižší. Rozdíl mezi spekulativním a investičním stupněm se tak nejenom v posledním roce, ale i v posledním půlroce viditelně snížil.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka **během června prošla snížením sklonu**. Krátký (dvouletý) konec dále vzrostl, a to oproti konci května o cca 22 b. b. na 1,4 % (své udělal červnový růst sazeb ČNB a očekávání trhu, že to zdaleka nebyl růst v letošním roce poslední), na dlouhém (desetiletém) konci výnosy víceméně stagnovaly (poblíž úrovně 1,75 %).

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Na polské výnosové křivce jsme s výjimkou desetiletých výnosů, které poklesly o 25 b. b. na 1,6 %, žádné další změny nezaznamenali. Takový vývoj dle nás příliš nekoresponduje s tím, jak vysoko je polská inflace i ekonomická aktivita.

Krátký konec se na rozdíl od minulých dvou měsíců nezměnil, nezměnila se ani střednědobá očekávání trhu ohledně polských mezibankovních sazeb ztělesněná ve FRA (u 9x12 došlo k růstu z 0,64 na 0,7 %).

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA A TURECKO

Předběžná oficiální data za vývoj ukrajinské ekonomiky v prvním kvartále přinesla výrazné negativní překvapení, když pokles tamního hospodářství byl silnější, než naznačovaly předstihové indikátory. Částečně šlo o důsledek pomalejšího uvolňování pandemických opatření, částečně o dozvuky loňské slabší zemědělské sklizně (sucho, pandemické restriktce), která se nyní projevila v nižší exportní aktivitě. Právě čistý export byl největším negativním přispěvatelem. Pro druhý kvartál lze předpokládat zlepšení celkové obrázky, když nyní dále dochází k uvolňování omezení, rozbíhá se očkování a domácí poptávka zůstává silná, podpořená růstem mezd. Optickou výhodou poskytne také nízká srovnávací základna z loňského roku. V polovině června taktéž zasedala centrální banka a navzdory očekáváním, pokračujícímu růstu inflace i revizi inflačního výhledu na vyšší úrovni, ponechala sazby beze změny. Svoje rozhodnutí zdůvodnila jednorázovými faktory, pramenícími z vyšších cen některých zemědělských komodit a produktů.

Ukrajinská výnosová křivka se posunula o cca 20–25 bodů výše. To bylo ze začátku měsíce částečně kompenzováno posilováním hřivny, to se ale s blížícím se koncem měsíce změnilo a kurz uzavřel na meziměsíčně mírně slabších úrovních.

Na politické frontě je projednáván z pohledu Mezinárodního měnového fondu důležitý zákon, upravující detaily ohledně majetkových příznání ústavních činitelů.

Turecká ekonomika rostla v prvním čtvrtletí nejrychleji za poslední tři roky. Rostly jak investice, podpořené oživením externí poptávky, tak domácí aktivita, která těžila z vládních opatření a silné kreditní aktivity. To se nicméně negativně projevilo v prohlubování schodku státního rozpočtu i deficitu běžného účtu. Spotřebitelská nálada se dále zhoršovala, determinována pandemickými restriktcemi a vysokou inflací dopadající na reálnou kupní sílu domácností. Poslední inflační čísla byla sice proti očekávání nižší, ale jen v důsledku rozsáhlých pandemických restriktcí a uzavírek, které neumožnily tureckému statistickému úřadu sebrat dostatek podkladů v některých důležitých segmentech (restaurace, prodej oděvů). Po uvolnění restriktcí lze čekat další růst inflace, podpořený slabým kurzem liry a neuvadajícím růstem cen vstupů na straně výrobců. Prostor pro pokles inflačních čísel z titulu efektu vyšší srovnávací základny se bude projevovat až s koncem třetího kvartálu.

Centrální banka zasedala taktéž v polovině června a sazby ponechala, i navzdory hlasitým žádostem prezidenta Erdogana o jejich snížení, beze změny. Zatímco turecké státní dluhopisy mírně posilovaly (ceny rostly), turecká měna ztratila přes 4 % a od začátku roku je vůči euru o více než 16 % slabší.

MĚNY

Dolar proti euru poté, co v dubnu zvrátil březnové posílení na 1,17 a vrátil se zpátky nad 1,20, během května dále oslabil a dotkl se hranice 1,225 USD/EUR. Po zasedání FEDu pak vzhledem k mírnému obratu jestřábím směrem dolar posílil zpátky pod 1,20 a koncem června byl na dohled hranice 1,185 USD/EUR. Zasedání FEDu tak trh evidentně překvapilo, byť s ohledem na inflační vývoj i vývoj trhu práce nedokážeme nalézt moc důvodů, proč tomu tak mělo být.

Česká koruna během června díky zasedání ČNB na chvíli posílila pod 25,30 CZK/EUR, dle očekávání se však takto silná dlouho neudržela. Nestalo se tak ani při relativně jestřábím tržním očekávání vývoje sazeb ČNB, což dokládá červnový nárůst FRA kontraktu 9x12 (tj., očekávání tříměsíčního PRIBORu za měsíc) z 1,2 % na 1,6 %.

Zlotý proti euru poté, co v květnu po delší době posílil k hranici 4,45, se v červnu vrátil nad 4,50 PLN/EUR. Jednalo se jen o technický pohyb, k žádnému výraznějšímu přehodnocení tržních očekávání na výhled sazeb totiž, jak bylo popsáno výše, nedošlo.

Taktéž **maďarský forint** v červnu oslabil, a to z hladiny 346 koncem května místy až na hladinu 356 HUF/EUR (koncem měsíce byl na úrovni 351 HUF/EUR). Je to zvláštní, neboť centrální banka v červnu utáhla měnovou politiku a navíc naznačila, že v tomto utahování bude pokračovat.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme čtveřici důvodů. Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380 miliardový deficit, v letošním roce to bude stejné nebo horší (deficit za prvních 6 měsíců je 265 mld., s přehledem největší v historii) a v příštím roce se dle návrhu ministryně Schillerové (390 mld.) také o zásobu dluhopisů trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v poptávkové složce, která je již rok na(d) 3 %. Zatřetí, sazby ČNB začaly již růst a zdá se, že budou růst vcelku rychle. Začtvrté, jsou zde obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů pramenící strach z vyšší inflace (a tudíž vyšší požadované oblihační výnosy v USA), což by se nemohlo neprojevit na české výnosové křivce.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Proti těmto faktorům stojí 1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních/deflačních tlaků) v celé Eurozóně, která bude zřejmě trvat dlouho, a také 2) domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopný absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Domníváme se nicméně, že první množina faktorů v dalších čtvrtletích bude převládat. Z toho pramení naše očekávání růstu výnosů českých státních dluhopisů (poklesu jejich cen), zejména v případě delších splatností.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polsko je relativně málo zadlužená ekonomika s poměrně zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila minulý rok v reakci na pandemii sazby až na nulu. Na rozdíl od ČNB však polská centrální banka nemá k utahování politiky dle svých slov pražádnou chuť (a to ani když její vlastní prognóza ukazuje na inflaci nad 3 % v nejbližších třech letech), spíše naopak. Trh to však, jak je patrné z vývoje FRA, vidí jinak a centrální bance její holubičí přístup nevěří. A vzhledem k nově schválenému fiskálnímu impulsu polské vlády („Polská dohoda“) má dobrý důvod obávat se rychlejší inflace, a tudíž rychlejší reakce polské centrální banky. Další faktory zmíněné u České republiky platí i u Polska: velké fiskální stimuly v USA jsou hrozbou i pro polské dluhopisy, desinflační prostředí v Eurozóně je pro ně pozitivem. V konečném důsledku tak očekáváme růst výnosů polských vládních dluhopisů.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

Mezinárodní investoři stále vstřebávají otřes důvěry z konce prvního kvartálu v podobě odvolání guvernéra centrální banky Agbala. To zcela smazalo veškerou vybudovanou kredibilitu centrální banky a přineslo návrat nepředvídatelnosti a poplatnosti vůli prezidenta v rozhodování o měnové politice. Z pohledu pandemických opatření je důraz směřován na to, aby relativně dobře proběhla letní turistická sezóna. Stejně jako v našem regionu, došlo vlivem pandemických omezení k vybudování vysoké úrovně zadržené poptávky, která bude ovšem i nadále živit inflační tlaky. Inflační výhled je tak stále nepříznivý. Slabý kurz liry, rostoucí ceny vstupů na straně výrobců a k tomu centrální banka, která rezignovala na možný růst sazeb i retoricky. Inflace tak dál poroste a až s blížícím se třetím kvartálem by se měl více projevit bazický efekt, přející jejímu poklesu. Přetrvává také vnější nerovnováha v podobě deficitu běžného účtu a nízké devizové rezervy brání centrální bance v eventuální přímé podpoře měny. Rizikem pro kurz je vysoký dolarový dluh turecké ekonomiky a potřeba jeho postupného refinancování. Proti tomu jde naopak hluboké fundamentální podhodnocení kurzu TRY a historicky výrazně podprůměrná participace zahraničních investorů v tureckých aktivech.

Lepší vývoj ukrajinského státního rozpočtu a s tím související nižší potřeba financování o několik měsíců odsunuly potřebu dojednání financování od Mezinárodního měnového fondu a s tím související implementaci nezbytných reforem. A ačkoliv i nadále zůstává Ukrajina na reformní cestě se silným kurzem na západ, pomalý progres plnění požadavků MMF a slabé institucionální uspořádání základních státních institucí jsou faktory, které atraktivitu tamních aktiv limitují. V úhrnu nicméně vnímáme výnosy lokálních vládních dluhopisů na úrovni 12–13 % jako poměrně zajímavé s ohledem na výnosové úrovně v globálním měřítku a s poukazem na nezávislou politiku Ukrajinské centrální banky.

MĚNY

U kurzu **aura proti dolaru** se v letošním roce zastavil trend k oslabování dolaru z minulého roku, který byl hnaný inflačním narativem. Je to ve světle inflačního vývoje v USA trochu překvapivé, ale je to tak. I když v červnu díky jestřábí otočce FEDu posílil, domníváme se, že FED zůstane za křivkou, a tedy že inflace zůstane delší dobu vyšší. V delším horizontu tak díky vyšší inflaci a taktéž dramaticky rozvolněné fiskální politice bude dle nás dolar trpět, respektive slábnout.

Koruna svým posílením v květnu dle nás potenciál pro další posílení letos již v zásadě vyčerpala, což ostatně vývoj v červnu potvrdil. Zlepšení epidemiologické situace, postupný návrat k normálu i relativně rychlý růst sazeb ČNB již trh reflektuje. Ano, bilionový deficit za minulý, letošní i příští rok je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozhazovačnou vládu vytrestal, je nepravděpodobné – na dluzích dnes (s nadsázkou řečeno) nikomu nezáleží. V letošním roce tak čekáme oscilaci kolem 25,50 CZK/EUR, v příštím pak posílení mírně pod 25 korun.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Postupný návrat ekonomiky do normálu zlotý na silnější úrovně než 4,40–4,45 asi nedostane, ale centrální banka by mohla (v případě, že se trh nemylí a bude nucena k utahování měnové politiky přistoupit rychleji než tvrdí). V hlavním scénáři tak čekáme hodnoty v letošním roce kolem 4,45 PLN/EUR se centrální banka rozhoupe k akci, pak další posílení pod hranici 4,40 PLN/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

Maďarskému forintu doposud škodila, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chtěla mermomocí udržet měnovou politiku co možná nejuvolněnější. Obrat v červnu a začátek utahování zatím nebyly takovou vzpruhou pro forint, jak jsme čekali, ale protože si myslíme, že maďarská centrální banka bude v utahování pokračovat, předpokládáme, že nakonec forintu pomůže. Pro letošek čekáme posílení k hranici 330 HUF/EUR.

KORPORÁTNÍ DLUHOPISY

Firemním dluhopisům by se mohlo dařit v úhrnu o něco lépe, nicméně zejména v segmentu investičního stupně vnímáme aktuální kreditní marže jako již hodně utažené. Vývoj hospodaření emitentů sice bude v dalším období pozitivně reflektovat probíhající ekonomické oživení, postupný růst bezrizikových sazeb a neutralizace (byť velmi pozvolná) měnových politik centrálních bank ale budou působit proti. Korunovým firemním dluhopisům by se mělo dařit podobně či lépe, s ohledem na solidní ekonomický vývoj a stále spíše omezenou nabídku emisí proti silné poptávce domácích investorů.

AKCIOVÝ TRH

S blížícími se nejistými podzimními měsíci (v případě nízké proočkování populace) se může dostavit další vlna růstu počtu nakažených nemocí COVID-19. To by znamenalo další možná restriktivní opatření, s dopadem na ekonomiky, hospodaření domácností a společností. Proto jsme na některé akciové trhy opatrní. Jedním z hlavních důvodů naší opatrnosti je vysoká úroveň globálních akciových indexů. Akciové valuace (neboli ocenění globálních akciových indexů) jsou v případě amerického trhu na historických maximech nebo na nejvyšších úrovních od technologické bubliny v roce 2000. Dále se obáváme výrazně zvýšené inflace způsobené stále bezprecedentními monetárními a fiskálními stimuly v klíčových největších ekonomikách – zejména v USA, eurozóně a Japonsku. Přitom dle historických statistik vždy platilo, že při zvýšené inflaci se akciím příliš dobře nevedlo. Rizika také vidíme v možnému růstu korporátních daní, z důvodu lepení vysokých státních deficitů, nebo v geopolitických vztazích. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již zaceneno očekávání velice pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.

Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenost globálních akciových trhů je způsobena především nadhodnoceností amerických akcií. Ty máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně podvážené. Pokud se vyplní naše očekávání, budou americké akcie v následujících měsících za zbytkem světa výrazně zaostávat.

Domníváme se však, že některé regiony z rozvíjejících se trhů jsou i nadále oceněny velice atraktivně. Patří mezi ně především region střední Evropy, který v uplynulých letech za globálními akciovými indexy velice výrazně zaostával. Střední Evropa je momentálně pravděpodobně vůbec nejlevnějším regionem na celém světě (očekávání P/E 12; P/S 1,4; EV/EBITDA 7,8). Nejvyšší růstový potenciál v rámci střeoevropského regionu ve střednědobém horizontu 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.

Dalším regionem, na který jsme pozitivní, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou (očekávání P/E 17,5; P/S 1,8; EV/EBITDA 17,6). Rozvíjející se Asie je momentálně hospodářským motorem celého světa. To by se samozřejmě mělo výrazně pozitivně projevit na dynamice korporátní ziskovosti lokálních burzovních obchodovaných firem a potažmo akciové výkonnosti.

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