

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500 (USD)	2,27 %	USA (USD)	1,36 %	USD/EUR	0,11 %	Ropa Brent (USD)	1,60 %
Evropa – DJ Stoxx 600 (EUR)	1,97 %	Evropa (EUR)	1,84 %	CZK/USD	-0,13 %	Zemní plyn (USD)	7,23 %
Japonsko – Nikkei 225 (JPY)	-5,24 %	ČR (CZK)	0,70 %	CZK/EUR	0 %	Sil. elektřina (EUR)	3,87 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-7,04 %	Polsko (PLN)	0,62 %	PLN/EUR	1,05 %	Zlato (USD)	2,31 %
ČR – PX (CZK)	4,91 %	Maďarsko (HUF)	0,39 %	HUF/EUR	1,97 %	Stříbro (USD)	-2,36 %
Polsko – WIG30 (PLN)	1,90 %	Turecko (TRY)*	1,43 %	TRY/EUR	-2,82 %	Měď (USD)	3,69 %
Maďarsko – BUX (HUF)	2,91 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ve 2. čtvrtletí překvapila ekonomika eurozóny silným růstem a předstihové ukazatele naznačují, že i třetí čtvrtletí bude růstově silné. Oficiální jádrová inflace je stále nízká, v předstihových indikátorech však je cítit inflační pnutí.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se po dvou poklesech v předcházejících dvou čtvrtletích vrátila ve druhém čtvrtletí letošního roku k růstu, a to mezikvartálním tempem (2 %) nejenom silnějším než očekávání, nýbrž také, s výjimkou růstu o 13 % q/q po otevření ekonomik po první vlně pandemie ve 3. čtvrtletí minulého roku, tempem nejrychlejším vůbec. I tak však je, na rozdíl od USA nebo třeba Číny, stále objemově (o zhruba 3 %) menší než koncem roku 2019. Nejvíce se ve 2Q21 dařilo turisticky orientovanému Španělsku (+2,8 % q/q), Itálii (+2,7 %) či Portugalsku (+4,9 %). Německo přidalo „jen“ 1,5 % q/q, Francie po stagnaci v 1. čtvrtletí přidala ve druhém jen 0,9 %. Struktura růstu prozatím zveřejněna nebyla.

Data, která byla v EMU v průběhu července 2021 zveřejněna, nebyla vzhledem k agregátním datům o HDP moc zajímavá; jedinými zajímavými daty byla data z předstihových indikátorů.

Maloobchodní tržby v květnu přidaly 4,6 % m/m, meziroční tempo zpomalilo kvůli efektu základny z 23,3 % v dubnu na 9 % v květnu. V souladu s tím, co ukázala data o HDP, se nejvíce dařilo tržbám ve Španělsku (+17,5 %) a v Itálii (+17,6 %), naopak v Německu tržby meziročně jen stagnovaly. Pro spotřebu domácností relevantní **trh práce se v květnu dále mírně zlepšil**, míra nezaměstnanosti totiž poklesla na 7,9 %, tj. na nejnižší úroveň od května 2020. **Průmyslová produkce** v květnu podruhé letos poklesla, a to o rovné procento, zejména díky kontrakci o 1,5 % v Itálii a o skoro procento ve Španělsku. Meziroční tempo růstu je díky nízké základně z minulého roku samozřejmě stále vysoké (v květnu 20,5 %).

Předstihové indikátory ukazují na pokračující růst průmyslu. **Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu sice poté, co v červnu dosáhl nového historického maxima (63,4 bodu), **v červenci poklesl, ale jeho hodnota (62,6 bodu) je z historického hlediska nadále nevídaná** a indikuje výrazný pokračující růst v sektoru. Růst nových objednávek byl nejvyšší od května 2000, což však naráželo na kapacitu firem, zejména kvůli nedostatku vstupů – index tzv. dodavatelských časů („delivery times“) ukázal na historicky nejdelsí časy dodávek vstupů, historického maxima dosáhl také index nahromaděné a nedokončené produkce. Silný růst poptávky v konfrontaci s omezenou nabídkou znamenal, že výstupní ceny v červenci rostly taktéž téměř nevyšším tempem v historii.

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 červenci **se dostala až na 14,6 bodu**, což bylo čtvrté **nové historické maximum** po sobě (měří se od ledna 1985). V největší ekonomice eurozóny se index **IFO**, mapující poměry v průmyslu, v červenci sice mírně zhoršil (ze 101,7 v červnu na 100,8 bodu), ale to jen díky horším očekáváním; hodnocení stávající situace vzrostlo na nejvyšší hodnotu (100,4 bodu) od srpna 2019. Důvodem pro zhoršení očekávání byly zejména inflační obavy a v menší míře také nepříjemnosti spojené s nedostatkem vstupů.

V dominantním sektoru služeb se situace v červenci dále zlepšila. Červencový výsledek (60,4 bodu) byl nejvyšší od června roku 2006, zejména díky nejrychlejšímu růstu nových objednávek od května 2000. Podobně jako v červnu sehrálo i v červenci výraznou roli **další zlepšení v Německu**, kde index vzrostl z květnových 52,8 bodu a červnových 57,5 bodu **na červencových 62,2 bodu**. I v sektoru služeb pak vzrostly inflační tlaky: nárůst výstupních cen byl opět (podobně jako 2 měsíce předtím) nejvyšší od roku 2002 (tj., od počátku měření tohoto subindexu). Snad to centrální banka eurozóny registruje.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

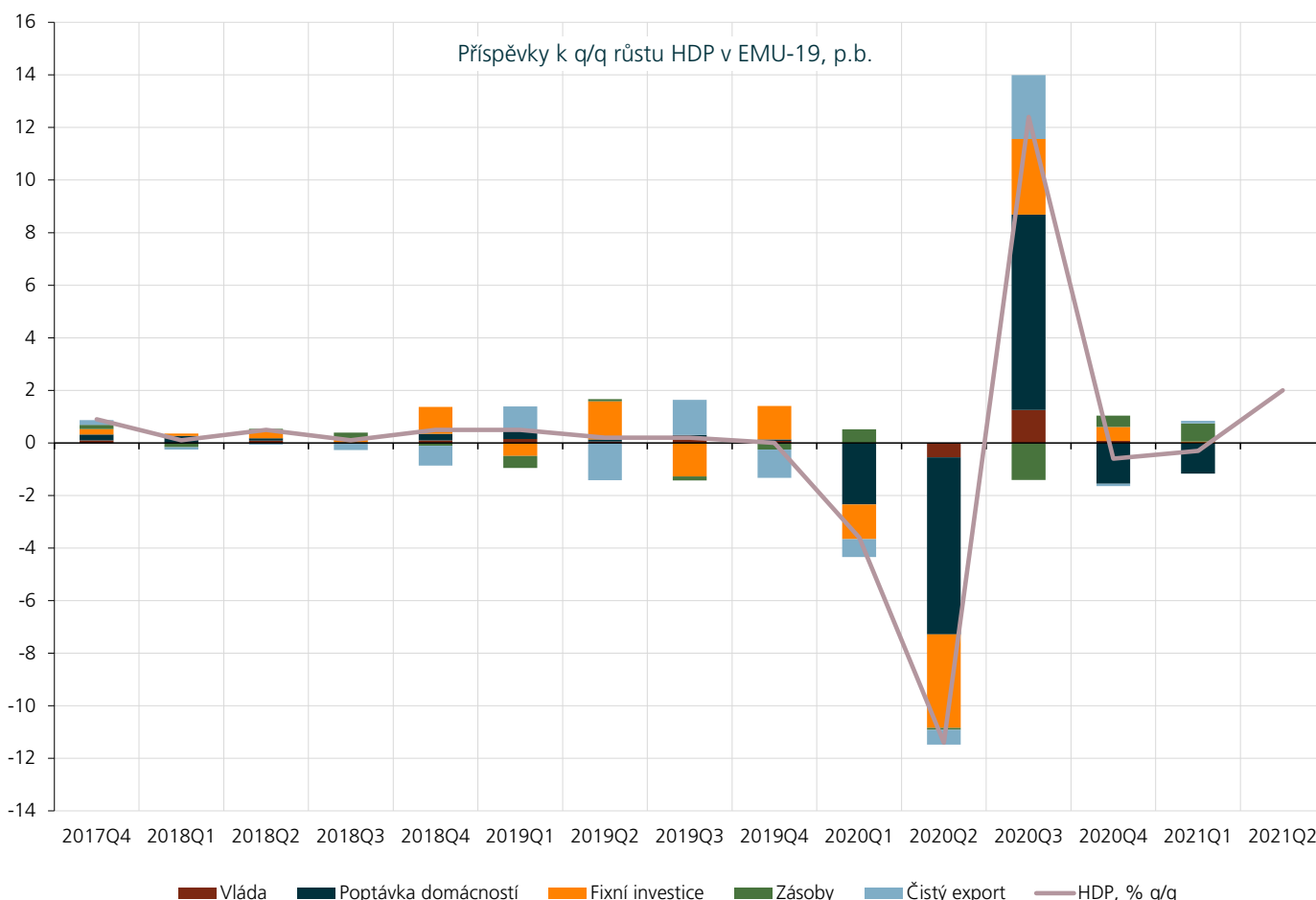
EMU

Dobrou náladu ve službách zrcadlí i indikátory spotřebitelské důvěry měřené EK. 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** ale, zdá se, dosáhl svého maxima v červnu (-3,3 bodu). **V červenci totiž došlo vinou rostoucích obav z inflace**, proti kterým ECB prozatím nic nedělá (spíše naopak), ke zhoršení optimismu domácností – **index důvěry domácností poklesl na -4,4 body**. Uvolňování restrikcí a zlepšující se trh práce zatím v myslích domácností sice převládají, ale nemusí to tak být nastálo.

Celková inflace v červenci dle předběžných dat dále narostla: zatímco v březnu byla jen 1,3 %, v červenci již 2,2 %, z geografického hlediska hlavně díky Německu (3,1 %) a ze sektorového hlediska primárně díky pokračujícímu růstu cen v sektoru energií. Již v březnu se po předcházející třináctiměsíční sérii negativních příspěvků k růstu celkové cenové hladiny cenový okruh energií stal pozitivním přispěvatelem, v dalších měsících pak byl růst v tomto sektoru dvouciferný (v samotném červenci přidaly ceny energií 14,1 % r/r). Poptávkové tlaky se však nadále zdají být slabé, jak ukazuje nízká **jádrová inflace**. Ta totiž **v květnu, v červnu i v červenci dosáhla shodně 0,9 %**, což bylo o 0,5 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.

Na prvním zasedání (22. července) od doby, co ECB upravila svůj mandát směrem k lehčímu tolerování případné vyšší inflace, samozřejmě ECB žádnou změnu nastavení své politiky neprovedla. Na červencovém zasedání ale (opět) probublaly na povrch rozdíly mezi jestřábím a holubičím křídlem ECB, když se německým, nizozemským a belgickým zástupcům nelíbilo holubičí směřování ECB – ECB totiž nadále nechce ani slyšet o snížení tempa odkupů aktiv, které navrhuji, a chce ponechat sazby negativní po nespécifikovanou a dlouhou dobu. Prezidentka ECB Lagardeová řekla, že sice byla v Radě guvernérů „*drobná názorová divergence*“, ale že drtivá většina podporovala setrvání v ultra-holubičím postoji.

Růst Eurozóny dosáhl 2 % q/q, po 3Q20 tak byl historicky druhý nejrychlejší

Zdroj: Eurostat, <http://bit.ly/1QBhOvd>

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Ekonomický růst nezpomaluje, fiskální politika zůstává extra uvolněná a inflace je nejvyšší od počátku 80. let. Centrální banka sice otáčí jestřábím směrem, ale jen velmi, velmi pomalu.

Americká ekonomika ve druhém čtvrtletí rostla skoro navlas stejným tempem (6,5 % q/q anualizovaně) jako ve čtvrtletí prvním (6,3 %), a tudíž tempem, které bylo na rozdíl od prvního čtvrtletí o něco pomalejší než v eurozóně. Ve struktuře se oproti prvnímu čtvrtletí také nic nezměnilo. Největším pozitivním přispěvatelem k růstu byly spotřebitelské výdaje domácností, které k růstu přispěly v rozsahu 7,8 p. b., následované fixními investicemi (+0,6 p. b.). Odrazem silných agregátních vydání domácností byl pak (nepřekvapivě) další negativní příspěvek ze strany čistého exportu (−0,7 p. b.) a kvůli nedostatečné nabídce také za strany zásob (−1,1 p. b.). Zejména výrazný pokles zásob v letošním prvním pololetí (kumulativní příspěvek −3,8 p. b.) 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 de facto stagnovaly, byť z dat o HDP to tak nevypadalo. Po dubnové faktické stagnaci (0,07 % m/m) a květnovém poklesu (−1 % m/m) **v červnu přidaly 1,2 % m/m**. Z důvodu nízké srovnávací základny z minulého roku, kdy byla spousta provozoven uzavřená, dosáhlo jejich **meziroční tempo růstu vysokých 15,7 %**. Z hlediska dalších měsíců jim vytváří vhodné podmínky kombinace znovuotevřených provozů, nakumulované poptávky a stále velmi uvolněné měnové, ale hlavně fiskální politiky. Negativem jsou však narušené dodavatelsko-odběratelské řetězce, které v mnoha sektorech snižují dostupnost zboží.

Pozitivem pro spotřebu domácností je nadále trh práce. **V červnu sice míra nezaměstnanosti (5,9 %)** oproti květnu (5,8 %) lehce vzrostla, ale i tak je (právě s výjimkou května) nejnižší od března 2020 (4,4 %). Klesla však, 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 červnu 2021 se vrátila pod 10 %, když dosáhla 9,8 %. **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 červenci týdenní průměr pod 400 tis. (ještě v koncem prvního čtvrtletí to bylo 720 tis. na jaře roku 2020 nyní již těžko uvěřitelných 5,5 mil.), u pokračujících žádostí jsme zaznamenali pokles pod 3,3 milionu. Prozatím však výrazněji neroste nominální mzda (v červnu jen o 3,6 %), což vzhledem k vysoké inflaci znamená, že meziročně klesají reálné mzdy.

Poté, co **objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** v dubnu 2021 poprvé od dubna 2020 poklesly (o revidovaných 0,7 % m/m), **v květnu i v červnu vzrostly**. Květnový růst dosáhl 3,2 %, červnový pak 0,8 % m/m. Meziroční červnové tempo růstu dosáhlo 29,3 %, což je ale toliko odrazem velmi nízké srovnávací základny z minulého roku; více vypovídající je růst v letošním prvním pololetí, který dosáhl 8,5 %. 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 červnu** takto definované **objednávky přidaly 0,5 %, oproti konci minulého roku byly o 9,2 % vyšší. Průmyslová produkce v červnu přidala 0,4 % m/m**, koncem prvního pololetí tak byla ve srovnání s koncem roku 2020 o 1,8 % vyšší. Meziroční tempo (+9,8 %) je samozřejmě výrazně ovlivněno první vlnou pandemie na jaře 2020.

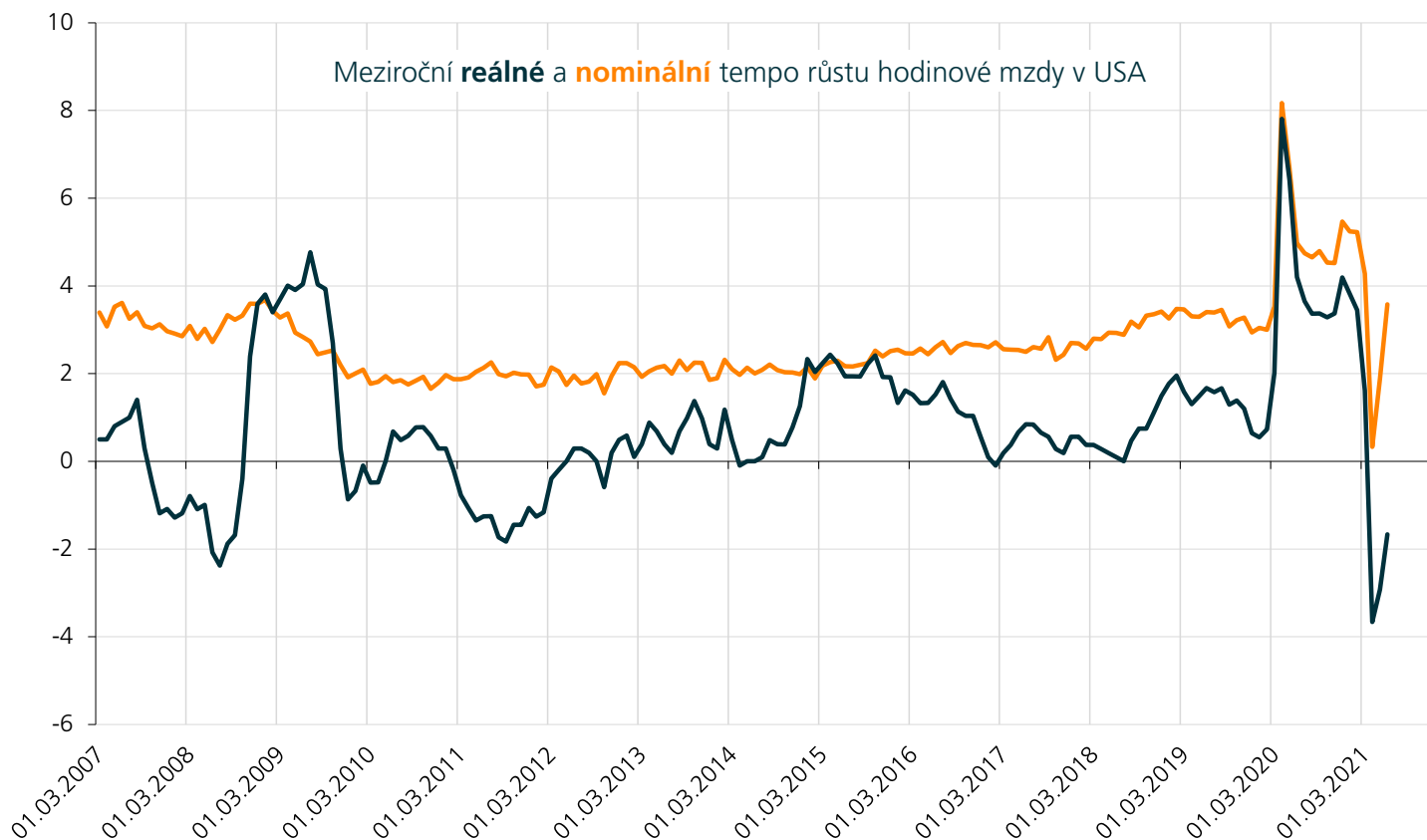
Jádrová PCE inflace dále silně roste. Poté, co v dubnu přidala 0,6 % m/m (nejvíce od roku 2001), **vzrostly v květnu jádrové ceny o 0,5 % m/m a v červnu o 0,4 %**. Kvartální tempo za 2. čtvrtletí tedy dosáhlo 1,6 %, tj. tempa neviděného od 3. čtvrtletí roku 1982. Je pak až s podivem, že se vzhledem k pokračující fiskální expanzi nestaví centrální banka (ale také, jak ilustrují výnosy dluhopisů nebo kurz dolaru, finanční trh) k těmto číslům mnohem negativněji. Meziroční jádrová PCE inflace dosáhla 3,5 %, celková inflace pak rovná 4 procenta.

Americká centrální banka zasedala koncem července. Na zasedání samozřejmě k žádné změně v nastavení měnové politiky nedošlo, což se ostatně očekávalo. Poprvé však FED ústy svého šéfa naznačil, že moment, kdy dojde alespoň ke snížení tempa odkupu aktiv (z momentálních 120 mld. USD měsíčně) nemusí být daleko. Powell na tiskovce totiž řekl, že ekonomika učinila pokrok k cíli „plné zaměstnanosti a dvouprocentní průměrné inflace“, ale že ještě to není tak velký pokrok, aby ke snížení tempa odkupu mělo dojít již teď. Odlišným od minulých zasedání byla i zmatečné a nejisté [slova Powella](#), že pro nejbližší dobu vidí „více rizik pro inflaci směrem nahoru“ než doposud, že pro střednědobý horizont má „poměrně jistotu, že inflace klesne“, ale že je současně „těžké říct, kdy se tak stane“. To moc jistotou, že FED ví, co s inflací bude, nenaplňuje.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Vinou vysoké inflace kleslo tempo růstu reálných mezd



Zdroj: bls.gov

CEE3

ČR

Domácnosti se vrhly do post-pandemického utrácení, možná také díky růstu jejich obav o budoucí cenovou stabilitu. Centrální banka má nakročeno k dalšímu utažení měnové politiky.

Po poklesu o 0,3 % q/q (a tedy o 2,1 % r/r) v prvním čtvrtletí letošního roku přidala ekonomika ve druhém čtvrtletí 0,6 % q/q (+7,8 % r/r). Jednalo se pouze o první odhad a struktura růstu tak prozatím zveřejněna nebyla, ale ČSÚ řekl, že „k meziročnímu růstu HDP pozitivně přispěla zejména zahraniční poptávka a výdaje na tvorbu hrubého kapitálu“ a že rovněž „rostly výdaje na konečnou spotřebu domácností“. Vzhledem ke znovuotevření ekonomiky nepřekvapí, že za mezičtvrtletním růstem přidané hodnoty stála především odvětví obchodu, dopravy, ubytování a pohostinství.

Měsíční data zveřejněná během července byla smíšená.

Průmyslová produkce po dvou předcházejících měsíčních poklesech (dohromady o bezmála pět procent) v květnu opět **poklesla**, a to celkem **výrazně**, o 3,6 % m/m. Díky efektu nízké základny z roku 2020 se meziroční tempo dostalo na +24,9 % a odpovídá tak **vývoji indexu nákupních manažerů PMI**, který v květnu překonal hranici 60 bodů (61,8 bodu), tj. vysoce překonal hranici oddělující expanzi od kontrakce. Ani v dalších dvou měsících se pod hranici 60 bodů pak nevrátil: v červnu dosáhl nového historického maxima (62,7 bodu), **v červenci** pak jen hodnoty o malinko horší (**62 bodů**). I toto zhoršení však bylo jenom odrazem obav z nedostatku vstupů, které srazily subindex důvěry pro nadcházející rok na nejnižší hodnotu za posledních 5 měsíců. Nedostatek vstupů se projevil v historicky nejvyšší míře inflace vstupů, silná poptávka pak umožnila producentům tento cenový nárůst promítnout do cen produkce – subindex výstupních cen tak narostl na nové historické maximum (měřeno od ledna 2003).

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

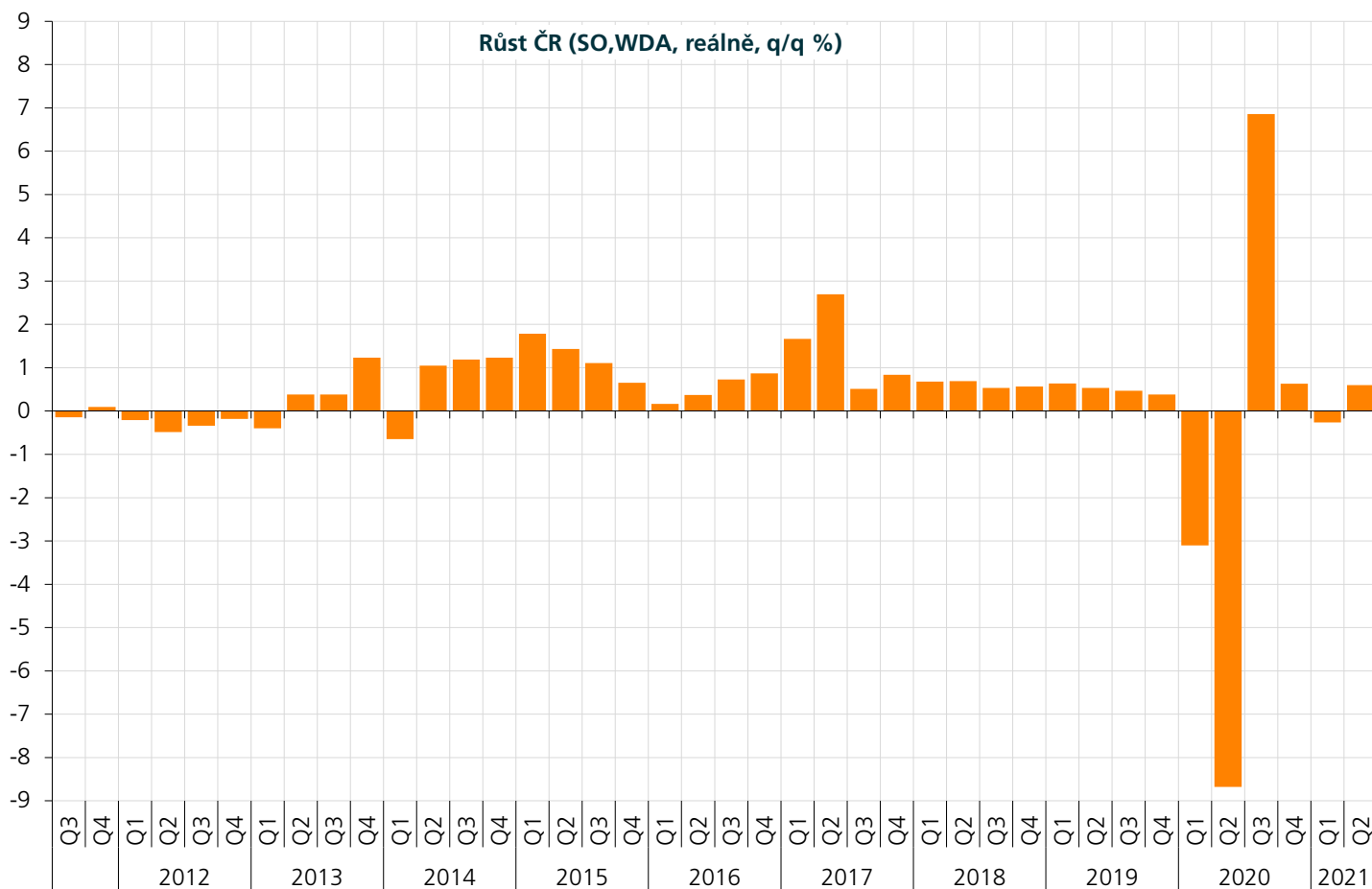
Podobné obavy jako PMI reflektuje i důvěra v průmyslu měřená ČSÚ. Kvůli nedostatku vstupů a obavám, že tento stav jen tak nezmizí, poklesl v červenci index důvěry v průmyslu na 98,7 bodu (z červnových 108,2 bodu).

Celkové maloobchodní tržby v květnu **poskočily meziměsíčně o velmi silných 4,7 %, meziročně tak jejich růst dosáhl 12,3 %.** Nejvýrazněji, o skoro 12 %, poskočily meziměsíčně tzv. jádrové tržby (tj. bez aut, potravin a paliv). Tržby za potraviny přidaly 2 %, za paliva 4 % m/m. Domácnosti jsou tedy po pandemii evidentně při chuti utrácet, současně se ale obávají, jak ukázal červencový pokles důvěry domácností měřené ČSÚ (ze 105,5 bodu v červnu na 101,9 v červenci), růstu cen.

Měnově-politická inflace na meziročním základě **v červnu zůstala neměnná**, tj. na květnové hodnotě 2,6 %, a to i navzdory tomu, že na rozdíl od května **v červnu jádrová inflace vzrostla** (ze 3,1 na 3,5 %). Tento růst však byl kompenzován mírným zvolněním tempa růstu cen energií (z 23,4 na 21,6 %) a cen potravin, nápojů a tabáku (z červnových 0,6 % na 0,4 % v červenci).

Vysoké hodnoty jádrové inflace jsou důvodem, proč ČNB již v červnu 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. A dle vyjádření centrálních bankéřů z července je skoro jisté, že na srpnovém zasedání nás čeká další utážení. [Tomáš Nidetzký](#) řekl pro Bloomberg, že podporuje utážení v srpnu a že si „*umí představit*“ zvýšení na každém dalším zasedání až do doby, než to nebude potřeba. Vojtěch Benda zase nenechává nikoho na pochybách, že tak jako na posledním se bude i na nadcházejícím zasedání dožadovat utážení o půl procenta.

Ekonomika se ve druhém čtvrtletí vrátila k růstu

Zdroj: www.czso.cz

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Ekonomika dále silně roste, nezaměstnanost je nízká a mzdy vzrostly o 10 %. Centrální banka však navzdory vyšší očekávané inflaci o utažení politiky stále neuvažuje.

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), **zmínil 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 dovozů. Předběžná data za druhé čtvrtletí budou zveřejněna až 13. srpna, tj. po uzávěrce tohoto vydání.

Dle měsíčních dat a předstihových ukazatelů z července to však vypadá, že i druhé čtvrtletí bylo silné.

Průmyslová produkce zaznamenala po dubnovém mírném zakolísání (−0,7 % m/m, mimochodem první pokles od června 2020) v dalších dvou měsících růst, v květnu o 1,6 % m/m a **v červnu o rovné jedno procento**. V letošním prvním pololetí tak produkce vzrostla oproti konci minulého roku o 6,4 %, oproti konci března pak o necelá dvě procenta. Na meziročním základě pak byl růst díky efektu základny v červnu jako všude jinde velmi vysoký (+18 %). **Index nákupních manažerů** po květnovém i červnovém historickém maximu (57,2 resp. 59,4 bodu) **v červenci mírně zvolnil**, s hodnotou **57,6 bodu** však byl i tak druhý nejvyšší v historii. Pokles o 1,8 bodu oproti červnu byl důsledkem o něco pomalejšího růstu nových objednávek. Pro vývoj v dalších měsících je otázkou, jak se na produkci podepíší aktuálně všudypřítomné problémy dodavatelských řetězců: subindex mapující podmínky dodávek vstupů se v červnu poosmnácté zhoršil a dosáhl tak nového historického minima.

Uvolnění podmínek pro provoz nákupních center v únoru a nízká základna z jara 2020 (kdy tržby rychle poklesly) se podepsaly na silném meziročním růstu tržeb ve druhém čtvrtletí 2021. **Reálné maloobchodní tržby** přidaly **v červnu 8,6 % a uzavřely tak silné druhé čtvrtletí** (v samotném červnu nejvíce vzrostly tržby za pohonné hmoty a za ošacení). Tento silný výsledek samozřejmě primárně reflektuje otevření provozoven a efekt základny, ale fundamenty také zůstávají nakloněné růstu: **míra nezaměstnanosti klesla v červnu na 6 %** (jen o 0,8 procentního bodu nad hodnotou z února 2020), **růst mezd** dosáhl ve druhém čtvrtletí zhruba 10 % r/r (v červnu samotném 9,8 %).

Inflace po mírném a přechodném červnovém zpomalení v červenci dále zrychlila a dostala se tak na nejvyšší hodnotu za deset let. V červenci totiž dle prvního odhadu z konce měsíce skončila na rovných 5 procentech a meziměsíční růst dosáhl 0,4 %. Nejvýrazněji se na zrychlení oproti červnu (+4,4 %) podílely ceny pohonných hmot (+30 % r/r) a potravin (+3,1 % r/r), ale dle našich odhadů zrychlila i jádrová inflace (z +3,5 % na +3,7 %). Kombinace silného růstu mezd (a nízké nezaměstnanosti), přetrvávajících omezení na straně nabídky a plánu dalšího růstu regulovaných cen (kromě nedávného růstu poplatků za svoz odpadu se od srpna 2021 chystá zdražení zemního plynu pro domácnosti o 12 %) činí slova polských centrálních bankéřů, že sazby hned tak nezvednou, stále méně uvěřitelnými.

A stejný dopad na věrohodnost slov má i nová prognóza polské centrální banky, představená na červencovém zasedání (na němž k žádné změně měnové politiky samozřejmě nedošlo). Nová prognóza přinesla výrazný růst očekávané inflace, která tak zůstane na horní hranici tolerančního pásma i v roce 2023: pro letošek centrální banka čeká průměrnou hodnotu CPI 4,1 %, pro rok 2022 3,3 % (vs. 2,8 % z březnové predikce) a pro rok 2023 3,4 % (vs. 3,2 %). Centrální bance to však nebrání v pokračování odkupu aktiv. Na tiskovce guvernér uvedl 3 podmínky pro přísnější měnovou politiku, z nichž je cítit, že se centrální bance do utažení vůbec nechce: 1) další vlna pandemie nesmí zasáhnout růst, 2) inflace musí zůstat nad 3,5 % a být hnaná poptávkou a 3) trh práce musí být silný. Vzhledem k vývoji inflace ve světě si však myslíme, že je mírně vyšší pravděpodobnost, že k růstu sazeb dojde ještě letos.

MAĎARSKO

Centrální banka překvapila větším utažením a zůstává naladěna na jestřábí notu. Maloobchod překvapuje slabšími čísly, i když trh práce i růst mezd jsou silné.

Strukturální data o růstu HDP za druhé čtvrtletí prozatím zveřejněna nebyla, stane se tak až 17. srpna. V prvním čtvrtletí dosáhl mezikvartální růst 2 %, meziroční tempo tak bylo −2,1 %. Nejpozitivněji se na meziročních číslech podepsal výrazný růst vládních výdajů (příspěvek +1,1 p. b.) a čistý vývoz (+2 p. b.), nejnegativněji pak poptávka domácností (−2,3 p. b.). Ta se ve druhém čtvrtletí k lepšímu ale asi moc nezměnila, jak naznačují data z maloobchodu. **Maloobchodní tržby** totiž v dubnu klesly o 0,8 % m/m, což pak sice kompenzovaly růstem v dalších dvou měsících, ale ten byl jen mírný: v květnu o 0,2 % a **v červnu o 0,6 % m/m**. Vzhledem ke znovuotevírání provozů ve 2. čtvrtletí a vzhledem k velmi dobrému trhu práce jsou relativně slabá čísla z maloobchodu negativním překvapením. **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 druhého čtvrtletí letošního roku (4,1 %) je stále mnohem nižší než v letech 2013–2016 a měla by být výraznou oporou pro maloobchod. **Dále také pokračuje vysoké meziroční tempo růstu mezd**,

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

i když jsou i květnová data (+8,2 % r/r) zkreslena tím, že růst nezaměstnanosti byl koncentrován v nízkopříjmových kategoriích (což uměle zvedlo meziroční tempo růstu *průměrné* mzdy). O skutečném růstu mezd si budeme moct udělat přesnější obrázek až u mezd za červenec, neboť až na konci června minulého roku přestala nezaměstnanost růst.

Maďarská průmyslová produkce v květnu (+3,4 % m/m) vymazala pokles z dubna (-3,2 % m/m), meziroční tempo růstu (+40,3 %) je, stejně jako v jiných zemích, stále odrazem nízké základny v roce 2020. Oproti konci minulého roku byla v květnu produkce vyšší o 5,5 %, což koresponduje s vývojem indexu nákupních manažerů. PMI totiž v dubnu dosáhl rovných 51 bodů, v květnu 52,8 bodu a v červnu dokonce (nahoru revidovaných) 55 bodů. Druhé čtvrtletí by tak mělo být z hlediska produkce růstové. Velmi dobře pak dle PMI vešel průmysl i do třetího čtvrtletí, když **v červenci index vzrostl na 55,6 bodu**.

Celková inflace se po dvou měsících stagnace (na 5,1 %) **v červnu meziměsíčním růstem o 0,6 % dostala na 5,3 %, tj. na nejvyšší hodnotu od října 2012**. Počátkem letošního roku byla přitom ještě na úrovni 2,7 %. Nejvýrazněji se samozřejmě na meziročním růstu cen podepsaly ceny paliv (+24,2 %), ale vzhledem k dvouprocentnímu m/m růstu u cen služeb (a růstu o 1,1 % m/m u cen tržních služeb), který přišel po jejich překvapivě slabém růstu v květnu, nepřekvapí, že vzrostla také poptávková inflace. Svou červnovou hodnotou 3,8 % se poptávková inflace dostala nejvýše od srpna 2004.

To bylo nepříjemné pro měnový výbor centrální banky (MNB), který tak na svém červencovém zasedání definitivně ukončil období negativních sazeb v Maďarsku. To, že MNB bude dále utahovat měnovou politiku, se čekalo, ale že zvýší všechny sazby a rovnou o 0,3 p. b. je překvapení. Týdenní i tříměsíční sazba tak jsou nyní na úrovni 1,2 %, (doposud negativní) depozitní O/N sazba vzrostla na 0,25 %, a O/N zápůjční sazba na 2,15 %. Dle vyjádření po rozhodnutí centrální banky k takovému kroku donutila obava, že se rozvolní inflační očekávání. Na online tiskovce po zasedání byla centrální banka dost jestřábí. Řekla totiž, že bude pokračovat v utahování tak dlouho, dokud se inflační výhled nestabilizuje kolem jejího cíle a dokud nebudou rizika pro inflaci vyrovnána (nyní jsou vychýlená směrem nahoru). Další utahení měnové politiky v srpnu je tak hotovou věcí. Prozatím však také pokračují odkupy dlouhých aktiv – na krátkém konci tak sice MNB hýří aktivitou, na dlouhém ale nechce hned tak dát tržním silám volný průchod.

ROPA

V letošním roce pokračuje růst cen ropy, jenž započal v posledních 2 měsících roku minulého a je hnán otevíráním ekonomik a rostoucí poptávkou po komoditách plynoucí též z touhy po zajištění se proti inflaci. Zatímco v listopadu 2020 stál barel ropy kolem 40 dolarů, koncem června 2021 přesáhla jeho cena 75 dolarů. V první polovině července cena dále rostla a rostla by nejspíš dále i ve druhé polovině nebýt rozhodnutí OPEC+ o zvýšení těžby od srpna letošního roku. To vedlo k poklesu ceny barelu ropy až na 65–67 dolarů.

AKCIOVÉ TRHY

Červenec vyzněl pro vyspělé akciové trhy pozitivně. Investoři byli optimisticky naladěni po zveřejnění velice dobrých výsledků hospodaření společností za druhé čtvrtletí letošního roku. Překonání odhadů analytiků přišlo napříč všemi sektory, včetně největších společností jako Apple, Google nebo Microsoft. Postupně stále roste počet očkovaných ve vyspělém světě, s čímž jsou spojena rozvolnění současných restriktivních opatření. Právě to vedlo k optimistickým očekáváním ohledně vývoje v podzimních měsících. Od centrálních bank v Evropě, USA i Japonsku jsme nadále slyšeli potvrzující vyjádření ohledně trvání uvolněných měnových podmínek skrze nízké úrokové sazby a nákupy dluhopisů. V některých případech však došlo k prodloužení odhadu doby, po kterou budou inflační tlaky přetrvávat. Akciové trhy si tak v červenci připsaly slušné zhodnocení: americký index S&P 500 +2,3 % a evropský index DJ STOXX 600 +2 %.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



Zdroj: Bloomberg

AKCIOVÉ TRHY

Zajímavé zhodnocení předvedly střeoevropské akciové trhy, zvláště pak český trh s meziměsíčním zhodnocením +4,9 % (index PX). Superrůst předvedly akcie české softwarové firmy Avast, které po spekulacích ohledně možného převzetí americkou softwarovou společností NortonLifeLock (dříve Symantec), meziměsíčně vzrostly o úctyhodných 17,7 %. A byly tak hlavním tahounem silného růstu celého pražského indexu. Dále se po oznámení Evropské centrální banky o možném návratu do předkrizového nastavení ohledně výplat dividend dařilo všem „českým“ bankám. Nejvíce pak akciím Moneta (+7 %), u které se nadále spekuluje o dalším akvizičním postupu ze strany PPF. Také v Polsku (index WIG 30 +1,9 %) se dařilo především bankovním titulům. Podporou bylo postupné zvyšování úrokových sazeb v zemích střední Evropy a probíhající solidní ekonomické oživení. S pokračujícím rozvolňováním a otevíráním ekonomik (respektive obchodů) docházelo k dalšímu růstu akcií společností ze spotřebitelského sektoru jako jsou např. výrobce a prodejce bot CCC nebo skupina oděvních řetězců LPP. Tyto společnosti dokázaly využít krize ke snížení nákladů, rozvoji on-line kanálu a zefektivnění procesů, což by měly v následujících měsících přetavit do výrazného růstu zisků. Se zisky skončila také většina slovinských akcií, index SBITOP si připsal 3,9 %.

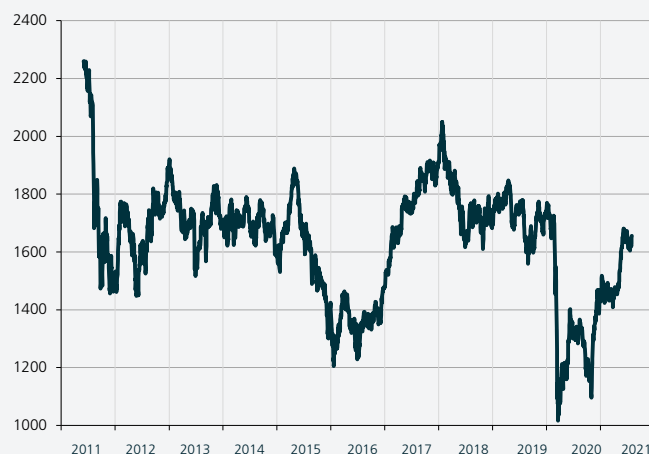
Akciové trhy na rozvíjejících se trzích zažily nejhorší měsíc od vypuknutí koronavirové pandemie (březen 2020), když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal přes 7 %. Hlavním důvodem bylo jednoznačně oznámení čínské vlády ohledně regulací vzdělávacího sektoru, které bylo výraznější, než investoři čekali. Nadto se přidaly ještě obavy o možnosti zásahů vlády i do jiných sektorů. Čínské akcie odepisovaly blízko 8 % (index CSI 300), což je nejhorší výsledek od května 2019 (pokles překonal dokonce i propad během pandemie). I ostatním asijským akciím se příliš nevedlo, jenom indické akcie skončily poblíž nuly. Nedařilo se ani ostatním titulům v Latinské Americe. Rozvíjejícími se trhy obecně nadále výrazně rezonují obavy z delta mutace koronaviru, které navíc zesiluje nižší proočkovanosť obyvatel (oproti rozvinutým trhům).

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

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 rozdílná období. Od konce července minulého roku začaly americké dlouhé výnosy pomalu růst s tím, jak se ukazovalo, že pandemie nebude mít větší dlouhotrvající následky, a s tím, jak se trh (lehce) začal zamýšlet nad tím, zda se bezprecedentní fiskální expanze přece jenom nakonec neprojeví v růstu inflace. Do konce minulého roku tak americké desetileté dluhopisy vyrostly z 0,5 % v červenci 2020 na cca 0,9 % koncem prosince 2020. Od ledna letošního roku se inflační obavy vyostřily, což v prvním čtvrtletí vystřelilo desetileté výnosy až na 1,8 %. Od konce března letošního roku, červen nevyjímaje, však dluhopisové trhy (resp. to, co z nich zbylo po vpádu centrálních bank) tyto obavy začaly (ve světle inflačních dat zcela iracionálně) opouštět. Během července 2021 tak desetileté výnosy navzdory tomu, že americká inflace dosahuje nejvyšší hodnoty za několik desetiletí, dále klesly. Zatímco koncem června byly na úrovni 1,45 %, koncem července už na dohled hranice 1,2 %. Krátký konec zůstal fixován na zhruba 0,2 %.

V eurozóně jsme letos v prvních 5 měsících viděli růst výnosů – desetileté německé výnosy se z úrovně -0,6 % koncem minulého roku dostaly na -0,1 % v polovině května. Od té doby však klesají, v červenci se tak dostaly na -50 b. b. V eurozóně to na rozdíl od USA alespoň nějaký smysl dává: celková inflace sice také vzrostla, jádrová však nikoliv. A ani celková inflace není na 40letém maximu.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů byl v červenci, stejně jako v předcházejících 4 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 června nulová (oproti konci roku 2020 pak také), u spekulativních pak jen lehce (+0,28 %) kladná. U dolarových instrumentů byl vývoj o něco méně nudný. Na trhu korporátních dluhopisů investičního stupně se opět, podobně jako v červnu, zrcadlil cenový růst výnosů na dluhopisových trzích vládních dluhopisů – v červenci tak došlo k růstu TRI, a to o 1,5 % u investičních a o 0,2 % u spekulativních dluhopisů.

V červenci byl poklidný i vývoj na trhu kreditních prémie jak u investičních, tak u spekulativních korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe CDS prémie investičních dluhopisů v červenci nepatrně klesly (-0,4 %), u spekulativních dluhopisů pak lehce narostly (+3,9 %), což ale jen kompenzovalo jejich předcházející pokles (o 4,4 % v červnu). Zatímco v prvním případě jsou CDS prémie o 2,8 % nižší než koncem minulého roku, v případě spekulativních dluhopisů jsou nižší o neuvěřitelných 28 %. Rozdíl mezi spekulativním a investičním stupněm se tak nejenom v posledním roce, ale i v posledním půlroce dramaticky snížil.

V případě evropského trhu zůstává hlavním faktorem poklesu kreditních prémie setrvalý převis volné likvidity, dodávané na trh ze strany ECB ve formě přímých nákupů instrumentů a dlouhodobých záůjčnicích facilit pro bankovní sektor. Vzhledem k plánovaným reinvesticím splacených instrumentů v portfoliu ECB a dlouhodobé povaze ostatních nástrojů, nelze v nejbližších letech čekat výraznější snížení volné tržní likvidity.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

České dlouhé výnosy od konce března do zhruba poloviny června klesaly, v případě desetiletých výnosů až na 1,65 %. V červenci pak zejména díky jestřábí centrální bance výnosy nenásledovaly své německé či americké protějšky a desetileté výnosy tak během minulého měsíce jen oscillovaly v úzkém pásmu mezi 1,7 % a 1,75 %. Krátký (dvouletý) konec dále narostl, a to oproti konci června o necelých 10 b. b. na 1,45 %. To je jasný důsledek očekávání trhu, že **ČNB letos bude pokračovat v rychlém utažení politiky**.

• INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská výnosová křivka se během července zploštila. Krátký konec narostl na cca 38 b. b., dlouhý naopak v návaznosti na pokles v Německu o cca 20 b. b. (na 1,22 %) poklesl. Holubičí netečnost polské centrální banky ukotvuje krátký konec, její nákupní aktivita v rámci programu QE pak drží nízko dlouhý konec.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

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 slabší loňské zemědělské sklizně (sucho, pandemické restriktce). Pro druhý kvartál lze předpokládat zlepšení celkového obrázku, vlivem uvolňování omezení a nárůstem proočkovánosti. Optickou výhodu poskytne také nízká srovnávací základna z loňského roku. Centrální banka po červnovém zasedání, kdy překvapivě ponechala sazby beze změny, naopak v červenci zvýšila základní úrokovou sazbu o 50 p. b. a ještě překvapivěji dále revidovala inflační výhled pro třetí a čtvrtý kvartál výrazně výše. Ukrajinská výnosová křivka se tak dále posunula o cca 20–50 bodů vzhůru. K posilování se po červnové korekci vrátil i kurz hřivny.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Turecká ekonomika roste nejrychleji za poslední tři roky. Rostly jak investice, podpořené oživením externí poptávky, tak domácí poptávka, která těžila z vládních opatření a silné kreditní aktivity. To se nicméně negativně projevovalo v prohlubování schodku státního rozpočtu i deficitu běžného účtu. Spotřebitelská nálada se dále zhoršovala, determinována pandemickými restrikcemi a vysokou inflací dopadající na reálnou kupní sílu domácností. Červnová inflační data potvrdila, že zpomalení růstu cen v předchozím měsíci bylo pouze dočasné, a vyskočila na dvouletá maxima. Zpožděně se projevovalo oslabení měnového kurzu koncem druhého čtvrtletí a neukotvená inflační očekávání. Prostor pro pokles inflačních čísel z titulu efektu vyšší srovnávací základny se naskytne až s koncem třetího kvartálu.

Turecká centrální banka zasedala v polovině měsíce a sazby ponechala, i navzdory hlasitým žádostem prezidenta Erdogana o jejich snížení, beze změny. Turecké státní dluhopisy mírně posilovaly na delších splatnostech (ceny rostly) a oproti červnu posilovala i turecká měna. Od začátku roku je vůči euru nicméně stále o cca 12 % slabší.

MĚNY

Dolar proti euru v červenci jen osciloval bez jakékoli směru mezi 1,175 a 1,190. Připomeňme si, že dolar v červnu po zasedání FEDu a jeho jemných, sotva znatelných náznacích, že přece jenom ví, co je jeho úkol, proti euru posílil z 1,21 na 1,18. Červencová zasedání centrálních bank však kurz již plně ignoroval.

Česká koruna během června díky zasedání ČNB na chvíli posílila pod 25,30 CZK/EUR dle očekávání se však takto silná dlouho neudržela. Koncem měsíce se navzdory relativně jestřábímu tržnímu očekávání vývoje sazeb ČNB, ztělesněnému v nárůstu FRA kontraktu 9x12 z 1,2 % na 1,6 %, nacházela nad hranicí 25,50. **Během první červencové dekády kvůli obavám z další vlny** koronaviru (delta varianty) se koruna na chvíli dostala **až na 25,90**, tj. na **nejslabší** hodnotu **od počátku května**. Poté však převládlo přesvědčení, že další vlna nebude kvůli postupující proočkovánosti tak ničivá jako minulé dvě, a více se začal hrát úrokový diferenciál. Koruna se tak vrátila **koncem července pod 25,50 CZK/EUR**.

Zlotý proti euru se poté, co v květnu po delší době posílil k hranici 4,45, v červnu vrátil nad 4,50 **a v červenci se dostal i na 4,60**. Koncem měsíce se zlotý obchodoval na úrovni 4,55 proti euru. Ono oslabování by bylo lákavé vysvětlit tím, že se trhu nelíbí pasivita centrální banky tváří v tvář vysoké inflaci, ale to nejde: podobně se totiž obchoduje i maďarský forint, jehož centrální banka tak apatická jako polská centrální banka rozhodně není.

Maďarský forint poté, co oslabil v červnu (z hladiny 346 forintů za euro koncem května místy až na hladinu 356 HUF/EUR, koncem června pak na 351 forintů/euro), oslaboval i většinu července. Dostal se tak až na 362 forintů za euro. Je to zvláštní, neboť centrální banka v **červnu i v červenci** utáhla měnovou politiku a navíc naznačila, že bude pokračovat.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme čtveřici důvodů. Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380miliardový deficit, a letošek na cestě k výsledku stejnému nebo horšímu (deficit za prvních 7 měsíců je 280 mld., s přehledem největší v historii) a bezprecedentní deficity plánuje i pro roky další. Jinými slovy, o zásobu dluhopisů se trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v poptávkové složce, která je již 14 měsíců na(d) 3 %. Zatřetí, sazby ČNB začaly již růst a zdá se, že budou růst i dále a vcelku rychle. Začtvrté, jsou zde obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů by měl pramenit strach z vyšší globální inflace a tudíž vyšších globálních výnosů (jakkoli tomu tak zatím není), které by s sebou strhly i výnosy na ostatních dluhopisových trzích.

Naproti těmto faktorům stojí 1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek minimálních poptávkových inflačních tlaků) v celé eurozóně, která bude zřejmě dlouhodobá, 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). Podle vývoje v minulých měsících se zdá, že první množina faktorů převládá a bude převládat. Z toho pramení naše očekávání růstu českých, zejména delších, výnosů.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polsko je málo zadlužená ekonomika s relativně 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 prázdnou chuť, spíše naopak (byť její vlastní prognóza ukazuje na inflaci na horní hranici tolerančního pásma v nejbližších třech letech). Trh to však, jak je patrné z vývoje FRA, vidí trochu jinak a centrální bance její holubičí sliby zas až tolik 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 pro globální inflaci a tudíž i pro polské dluhopisy, desinflační prostředí v eurozóně je pro ně pozitivem. V čistém tak očekáváme růst výnosů.

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 a přineslo návrat nepředvídatelnosti a poplatnosti vůči prezidentovi v rozhodování o měnové politice. Ten čas od času tento stav přizívá komentáři o nutnosti poklesu úrokových sazeb, protože dle jeho názoru je vysoká inflace způsobena vysokými měnově-politickými sazbami. Z pohledu pandemických opatření je důraz i nadále 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 rétoricky. 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 výrazné podprůměrná participace zahraničních investorů v tureckých aktivech.

Lepší vývoj ukrajinského státního rozpočtu a s tím související nižší potřeba financování o několik měsíců odsunuly potřebu dojednat 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 **eura proti dolaru** se v letošním roce zastavil trend k oslabování dolaru z minulého roku, který byl hnaný proti-dolarovým inflačním narativem. Je to ve světle inflačního vývoje v letošním roce v USA trochu překvapivé, ale je to tak. I když v červnu díky (lehce jestřábí) otočce FEDu dolar posílil, domníváme se, že FED zůstane delší dobu takřkajíc za křivkou, a tedy že inflace zůstane delší dobu vyšší. V delším horizontu tak díky vyšší inflaci bude dle nás dolar trpět.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

Koruna svým posílením v květnu dle nás potenciál pro další letošní posílení již vyčerpala, což ostatně vývoj v červnu potvrdil. Na špatném fiskálu trhům nezáleží, delta varianta koronaviru také už asi nepovede k tak rozsáhlým uzavírkám ekonomiky jako minulý rok – jinými slovy, oslabení, pokud nějaké, bude jen epizodické a bude mít krátké trvání. Ve druhé polovině letošního roku tak čekáme převážně oscilaci kolem 25,50 CZK/EUR, v příštím pak kvůli rostoucímu úrokovému diferencíálu mezi ČNB a ECB posílení pod 25 korun.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Centrální banka však vysokou inflaci tvrději ignoruje a zdá se, že letos se na tom nic nezmění. Pro letošek tak nečekáme zlotý pod 4,50 PLN/EUR. I kdyby polská centrální banka v **příštím roce nakonec, jak čekáme, přistoupila** k utažení **měnové politiky**, bude se jednat o utažení regionálně zdaleka nejmenšího rozsahu. A takové – tj., i v nejlepším případě jen velmi mírné – bude **i případné posílení zlotého v roce 2022**.

Maďarskému forintu donedávna škodila, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chtěla mermomocí udržet měnovou politiku co možná nejuvolněnější. Obrat v červnu a pokračující utahování v červenci zatím překvapivě nebyly takovou vzpruhou pro forint, jak jsme čekali, ale protože si myslíme, že maďarská centrální banka bude v utahování pokračovat, očekáváme, že nakonec úrokový diferencíál forintu pomůže. Pro letošek čekáme posílení alespoň k hranici 340 forintů za euro, další posílení pak v roce příštím.

AKCIOVÝ TRH

Na některé akciové trhy jsme nyní opatrní. Mezi hlavní důvody naší opatrnosti patří vysoké úrovně globálních akciových indexů. Některé 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 kvůli stále bezprecedentním monetárním a fiskálním stimulům 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 možném růstu korporátních daní, z důvodu lepení vysokých státních deficitů, nebo v možných geopolitických krizích. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již zaceněno 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 (očekávané P/E 14,7; P/S 1,4; EV/EBITDA 7,9). Nejvyšší růstový potenciál v rámci stredo-evropského regionu ve střednědobém horizontu vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (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 (očekávané P/E 15,1; P/S 2,2; EV/EBITDA 16,7). 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