

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500 (USD)	-4,76 %	USA (USD)	-1,08 %	USD/EUR	-1,94 %	Ropa Brent (USD)	7,58 %
Evropa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-3,41 %	Evropa (EUR)	-1,20 %	CZK/USD	1,70 %	Zemní plyn (USD)	34,04 %
Japonsko – Nikkei 225 (JPY)	4,85 %	ČR (CZK)	-1,47 %	CZK/EUR	-0,27 %	Sil. elektřina (EUR)	48,82 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-4,25 %	Polsko (PLN)	-1,20 %	PLN/EUR	1,83 %	Zlato (USD)	-3,33 %
ČR – PX (CZK)	3,17 %	Maďarsko (HUF)	-1,55 %	HUF/EUR	2,94 %	Stříbro (USD)	-7,98 %
Polsko – WIG30 (PLN)	-2,09 %	Turecko (TRY)*	-0,49 %	TRY/EUR	4,88 %	Měď (USD)	-6,14 %
Maďarsko – BUX (HUF)	1,70 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika Eurozóny po extra silném druhém čtvrtletí zpomalila, ale i tak roste dle měsíčních dat velmi slušně. Jádrová inflace atakuje dvě procenta, ECB to však zatím kavalírsky přehlíží.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se po poklesech v předcházejících dvou čtvrtletích vrátila ve druhém čtvrtletí letošního roku k růstu, a to (dle finálních dat nahoru revidovaným) mezikvartálním tempem 2,2 %. Toto tempo bylo, s výjimkou růstu o 12,4 % q/q po otevření ekonomiky po první vlně pandemie ve 3. čtvrtletí 2021, z historického hlediska nejrychlejším tempem vůbec. Struktura růstu zveřejněná 7. září ukázala, že suverénně nejvíce se na růstu podílela poptávka domácností (příspěvek 1,9 p. b. ke q/q růstu), následována fixními investicemi (+0,3 p. b.). Negativem byly zásoby (jejich negativní příspěvek byl 0,3 p. b.) a samozřejmě dovoz (-1 p. b.). **Meziroční tempo růstu dosáhlo 13,6 %**, s největším příspěvkem (6,5 p. b.) od poptávky domácností.

Data, která byla v EMU v průběhu září 2021 zveřejněna, ukazují na mírnou ztrátu dynamiky oproti (bezprecedentně silnému) 2. čtvrtletí.

Maloobchodní tržby v červenci **poklesly o 2,3 % m/m**, což nebyl nijak dobrý začátek třetího čtvrtletí. Po dvou silných, skoro pětiprocentních meziměsíčních růstech v Německu totiž klesly německé maloobchodní tržby o 4,5 %, k čemuž se přidal pokles o skoro 6 % m/m v Irsku a o bezmála 4 % v Rakousku. Meziroční tempo se již normalizuje a vypadá z něj efekt základny z roku 2020 – zatímco ještě v dubnu bylo 23,6 %, v červenci již jen 3,1 %. Z velkých ekonomik jsou na tom meziročně nejlépe tržby ve Španělsku (+7,8 %) a v Itálii (+6,8 %), obě ekonomiky ale byly první vlnou pandemie v roce 2020 postižené nejvíce.

Pro spotřebu domácností relevantní **trh práce se** v červnu, v červenci i **v srpnu dále mírně zlepšil**, což je pro poptávku domácností navzdory slabému startu 3. čtvrtletí dobrá zpráva. Sezonně očistěná **míra nezaměstnanosti** totiž poklesla z květnových 8 % na **7,5 % v srpnu**, tj. na nejnižší úroveň od dubna 2020 (7,3 %). Nebýt růstu cen (a stále velmi nízkého růstu mezd) bylo by to pro poptávku domácností ideální.

Průmyslová produkce v červenci po dvou předchozích poklesech (květen -1,1 %, červen -0,1 %) přidala **1,5 % m/m**, zejména díky růstu o procento v Německu, jehož průmyslu se v předchozích měsících silně dotkla omezení dodávek komponent. Meziroční tempo růstu je díky nadále nízké bázi z minulého roku stále vysoké, ale už přece jenom klesá – **v červenci dosáhlo 7,7 %** (nejvyšší z velkých zemí je stále tempo růstu v Itálii, a to +7 %).

Předstihové indikátory v průmyslu ukazují na omezení na straně nabídky. **Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu se poté, co v červnu dosáhl nového historického maxima (63,4 bodu) v červenci (62,8), v srpnu (61,4) i **v září zhoršil. Záříjový finální výsledek 58,6 bodu** znamenal největší pokles indexu od dubna 2020, zejména díky výraznému poklesu v Německu a ve Francii (shodně na osmiměsíční minimum 58,4 bodu resp. 55 bodů). Příčiny byly dvojí – zhoršení indexu stávající produkce (což reflektuje omezení na straně vstupů) a zhoršení indexu nových exportních objednávek (nejpomalejší od letošního ledna). Pokračoval také růst vstupních cen (sice tempem nejnižším za posledních 5 měsíců, ale jinak nejvyšším za 24 let) i výstupních cen (který ještě oproti srpnu dále zrychlil).

Smíšený obrázek o situaci v průmyslu podávají též 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 14,5 bodu, což bylo čtvrté nové historické maximum po sobě (měří se od ledna 1985). Poté, co v srpnu mírně zvolnila (13,8 bodu), se **v září** opět vrátila na dohled červencového historického maxima, když dosáhla

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

14,1 bodu. V největší ekonomice Eurozóny se průmyslová důvěra dle EK dostala dokonce na historické maximum (25,6 bodu), což nekoresponduje s vývojem PMI nebo indexu IFO. Tento alternativní index, měřící průmyslové podmínky v největší evropské ekonomice, se totiž **v září** počtvrté v řadě mírně **zhoršil** (ze 101,9 v červnu na **98,8 bodu v září**). Bylo to primárně díky horším očekáváním, která klesla z červencových 103,9 bodů na zářijových **97,3 bodu**. Hlavní uváděnou příčinou tohoto poklesu je nedostatek/zdražování vstupů; hodnocení stávající situace zůstalo nadále velmi vysoké (100,4 bodu, stejně jako v červenci 2021).

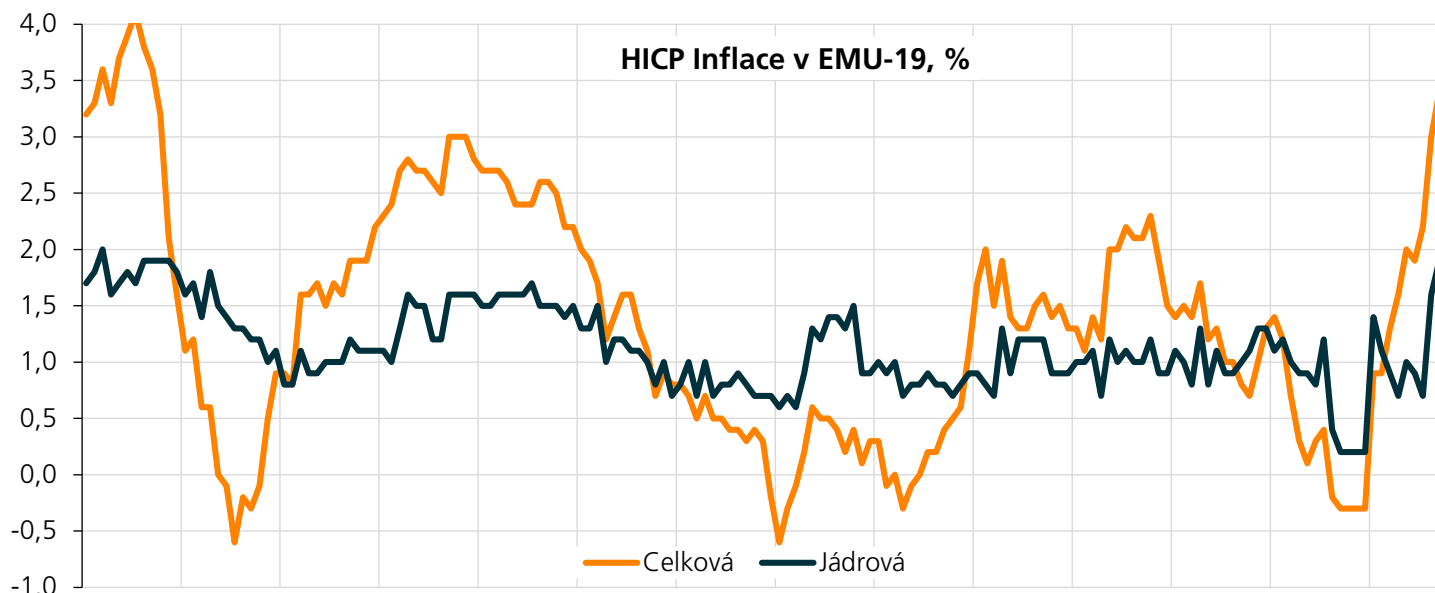
V dominantním sektoru služeb se situace také mírně zhoršila, ale zůstává jedna z nejlepších za posledních 15 let. V září index PMI dle předběžných dat (finální výsledek bude až 5. 10.) poklesl o 2,3 bodu na 56,3 bodu, což bylo čtyřměsíční minimum. I zde, stejně jako v průmyslu, zpomalil růst nových objednávek, u exportních objednávek ale došlo u služeb na rozdíl od průmyslu k mírnému růstu. Shodně s průmyslem nejrychleji v historii průzkumu vzrostly vstupní ceny, což se přetavilo do nejrychlejšího tempa růstu výstupních cen služeb od července 2008.

Nadále dobrou náladu ve službách reflektují 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** sice, zdá se, dosáhl svého maxima v červnu (-3,3 bodu), ale **zářijová hodnota důvěry (-4 body) není od červnového maxima moc vzdálená.** Uvolňování restrikcí a zlepšující se trh práce zatím v myslích domácností sice převládají, ale nemusí to tak být, zejména ve světle rostoucích tržních cen energií (plynu, elektřiny), vůbec nastálo.

Celková inflace v září dle předběžných dat dále narostla: zatímco v březnu byla jen 1,3 %, v srpnu již 3 % a v září dokonce **3,4 %**, což byl oproti stejnému měsíci roku 2020 nárůst o 3,7 p. b. Není to přitom jen důsledek cen energií – ty sice vzrostly o 17,4 % r/r, ale kromě toho vzrostly i ceny průmyslového zboží (+2,1 % r/r), služeb (+1,7 %) a, což je pro ECB velmi nepříjemné, i ceny položek zařazených do cenového okruhu jádrové inflace. **Jádrová inflace tak poskočila** z 0,9 % v červenci a 1,7 % v srpnu **na 1,9 % v září** a dostala se tak nejvýše od července 2012. Z velkých zemí je nejvyšší inflace v Německu (4,1 %) a ve Španělsku (4 %), ve Francii a v Itálii je pak jen o něco nižší (2,7 % resp. 3,0 %).

Na posledním zasedání (9. září) se však nic zásadního navzdory popsanému inflačnímu vývoji neudálo. ECB potvrdila neměnnost sazeb, pokračování odkupů aktiv v rámci programu APP neměnným tempem (20 mld. EUR p. m.) i dodávky likvidity v rámci programu TLTRO III. Jedinou změnou tak bylo (nespecifikované) „snížení tempa“ odkupů aktiv v rámci PEPP („Pandemic emergency purchase programme“), ovšem s tím, že celkový cílový objem (1850 mld. EUR) i nejdřívější možný konec programu (březen 2022) zůstaly neměnné. Koncem září se pak prezidentka ECB Lagardeová dále distancovala od (samozřejmě jen malých) zářijových kroků jiných velkých centrálních bank ([Bank of England](#), [FED](#)) směrem k přísnější měnové politice, když vyloučila možnost, že by ke zpřísnění v dohledné době došlo i v Eurozóně.

Jádrová inflace dále roste, ECB to nadále přehlíží



Zdroj: Eurostat, <http://bit.ly/1StD7NT>

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Ekonomický růst nezpomaluje, fiskální politika je a zůstane extrémně uvolněná, inflace je nejvyšší od 80. let. Centrální banka udělala první (malý) krok ke zpřísnění měnové politiky.

Americká ekonomika ve druhém čtvrtletí rostla i dle třetího odhadu, zveřejněného během září, skoro navlas stejným tempem (6,7 % q/q anualizovaně) jako ve čtvrtletí prvním (6,3 %), a tudíž na rozdíl od prvního čtvrtletí o něco pomalejším tempem než tempo růstu Eurozóny. Oproti druhému odhadu došlo jen ke kosmetické revizi o 0,1 p. b. směrem nahoru. Ve struktuře se vůči druhému odhadu druhého čtvrtletí samozřejmě nic nezměnilo. Největším pozitivním přispěvatelem k růstu byly spotřebitelské výdaje domácností, které k růstu přispěly v rozsahu 7,8 p. b. (v 1Q21 +7,4 p. b.), následované fixními investicemi (+0,6 p. b. vs. +2,2 p. b. v 1Q21). Odrazem silných agregátních vydání domácností byl pak (nepřekvapivě) další, byť mírný, negativní příspěvek ze strany čistého exportu (-0,2 p. b.) a kvůli nedostatečné nabídce také za strany zásob (-1,3 p. b.). Zejména výrazný pokles zásob v letošním prvním pololetí (kumulativní příspěvek -3,9 p. b.) vytváří do budoucna prostor pro (ještě) rychlejší růst ekonomiky.

Maloobchodní tržby bez aut a bez paliv po slabém začátku 3. čtvrtletí (v červenci poklesly o 1,4 %) **v srpnu přidaly rovná dvě procenta m/m.** Meziročně jsou tak o 14,3 % vyšší a oproti konci minulého roku jsou pak vyšší dokonce o více než 17 %. Z hlediska dalších měsíců je pro tržby pozitivem kombinace stále velmi uvolněné měnové, ale hlavně fiskální politiky. Záříjové handrkování mezi Demokraty, zda má být nejdřív Sněmovnou schválený (Senátem v srpnu již posvěcený) návrh infrastrukturního plánu prezidenta Bidena za zhruba 1 000 mld. dolarů nebo zda má dostat přednost ještě větší program (o objemu 3,5 bil. dolarů) investic do lidské infrastruktury (Medicare, školství, rodičovská dovolená) požadovaný progresivním křídlem Demokratů, je toliko odložením dalšího fiskálního stimulu, nikoliv jeho zrušením. Negativem pro příští spotřebu domácností jsou tak nadále pouze narušené dodavatelsko-odběratelské řetězce, které v mnoha sektorech snižují dostupnost zboží.

Pozitivem pro spotřebu domácností je rovněž trh práce. V **srpnu míra nezaměstnanosti (5,2 %)** oproti červenci (5,4 %) dále poklesla, dostala se tak nejnižší od března roku 2020 (4,4 %). Klesly samozřejmě i další sledované míry nezaměstnanosti – **míra U6** (zahrnující kromě nezaměstnaných i ty, kteří pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali kvůli absenci naděje, **že nějakou najdou**), která byla ještě koncem minulého roku skoro 12 %, **klesla v srpnu pod 9 % (na 8,8 %).** **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 září týdenní průměr na 333 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 2,8 milionu. **Pozvolna zrychluje růst nominální mzdy**, který sice stále nestačí pokrýt inflaci, ale **srpnový růst (4,3 %) je vyšší než v 10 letech před pandemií.** A ještě větším zvednutým prstem pro centrální banku je **kvartální tempo růstu, které v srpnu dosáhlo 1,4 %** (tj. anualizovaně skoro 6 %).

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby po červencovém nahoru revidovaném růstu (0,5 % m/m) přidaly **v srpnu +1,8 % m/m.** Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek ještě lepší: růst ve všech letošních měsících s výjimkou února (-0,3 % m/m), v červenci růst o 0,3 % m/m a v srpnu o 0,5 %; ve srovnání s koncem minulého roku pak jsou tyto „jádrové“ objednávky vyšší o skoro 11 % (a meziročně bezmála o 14 %). **Průmyslová produkce** v červenci přidala 0,9 % m/m a **v srpnu 0,4 %**, koncem srpna tak byla již mírně (0,3 %) nad před-pandemickou úroveň z února 2020.

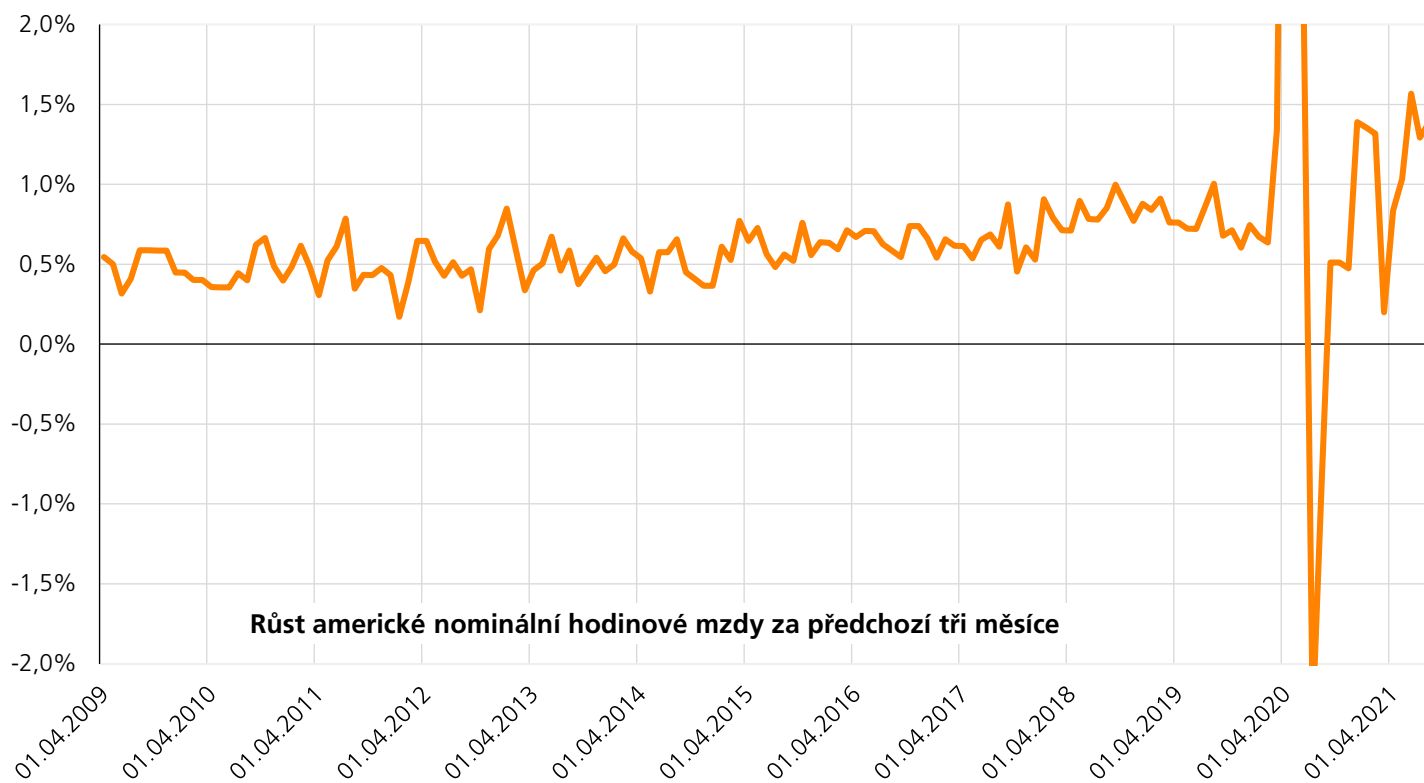
Jádrová PCE inflace dále roste. Oproti druhému čtvrtletí (04/21: 0,6 % m/m, 05/21: 0,5 %, 06/21: 0,4 %) **sice tempo jádrové inflace ve třetím zvolnilo, ale stále zůstává na (anualizovaných) úrovních, z nichž by FED neměl mít lehké spaní.** Jádrová inflace totiž v červenci i v srpnu vzrostla o 0,3 % m/m, což implikuje roční inflaci 3,7 %. Je pak nadále s podivem, že se vzhledem k pokračující fiskální expanzi nestaví centrální banka (ale také, jak ilustrují výnosy dluhopisů nebo kurz dolaru, i finanční trh) k těmto číslům mnohem negativněji. **Meziroční jádrová PCE inflace dosáhla 3,6 %, celková inflace pak dokonce 4,3 %.**

Americká centrální banka zasedala ve dnech 21.–22. září, k žádné změně v nastavení měnové politiky dle očekávání nedošlo. Nová prognóza FEDu ale přece jen pár změn přinesla, kupř. v tom, že nyní již 9 členů FOMC očekává, že sazby budou muset nahoru již v roce 2022 (vs. 7 členů v červnu). Prezident FEDu Powell rovněž řekl, že dle něj jsou podmínky pro začátek snižování tempa odkupů aktiv již naplněny a že pokud se nic neočekávaného nestane, ohlášení tohoto tzv. „taperingu“ přijde na dalším (tj., na listopadovém) zasedání. Záříjové zasedání tak bylo prvním krokem k normalizaci měnové politiky.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Tempo růstu amerických nominálních mezd akceleruje



Zdroj: bls.gov

CEE3

ČR

Růst jádrové inflace na dohled pětiprocentní hranici vybil ČNB k historicky (téměř) bezprecedentnímu utažení politiky.

Dle finálních dat o růstu **přidala ekonomika ve druhém čtvrtletí rovné 1 procento** (první odhad mluvil o růstu o 0,6 % q/q). **Meziroční tempo** tedy dosáhlo **8,1 %** (původní odhad mluvil o 7,8 %, druhý, zpřesněný odhad, pak o 8,2 %). Ve struktuře kvartálního růstu se proti původním odhadům nic nezměnilo: poptávka domácností vzrostla o 6,5 % q/q, fixní investice o více než 4 % q/q. Vývoz mírně vzrostl, výrazným negativem pro růst pak byl samozřejmě (s takto silnou domácí poptávkou automaticky spojený) dovoz, který vzrostl o bezmála 5 %. Výrazně vzrostly také zásoby, což bylo jediným překvapivým závěrem dat o HDP. Koncem září zveřejněná finální data o ekonomice ve 2Q21 tak přinesla pouze dvě skutečně nové informace: o míře úspor domácností (stále velmi vysokých bezmála 22 %) a o ziskovosti firem (mírně lepší než během pandemie, ale jinak stále stejně slabá jako v letech 2010–2013).

Měsíční data zveřejněná během září byla smíšená – silný průmysl na jedné straně, kvůli autům stagnující tržby v maloobchodě na straně druhé.

Průmyslová produkce po silném březnu a dubnu (dohromady +4,3 %) a slabém květnu (–3,3 %) zaznamenala v létě dva silné měsíce v řadě. Poté, co v červnu přidala procento, **vzrostla v červenci o 2,1 % a meziroční tempo růstu tak dosáhlo 7,3 %**. V samotném zpracovatelském průmyslu je produkce meziročně vyšší také o 7,3 %. Tento vývoj odpovídá **vývoji indexu nákupních manažerů PMI**, který v červenci (62 bodů) a poté i v srpnu (61 bodů) sice ustoupil z červnového maxima (62,7 bodu), ale zůstal bezpochyby velmi vysoko. **Zářijová hodnota (58)** sice byla nejslabší od března letošního roku, ale 1) výsledek na dosah 60 bodové hranici je z historického hlediska silně nadprůměrný a 2) respondenti uváděli nedostatek komponent (u sebe i u odběratelů) jako hlavní příčinu slabších objednávek i slabší skutečné produkce. Podobně jako v minulých měsících zůstal velmi vysoko subindex vstupních i výstupních cen.

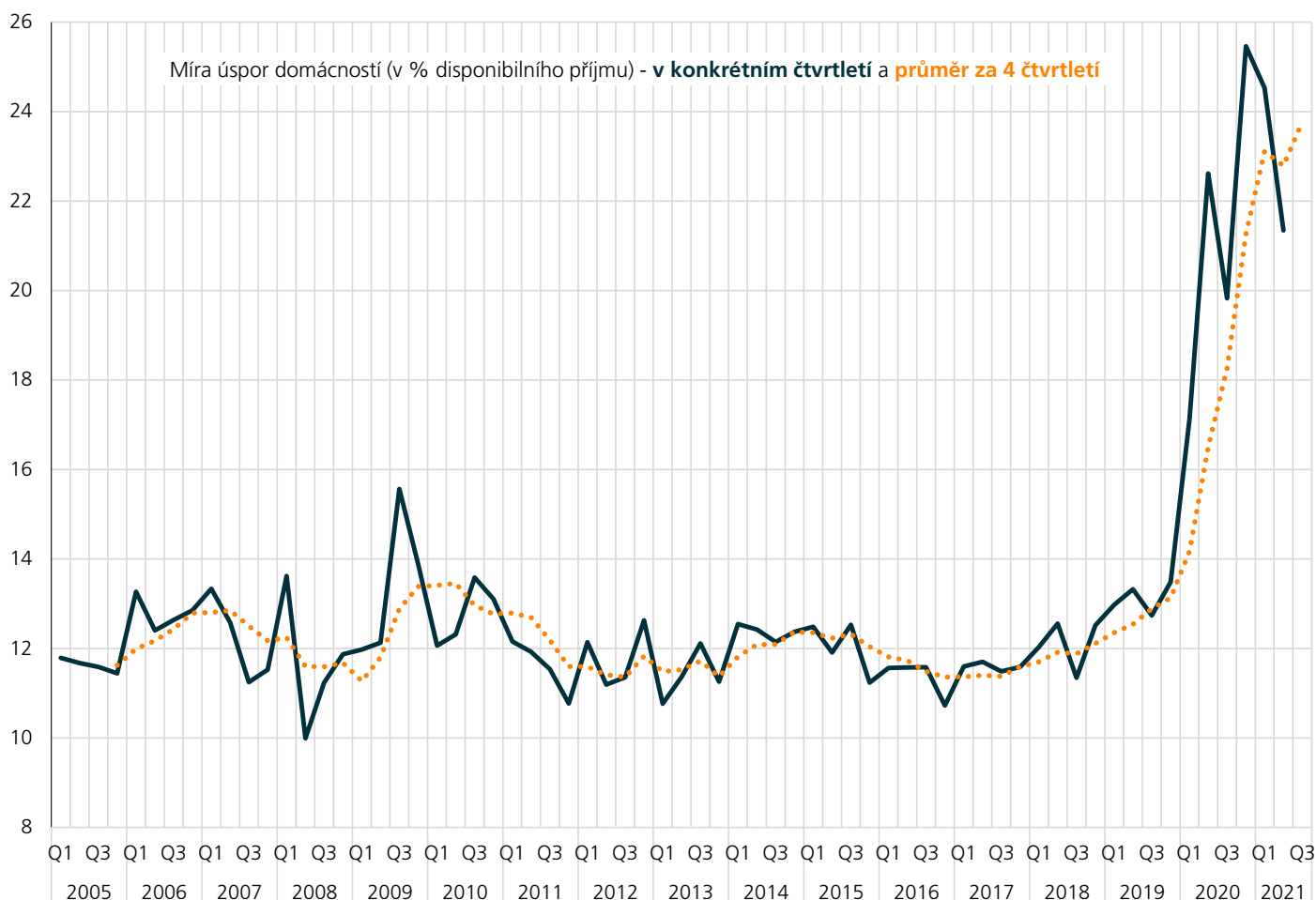
EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI
ČR

Podobně jako PMI opisuje situaci i důvěra v průmyslu měřená ČSÚ. Dle konjunkturálního průzkumu ČSÚ **klesla důvěra v průmyslu v září potřetí v řadě**, primárně kvůli očekáváním nižšího tempa produkce v nadcházejících měsících (tato očekávání jsou nejnižší od listopadu 2020 a důvodem je hlavně růst cen vstupů a jejich nedostatek).

Po silném dubnu (+1,5 % m/m) a zejména květnu (+6,3 % m/m, po revizi) **maloobchodní tržby koncem druhého a počátkem třetího čtvrtletí de facto stagnovaly** (−0,3 %, resp. −0,1 %). Nebylo to ale kvůli slabosti poptávky. Veškerou stagnaci maloobchodu totiž lze vysvětlit tím, že o více než dvě procenta m/m v červnu a o 1,5 % v červenci poklesly tržby za auta, což ale určitě není odrazem nezájmu spotřebitelů, nýbrž odrazem shora opakovaně zmíněných problémů na straně nabídky. Další složky tržeb rostly, nejvíce pak, a to počtvrté v řadě, tržby za paliva – počátkem třetího čtvrtletí o 6,1 % m/m. **Meziročně jsou celkové maloobchodní tržby vyšší o 5,6 %, tržby bez aut, paliv a potravin o bezmála 10 %.**

Silný růst poptávky a vysokou dováženou inflaci reflektuje česká inflace. **Měnově-politická inflace přidala v srpnu 0,7 % m/m**, což znamená, že na meziročním základě vzrostla ze srpnových 3,2 % na zářijových **3,9 %**, tj. na nejvyšší hodnotu od října 2008. Ještě hůř však na tom je **jádrová inflace**, která se zářijovým meziměsíčním růstem o procento (po srpnovém růstu dokonce o 1,5 %) dostala **na dohled hranice 5 %**.

To už bylo pro centrální banku příliš. **Na svém zasedání v samém závěru září přistoupila k historicky téměř bezprecedentnímu kroku**, když svou základní repo sazbu zvýšila o třičtvrtě procentního bodu na 1,5 %. Vládním politikům se to sice nelíbilo (svou nelibost dali najevo jak premiér, tak ministryně financí), ale centrální banka se zastrašit nenechala a přidala varování, že ve zpříšňování měnové politiky bude na dalších zasedáních pokračovat.

Míra úspor domácností zůstala ve 2Q21 velmi vysoko

 Zdroj: www.czso.cz

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Ekonomika dále roste, nezaměstnanost je nízko a inflace atakuje 5 %. Centrální banka však, na rozdíl od maďarské nebo české, jen vyčkává.

Polská ekonomika ve druhém čtvrtletí přidala 2,1 % q/q. Z tohoto růstu plynoucí meziroční tempo růstu (11,1 % r/r) bylo nejrychlejším tempem růstu Polska vůbec. Největší mírou se na tom podílela poptávka domácností, která k meziročnímu růstu přispěla v rozsahu 7,4 p. b., následována hrubou tvorbou zásob (+3,7 p. b., zejména díky zásobám, které přidaly 2,9 p. b., asi jako důsledek růstu nedokončené produkce). Nyní je tedy skoro jasné, že růst za letošek lehce přesáhne 5 %.

V září zveřejněná data ukazují na dále rostoucí ekonomiku, která generuje inflační tlaky.

Průmyslová produkce zaznamenala **v srpnu pokles** (o 1,1 % m/m), kterým vymazala růst v červenci (+0,9 %). Její meziroční tempo dosáhlo necelých 11 %, oproti únoru 2020 (tj. oproti předpandemické úrovni) je tak o skoro 9 % vyšší a oproti konci minulého roku o více než 6 % vyšší. Nebýt poklesu výroby aut (v důsledku nedostatku polovodičových součástek) byl by výsledek lepší.

To ostatně ukazuje i index nákupních manažerů, který po květnovém i červnovém historickém maximu (57,2, resp. 59,4) v dalších třech měsících zvolnil, **a to až na 53,4 bodu koncem třetího čtvrtletí**, což byla nejslabší hodnota od letošního února. Podobně jako jinde i zde byly hlavním viníkem zpomalení subindexy stávající produkce a nových objednávek. Polské firmy v obou případech uváděly jako hlavní problém obtížné získatelné a drahé vstupy. Problémem je i najímaní pracovníků, nejvíce za 4 roky rovněž poklesly také zásoby, z nichž se polské firmy snaží uspokojit poptávku. Výstupní i vstupní ceny sice dále ustoupily z červnových maxim, ale z historického hlediska zůstávají nadále velmi vysoké.

Reálné maloobchodní tržby přidaly **v srpnu** (reálně a sezonně očištěně) **5,4 % r/r**. Tržbám nadále pomáhá jak trh práce (míra **nezaměstnanosti** klesla v srpnu na **5,9 %**, tj. je již jen o 0,7 procentního bodu nad hodnotou z února 2020), tak **růst mezd**, který dosáhl v polovině třetího čtvrtletí 9,5 % r/r.

Inflace poté, co v červenci skončila na rovných 5 procentech a v srpnu poskočila na 5,5 %, což bylo její nejvyšší tempo za 20 let, **v září** dle prvního odhadu dále zrychlila a **dosáhla tempa 5,8 %**. Je to důsledek kombinace silného růstu mezd (nízké nezaměstnanosti), přetrvávajících omezení na straně nabídky a dalšího růstu regulovaných cen (od srpna 2021 došlo ke zdražení zemního plynu pro domácnosti o 12 %, což společně s cenami PHM zvedlo cenový okruh energií o 6,1 %). Roste ale i **jádrová inflace** – za září sice data o jádrové inflaci ještě nemáme, ale **srpnová hodnota jádrové inflace (3,9 %)** a zářijová hodnota celkové inflace dávají tušit, že v září to o moc lepší nebylo. Spíše naopak.

Centrální banka na svém zasedání 9. září sice sazby neupravila, ale guvernér Glapinski aspoň řekl, že současné hodnoty inflace jsou „důvodem k obavám“. Aby to nevyznělo moc jestřábím tónem, okamžitě dodal, že za většinou inflace jsou nejádrové položky („*ceny energií, komodit, zemědělské produkce*“) a že na šoky na straně nabídky měnová politika reagovat nemá. S tím souhlasíme, ale že by inflace v jádrové složce neexistovala, není pravdou: jádrová inflace, jak bylo zmíněno výše, atakuje 4 %. Glapinski řekl, že centrální banka čeká, že v příštím roce inflace s tím, jak se odstraní ona údajná „omezení v dodavatelských řetězcích“, klesne. Klíčové tak bude listopadové zasedání, na němž bude představena nová prognóza. To by za normálních okolností zvyšovalo pravděpodobnost (alespoň mírného, třeba patnáctibodového) utažení politiky, ale holubičí rétorika na zářijovém zasedání tuto eventualitu prakticky vylučuje. První zvýšení sazeb tak přijde nejspíš až v 1Q22.

MAĎARSKO

Inflace je na dohled 5 %, centrální banka pokračuje v utahování měnové politiky. Ekonomika prochází mírně slabším obdobím.

Strukturální data o růstu HDP za druhé čtvrtletí přinesla revizi směrem nahoru. V prvním čtvrtletí tedy dosáhl mezikvartální **růst dle druhého odhadu 2,7 % q/q** (vs. 2 % v prvním odhadu), meziroční tempo dosáhlo kvůli bazickému efektu **+17,8 % r/r**. Nejvýrazněji se na meziročních číslech podepsal výrazný růst poptávky domácností (dle revidovaných dat přispěla k růstu v rozsahu +5,2 p. b.), fixních investic (+3,5 p. b.) a celkem překvapivě i čistého exportu (+6,5 p. b.)

Měsíční data zveřejněná v září byla spíše slabší.

Maloobchodní tržby po dvou předcházejících měsících růstu **v červenci poklesly**, a to o 0,3 % m/m (srpnová data budou zveřejněna až po uzávěrce, 6. října). Meziroční tempo je vzhledem k tomu, že minulý rok se maďarský maloobchod zdaleka nepropadl tak, jako třeba český nebo polský, nevysoké – v červnu byly tržby meziročně vyšší o 3,7 %, **v červenci jen o 1,2 % r/r**. **Míra nezaměstnanosti** je nadále velmi nízko. Ano, během pandemie vzrostla o 1,5 p. b. až na maximum 4,7 %, ale její hodnota z června až srpna letošního roku (4,1 %) je stále mnohem nižší než v letech 2013–2016 a je tak oporou pro maloobchod. Meziroční tempo **růstu mezd** sice v červnu zpomalilo na 3,5 % r/r, **v červenci** se ale zase vrátilo na bezmála **8 %**.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Maďarská průmyslová produkce v červenci podruhé v řadě poklesla (−0,5 % m/m), v letošním roce je tak oproti konci minulého roku vyšší o 3,4 %. Meziroční tempo růstu (+10,3 %) je stejně jako v jiných zemích stále odrazem nízké základny v roce 2020. Takový vývoj není nekonzistentní s vývojem indexu nákupních manažerů. PMI totiž v červenci vzrostl na (revidovaných) 55,8 bodu, v srpnu si pak dle finálních dat dokonce ještě o 0,2 bodu (na 55,6 bodu) pohoršil. **Záříjová hodnota (52,9)** ukazuje na pokračující ztrátu dynamiky na konci třetího čtvrtletí, z nemalé části právě kvůli nedostatku komponent a vyšším cenám vstupů.

Celková inflace se meziměsíčním růstem o 0,2 % m/m dostala **v srpnu na 4,9 %**, což je stále výrazně výš, než kde byla počátkem letošního roku (2,7 %) nebo v srpnu 2020 (3,9 %). Ceny potravin přidaly 0,2 % m/m (3,7 % r/r), ceny paliv 0,5 % m/m (4,4 % r/r). Vzrostly také ceny služeb (+0,4 % m/m, resp. 2,8 % r/r) ale i (posílení forintu navzdory) ceny zboží dlouhodobé spotřeby (+0,5 % m/m, resp. 4,4 % r/r). To, že inflace je skutečně inflací (tj. že roste celková cenová hladina, nejenom ceny v izolovaných sektorech) a nejedná se o nabídkou taženou inflaci, dokazuje i vysoká **poptávková inflace**. Ta **v srpnu** totiž **vzrostla na 3,6 %**.

Centrální banka (MNB) pokračovala v utahování měnové politiky i v září, ale překvapivě menším tempem, než se čekalo. Růst hlavní sazby (i obou hranic koridoru, tj. O/N zápůjční sazby i O/N depozitní sazby) jen o 15 b. b. (na 1,65 %) byl totiž poloviční oproti tomu, co očekával trh. Na tiskovce však viceguvernér Virág rozptýlil pochybnosti ohledně dalšího směřování MNB. Řekl, že MNB bude pokračovat v utahování politiky na dalších zasedáních až do doby, než se inflační výhled udržitelně stabilizuje kolem inflačního cíle, od 27.9. bude nakupovat aktiva už „jen“ za 40 mld. HUF týdně a postupně ukončí (FX) swapovou facilitu.

ROPA

V letošním roce až do poloviny července pokračoval růst cen ropy (WTI), jenž započal v posledních 2 měsících roku minulého a byl hnán otevřením 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. I v první polovině července cena ropy dále rostla a rostla by nejspíš dále i v jeho druhé polovině nebýt rozhodnutí OPEC+ o zvýšení těžby od srpna letošního roku. To vedlo k poklesu ceny ropy až do pásma 65–67 dolarů za barel. Mezi 65 a 70 dolary za barel se cena ropy pohybovala pak také během celého srpna, v září vlivem růstu cen plynu, elektřiny a obecně energetických komodit vzrostla až na 76 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

Globální akciové trhy si v průběhu září prošly korekcí (index vyspělých trhů MSCI World −4,3 %). Po silných růstech akciových trhů v letošním roce začala část investorů před koncem roku uzavírat solidní zisky. Dalšími důvody k opatrnosti a snížení akciové expozice vedly obavy z rostoucího tempa inflace a možných reakcí centrálních bank. V září americká centrální banka FED oznámila, že rozhodnutí o potenciálním utažení měnové politiky bude zveřejněno v listopadu. Obecně rostoucí inflační ukazatele u producentů i spotřebitelů nepředstavují dobré prostředí pro akciové trhy. Do toho rostly také důležité ceny energií a některých komodit. To vedlo například ve Velké Británii k přerušení provozu některých továren. Zvýšená nejistota a opatrnost tak vedla k propadům vyspělých akciových trhů: americký index S&P 500 meziměsíčně −4,8 %, evropský index DJ STOXX 600 −3,4 %.

Relativně dobře se vedlo akciím společností obchodovaných na střeoevropských burzách. Oproti vyspělým trhům byl za lepší výkonností místních trhů především vyšší podíl bankovních titulů. Rostoucí inflační tlaky vedou k zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami, což by mělo mít pozitivní vliv na úrokové výnosy komerčních bank. To se následně promítlo do dobré výkonnosti akcií bank: Erste Bank (+11,8 %), Komerční banka (+7,1 %), OTP (+2 %), Nova Ljubljanska Banka (+4,3 %), atd. Rostoucí ceny silové elektřiny prospívaly akciím ČEZ. Dobré výsledky hospodaření po akvizici Coltu a optimistický výhled do budoucích měsíců znamenal vynikající meziměsíční zhodnocení pro akcie Česká Zbrojovka (+25,2 %). V Polsku se výrazně nedařilo on-line tržišti Allegro (zájemci o českou společnost Mall), které se zvyšuje konkurence v podobě expandujícího Amazonu a AliExpress. Akciový index českých akcií si tak v září připsal +3,2 %, maďarský index BUX +1,7 %, rumunský index BET +3,8 % a bohužel polský akciový index WIG 30 ztrátu −2,1 %.

AKCIOVÉ TRHY

Akcie na rozvíjejících se trzích následovaly globální sentiment a nadále tak letos pokračují v nevýrazných výsledcích. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal v září 4,25 %, od začátku roku je tak již ve ztrátě a od svého maxima z poloviny února korigoval přes 13 %. V centru pozornosti stojí i nadále čínské akcie, finanční problémy gigantické developerské firmy Evergrande (ale i několika dalších) s reálnou možností bankrotu rezonovaly silně globálními finančními trhy. Akcie v Hong-Kongu se propadly o 5 %, domácí (on-shore) akcie nakonec skončily v plusu a připsaly 1,2 % (index CSI 300). Daří se nadále indickým akciím, které připsaly již pátý ziskový měsíc v řadě. Nejhorší výsledky zaznamenaly akcie v Latinské Americe, jejichž celkový index odepsal přes 11 %. Na vině byl zejména silící americký dolar, rostoucí inflace a s tím spojené utahování měnových podmínek, a v neposlední řadě celkové zpomalování ekonomické aktivity v regionu. Nezanedbatelný dopad má i rekordní sucho v Brazílii, které má vliv na letošní úrodu a ceny energií. Růst cen komodit naopak pomohl ruským akciím (+4,8 %).

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

V posledním roce jsme na americkém dluhopisovém trhu zaznamenali tři rozdílná období. Od konce července covidového roku 2020 začaly americké dlouhé výnosy pomalu růst s tím, jak se ukazovalo, že pandemie nebude mít větší dlouhotrvající následky jak se trh (lehce) začal zamýšlet nad tím, zda se bezprecedentní fiskální expanze přece jenom nakonec neprojeví v růstu inflace. Minulý rok 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, letní měsíce nevyjímaje, však dluhopisové trhy (resp. to, co z nich zbylo po vpádu centrálních bank na ně) tyto obavy začaly (ve světle inflačních dat zcela iracionálně) opouštět. V červenci tak desetileté výnosy klesly až pod 1,20 %, v srpnu sice vyrostly, ale jenom velice mírně (1,3 %). Až po zasedání FEDu v září, na němž Powell de facto ohlásil, že FED brzy začne snižovat tempo odkupu aktiv, výnosy vyrostly, i když nikterak dramaticky: koncem září se desetileté výnosy dostaly lehce nad 1,50 %, dvouleté zůstaly na 0,3 %.

V Eurozóně jsme od července, kdy se německé výnosy dostaly na -50 b. b., pozorovali pozvolný růst výnosů. Během srpna tak německé desetileté výnosy narostly na -40 b. b., v září, zejména v jeho poslední dekádě a v návaznosti na růst amerických výnosů, „až“ na -20 b. b.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

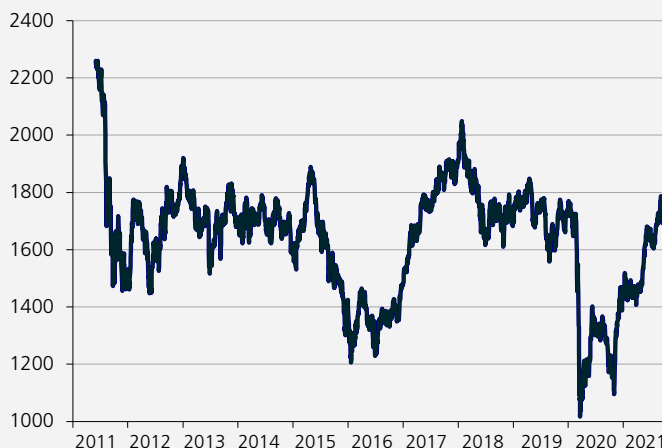
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPIKY

Na trhu korporátních dluhopisů byl v září, stejně jako v předcházejícím půlroce, vývoj vcelku poklidný. Korporátní dluhopisy investičního stupně denominované v euru se během měsíce nezměnily, u jejich spekulativních protějšků jsme zaznamenali jen minimální pokles tzv. total return indexu (TRI) o 0,1 %. U dolarových instrumentů byl vývoj lehce paradoxní – zatímco dluhopisy investičního stupně zaznamenaly v návaznosti na zasedání americké centrální banky pokles TRI o 1,3 %, u spekulativního to bylo pouze o 0,2 %.

V září došlo po delší době k růstu vnímání rizika na trhu, i když také lehce paradoxním způsobem. Zatímco rizikové prémie (CDS) u investičních dluhopisů denominovaných v euru vzrostly o 11,9 %, u spekulativního stupně byl růst mnohem menší, skoro nezatelný (0,3 %). Navíc, zatímco oproti konci minulého roku jsou rizikové prémie u investičních instrumentů vyšší o 4,5 %, u spekulativních jsou o 31,1 % (!) nižší.

ECB během září na sekundárním trhu v rámci svého programu Corporate sector purchase programme (CSPP) nakoupila zatím největší objem korporátních dluhopisů od konce prvního kvartálu (5,7 mld EUR). Ani v následujících měsících by nemělo dojít k poklesu aktivity a měsíční nákupy se budou pohybovat blíže horní hranici stanoveného objemu (8 mld EUR/měs). Celková výše nákupů dosáhla téměř 300 mld. EUR.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka se vlivem překvapivého zářijového zasedání ČNB posunula celá nahoru. Na krátkém konci vzrostly oproti konci srpna výnosy o bezmála 40 b. b. (na 2,1 %), na dlouhém konci pak o 26 b. b. (na identických 2,1 %). Nebýt výnosů kolem 2,2 % na střední části křivky, byla by česká křivka zcela plochá.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

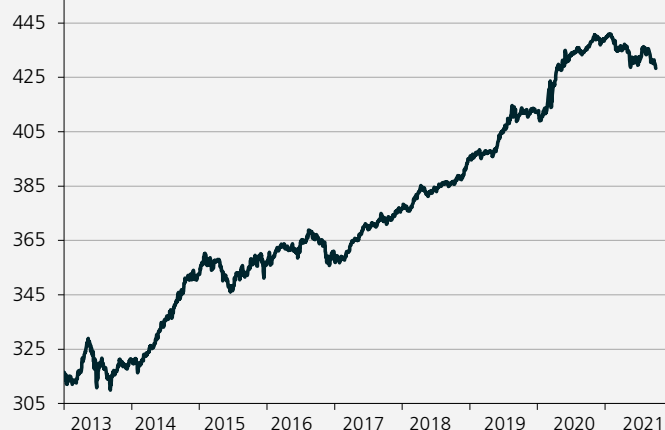
I polské dlouhé výnosy během září vzrostly, a to ještě výrazněji než v ČR. Dvouleté výnosy vyrostly nad procento (+65 b. b. oproti konci srpna), desetileté se dostaly na dohled 2,3 % (+50 b. b. oproti konci srpna), což bylo v obou případech nejvýše od března 2020. Tento růst je živěn inflačním vývojem v Polsku, kde trh nevěří centrální bance, že se zvyšováním sazeb nijak nespíchá – kontrakty FRA 6x9 vzrostly během srpna na 1,3 %, což implikuje, že trh nyní čeká čtyřnásobné zvýšení sazeb v relativně blízké době.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

Turecká ekonomika roste nejrychleji za poslední tři roky (to se negativně projevovalo v prohlubování schodku státního rozpočtu i deficitu běžného účtu), ruku v ruce s tím ale i nadále roste silně i inflace, což snižuje životní úroveň obyvatelstva a celkovou spotřebitelskou náladu. V důsledku toho klesají preference vládnoucí koalice, která tak stupňuje tlak nejen na centrální banku, ale i na opozici a zbývající nestátní média. Centrální bankéři tak již dříve tiše upravili svá vyjádření o udržování pozitivní reálné úrokové sazby v tom smyslu, že při nastavení měnové politiky se nebudou orientovat podle celkové inflace, ale pouze podle její jádrové (nižší) složky. Tím se bohužel otevřel prostor pro snížení sazeb, ke kterému koncem září skutečně došlo. První reakce zejména měnového kurzu byla výrazně negativní, nicméně jeho oslabování se postupně zastavilo. Výnosy státních dluhopisů vzrostly o 50 až 100 b. b., trh tak evidentně snížení sazeb ani zdaleka neuvítal.

Ke zlepšení výkonnosti ukrajinské ekonomiky ve druhém kvartále sice došlo, ale stále výrazně slabšímu oproti očekávání. Hlavním důvodem byl opožděný rozjezd zemědělské aktivity. Aktuální vývoj průmyslové produkce, maloobchodních tržeb i očekávané rekordní zemědělské sklizně potvrzují, že ve zbytku roku lze očekávat lepší výsledek. Na inflační frontě došlo k materializaci očekávaného zpomalení tempa růstu cenové hladiny. Jestřábí tón centrální banky, doplněný začátkem září zvýšením sazeb o 50 b. b., dále přispíval k ukotvení inflačních očekávání. Centrální banka indikovala připravenost pokračovat ve zvedání sazeb, nicméně vzhledem k inflačnímu výhledu se aktuálně nachází blízko vrcholu současného cyklu. Výnosy státních dluhopisů delších splatností tak na vyšší měnově politické sazby příliš nereagovaly, na krátkém konci jsme mohli pozorovat růst o cca 50 b. b. I nadále posiloval kurz hřivny a to až na roční maxima proti americkému dolaru.

MĚNY

Dolar proti euru v září posílil až pod hranici 1,16 USD/EUR. Důvodem bylo rostoucí očekávání, že FED bude nucen vlivem perzistentně vysoké americké inflace nakonec k nějakému zpřísnění měnové politiky přistoupit, a že ECB tak činit hned tak nebude muset.

Česká koruna navzdory překvapivě rychlému růstu sazeb ČNB posílila jen ke 25,30 CZK/EUR, pod tuto hranici se jí navzdory několika pokusům o prolomení dostat nepodařilo. To je samozřejmě nepříjemná zpráva pro ČNB, která na kurzový kanál tlumení inflace historicky hodně spoléhala.

Zlotý proti euru vlivem (tváří v tvář inflace liknavé) centrální banky a vlivem tržních turbulencí v závěru září opět oslabil, dostal se tak na chvíli až na úroveň 4,64 PLN/EUR. Koncem měsíce se sice vrátil na 4,60, nadále však zůstává velmi slabý.

Maďarský forint oslabil z úrovní kolem 348 HUF/EUR, kde se nacházel koncem srpna, vlivem slabšího než očekávaného utažení politiky maďarské centrální banky a vlivem vývoje v zahraničí koncem **září až na úroveň 360 forintů za euro.**

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 jede v režimu „zítřek neexistuje“. Deficit za prvních tří čtvrtletí dosáhl 326,3 mld. korun, což z něj činí nejvyšší srpnový deficit v historii, pro rok 2022 MF ČR plánuje (a do Poslanecké sněmovny již poslalo) rozpočet s deficitem 376,6 mld. a ani v dalších letech se nechce v utrácení příliš omezovat. Jinými slovy, o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v její poptávkové složce, která je již skoro rok a půl na(d) 3 %. Zatřetí, sazby ČNB rostou rychle a guvernér Rusnok navzdory nelibosti politiků říká, že budou růst rychle i v dalších měsících, a to až k neutrální sazbě 2,5–3 %. Začtvrté, trvají obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů by měl pramenit strach z vyšší globální inflace, a tudíž z vyšších globálních výnosů (jakkoli tomu tak zatím příliš není).

Naproti těmto faktorům stojí 1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek minimálních poptávkových inflačních 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). 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.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Vzhledem k tomu, že polská inflace je velmi vysoko a že dle nás bude muset přijít zásah centrální banky dřív, než centrální banka tvrdí (a tedy spíše v souladu s tím, co čeká forwardový trh), očekáváme, že polské výnosy budou, podobně jako v ČR, dále růst.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

I ve zbytku roku lze očekávat silnou výkonnost turecké ekonomiky, do které se nicméně i nadále budou promítat silné inflační tlaky, pramenící ze zadržené domácí poptávky a externích cenových šoků v podobě růstu cen energií, materiálových vstupů a slabého kurzu liry. Potvrdilo se, že lepší inflační čísla z května byla pouze výsledkem pandemických restrikcí, kdy turecký statistický úřad nedokázal posbírat data z důležitých segmentů (restaurace, oděvy). Aktuální úroveň inflace přesáhla 19,5 %, ceny vstupů výrobního sektoru jsou pak meziročně o 44 % vyšší. Centrální banka nicméně rezignovala na jakékoliv zpřísnění měnové politiky, a to i rétoricky, a ve zbytku roku můžeme čekat další snižování základní úrokové sazby.

Pro další vývoj ukrajinské ekonomiky lze předpokládat zlepšení celkového obrázku, vlivem uvolňování omezení, nárůstu proočkování a materializace lepších hospodářských výsledků. Optickou výhodu poskytne také nízká srovnávací základna HDP z loňského roku. Pozitivem je probíhající mise IMF, která by měla do konce roku přinést výsledek v podobě uvolnění mezinárodního financování. To je, i přes nižší schodek státního rozpočtu vlivem silnějšího výběru daní, pro Ukrajinu stále velmi důležité. Centrální banka se, stejně jako inflace blíží k vrcholu cyklu a v následujícím roce lze očekávat pokles inflace a stabilitu /pokles měnově politických sazeb.

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** se v letošním roce zastavil trend k oslabování dolaru z minulého roku, který byl hnaný protidolarovým inflačním narativem. Ve světle inflačního vývoje v letošním roce v USA to je překvapivé, ale je to tak. I když v září došlo k posílení dolaru proti euru až na hranici 1,16 USD/EUR, nadále se domníváme se, že FED zůstane delší dobu takříkajíc za křivkou, a tedy že inflace zůstane delší dobu vyšší. V delším horizontu tak díky vyšší inflaci bude dle nás dolar trpět.

Jak jsme psali v minulých vydáních, **koruna** svým posílením v květnu letošního roku dle nás potenciál pro další letošní posílení již vyčerpala. To potvrdil i vývoj v letních měsících a ostatně i v září. Že by měla ale oslabit, nečekáme – 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 zbytku letošního roku tak čekáme převážně oscilaci mezi 25,30 a 25,50 CZK/EUR, v příštím pak kvůli výrazně se rozšiřujícímu úrokovému diferenciálu mezi ČNB a ECB posílení lehce pod 25 korun. Proti většímu posílení mluví velmi nevyrovnaný vývoj rozpočtu, ataky politiků na ČNB i překoupenost koruny v důsledku devizových intervencí.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Dle nás se i v Polsku postupně blížíme k bodu, kdy se politika centrální banky začne zpříšňovat. Takový krok není v Polsku omezován, podobně jako v ČR, rozpočtovou situací (příští rok by měl rozpočet dosáhnout deficitu 5 %, zadlužení dokonce klesnout pod 43 %), polská centrální banka navíc bývala historicky nejvíce jestřábí v regionu a je dnes jediná, která politiku neutahuje. Pokud se zpříšňováním politiky začne, posune se polský zlotý v příštím roce směrem ke 4,40 PLN/EUR. Na větší posílení nejspíš kvůli jen neochotnému tempu zpříšňování měnové politiky polské centrální banky energii mít polská měna nebude.

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 se už v srpnu dle našeho očekávání projeví v posílení k hranici 345 HUF/EUR. Záříjové oslabení dle nás rychle odezní, a jelikož viceguvernér přislíbil další růst sazeb, čekáme, že do konce roku forint posílí na 340 HUF/EUR. V příštím roce se pak dostane pod tuto hranici.

AKCIOVÝ TRH

S blížícími se nejistými podzimními měsíci a 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 a hospodaření domácností a společností. Proto jsme na některé akciové trhy opatrní, zvláště pak na severoamerické trhy. Mezi hlavní důvody naší opatrnosti patří vysoké úrovně globálních akciových indexů, některé hodnotové ukazatele globálních akciových indexů jsou v případě amerického trhu na historických maximech. Dále se obáváme výrazně zvýšené inflace kvůli stále bezprecedentním monetárním a fiskálním stimulům v klíčových největších ekonomikách, zejména USA, eurozóně a Japonsku. Rizika také vidíme v možném růstu korporátních daní z důvodu lepení vysokých státních nebo v geopolitické situaci. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již zaceneno očekávání velice pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další akciový růst je již výrazně omezen.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

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 nadále jedním z nejlevnějších regionů (oček. P/E 12; P/S 1,3; EV/EBITDA 7,5). Nejvyšší růstový potenciál v rámci stredoevropského 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. Rozvíjející se Asie je momentálně hospodářským motorem celého světa. To by se samozřejmě mělo výrazně pozitivně projevit na dynamice korporátní ziskovosti lokálních burzovně 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