

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500 (USD)	-0,83 %	USA (USD)	0,77 %	USD/EUR	-1,90 %	Ropa Brent (USD)	-16,37 %
Evropa – DJ Stoxx 600 (EUR)	-2,64 %	Evropa (EUR)	1,74 %	CZK/USD	1,38 %	Zemní plyn (USD)	-15,83 %
Japonsko – Nikkei 225 (JPY)	-3,71 %	ČR (CZK)	0,96 %	CZK/EUR	-0,56 %	Sil. elektřina (EUR)	29,44 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	-4,14 %	Polsko (PLN)	-2,54 %	PLN/EUR	1,03 %	Zlato (USD)	-0,58 %
ČR – PX (CZK)	2,35 %	Maďarsko (HUF)	-3,61 %	HUF/EUR	1,27 %	Stříbro (USD)	-4,94 %
Polsko – WIG30 (PLN)	-8,47 %	Turecko (TRY)*	-3,31 %	TRY/EUR	37,55 %	Měď (USD)	-2,12 %
Maďarsko – BUX (HUF)	-5,04 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika Eurozóny překvapila ve 3. čtvrtletí silným růstem, jehož tempo překonalo i tempo růstu v USA. Inflace dále akceleruje a vzhledem k růstu cen producentů se nezdá, že by byl na dohled brzký konec zvyšujících se spotřebitelských cen. ECB však inflační situaci nadále přehlíží.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) pokračuje v růstovém spurtu z druhého čtvrtletí. Ve třetím čtvrtletí dle druhého odhadu Eurostatu přidala 2,2 % q/q, což bylo skoro stejné tempo jako ve druhém čtvrtletí (2,1 % q/q); meziroční tempo růstu tedy dosáhlo 3,7 %. Nejlépe se mezi velkými ekonomikami dařilo Francii (+3 % q/q), která je tak už skoro na předpandemické úrovni (oproti 4Q19 je ekonomika už jen o 0,2 % nižší) a Itálii (+2,6 % q/q); Německo i Španělsko za tímto tempem lehce zaostávaly (1,7 % q/q resp. 2 % q/q). Kompletní strukturu růstu máme zatím pouze z Francie. Jejím růstu nejvíce pomohla poptávka domácností (+5 % q/q) a vlády (+3 % q/q), což je samozřejmě dost pro-inflační skladba růstu. Hrubá tvorba fixního kapitálu naproti tomu naopak lehce poklesla (-0,1 % q/q).

Tvrdá data, která byla v EMU v průběhu listopadu 2021 zveřejněna, byla slabší, překvapivě (a nejspíš jen dočasně) se však zlepšily indexy PMI.

Maloobchodní tržby po červencovém poklesu (-2,2 % m/m) v srpnu sice přidaly 1 % m/m, v září však opět poklesly o 0,3 % m/m. Meziroční tempo jejich růstu dosáhlo 2,5 %. Z velkých ekonomik se meziročně nejlépe vedlo Itálii (+4,1 %) a Francii (+5,9 %), zbylé velké ekonomiky zaznamenaly pokles (Německo o 1,1 % r/r, **Španělsko o 0,1 %**). Pro spotřebu domácností relevantní **trh práce se i v září dále zlepšil.** Sezonně očištěná míra nezaměstnanosti, která byla ještě počátkem roku na úrovni 8,2 %, klesla v září na 7,4 % a **v říjnu na 7,3 %**, tj. na nejnižší úroveň od března 2020 (7,1 %). Nebyť rychlého **růstu cen (a stále velmi nízkého růstu nominálních mezd)** bylo by to pro poptávku domácností ideální.

Průmyslová produkce v září po dvou letních měsících růstu (červen +0,2 % m/m, červenec +1,6 %) podobně jako v srpnu (a tedy podruhé v **řadě**) **poklesla.** Zatímco pokles v srpnu byl o celkem znatelných 1,7 % m/m, v **září** to bylo už jen **o kosmetických 0,2 % m/m.** Slabost způsobuje nadále hlavně Německo, jehož průmysl po srpnovém propadu o 3,7 % m/m (což bylo nejvyšší tempo poklesu od dubna 2020) dále **klesl i v září, a to o 1,4 % m/m.** Od ledna do září tak německý průmysl klesl v celkem šesti z devíti měsíců, celkový pokles v letošním roce tak dosahuje zhruba 7 %. Důvody jsou zřejmé – omezení dodávek komponent, vyšší ceny resp. nedostupnost vstupů. Meziroční tempo růstu Německa je také záporné, dosahuje -1,4 %, což je první záporný výsledek od (bazickým efektem ovlivněného) února 2021. Francouzský průmysl meziročně stagnuje, italský je meziročně o 5,6 % a španělský o 2,2 % vyšší.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se po 4 předcházejících měsících poklesu **překvapivě** (i když jen mírně) **zlepšil** (z 58,3 v říjnu na **58,4 bodu v listopadu**). To je samozřejmě nadále pohodlně v expanzivním teritoriu. Bližší pohled pod pokličku indexu ale ukazuje spoustu rizik. Jedná se kupř. o v letošním roce nejpesimističtější očekávání ohledně budoucího vývoje, zejména pak ve službách, což samozřejmě pramení ze strachu, že dojde k dalším uzávěrám ekonomik. V průmyslu se optimismus z **dvanáctiměsíčního dna v říjnu mírně zvednul.** Rostou nadále vstupní a také výstupné ceny, a to nejrychlejším tempem v historii průzkumu, nejvýrazněji rostou ceny v Německu.

Obrázek špatně a zhoršující se **situace v německé ekonomice podává také index IFO.** Tento index se totiž **v listopadu** pošesté **v řadě snížil** (z postpandemického maxima 101,9 bodu **v červnu** se tak dostal až na **96,5 bodu v listopadu**, tj. nejnižší od dubna 2021). Bylo to, podobně jako v minulých měsících, primárně díky horším očekáváním (zejména ve službách, kde očekávání klesly tempem neviděným od listopadu 2020), jejichž pokles na listopadových **94,2 bodu** znamenal nejnižší úroveň od letošního ledna. **Většina respondentů v průmyslu uvedla, že pokračuje tlak na vstupní ceny a že plánují zvýšit ceny své produkce.**

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

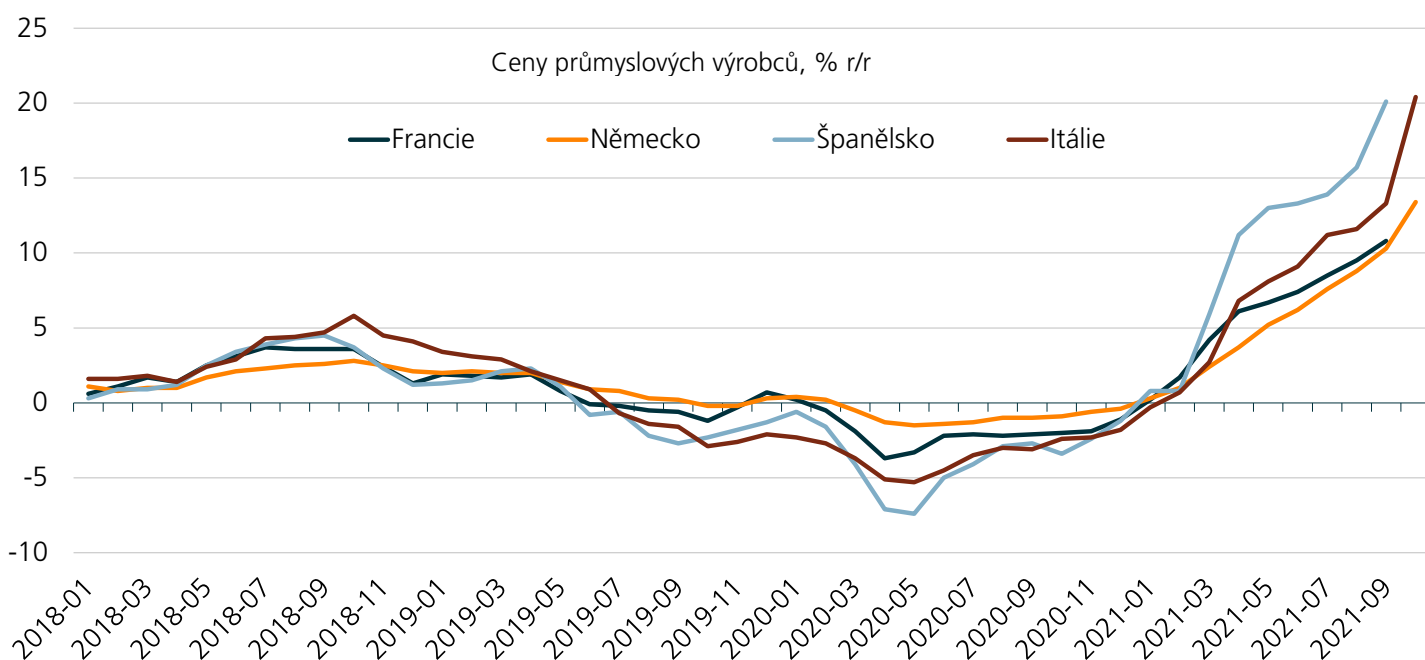
Jiný vývoj v průmyslu ukazuje, jako obvykle, **důvěra v průmyslu** měřená **EK**. Ta byla už v lednu 2021 (−6,1 bodů) lepší než bezprostředně před začátkem pandemie v únoru 2020 (−6,2 bodu), v dalších měsících dále rostla a v **červenci** se dostala až na 14,5 bodu, což bylo **čtvrté** nové historické maximum po sobě (měří se od ledna 1985). Od té doby osciluje v úzkém pásmu kolem 14 bodů, **v listopadu dosáhla 14,1 bodu**. To je vzhledem k **negativnímu vývoji sentimentu v průmyslu**, který se zrcadlí v indexech PMI / IFO, ke zprávám o problémech s dodávkou komponent a ke zprávám o drahých energiích celkem překvapivé.

V dominantním sektoru služeb se situace dle PMI podobně jako v průmyslu (a také překvapivě) **zlepšila**. V listopadu totiž **index PMI** ve službách vzrostl z 54,6 bodu **v říjnu na 56,6 bodu**, a to i navzdory silicím obavám z návratu pandemie COVIDU-19. **Naopak, mírná nervozita** nakonec přece jenom **dolehla na domácnosti**. **Důvěra domácnosti**, která kupř. v lednu letošního roku dosáhla −15,5 bodu a která se ve třetím čtvrtletí zlepšila až na průměrných −4,6 bodu, se v listopadu zhoršila na −6,8 bodu, tj. na nejslabší hodnotu od dubna letošního roku.

Souhlasně s tím, co naznačovaly cenové subindexy PMI, dále **výrazně zrychlila inflace**. Dle finálních dat totiž **celková inflace v říjnu přidala 4,1 %** (nejvýraznější je vliv cen energií, které jsou meziročně o 23,5 % vyšší), **jádrová** se pak dostala na **2,1 %**. Z velkých zemí je nejvyšší inflace v Německu (4,6 %, 28-leté maximum) a ve Španělsku (5,4 %, nejvyšší za 37 let), ve Francii a v Itálii je pak jen o něco nižší (3,2 % v obou zemích). **Předběžná data za listopad zveřejněná 30. 11. ukázala pak další akceleraci**. Jádrová inflace urychlila na 2,7 %, celková dokonce na dohled 5 % (4,9 %), v nemalé míře díky cenám energií vyšším meziročně o 27,4 %. A zdá se, že není zdražování konec. **Ceny od průmyslových producentů totiž akcelerují a rostou nyní ve všech velkých ekonomikách dvouciferným** tempem (v Itálii a ve Španělsku v říjnu dokonce přes 20 % r/r), což se nemůže nepromítnout do spotřebitelských cen, a to v nejbližších měsících.

Na posledním zasedání (28. října) se však nic zásadního navzdory popsanému inflačnímu vývoji neudálo. I když Lagardeová potvrdila, že diskusi v Radě guvernérů dominovala „inlace, inflace, inflace“, ECB setrvala v postoji, že současné cenové vzednutí je přechodné. Na rozdíl od třeba FEDu nebo Bank of England, které se jasně posunuly směrem k přísnější měnové politice, ECB jede dále v zajetých holubičích kolejkách. Jediné, co lze interpretovat jako drobnou změnu oproti minulým prohlášením, je přiznání Lagardeové, že „inflaci bude trvat déle, než se původně čekalo, než klesne“.

Ceny od průmyslových výrobců rostou desítky let neviděným tempem



Zdroj: Eurostat, <https://bit.ly/3xE55D3>

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Trh práce a poptávka domácností zůstávají silné, inflace tak opět zrychlila. FED začíná ustupovat z pozic, že inflace je přechodná.

Americká ekonomika ve třetím čtvrtletí na rozdíl od ekonomiky Eurozóny **výrazně zpomalila**. Anualizované mezičtvrtletní tempo růstu dosáhlo totiž dle druhého odhadu jen 2,1 %, což bylo oproti prvnímu nebo druhému čtvrtletí letošního roku (s anualizovanými tempy růstu 6,3 % resp. 6,7 %) výrazné zpomalení. Nejvýrazněji se na něm podepsal nízký příspěvek poptávky domácností, který oproti 7,4 p. b. a 8 p. b. v prvním resp. druhém čtvrtletí letošního roku dosáhl jen 1,2 p. b. Popáté v řadě byl příspěvek čistého exportu negativní (-1,2 p. b.), vzrostly naopak zásoby (+2,1 p. b.).

Měsíční data zveřejněná během listopadu byla vcelku dobrá, zejména na straně poptávky domácností a trhu práce.

Maloobchodní tržby bez aut a bez paliv vstoupily do 4. čtvrtletí v rychlém tempu, když mezičtvrtletně přidaly 1,4 % q/q, nejvíce od června. Meziroční tempo jejich růstu dosáhlo 14,8 %, oproti konci roku 2020 byly v říjnu tržby vyšší o těžko uvěřitelných 19,7 %. Samozřejmě je to důsledek extrémně volné měnové a fiskální politiky, ale i zlepšujícího se trhu práce. **V říjnu totiž míra nezaměstnanosti (4,6 %)** oproti září (4,8 %) dále poklesla, dostala se tak už v podstatě na úroveň míry nezaměstnanosti z 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 říjnu na 8,3 %** (září 2021: 8,5 %). **Zlepšení**, byť samozřejmě absolutní velikostí menší než v minulosti, **je stále patrné také na „tokových“ datech**. U prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti klesl v listopadu týdenní průměr pod 250 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 v polovině října zaznamenali pokles na 2 miliony. **Pozvolna zrychluje růst nominální mzdy**, jehož **kvartální tempo růstu v říjnu dosáhlo 1,34 %** (i.e., anualizovaně tedy poblíž 5,5 %).

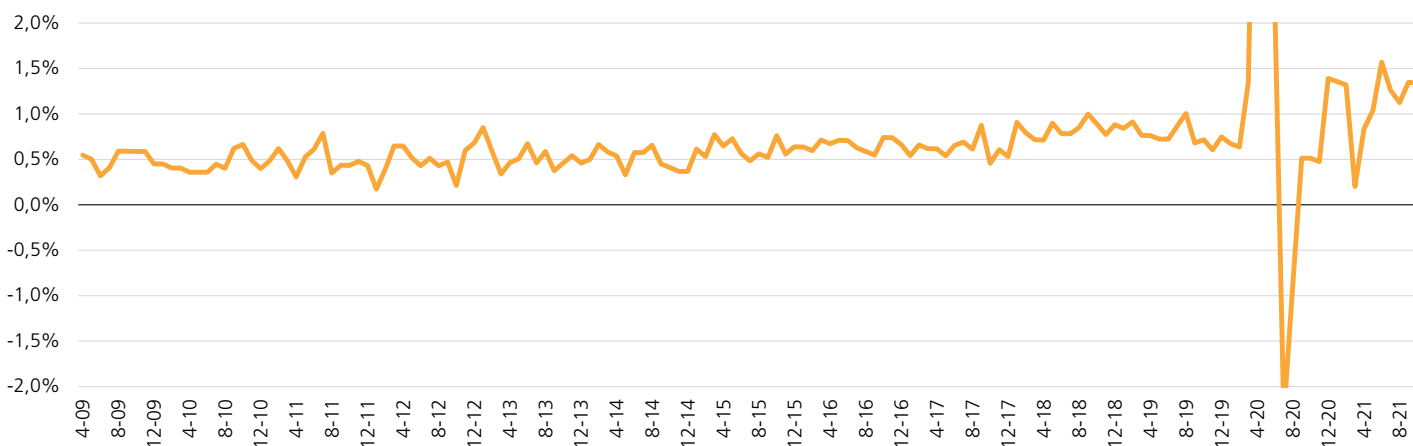
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby pokračují ve zpomalování. Podruhé v řadě totiž poklesly, a to o 0,4 % m/m v září a **o 0,5 % m/m v říjnu**. Je to ale pouze důsledek poklesu objednávek letadel s tím, jak se znovu vrátily obavy z pandemie a z možných omezení v dopravě. Po vyloučení volatlní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek lepší: růst v každém letošním měsíci s výjimkou února (-0,3 % m/m), v srpnu o 0,5 %, v září o 1,3 % m/m a **v říjnu o 0,6 %**; je tak překvapivé, že složka fixních investic nebyla v datech za HDP lepší. Meziročně i oproti konci minulého roku jsou tyto jádrové objednávky vyšší o skoro 13 %. **Průmyslová produkce** po revizích klesla v září pak o 1,3 %, **v říjnu však o 1,6 % m/m vzrostla**. Meziročně je vyšší o 5 %.

Jádrová PCE inflace zůstává vysoko. Po letních měsících, během níž její dynamika zvolnila a v září dosáhla 0,2 % m/m, v říjnu opět poskočila nahoru a dosáhla 0,4 % m/m. **V posledních 3 měsících tak vzrostla o procento**, její meziroční tempo dosáhlo 4,1 %. Celková inflace vzrostla v říjnu oproti září o 0,6 p. b. na rovných 5 %. A vzhledem k **vývoji cen producentů není určitě se zvyšováním spotřebitelských cen konec**.

Americká centrální banka zasedala ve dnech 2.–3. 11. a rozhodla o snižování tempa odkupu aktiv počínaje listopadem, a to. -10 mld. za měsíc pro vládní dluhopisy a -5 mld. pro MBS (jinými slovy v prosinci oproti říjnu bude částka určená na odkupy vládních dluhopisů o 20 mld. USD nižší a u MBS o 10 mld.). Pod vlivem vyšší inflace pak koncem listopadu staronový šéf FEDu Powell **řekl**, že se mu zdá, **že bude potřeba toto tempo snižování urychlit (tj., přivést program odkupů k rychlejšímu zastavení)**.

Růst amerických nominálních mezd je mnohem rychlejší než před pandemií.

Růst americké nominální hodinové mzdy za předchozí tři měsíce



Zdroj: bls.gov

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Ekonomika navzdory slabším měsíčním datům dle dat o HDP ve 3. čtvrtletí silně vzrostla, tažena zásobami a domácnostmi. Jádřová inflace se dostala nad 6,5 %, ČNB dále rychle zpřisňuje měnovou politiku.

Dle druhého odhadu ČSÚ **přidala ekonomika ve třetím čtvrtletí dokonce více** než ve čtvrtletí druhém (1 % q/q). Mezičtvrtletní tempo růstu dosáhlo 1,5 %, meziroční pak 3,1 %. To bylo trochu překvapivé zejména s ohledem na problémy v průmyslu. Vysvětlením je výrazně pozitivní vliv poptávky domácností a zásob. Poptávka domácností totiž ve 3. čtvrtletí přidala 4,3 % q/q (po stejně neuvěřitelných 7,2 % q/q ve 2. čtvrtletí), zásoby pak vzrostly o 60 mld., zřejmě proto, že firmy letos, jak jsme očekávali, doplňují stavy zásob, které koncem minulého roku výrazně odčerpaly.

Měsíční data zveřejněná během listopadu byla slabá – poklesla jak průmyslová produkce, tak maloobchod.

Průmyslová produkce po silném červnu i červenci (+1,1 % a +1,9 % m/m) srpnovým a **zářijovým poklesem** o 3,2 % m/m resp. **3,3 % m/m** všechny tyto přírůstky více než odevzdala. Poklesy byly samozřejmě primárně způsobeny situací v automobilovém průmyslu. Meziroční tempo se překlopilo do záporných hodnot (-3,7 % r/r).

Trochu překvapivý byl vzhledem k rostoucím cenám vstupů a nedostatečným dodávkám komponent vývoj **indexu nákupních manažerů PMI v listopadu**. Poté, co v říjnu dosáhl index hodnoty 55,1 bodu, což bylo jeho jedenáctiměsíční minimum, se totiž **v listopadu zlepšil o dva body na 57,1 bodu**. Zlepšení bylo způsobeno hlavně vyšší současnou produkcí. Na druhé straně však narostl index vstupních cen (na čtyřměsíční maximum) a samozřejmě také výstupních cen (třetí nejrychlejší tempo v historii). Že je poptávka silná dokazuje také vývoj subindexu mapujícího zásoby hotových výrobků, který klesl na nejnižší hodnotu v historii průzkumu.

Podobně jako PMI opisuje listopadovou situaci v průmyslu také průzkum ČSÚ. Dle konjunkturálního průzkumu ČSÚ totiž v listopadu důvěra v průmyslu poprvé za 5 měsíců vzrostla, čímž se dostala na stejnou úroveň jako před rokem a jen těsně nad úroveň z února 2020. Důvěra v dalších segmentech – obchod a služby – stagnovala.

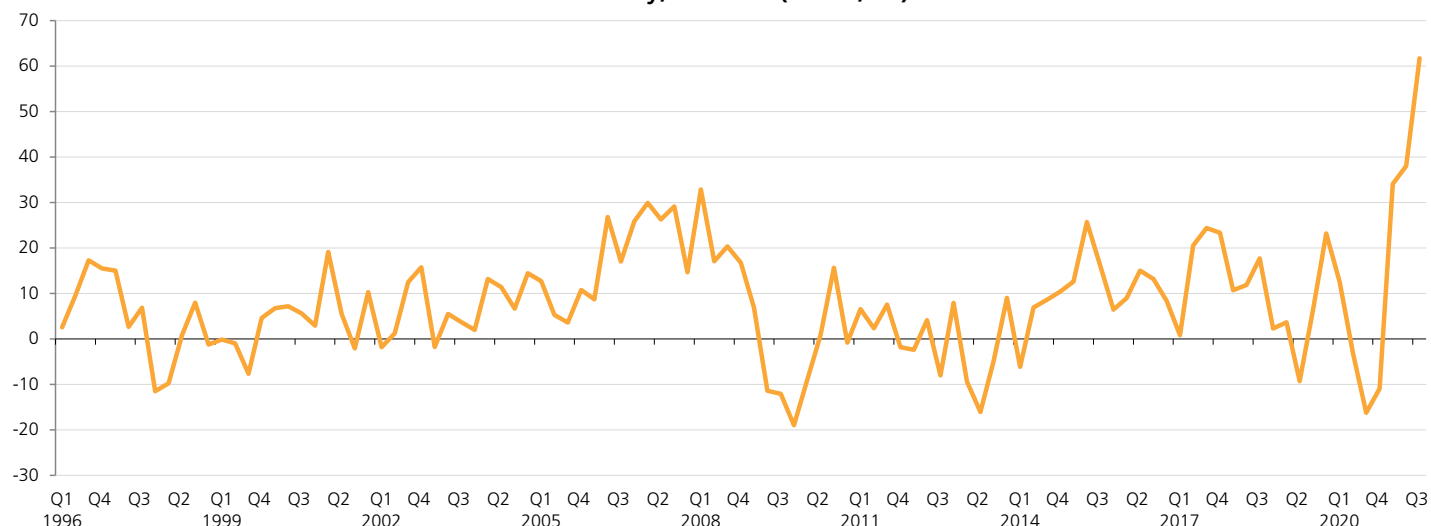
Po silném dubnu (+1,4 % m/m) a zejména květnu (+6,3 % m/m, po revizi) **maloobchodní tržby v dalších 4 měsících klesaly**: v červnu o 0,5 % m/m, v červenci o 0,8 % m/m, v srpnu o 0,3 % m/m a **v září o 0,7 % m/m**. Tyto výsledky jsou zvláštní ve světle toho, jak silná byla poptávka domácností dle dat o růstu HDP ve 3Q21 (viz výše). Část tohoto vývoje maloobchodu lze vysvětlit tím, že za posledních 5 měsíců klesly o více než 9 % tržby za auta, což samozřejmě není odrazem nezájmu nebo pesimismu spotřebitelů (byť jejich důvěra dle ČSÚ v listopadu opět poklesla, a to velmi výrazně, na hodnoty horší než v březnu 2020), nýbrž odrazem shora opakovaně zmiňovaných problémů na straně nabídky. **Meziročně jsou celkové maloobchodní tržby vyšší o 2,1 %, tržby bez aut, paliv a potravin dokonce vyšší o 9,2 %**.

Silný meziroční růst poptávky a vysokou dováženou inflaci reflektuje česká spotřebitelská inflace. **Měnově-politická inflace přidala v říjnu 1 % m/m**, což znamená, že na meziročním základě vzrostla ze zářijových 4,7 % na říjnových 5,6 %. Ještě hůř však na tom je **jádřová inflace**, která se **říjnovým** meziměsíčním růstem o 1,3 % dostala na úroveň **6,6 %**. Za poslední 3 měsíce **vzrostla o 2,5 %**, anualizovaně tedy tempem přes 10 % (!).

Na zasedání 4. listopadu tak i vzhledem ke tvrdošijně neposilující koruně neměla **ČNB** moc na vybranou a musela opět a výrazně utáhnout měnovou politiku. Růstem sazeb o 125 b. b. (opět) zaskočila trhy, sazby se tak dostaly na 2,75 %. A určitě ještě není s utahováním konec. Už jen proto, že ceny producentů **+11,9 % r/r** pro průmyslové výrobce, **+14,6 % r/r** pro výrobce zemědělské v říjnu indikují, že s růstem spotřebitelských cen není konec, proto, že korona je stále příliš slabá na to, aby dováženou inflaci tlumila či proto, že fiskální politika je a minimálně nějakou dobu zůstane nadále velmi uvolněná.

Silnému růstu ve 3. čtvrtletí pomohla poptávka domácností a zásoby

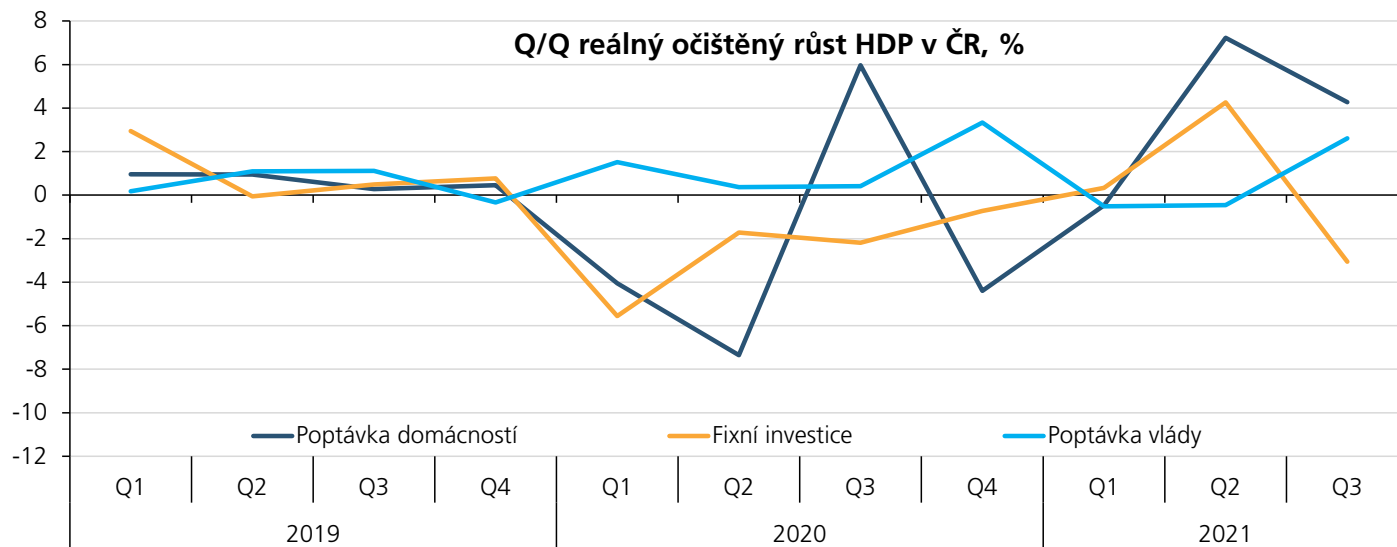
Zásoby, CZK mld. (reálně, SA)



Zdroj: www.czso.cz

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Zdroj: www.czso.cz

POLSKO

Ekonomika dále silně roste, bohužel ale bezprecedentně roste také inflace, která již atakuje 8 %. Centrální banka již alespoň nečinně nepřihlíží, byť utahování by mělo být rychlejší.

Polská ekonomika po silném druhém čtvrtletí (+2,1 % q/q) rostla překvapivě silným tempem i ve třetím čtvrtletí. **Mezičtvrtletní tempo** totiž dosáhlo **2,3 %**, **meziroční pak 5,3 %**. Nejvíce k meziročnímu růstu přispěly (zřejmě ze stejných důvodů jako v ČR) zásoby, jejichž příspěvek dosáhl 3,7 p. b., následovány poptávkou domácností, která přidala 2,7 p. b., a fixními investicemi (+1,5 p. b.).

V listopadu zveřejněná data byla pozitivní.

Průmyslová produkce zaznamenala po srpnovém poklesu (o revidovaných 1,2 % m/m) a na rozdíl od **české produkce v září i v říjnu** růst, a to o 0,6 % m/m resp. o 2 % m/mm. Její meziroční tempo tak dosáhlo rovných 10 %, oproti únoru 2020 (tj., oproti před-pandemické úrovni) tak počátkem čtvrtého **čtvrtletí 2021** byla produkce o 11,6 % vyšší a oproti konci minulého roku pak vyšší o 8,8 %. **Těchto výsledků dosahuje i navzdory tomu, že se index nákupních manažerů v posledních měsících zhoršoval. Na konci 3. čtvrtletí totiž dosáhl 53,4 bodu**, což byla nejslabší hodnota od letošního února, počátkem 4. čtvrtletí pak 53,8 bodu. **V říjnu se situace zlepšila, když se index dostal na úroveň 54,4 bodu.** Podobně jako v ČR i v Polsku pokračuje firmami reportovaný rychlý růst cen vstupů (společně s jejich obtížnou dostupností) a také **růst cen výstupů (což ostatně, jak popisujeme níže, reflektují spotřebitelské ceny).**

Reálné maloobchodní tržby přidaly **v září** (reálně a sezonně očištěné) **3,6 % m/m** a tedy **6,9 % r/r**. Tržbám nadále pomáhá jak trh práce (míra **nezaměstnanosti** klesla v září na **5,8 %**, tj. je již jen o 0,6 procentního bodu nad hodnotou z února 2020), tak **růst mezd**, který dosáhl počátkem čtvrtého čtvrtletí **8,4 % r/r**.

Inflace pokračuje v neutuchajícím růstu. Z rovných 5 % r/r v červenci se růstem v dalších měsících (srpen: 5,5 %, září: 5,9 %, říjen: 6,8 %) a zejména meziměsíčním růstem o 1,1 % **v listopadu** dostala dle předběžných dat až **na 7,7 %**. Není to jen důsledek cen energií, tlaky jsou dobře viditelné (a vzhledem k růstu mezd, vývoji na trhu práce a fiskální politice i vcelku pochopitelné) i v poptávkové oblasti. **Jádrová inflace dle nás v listopadu vzrostla na 5 %.**

Centrální banka na svém zasedání 3. listopadu pokračovala v utahování politiky, které ještě v srpnu na dlouhou dobu dopředu vehementně vylučovala, a to tempem nikoliv standardním. Po 40 bodovém zvýšení v říjnu přidala **zvýšení o tři čtvrtě procentního bodu v listopadu** (na 1,25 %) a vzhledem k inflaci a slabému zlotému je jasné, že na zasedání 8. prosince dojde k dalšímu zvýšení, které bude nejspíš rozsahem podobné.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Navzdory stále zrychlující inflaci se maďarská centrální banka drží jen pomalého tempa utahování měnové politiky.

Maďarská ekonomika rostla ve 3. čtvrtletí tempem 0,6 % q/q, což v meziročním vyjádření znamená růst o 6,1 %. Nejvíce se na meziročním tempu podepsala poptávka domácností (2,4 p. b.), fixní investice (2,7 p. b.) a zásoby (3,2 p. b.), negativní byl samozřejmě čistý export.

Maloobchodní tržby po mírném poklesu v červenci (o 0,3 % m/m) v srpnu přidaly 0,6 % m/m a v září 0,7 % m/m. Meziroční tempo je vzhledem k tomu, že minulý rok se maďarský maloobchod zdaleka nepropadl tak, jak třeba ten český nebo polský, nevysoké – **v září byly tržby meziročně vyšší o 3,7 %**. Že se tržbám vede dobře (v posledním **půlroce vzrostly o více než 3 %**) je dáno trhem práce. **Míra nezaměstnanosti** je totiž nadále velmi nízká – její průměrná hodnota za srpen, září a říjen (**3,8 %**) je mnohem nižší než v letech 2013–2016 a už jen o 0,6 p. b. výš než jaké bylo historické dnu ve 4. čtvrtletí 2019. Meziroční tempo **růstu mezd** zůstává podobně jako v Polsku vysoké: **v září dosáhlo 9,1 % r/r**.

Maďarská průmyslová produkce v září **počtvrté v řadě poklesla** (–0,3 % m/m), produkce tak za poslední půlrok rostla jenom v květnu a za celý půlrok poklesla o 4,5 %. Podobně jako třeba u nás je to způsobeno primárně nedostatkem komponent a s tím souvisejícími omezeními produkce v automobilovém sektoru. Meziroční tempo růstu se poprvé od ledna dostalo do záporu, když se **produkce meziročně snížila o 1,5 %**. Takový vývoj není nekonzistentní s vývojem indexu nákupních manažerů. PMI svým zářijovým poklesem na 52 bodů na pokračující ztrátu dynamiky na konci třetího čtvrtletí dopředu upozorňoval. A o moc lépe to nevypadá ani s říjnem a listopadem – říjnový **PMI dosáhl 52,9 bodu, listopadový 52,2 bodu**.

Celková inflace se meziměsíčním růstem o 1,2 % m/m dostala **v říjnu na 6,5 % r/r**, což byla její nejvyšší hodnota od září 2012 (6,6 %). Podobně jako v Polsku vzrostly ceny potravin (+0,7 % m/m, 5,2 % r/r) a ceny pohonných hmot (+7,3 % m/m, +30,7 % r/r), ale ještě horší je, že vzrostla (o 0,9 % m/m) také **jádrová inflace**, jejíž meziroční tempo se tak dostalo na **dvacetileté maximum 4,7 %**. Vzhledem ke slabosti forintu, vysokým cenám od průmyslových producentů (v říjnu +18,3 %, nejvíce v rámci CEE4) a trhu práce se nedá čekat, že se to hned tak změní.

Centrální banka (MNB) pokračovala v utahování měnové politiky, ale vzhledem ke shora uvedenému jen pomalým tempem. Nejdřív na zasedání v polovině listopadu zvýšila hlavní (tříměsíční) sazbu o 30 b.b na 2,1 % a spolu s ní i **další dvě O/N sazby** (depozitní a zájmové) o 30 b. b. na 1,15 % a 3,05 %. Na tomto zasedání také řekla, že rizika negativních sekundárních efektů (na mzdy a inflační očekávání) vzrostla a proto se musí měnové podmínky výrazněji zpřísnit. Za tímto účelem a za účelem stabilizace forintu přestala MNB nabízet bankám forintovou likviditu skrze do té doby nabízené swapy, zavedla facilitu na dodávání cizoměnové likvidity a zavedla krátkodobou (týdenní) facilitu na stahování přebytečné forintové likvidity. Jinými slovy, už tak dost komplikované měnově-politické instrumentarium dále zkomplikovala a **krátkodobé sazby se teď můžou výrazně odchylovat od „hlavní“ sazby**. Během celého listopadu pak týdenní depozitní sazbu zvyšovala – ještě 18. listopadu činila 1,8 %, **po zasedání 2. prosince** už však byla 3,1 %, tj. rozdíl mezi týdenní a hlavní sazbou je nyní již 100 b. b.

ROPA

Pod vlivem obav z nové varianty koronaviru a z hrozcích uzávěr ekonomik klesla cena ropy WTI v listopadu o více než 20 % na zhruba 65 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

Vyspělé akciové trhy byly v listopadu primárně ovlivněny narůstajícími počty nakažených COVIDEM-19 a obavami z nové mutace Omicron. I přes dobrý začátek měsíce tak nakonec akciové trhy skončily ve ztrátách: americký index S&P 500 meziměsíčně –0,8 %, evropský index DJ STOXX 600 –2,6 %. V Evropě i přes rostoucí čísla nakažených nedocházelo k výrazným problémům s přeplněním nemocnic. Přijátá opatření se lišila země od země, nejtvrďší opatření přijalo Rakousko. Nervozita ohledně růstu počtu nakažených byla patrná také na amerických trzích, zvláště pak po potvrzení nakažených novou variantou Omicron i v USA. Prozatímní spekulace ohledně nebezpečnosti dané mutace byly všemi směry a s tím byly volatilní také akciové trhy. Negativně na akciové trhy působily obavy ohledně rostoucí inflace a utahující se měnové politiky FEDu, který by měl skončit s nákupem dluhopisů koncem června příštího roku. Jmenování J. Powella na další čtyřleté období nemělo výrazný vliv na akcie, a tak měla primární vliv na propad trhů převaha obav z inflace a vývoje nemoci COVID-19.

Středoevropské akciové trhy zaznamenaly silné výprodeje. Hlavních příčin bylo několik. Jendou byla dobrá letošní výkonnost, tažená především bankovním sektorem a růstem úrokových sazeb v regionu. Dalším pak již zmíněným důvodem byla horšící se situace ohledně nemoci Covid a s tím spojená přijatá restriktivní opatření. Největší místí polský trh tak propadl o 8,5 % (index WIG 30). Vysoké ztráty si připsala většina sektorů od bank, přes zpracovatele ropy až po e-commerci. Maďarský index

AKCIOVÉ TRHY

BUX (-5 %) a rumunský index BET (-3,3 %) pouze kopírovaly dění ve světě. V plusu tak skončil jen český PX index, který táhla vzhůru nová nabídka ze strany PPF a možné spojení s Monetou (meziměsíčně +10,6 %), dále pak akciemi Avast (+7,6 %) spojené se schvalováním akvizice ze strany americké softwarové společnosti NortonLifeLock. Převaha finančních titulů v indexu a jejich vesměs záporná výkonnost tak znamenala růst indexu PX o +2,4 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích následovaly negativní sentiment, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD zakončil měsíc se ztrátou 4,14%. Na vině byly stejně jako v případě vyspělých trhů především obavy z nové varianty koronaviru (Omicron), čímž vzrostla očekávání dalších lockdownů, což by nadále zpomalilo již tak křehký ekonomický růst. Riziková aktiva se ocitla pod tlakem a velmi rychle odevzdala zisky z počátku měsíce. Všechny hlavní asijské akciové trhy skončily v mínusu, akcie v Hong-Kongu odevzdaly 7,5 %, čínské pevninské akcie (A-Shares) 1,56 % a indické 3,8 %. Pokles ceny způsobil ztráty ruským akciím (-6,6%). Výprodeje se nevyhnuly ani v Latinské Americe. Možná nejdramatičtější vývoj panoval v Turecku, když centrální banka pod tlakem prezidenta opět snížila úrokové sazby, nehledě na neustále rostoucí inflaci. Turecká lira propadla o více než 37 % (proti EUR), zahraniční akcioví investoři proto museli ve výsledku počítat dvouciferné ztráty.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Během listopadu se americká výnosová křivka proti konci října změnila jen minimálně. Výnosy na krátkém konci totiž marginálně vzrostly (z 0,5 % na 0,55 %), na dlouhém konci však o zhruba 10 b. b. klesly. Ohlášení tzv. taperingu s výnosy nic neudělalo, neprojevila se pak překvapivě ani vyšší inflace.

Na německých vládních dluhopisech převládl navzdory vyšší inflaci spíše strach z další vlny pandemie a dluhopisové výnosy tak poklesly. Dvouletý výnos poklesl o 15 b. b. a vrátil se tak pod -0,7 %, desetiletý výnos poklesl dokonce o 25 b. b. na -0,35 %.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně i v USA byl v listopadu s výjimkou korporátních dluhopisů spekulativního stupně vývoj nudný – u tzv. total return indexu (TRI) nedošlo k prakticky žádným změnám. U instrumentů spekulativního stupně byl vývoj odlišný, když TRI po poklesu o 0,4 % v říjnu zaznamenal v listopadu další pokles, tentokrát o 1,1 %. Segment korporátních dluhopisů investičního stupně je tak i nadále evidentně pod silným vlivem nákupů ECB, zatímco v případě neinvestičního stupně se plně promítl nárůst rizikové averze.

V listopadu došlo podobně jako v říjnu k dalšímu růstu vnímání rizika na trhu, a to evidentně jako důsledek obav ze sílící pandemie a růstu cen vstupů, potažmo inflace. U dluhopisů investičního stupně denominovaných v euru narostly prémie o 17,6 %, u spekulativních dokonce o 27,6 %. Je tak až s podivem, že se dluhopisové výnosy nezměnily přece jenom více.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

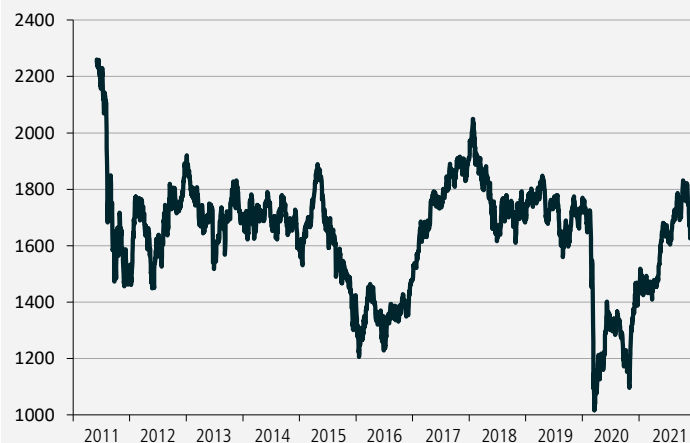
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

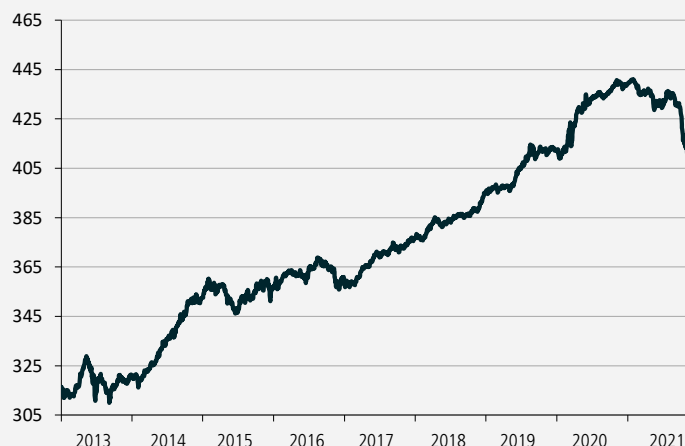
DLUHOPISOVÉ TRHY

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

České výnosové křivka během listopadu přešla do inverze. Překvapivý růst sazeb v listopadu zvednul krátký konec až na 3,05 % (+12 b. b. oproti konci října), střední a delší část křivky však mírně (o 5 až 15 b. b.) poklesly. Desetileté výnosy v obavě, že ČNB způsobí recesi a v očekávání, že inflace nebude v delším horizontu problémem, klesly pod 2,6 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská křivka se během listopadu dostala do stavu, který není od inverze daleko. Vlivem překvapivého růstu sazeb polské centrální banky a vlivem inflace, která, stejně jako v ČR, živí obavy trhu, že další růst sazeb bude následovat, výnosy na krátkém konci a na střední části křivky výrazně vzrostly (+85 b. b. na 2,9 % na dvouleté splatnosti, + 67 b. b. na 3,2 % na sedmileté). Na dlouhém konci – u desetiletých výnosů – byl růst jen o 25 b. b. na 3,1 %.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

Ukrajinská ekonomika se ani ve třetím kvartále plně nevymanila z probíhající pandemie a zejména vlivem nižšího výkonu zemědělského sektoru, který stahoval komoditní export, zůstala za očekávaným růstem. Nepomohlo ani schválení nové legislativy podporující nezávislost centrální banky, prodloužení spolupráce s Mezinárodním měnovým fondem včetně uvolnění části financování a lepší inflační vývoj. K sílící pandemii se přidalo rostoucí geopolitické napětí na hranicích s Ruskem. Již několikáté letošní navyšování počtu ruských vojáků v hraničních oblastech na úroveň přesahující sto tisíc mužů a zostřování rétoriky ruských politiků vedlo k poklesu cen ukrajinských aktiv. Rusko soustavně zvyšuje svůj tlak v mezinárodních vztazích (např. i snahou o zprovoznění plynovodu Nord Stream 2 a přizíváním uprchlické krize na evropsko-běloruských hranicích) a využívá hrozbu vojenské operace na Ukrajině pro to, aby přimělo vrcholné politiky k upuštění od myšlenky jejího plného začlenění do struktury NATO.

Co se týče vývoje tureckých aktiv, jejich propad je plně výsledkem nastoupené cesty centrální banky. Ta je v současné době řízena z prezidentského paláce a kromě nezávislosti ztratila kvůli nefungujícím intervencím na obranu měnového kurzu zcela i devizové rezervy. Kurz raketově oslaboval právě v reakci na bezhlavé snižování měnově politických sazeb v prostředí rychle rostoucí ekonomiky, dvouciferné inflace (navíc začínající dvojkou) a na obzoru se formujícím mračným měnové krize a kolapsu bankovního systému. Jen za listopad oslabila turecká lira o 26 %. Od začátku roku pak o více než 70 %. To se nezadržitelně promítne do inflace, která velmi pravděpodobně přesáhne třicet procent (např. meziroční růst cen ve výrobním sektoru dosahuje již nyní téměř padesáti procent). Po eliminaci všech oponentů snižování sazeb v bankovní radě i okolí prezidenta Erdogana leží bohužel práh bolesti politických představitelů k tržnímu vývoji nyní velmi vysoko a lze čekat pokračování tohoto neradostného vývoje.

MĚNY

Dolar proti euru v listopadu vlivem očekávání dřívějšího utažení měnové politiky v USA nežli v Eurozóně výrazně posílil. Z hodnot kolem 1,16 počátkem listopadu se v jednu chvíli dostal až na 1,12, poté však mírně oslabil a listopad zakončil na úrovni 1,13 USD/EUR. To je jeho nejsilnější hodnota proti euru od června 2020.

DLUHOPISOVÉ TRHY

Středoevropské měny si naopak proti euru pohoršily, a to i navzdory tomu, že centrální banky se je snaží podpořit růstem sazeb. **Česká koruna** navzdory dvojnásobnému utážení měnové politiky ČNB v září a v listopadu (společně o 2 p. b.) oslabila během listopadu na chvíli až na 25,70, koncem měsíce se vrátila pod 25,50 CZK/EUR. **Zlatý proti euru** se vyvíjel podobně, kdy nejdříve oslabil až na 4,70 aby se koncem listopadu vrátil na 4,65 PLN/EUR. **Maďarský forint** dosáhl v listopadu nového historického minima, kdy se v jednu chvíli obchodoval za 370 forintů za euro. Koncem měsíce sice mírně posílil, ale i tak zůstal slabý (365 HUF/EUR).

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 „po nás potopa“. Deficit za prvních jedenáct měsíců přesáhl 400 mld., což z něj činí deficit historicky nejvyšší, pro rok 2022 MF ČR plánuje (a do Poslanecké sněmovny již poslalo) rozpočet s deficitem 376,6 mld. a ani v dalších letech se zatím nechce v utrácení dle slov nově vznikající vlády tolik omezovat. Jinými slovy, o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vysokou inflaci v její poptávkové složce, která je nyní skoro na 7 %. Zatřetí, sazby ČNB rostou rychle a zdá se, že porostou i dále, a to i navzdory listopadovým slovům guvernéra Rusnoka, evidentně pod vlivem pandemie, že v prosinci si ČNB může dát pauzu. Inflační realita však je taková, že ČNB bude muset dále výrazně zvýšit sazby již v 1Q22. 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). Zapáté, poptávkové tlaky sílí dokonce už i v historicky desinflační Eurozóně, kde jádrová inflace není příliš vzdálená od hranice tří procent. Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se domníváme, že české výnosy budou dále růst.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Po mírné korekci v listopadu mají dle nás i polské dluhopisy nakročeno k dalšímu růstu. Inflace je vysoko, polská centrální banka s ní dle nás začne agresivněji bojovat a Eurozóna je také méně desinflační (a tudíž utážení a vyšší výnosy jsou blíže, než tomu bylo ještě před pár měsíci). To vše ukazuje na další růst delších polských výnosů.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA A TURECKO

Positivem při pohledu na ukrajinská aktiva je probíhající mise IMF, která přinesla žádaný výsledek v podobě uvolnění mezinárodního financování. To je, i přes nižší schodek státního rozpočtu vlivem silnějšího výběru daní, pro Ukrajinu stále velmi důležité. S nastupující zimou se nicméně zhoršuje pandemická situace a případné restriktce (vzhledem k pomalému tempu očkování) budou na tamní ekonomiku dopadat negativně. Positivem pro měnový kurz bude pokračující silný export v důsledku rekordní zemědělské úrody, podporující vývoj běžného účtu platební bilance. Nutnou podmínkou je nyní nicméně deescalace geopolitického napětí. Tomu by mělo pomoci bilaterální jednání ruského a amerického prezidenta, ke kterému pravděpodobně dojde ještě v prosinci.

Turecká lira oslabila jen v listopadu o 26 %. Od začátku roku pak o více než 70 %. To se nezadržitelně promítne do inflace, která velmi pravděpodobně přesáhne třicet procent (např. meziroční růst cen ve výrobním sektoru dosahuje již nyní téměř padesáti procent). Turecké výnosy se přehouply přes dvacet procent. Po eliminaci všech oponentů snižování sazeb v bankovní radě i okolí prezidenta Erdogana leží bohužel práh bolesti politických představitelů k tržnímu vývoji nyní velmi vysoko a lze čekat pokračování tohoto neradostného vývoje.

MĚNY

U kurzu **aura proti dolaru** došlo v posledních měsících k přivření inflačního diferenciálu mezi USA a v Eurozónou a centrální banka v USA je utážení měnové politiky mnohem blíže než ECB (byť i ECB se během listopadu posunula blíže ke zpřísnění politiky). To nás vede k přehodnocení očekávání a nyní tak předpokládáme pro 1.pololetí 2022 oscilaci dolaru mezi 1,10 a 1,15 USD/EUR, s riziky spíše ke silnějšímu dolaru.

Koruna je dle očekávání celkem resistantní vůči růstu sazeb ČNB. Vysoké deficity, vysoká inflace a **překoupenost koruny budou nadále limitovat její rozlet i v případě, že ČNB dále výrazně zpřísní politiku. Očekáváme tak jen pozvolný návrat ke 25 korunám** v příštím roce.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Polská centrální banka sice již začala měnovou politiku zpříšňovat, ale prozatím jede jen na „čtvrt potřebného plynu“. Dle nás však již brzy přepne do rychlejšího módu. Rychlejší utahování politiky není **v Polsku omezováno**, podobně jako v ČR, rozpočtovou situací (příští rok by měl rozpočet dosáhnout deficitu 5 %, zadlužení dokonce klesnou pod 43 % HDP), polská centrální banka navíc bývala historicky nejvíce jestřábí v regionu. Pokud s rychlejším zpříšňováním politiky začne, posune se polský zlotý v příštím roce k 4,50 PLN/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Maďarskému forintu zatím centrální banka nepomohla. Zdá se však, že si uvědomuje riziko rozvolnění inflačních očekávání a věříme, že tomu v roce 2022 přizpůsobí i nastavení měnové politiky. Stane-li se tak a MNB skutečně výrazně zvýší sazby, pomůže forint k hranici 350–355 forintů za euro.

AKCIOVÝ TRH

Výhled na výkonnost globálních akciových trhů se stává nejistějším a nejistějším. Nadále nedostatečná proočkovanosť v mnoha zemích skrývá riziko v možných lock-downech. To by znamenalo další restriktivní opatření s dopadem do ekonomik, hospodaření domácností a společností. Scénářů pro příchozí mutace je mnoho, kdy některé mohou mít větší rezistentnosť na očkování, jiné se zase mohou jednodušeji přenášet, avšak například nebudou mít těžké průběhy s nutnými hospitalizacemi. S tím bude spojen také vývoj inflačních tlaků, kdy může docela brzy dojít k napravení pošramocených dodavatelských řetězců, čímž by inflační tlaky výrazně povolily nebo může současná situace trvat déle. Dopady do jednotlivých ekonomik a společností budou individuální. Proto si myslíme, že k dobré výkonnosti povede především aktivní správa a výběr investičních cenných papírů (tzv. stock picking)

Rizika vidíme také v možném růstu korporátních daní, z důvodu lepení vysokých státních deficitů nebo v geopolitických rizicích. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již z velké části zacenoáno očekávání pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.

Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenosť globálních akciových trhů je způsobena především nadhodnocenosť 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. Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy 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 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 návratnosť původně investované částky, nepřebírají odpovědnosť za jednání učiněná na podkladě údajů uvedených v tomto dokumentu ani za přesnosť a úplnosť 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