

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500 (USD)	4,36 %	USA (USD)	-0,51 %	USD/EUR	0,28 %	Ropa Brent (USD)	10,22 %
Evropa – DJ Stoxx 600 (EUR)	5,37 %	Evropa (EUR)	-1,61 %	CZK/USD	-2,78 %	Zemní plyn (USD)	-18,33 %
Japonsko – Nikkei 225 (JPY)	3,49 %	ČR (CZK)	-2,34 %	CZK/EUR	-2,47 %	Sil. elektřina (EUR)	-14,97 %
MSCI Emer. Mark. (USD)	1,62 %	Polsko (PLN)	-2,54 %	PLN/EUR	-1,47 %	Zlato (USD)	3,10 %
ČR – PX (CZK)	5,07 %	Maďarsko (HUF)	-0,54 %	HUF/EUR	1,18 %	Stříbro (USD)	2,58 %
Polsko – WIG30 (PLN)	2,54 %	Turecko (TRY)*	-4,39 %	TRY/EUR	-0,82 %	Měď (USD)	2,36 %
Maďarsko – BUX (HUF)	-1,45 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Inflace dále akceleruje a vzhledem k růstu cen surovin se nezdá, že by byl na dohled brzký konec zvyšujících se spotřebitelských cen. ECB inflační situaci nadále vesměs přehlíží, drobnou korekci jinak ultra-uvolněné měnové politiky však v prosinci 2021 přece jenom udělala.

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 %**. Ve třetím odhadu se toto číslo asi ještě o něco zlepší, jelikož dle finálních dat ze Španělska vzrostla španělská ekonomika o 2,6 % (a nikoliv o rovná dvě procenta jak čekal španělský statistický úřad). Dobře se mezi velkými ekonomikami dařilo **Francii** (+3 % q/q dle druhého odhadu), která je tak už skoro na předpandemické úrovni (oproti 4Q19 je ekonomika už jen o 0,2 % menší), a také **Itálii** (+2,6 % q/q); **Německo** za těmito tempy zaostalo (+1,7 % q/q). ve struktuře růstu Eurozóny **dominovala poptávka domácností**, která k mezičtvrtletnímu výsledku přidala 2,1 p. b., následována s velkým odstupem **čistým exportem (+0,3 p. b.)**.

Tvrdá data, která byla v EMU v průběhu prosince 2021 zveřejněna, byla lepší, zhoršily se však předstihové indikátory.

Maloobchodní tržby po růstu v srpnu (+0,9 % m/m) a poklesu v září (-0,4 % m/m) **v říjnu mírně rostly (+0,2 % m/m)**. **Meziroční tempo** jejich růstu však dosáhlo už jen **1,4 %**. Z velkých ekonomik se meziročně nejlépe vedlo **Itálii** (+4,2 %) a **Francii** (+4,5 %), zbylé velké ekonomiky zaznamenaly pokles (Německo o 2 % r/r, Španělsko o 1 %). Pro spotřebu domácností relevantní **trh práce se ale i v říjnu dále zlepšil**. Sezonně očištěná **míra nezaměstnanosti**, která byla ještě počátkem roku na úrovni 8,2 %, klesla **v říjnu na 7,3 %**, tj. na nejnižší úroveň od března 2020 (7,1 %). Už tak není daleko od úrovně, již je v poměrech EMU možno označit za NAIRU.

Průmyslová produkce v říjnu po dvou měsících poklesu (srpen -1,7 % m/m, září -0,2 %) **vzrostla**, a to o 1,1 % m/m (ve zpracovatelském průmyslu pak o 1,2 % m/m). Bylo to zásluhou **Německa**, které po skoro pětiprocentním poklesu v srpnu a září **přidalo v říjnu meziměsíčně rovná 3 %**. I tak však německý průmysl zůstává růstově meziročně v **červených číslech** (-1,1 %), stejně jako průmysl španělský (-1,1 %) nebo francouzský (-0,4 %). Jediná velká ekonomika, ve které průmysl roste, je tak Itálie (+2 % r/r).

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se **v prosinci dále zhoršil, a to na 58 bodů**, což je nejnižší hodnota za 10 měsíců. Ze subindexů byl nejzajímavější index dodavatelských časů, který ukazuje na mírné zlepšování problémů v dodavatelských řetězcích (nejlepší hodnota od ledna 2021), a index zásob, který ukazuje (v souvislosti s právě uvedeným nepřekvapivě) na nejvyšší tempo nákupů zásob v historii průzkumu. I přes tyto mírně optimistické zprávy však **pokračovalo výrazné** (v historii průzkumu druhé nejvyšší) **tempo růstu cen vstupů i výstupů**, což indikuje, že inflace je tažena poptávkou, nikoliv problémy v dodavatelských řetězcích, jak se snaží tvrdit ECB. Ano, možná už se blížíme vrcholu inflace, ale ta nejspíš zůstane vysoká i nadále.

Obrázek špatné a **stále se zhoršující situace v německé ekonomice** podává index **IFO**. Tento index se totiž **v prosinci 2021 po šesté v řadě snížil** (z postpandemického maxima **101,7 bodu v červnu 2021** se tak dostal **v prosinci až na 94,7 bodu**, tj. **nejníže od února 2021**). Bylo to, podobně jako v minulých měsících, primárně díky horším **očekáváním**, jejichž pokles na prosincových **92,6 bodu** znamenal, že jsou teď očekávání firem nejpesimističtější od ledna 2021. **Většina respondentů v průmyslu** opět uvedla, že pokračuje tlak na vstupní ceny a že **plánují zvýšit ceny své produkce**.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

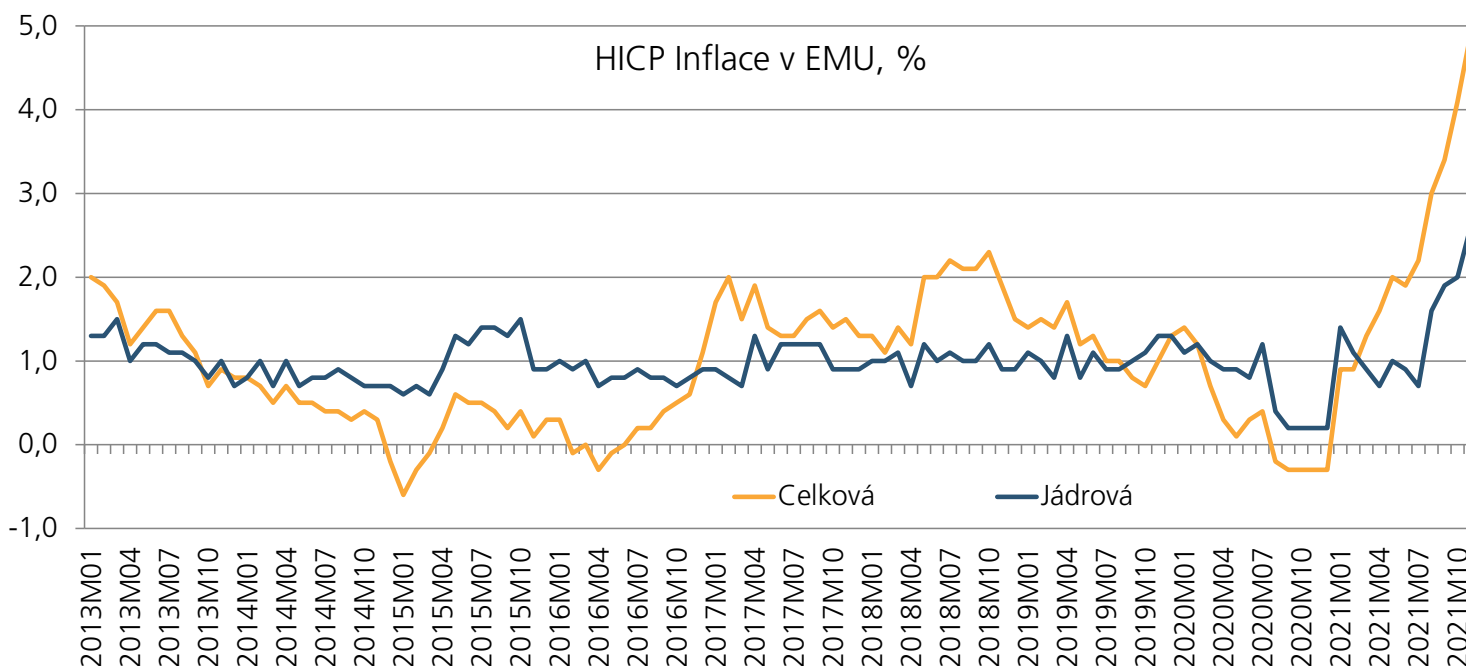
Jiný vývoj v průmyslu ukazuje, jako obvykle, **důvěra v průmyslu** měřená **EK**. Ta byla už v lednu 2021 (-6,1 bodu) lepší než bezprostředně před začátkem pandemie v únoru 2020 (-6,2 bodu), v dalších měsících dále rostla a **v červenci** se dostala až na 14,5 bodu, což bylo **čtvrté nové historické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

V dominantním sektoru služeb se situace vlivem nových restrikcí souvisejících s pandemií COVIDU-19 v prosinci zhoršila. V prosinci totiž **index PMI** ve službách poklesl na osmiměsíční dno 53,3 bodu (vs. listopadová hodnota 55,9 bodu). Nejvíce se zhoršila situace v turistickém sektoru, který zaznamenal skoro stejný pokles jako jsme viděli počátkem roku 2021. Větší **nervozita** nakonec přece jenom **doléhá i na domácnosti**, které donedávna vykazovaly vůči negativním vlivům (inflace, nekončící pandemi) poměrně velkou resistenci. **Důvěra domácností**, která se ve třetím čtvrtletí zlepšila až na průměrných -4,6 bodu, se v listopadu zhoršila na -6,8 bodu a **v prosinci dokonce na -8,3 bodu**, tj. na nejslabší hodnotu od března 2021.

Souhlasně s tím, co naznačovaly cenové subindexy PMI, dále **výrazně zrychlila inflace**. Dle finálních dat totiž **celková inflace v listopadu přidala 4,9 %** (nejvýraznější je vliv cen energií, které jsou meziročně o 27,5 % vyšší), **jádrová** se pak dostala na **2,6 %**. Z velkých zemí je nejvyšší inflace v Německu (6 %) a ve Španělsku (5,5 %), ve Francii a v Itálii je pak o něco nižší (3,9 % v Itálii, 3,4 % ve Francii). Není to ale ještě konec. **Ceny průmyslových výrobků totiž akcelerují a rostou nyní ve všech velkých ekonomikách dvouciferným tempem** přesahujícím 15 % r/r, což se v nejbližších měsících nemůže nepromítnout do spotřebitelských cen.

Na prosincovém zasedání ECB projevila první (hrubě nedostatečné, ale přece jen nějaké) obavy z inflačního vývoje. Sice ústy Lagardeové vyloučila růst sazeb v příštím roce, ale také sdělila, že pandemický program odkupu dluhopisů (PEPP) skončí „již“ v březnu. Na druhé straně však také rozšířila druhý (starší) program odkupu aktiv (APP) o 20 mld. EUR p.m. ve druhém čtvrtletí a o 10 mld. EUR p.m. pro třetí čtvrtletí. V čistém to tedy znamená, že celkové odkupy budou nadále pokračovat, i když v objemech vždy nižších než 90 mld. EUR p.m. (což bylo tempo nákupů aktiv platné po většinu roku 2021). Slova „velmi opatrný tapering“ jsou asi nejlepším možným označením prosincových rozhodnutí ECB.

Tempo růstu spotřebitelské inflace výrazně vzrostlo



EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Trh práce je již na předpandemických úrovních, inflace dále akceleruje. FED se konečně probouzí k životu.

Americká ekonomika ve třetím čtvrtletí na rozdíl od ekonomiky Eurozóny **výrazně zpomalila**. Anualizované mezičtvrtletní tempo růstu dosáhlo totiž dle třetího odhadu jen 2,3 %, 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 1,4 p. b. Popáté v řadě byl negativní příspěvek čistého exportu (-1,3 p. b.), vzrostly naopak zásoby (+2,2 p. b.).

Měsíční data zveřejněná během prosince byla proinflační.

Maloobchodní tržby bez aut a bez paliv vstoupily do 4. čtvrtletí v rychlém tempu, když meziměsíčně přidaly 1,6 % m/m, nejvíce od března 2021. **V listopadu sice tržby přidaly jen 0,2 % m/m**, ale i tak bylo meziroční tempo jejich růstu 16,4 %, a oproti konci roku 2020 byly v listopadu tržby vyšší o (těžko uvěřitelných) 19,9 %. Samozřejmě je to důsledek extrémně volné měnové a fiskální politiky, ale i zlepšujícího se trhu práce. **V listopadu totiž míra nezaměstnanosti (4,2 %)** oproti září (4,8 %) a říjnu (4,6 %) dále poklesla, dostala se tak už dokonce pod úroveň z března roku 2020 (4,4 %) a nedaleko míry nezaměstnanosti z konce roku 2019 (3,5 %). 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 roku 2020 skoro 12 %, **klesla v listopadu na 7,8 %** (říjen 2021: 8,3 %). **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 prosinci týdenní průměr pod 200 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 1,85 milionu. **Růst nominální mzdy** zůstává v anualizovaném tempu poblíž 5 % - **kvartální tempo růstu za září až listopad dosáhlo totiž 1,2 %**.

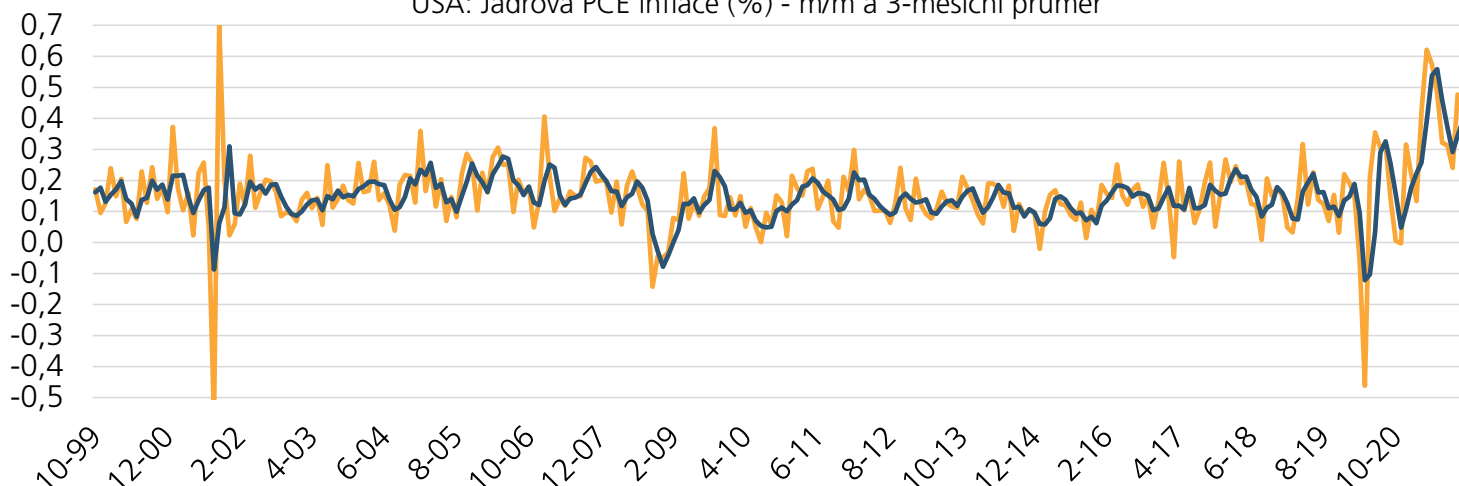
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v listopadu výrazně poskočily, a to o 2,5 %; po revizích minulých měsíců pak rostly (o 0,1 % m/m) i v říjnu. V letošním roce tak zaznamenaly jen dva negativní měsíce, duben (-0,7 % m/m) a září (-0,4 % m/m), meziročně byly v listopadu tedy o bezmála 15 % vyšší. Po vyloučení volatílní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, je obrázek podobný: růst v každém letošním měsíci s výjimkou února (-0,3 % m/m) a **listopadu (-0,1 %)**; meziročně i oproti konci roku 2020 jsou tyto jádrové objednávky vyšší o skoro 13 %. **Průmyslová produkce** v říjnu i v listopadu vzrostla (1,7 % m/m a 0,5 % m/m), meziročně tak byla vyšší o 5,3 %.

Jádrová (PCE) inflace zůstává vysoko. Po letních měsících, během nichž její dynamika zvolnila a v září dosáhla 0,2 % m/m, v říjnu i v listopadu poskočila **jádrová inflace opět výrazněji nahoru**, a to shodně v každém měsíci o **0,5 % m/m**. **V posledních 3 měsících tak vzrostla o 1,2 %**, v posledním pololetí o 2,3 %; meziroční tempo růstu dosáhlo 4,7 %. Celková inflace vzrostla v listopadu oproti říjnu o 0,6 p. b. na 5,7 %. A vzhledem k **vývoji cen vstupů není určité se zvyšováním spotřebitelských cen konec**.

Americká centrální banka se na svém prosincovém zasedání opět posunula jestřábím směrem. Nejenom, že **urychlila očekávaný konec programu odkupu aktiv** (od ledna bude odkupovaný objem měsíčně klesat o 30 mld. USD, tj. konec přijde o několik měsíců dřív, než FED tvrdil v listopadu), ale také nyní očekává **trojí zvýšení sazeb** v roce 2022. Směr cesty je tak jasný, jen rychlost, kterou se FED pohybuje, je stále ve světle inflace moc pomalá. V roce 2022 se to však dle nás změní.

Jádrová PCE inflace opět zrychlila tempo růstu

USA: Jádrová PCE inflace (%) - m/m a 3-měsíční průměr



EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Ekonomický růst pokračuje, s ním a s růstem cen energií akcelerují inflační tlaky. Centrální banka dále rychle utahuje měnovou politiku.

Finální odhad HDP ve třetím čtvrtletí zatím zveřejněn nebyl. Dle druhého odhadu ČSÚ **přidala ekonomika ve třetím čtvrtletí dokonce více**, než bylo tempo jejího růstu 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 klesly.

Měsíční data zveřejněná během prosince byla dobrá – po poklesech v předchozích měsících vzrostla jak průmyslová produkce, tak maloobchodní tržby.

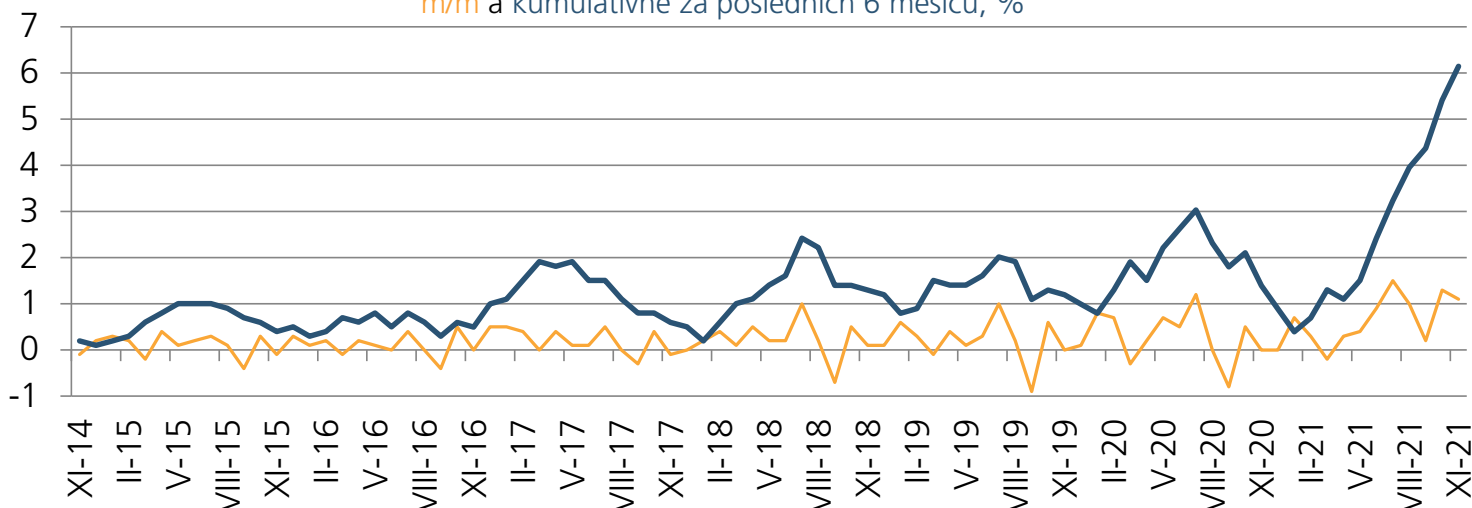
Průmyslová produkce po dvou silných poklesech v srpnu a v září (o 2,1 % m/m a o 3 % m/m) **v říjnu sice vzrostla**, ale jen tak slabým meziměsíčním tempem (**+0,9 % m/m**), že se tempo meziročního poklesu oproti září (–3 %) ještě prohloubilo, a to na –5,1 % (ve zpracovatelské složce průmyslové produkce dokonce na –7 % r/r). Poklesy byly samozřejmě primárně způsobeny situací v automobilovém průmyslu. Vývoj v těchto měsících tak vesměs odpovídal vývoji indexu nákupních manažerů (PMI), který se z hodnot nad 60 bodů v květnu až v srpnu snížil na 55,1 bodu v říjnu. **V listopadu se pak index zlepšil o dva body na 57,1 bodu**, toto jeho zlepšení však bylo způsobeno hlavně vyšší současnou produkcí. Na druhé straně narostl index vstupních cen (na čtyřměsíční maximum) a samozřejmě také výstupních cen (třetí nejrychlejší tempo růstu v historii). Že je poptávka silná, dokazuje také vývoj subindexu mapujícího zásoby hotových výrobků, který klesl na nejnižší hodnotu v historii průzkumu. Prosincový výsledek indexu bude znám až po uzávěrce tohoto vydání, **ale že se situace v průmyslu, zejména jeho výhled, koncem roku moc nezlepšil(a), naznačuje prosincový průzkum důvěry ČSÚ**. Dle konjunkturálního průzkumu ČSÚ totiž **důvěra v prosinci dále klesla**, a to na nejnižší hodnotu od března 2021.

Po silném dubnu (+1,4 % m/m) a zejména květnu (+5,9 % m/m, po revizi) **maloobchodní tržby** v dalších 4 měsících **klesly**, dohromady o více než 2 %. Tyto výsledky byly zvláštní ve světle toho, jak silná byla poptávka domácností dle dat o růstu HDP ve 3Q21 (viz výše). **V říjnu maloobchodní tržby** polovinu tohoto poklesu z předcházejících 4 měsíců vymazaly, když zejména díky silným tržbám v segmentu nepotravinářského a neautomobilového zboží (+2 % m/m) a v segmentu paliv (+2,6 % m/m) **přidaly celkem 1,1 % m/m. Meziročně jsou celkové maloobchodní tržby vyšší o 2,6 %, tržby bez aut, paliv a potravin jsou vyšší dokonce o 12,2 %**.

Silný meziroční růst poptávky a vysokou dováženou inflaci reflektuje česká spotřebitelská inflace. **Měnově-politická inflace** přidala po říjnovém 1 % v listopadu dokonce **1,4 % m/m**, což znamená, že na meziročním základě vzrostla z říjnových 5,6 % na **listopadových 7 %**. Ještě hůř však na tom je **jádrová inflace**, která listopadovým meziměsíčním růstem o 1,1 % zakončila pololetí, ve kterém přidala dohromady 6,15 %. Anualizované tempo jejího růstu tedy přesáhlo 12 % (!).

Poptávková inflace vzrostla v posledním půlroce o více než 6 %

Česká poptávková inflace (=bez paliv, nepřímých daní a potravin),
m/m a kumulativně za posledních 6 měsíců, %



Zdroj: www.czso.cz

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Na prosincovém zasedání tak i vzhledem k neposilující koruně neměla **ČNB** moc na vybranou a musela opět a výrazně utáhnout měnovou politiku. Růstem sazeb o 100 b. b. tak dostala dvoutýdenní reposazbu na 3,75 %, tj. nejvýše od jara 2008. A nejspíš ještě není s utahováním konec. Už jen proto, že ceny vstupů indikují, že s růstem spotřebitelských cen není konec, koruna je stále slabší, než čeká prognóza ČNB, a protože to naznačil jak guvernér, tak další členové BR ČNB. Nejpravděpodobnější je tak další (a na čas poslední) **růst sazeb v únoru 2022** s tím, jak bude představena nová, jestřábější prognóza.

POLSKO

Ekonomika dále roste, inflace podobně jako jinde akceleruje. Centrální banka utahuje měnovou politiku a hodlá v tom pokračovat i v dalších měsících.

Polská ekonomika po silném druhé 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.).

Průmyslová produkce zaznamenala po srpnovém poklesu (o revidovaných 1,2 % m/m) a na rozdíl od české produkce **v září, v říjnu i v listopadu růst**, a to o 0,6 % m/m, 2 % m/m a o 4 % m/m; meziroční tempo jejího růstu dosáhlo 15,2 %. Těchto výsledků dosahuje i navzdory tomu, že **index nákupních manažerů** nedosahuje nijak výrazných hodnot – počátkem 4. čtvrtletí skončil na hranici 53,8 bodu, **v listopadu se mírně zlepšil**, a to na úroveň **54,4 bodu**. Podobně jako v ČR i v Polsku pokračuje firmami reportovaný rychlý růst cen vstupů (společně s jejich stále svízelnou dostupností) a také **růst cen výstupů** (což ostatně, jak popisujeme níže, **reflektují spotřebitelské ceny**).

Reálné maloobchodní tržby poklesly po silném říjnu (+3,6 % m/m) **v listopadu** (reálně a sezonně očištěně) o 1 % m/m; jejich meziroční tempo však zrychlilo z říjnové hodnoty 6,9 % r/r na **listopadových 12,1 %**. Tržbám nadále pomáhá jak trh práce (**míra nezaměstnanosti** klesla v listopadu na **5,6 %**, tj. je již jen o 0,4 procentního bodu nad hodnotou z února 2020), tak **růst mezd**, který dosáhl v polovině čtvrtého čtvrtletí bezmála a 10 % r/r.

Inflace nepolevuje. 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 % **v listopadu** dostala v meziročním srovnání dle finálních dat až **na 7,8 %**. 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. Ukazuje to ostatně **jádrová inflace, která v listopadu přidala 0,4 % m/m** (říjen: +0,7 % m/m) **a dosáhla meziročně 4,7 %**, nejvíce od října 2001. Ceny průmyslových produktů poskočily v listopadu meziročně o 13,4 % (v říjnu to bylo +12,1 %), takže je dost možné, že růst spotřebitelských cen ještě u konce není.

Centrální banka na svém zasedání v prosinci pokračovala v utahování politiky. Vzhledem k tomu, že guvernér Glapinski (ano, ten samý, který ještě koncem léta 2021 mluvil o tom, že sazby zůstanou na nule celý rok 2022 a že inflace je přechodná a jen nabídková) řekl, že inflace se do cílovaného pásma vrátí až koncem roku 2023, nepřekvapí, že došlo k dalšímu utahování měnové politiky. Nejenomže skončilo odkupování aktiv, ale NBP opět zvýšila sazby, a to o dalšího půl procentního bodu na 1,75 %. Z celé tiskovky po zasedání je evidentní, že NBP čeká, že bude v utahování měnové politiky muset i v roce 2022 pokračovat.

MAĎARSKO

Maďarská centrální banka utahuje sazby každý týden, inflace překonala 7 %. Ekonomický růst pokračuje, byť nejspíš mírnějším tempem než v předchozích kvartálech.

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 vzrostly počtvrté v řadě, když v říjnu **přidaly 0,3 % m/m** (po dvou předcházejících měsících, kdy v každém vzrostly o 0,7 % m/m). Meziroční tempo růstu tak dosáhlo 5,8 %, tj. navlas stejné hodnoty jako v září. Že se tržbám vede dobře (v posledním **půlroce vzrostly o více než 3 %**) je dáno trhem práce **a stále velmi volnou fiskální i měnovou politikou**. Prim však hraje trh práce. **Míra nezaměstnanosti** je totiž stále 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. nad historickým dnem ze 4. čtvrtletí 2019. Meziroční tempo **růstu mezd** zůstává podobně jako v Polsku vysoké: **v říjnu dosáhlo 9,1 % r/r** a podobné tempo růstu se čeká také v listopadu (bude zveřejněno v lednu 2022).

Maďarská průmyslová produkce v říjnu konečně po 4 předcházejících měsících poklesu (dohromady o 4,5 %) **vzrostla**. Byl to ale růst jen velice mírný (**+0,3 % m/m**), meziroční tempo tedy zůstalo podobně jako v září (–1,5 % r/r) i v říjnu negativní (–2,7 % r/r), a to dokonce nejvíce od července 2020 (–7,2 %). Podobně jako třeba u nás je to způsobeno primárně nedostatkem komponent a s tím souvisejícími omezeními produkce v automobilovém sektoru. Takový vývoj není nekonzistentní s vývojem indexu nákupních manažerů:

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

PMI v říjnu i v listopadu zůstal sice nad 50, ale nijak výrazně (v říjnu 52,9 bodu, v listopadu 52,2 bodu).

Celková inflace se meziměsíčním růstem o 0,7 % m/m dostala **v listopadu na 7,4 % r/r**, což byla hodnota neviděná od prosince 2007 (7,4 %). Podobně jako v Polsku vzrostly ceny potravin (+0,8 % m/m, 6 % r/r) a ceny pohonných hmot (+2 % m/m, +37,7 % r/r), ale vzrostla také **jádrová inflace**, jejíž meziroční tempo se tak dostalo na **5,3 %**. Vzhledem ke slabosti forintu, vysokým cenám průmyslových vstupů (v říjnu +18,3 %, nejvíce v rámci CEE4) a zhoršujícímu se trhu práce se nedá čekat, že se to hned tak změní.

Centrální banka (MNB) pokračovala v týdenním utahování měnové politiky. Poté, co v říjnu zavedla krátkodobou (týdenní) facilitu na stahování přebytečné forintové likvidity (a už tak dost komplikované měnově-politické instrumentarium dále zkomplikovala), **každý týden** v listopadu a v prosinci tuto **sazbu zvyšovala**. Zatímco ještě 18. listopadu činila týdenní depozitní sazba 1,8 %, **po zasedání 30. prosince už byla 4 %**. Rozdíl mezi „hlavní“ (tříměsíční) sazbou a týdenní sazbou byl koncem prosince 1,6 p. b. Zajímavostí v této souvislosti je, že v prosinci pod vlivem utahování měnové politiky vyhlásil premiér Orbán zmražení sazeb na hypotéky na dobu 6 měsíců (36 % hypoték má totiž variabilní **úrokovou sazbu vázanou na BUBOR**).

ROPA

Poté, co v listopadu pod vlivem obav z nové varianty koronaviru a z hrozících uzávěr ekonomik klesla cena ropy WTI o více než 20 % na zhruba 65 dolarů za barel, se v prosinci s tím, jak se začalo ukazovat, že varianta omikron nebude horší (a dost možná bude mírnější) než varianta delta, cena ropy vrátila nad 75 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

Akciovým trhům se v prosinci dařilo (globální index MSCI All Country World +3,9 %). Za dobrou měsíční výkonností byla spíše setrvačnost pozitivního trendu z celého roku. Mnoho důležitých kurzotvorných informací nebylo zveřejněno. Pro akcie teoreticky negativní oznámení amerického FEDu o dřívějším utahování měnové politiky převážily informace ohledně méně závažné varianty omikron a postupné proočkovávání. Středoevropské trhy se vezly s globálními trhy a také si připsaly slušné +4,4 % zhodnocení (index CECEEUR).

ROČNÍ ZHODNOCENÍ

Globální akciové trhy si v roce 2021 připsaly vysoké 16,8% zhodnocení, měřeno globálním akciovým indexem MSCI All Country World. Z hlavních trhů se nejvíce dařilo USA, neboť hlavní americký akciový index S&P 500 posílil o 27 %. Dobrou výkonnost vykázal také středoevropský region, index CECEEUR +21,9 %. Za vysokými zisky bylo mnoho faktorů. Investoři oceňovali každý kvartál lepší než očekávané výsledky hospodaření společností v USA i Evropě. Překonání odhadů analytiků šlo napříč téměř všemi sektory, včetně největších společností jako Apple, Google nebo Microsoft. Dobrá nálada panovala také díky probíhajícímu očkování proti nemoci COVID-19 a zvládnutelnému počtu hospitalizací. Data s rostoucí proočkováností potvrzovala klesající počet nově nakažených, vážných případů i úmrtí. Právě to vedlo k silným očekáváním ekonomického oživení v následujících měsících. Ze stran centrálních bank v Evropě, USA i Japonska jsme po většinu roku nadále slyšeli potvrzující vyjádření ohledně zachování uvolněných měnových podmínek skrze nízké úrokové sazby a nákupy dluhopisů, a to i přes zvyšující se inflační tlaky. Americké i evropské ekonomice se dařilo dobře, zvláště pak pracovnímu trhu. Americký senát navíc schválil infrastrukturní balíček ve výši 1000 mld. USD, v Evropě byla částka dvojnásobná.

Dobře se také vedlo akciím společností obchodovaných na středoevropských burzách. Oproti vyspělým trhům v Evropě stál za lepší výkonností místních trhů především vyšší podíl bankovních titulů. Rostoucí inflační tlaky vedly ke zvyšování úrokových sazeb centrálními bankami, což by mělo mít pozitivní vliv na úrokové výnosy komerčních bank. Současné očekávání vysokých dividend se promítlo do dobré výkonnosti akcií bank: Erste Bank (+55 %), Komerční banka (+42 %), OTP (+24 %), Nova Ljubljanska Banka (+66 %) atd. Rostoucí ceny silové elektřiny prospívaly akciím ČEZ (+61 %). Dobré výsledky hospodaření po akvizici Coltu a optimistický výhled do budoucích měsíců znamenal vynikající zhodnocení pro akcie České Zbrojovky (+73 %).

V Polsku se výrazně nedařilo on-line tržišti Allegro (-54 %), kupci české společnost Mall, kterému roste konkurence v podobě expandujícího Amazonu a AliExpressu. Nedařilo se ani hernímu společností, které po dobré výkonnosti v roce 2020 zažily v roce 2021 výrazné korekce. Těžař mědi KGHM z důvodu zpomalující ekonomiky Číny ztratil 24 %. Ve skvělé jízdě pokračovaly akcie rumunské skupiny zdravotních zařízení MedLife (+113 %) a producenta vína Purcari (+35 %). K nim se přidaly i akcie banky BRD (+ 19 %).

Rozvíjejícím se akciovým trhům se v uplynulém roce nedařilo. Primárním důvodem byla dobrá výkonnost v roce 2020, a to na základě lepšího se vypořádání s nemocí COVID-19 v Číně. Po proočkování vyspělých zemí se zlepšujícími se výhledy na ekonomickou aktivitu docházelo k uzavírání zisků na asijských akciových trzích. Zároveň v druhé polovině roku přišly propady na základě obav ohledně jednoho z největších čínských developerů Evergrande, který nebyl schopen dostát svým závazkům. Investoři se samozřejmě báli negativního rozšíření na další společnosti a do ekonomiky, což vedlo k dalším propadům akcií. Čínský akciový index CSI300 tak meziročně ztratil -5,2 %. Nedařilo se ani akciím v latinské Americe nebo Turecku, kde se prezident Erdogan snaží implementovat pojetí vlastní ekonomické teorie, jež vedla k meziročnímu znehodnocení turecké liry vůči USD o 79 %. Z rozvíjejících se trhů se tak dařilo

AKCIOVÉ TRHY

pouze komoditně orientovanému ruskému trhu (index RTS\$ +15 %).

Akcie na rozvíjejících se trzích také zakončily rok na pozitivní notě, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal v prosinci 1,62 %. Za celý rok však ztratil 4,6 %, a výrazně tak zaostal za rozvinutými trhy či středoevropskými akciemi. Čínským akciím pomohla v posledním měsíci v roce tamní centrální banka, která se několika cílenými opatřeními (např. snížení min. rezerv) snažila podpořit ekonomiku. Podpora se očekává také na fiskální straně. Index CSI 300 (A-Shares) připsal 2,2 % (meziročně -5,2 %). Lehce v mínusu naopak skončily akcie v Hong-Kongu, což je důsledkem pokračujícího tlaku na technologické akcie a také obav z varianty omikron. O necelých 5 % pak vzrostly akcie v Koreji a Taiwanu. Úspěšný rok podtrhly indické akcie: v prosinci + 2 %, meziročně pak + 22 %. Dařilo se rovněž Latinské Americe, obzvláště mexickým akciím. Turecké akcie se po dramatickém listopadovém propadu stabilizovaly (+4,2 %), ekonomika však nadále čelí velmi vysoké inflaci a nevoli centrální banky zvyšovat úrokové sazby. Napětí na rusko-ukrajinských hranicích se podepsalo na ruských akciích, jež odepisovaly 2,6 %.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Během prosince americká výnosová křivka proti konci listopadu snížila svůj sklon za současného růstu výnosů. Výnosy na krátkém konci (dvouletá splatnost) vzrostly z 0,55 % na 0,75 %, na dlouhém konci však přidaly jen zhruba 10 b. b. (z 1,45 % na 1,55 %). Ohlášení urychlení taperingu ani vyšší očekávané utážení měnové politiky, které FED rovněž v poslední prognóze naznačil, s výnosy nic zásadnějšího neudělalo.

Na německých vládních dluhopisech jsme viděli mírný paralelní posun křivky nahoru. Dvouletý výnos vzrostl o 12 b. b. a vrátil se tak na -0,6 %, desetiletý výnos vzrostl o 15 b. b. na -0,2 %. Byl to tedy v podstatě návrat na hodnoty z října 2021.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně i v USA byl v prosinci s výjimkou korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v dolarech vývoj nudný – u tzv. total return indexu (TRI) nedošlo k prakticky žádným změnám. U dolarových instrumentů spekulativního stupně zaznamenal TRI po dvou předcházejících měsících poklesu (o 0,4 % v říjnu a o 1,1 % v listopadu) v prosinci růst o 2,1 %.

V posledních dvou měsících došlo k růstu vnímání rizika na trhu, a to jako důsledek obav ze sílící pandemie a sílící inflace. U investičních dluhopisů denominovaných v EUR narostly prémie o 17,6 % v listopadu a o 4,8 % v prosinci, u spekulativních dokonce o 27,6 % v listopadu (a svým poklesem o 1,7 % v prosinci na celkovém růstu nic nezměnily). Je tak až s podivem, že se dluhopisové výnosy nezměnily přece jenom více.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

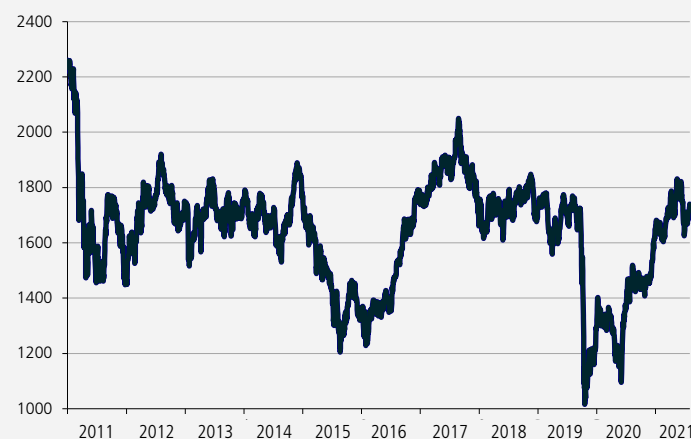
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS

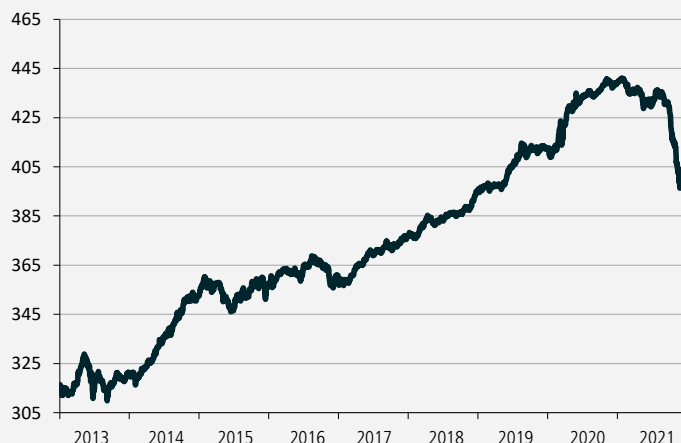


CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY
INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ
BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND

Zdroj: Bloomberg
DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka poté, co během listopadu přešla do inverze, svůj inverzní sklon během prosince 2021 dále zvýšila. Další růst sazeb ČNB v prosinci zvedl krátký (dvouletý) konec z 3,05 % koncem listopadu na 3,65 % koncem prosince, na střední části křivky vzrostly (pětileté) vládní výnosy o 45 b. b. na 3,3 % a na dlouhém konci desetileté výnosy o 30 b. b. na 2,9 %. Ceny vládních dluhopisů tak napříč splatnostmi v posledním měsíci roku svorně klesaly, a uzavřely tak pro trh českých státních obligací značně negativní rok. V tom se musely vyrovnat s kumulativním nárůstem měnově-politických sazeb ČNB z 0,25 % na 3,75 % a očekáváním pokračování tohoto cyklu i v roce 2022. Výsledkem byla meziroční ztráta ve výši bezmála 10 % (-9,7 %), měřeno indexem Bloomberg Czech Govt All – největší v historii 22 let a dvojnásobná proti dosavadní rekordní roční ztrátě.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská křivka během prosince výnosově narostla. Vlivem dalšího růstu sazeb polské centrální banky a vlivem inflace, která živí obavy trhu, že další rychlý růst sazeb bude následovat, narostly výnosy na všech splatnostech – dvouleté na 3,4 % (+50 b. b. oproti konci listopadu), pětileté na 4 % (+75 b. b.) a desetileté na 3,65 % (+55 b. b.)

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

Prosincový vývoj na poli tureckých aktiv byl vpravdě spektakulární. Po listopadovém 37% oslabení turecké liry nabrala tato horská dráha v prosinci ještě strmější sklon. Kurz liry proti euru se v jednu chvíli přehoupl přes hranici 19 TRY za EUR a od začátku roku tak oslabil o 113 %, aby následně o 37 % posílil v reakci na vyhlášené kompenzační schéma pro domácí střadatele. To jim bude kompenzovat právě klesající kupní sílu lokální měny. Oznámení tohoto kroku bylo doprovázeno masivní intervencí centrální banky (prodala přes 7 mld. USD za týden) a vzhledem k absenci zahraničních investorů a nízké likviditě se kurz na chvíli vrátil k úrovni 12 TRY/EUR. Nicméně při pohledu na celkovou úroveň devizových rezerv centrální banky (12 mld. USD) a tomu, že zhruba 50 mld. USD má napůjčováno prostřednictvím měnových swapů od domácích či zahraničních bank (celkové čisté rezervy jsou záporné), je takový objem intervencí neudržitelný. Měna tak poté opět slábla (k prvnímu týdnu v lednu činil propad po intervencích 30 %). Posílení liry jsme využili k prodeji zbytku pozice ve fondu. Náš bezprostřední výhled na turecká aktiva zůstává i nadále negativní.

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 probíhající 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 pokračujícímu poklesu cen ukrajinských aktiv. Rusko soustavně zvyšuje 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, aby přimělo vrcholné politiky k upuštění od myšlenky jejího plného začlenění do struktury NATO. Výnosy ukrajinských dluhopisů tak opět mírně vzrostly. Ukrajinská měna se po listopadovém oslabení mírně zklidnila, konec roku nicméně zakončila na slabších úrovních.

DLUHOPISOVÉ TRHY

MĚNY

Dolar proti euru poté, co během listopadu vlivem očekávání dřívějšího utažení měnové politiky v USA nežli v Eurozóně výrazně posílil (v jednu chvíli až na 1,12), v prosinci už dále neposiloval, nýbrž jenom osciloval bez jakékoliv tendence mezi 1,125 a 1,135 USD/EUR.

U středoevropských měn byl prosincový vývoj nesourodý. na jedné straně stála v prosinci **česká koruna**, která po prosincovém utažení měnové politiky, a hlavně po ohlášení guvernéra Rusnoka, že sazby půjdou nahoru už jen jednou (a že nepřekročí hranici 5 %), posílila konečně pod 25 korun. Koncem prosince se dokonce dostala pod hranici 24,90 CZK/EUR, kde nebyla od února 2019. Naopak, zlotému ani forintu se v prosinci moc nedařilo. **Zlotý proti euru** se během celého měsíce držel nad hranicí 4,60 PLN/EUR, maďarský **forint** dokonce v prosinci opět atakoval historická minima, kdy se v jednu chvíli obchodoval za skoro 370 forintů za euro.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na pokračování růstu českých dluhopisových výnosů máme stále nejméně čtveřici důvodů. Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády, kdy nová vláda musí pracovat s přebíraným neutěšeným fiskálním stavem. Deficit za prvních jedenáct měsíců přesáhl 400 mld., což z něj činí deficit historicky nejvyšší, pro rok 2022 MF ČR původně plánovalo rozpočet s deficitem 376,6 mld. Nově vznikající vláda připravuje rozpočtovou konsolidaci a již letošní schodek chce redukovat, manévrovací prostor má však omezený. Jinými slovy, o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat zrovna nemusí. Zadruhé, Česká republika vykazuje vysokou inflaci v její poptávkové složce, která je nyní skoro na 8 %. Zatřetí, po dosažení 4,5 až 5 % v únoru 2022 zůstanou sazby ČNB takto vysoké nejméně celý rok 2022, dost možná i v roce 2023. Začtvrté, poptávkové tlaky jsou vysoké v USA a sílí dokonce už i v historicky dezinflační Eurozóně, kde jádrová inflace není příliš vzdálená od hranice tří procent a trh práce je poblíž předpandemické úrovně. Je tak velmi pravděpodobné, že v roce 2022 jak FED, tak ECB přistoupí k růstu sazeb.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb je snad pouze domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopný absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se domníváme, že české výnosy budou ještě dále růst.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I polské dluhopisy mají nakročeno k dalšímu růstu. Inflace je vysoko, polská centrální banka s ní bude bojovat ještě déle než ČNB (ta už většinu zvyšování uskutečnila) a vnější vlivy platné pro vývoj dluhopisů v ČR budou platit i pro Polsko. V Polsku se navíc přidává nervozita plynoucí z eskalace vztahů mezi Polskem a EU.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA A TURECKO

Pozitivem při pohledu na ukrajinská aktiva je schválené financování ze strany IMF. To je, i přes nižší schodek státního rozpočtu vlivem silnějšího výběru daní, pro Ukrajinu stále velmi důležité. S nastupující zimou nicméně přetrvává špatná pandemická situace a případné restriktce (vzhledem k pomalému tempu očkování) budou na tamní ekonomiku dopadat negativně. Pozitivem pro měnový kurz bude pokračující silný export v důsledku rekordní zemědělské úrovně, podporující vývoj běžného účtu platební bilance. Nutnou podmínkou je nyní nicméně deeskalace geopolitického napětí. Tomu by mělo pomoci bilaterální jednání ruského a amerického prezidenta, **případně představitelů NATO**.

Volatilita turecké liry je i nadále vysoká a dopady do inflačních očekávání či cen výrobních vstupů a do inflace budou značné a dlouhotrvající. Začátkem ledna byla publikována inflační data za prosinec; meziroční inflace dosáhla 36 %, růst cen ve výrobním sektoru pak těžko uvěřitelných 80 %. Turecké výnosy zůstávají nad dvaadvaceti procenty. 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, bez nejmenší ochoty zvýšit úrokové sazby. Klesající popularita prezidenta Erdogana, který by nyní dle průzkumů ve druhém kole prezidentských voleb neuspěl, pak přinese další populistická opatření a represe proti opozici.

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** došlo v posledních měsících k přivření inflačního diferenciálu mezi USA a v Eurozónou a centrální banka v USA je utažení měnové politiky mnohem blíže než ECB (byť i ECB se během posledních dvou měsíců roku 2021 posunula blíž ke zpřísnění politiky). To nás vede k přehodnocení očekávání a nyní tak předpokládáme v prvním pololetí 2022 oscilaci dolaru mezi 1,10 a 1,15 USD/EUR, s riziky spíše k silnějšímu dolaru.

Koruna v roce 2022 posílí setrvale pod hranici 25 korun, ale nedomníváme se, že se naplní listopadová prognóza ČNB (posílení na 24 korun ve druhé polovině roku 2022). Proti takovému posílení bude stát trojice faktorů, jež budou českou měnu v rozletu brzdit. Zaprvé, její překoupenost. Koruna je i skoro pět let po ukončení devizových intervencí překoupená. Zahraniční investoři ji totiž nadále drží ve velkých objemech: v říjnu 2020 kupř. zahraniční investoři drželi za 660 mld. korun (tj., 29 % všech) českých státních dluhopisů. Koncem intervencí v dubnu 2017 to bylo 693 mld. korun (40 %), při jejich začátku na podzim 2013 to bylo 172 mld. korun (11 %).

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

S každým, byť mírným posílením koruny budou tito investoři chtít z koruny ven, zejména s ohledem na ztráty, které na českých dluhopisech v posledních měsících utrpěli (pětiletý český dluhopis, jehož výnos byl před rokem pod procentem, je nyní na výnosu 3,3 %). Zadruhé: recese. I když se mnoho pozorovatelů tváří, že dramatické utážení měnové politiky z konce roku 2021 odstraní inflaci jaksi samovolně a bezbolestně ([průměr očekávání 14 institucí](#) ohledně tempa růstu HDP v roce 2022 je stále na neuvěřitelných čtyřech procentech...), je nabíledni, že bez podstatného dopadu na hospodářský růst se ono utážení prostě neobejde. Sazby na dvacet let neviděných úrovních (5 %) ve druhé polovině roku společně s růstem cen energií prostě nemohou nezpůsobit recesi. A to není pro korunu pozitivní. Ne, koruna skutečně není švýcarský frank střední Evropy. A zatřetí, horší vnější makroekonomické poměry. Dvanáctiměsíční přebytek běžného účtu se snížil k pouhým 27 miliardám, a to jako hlavně jako důsledek slabého vývozu (automobilky) a silného dovozu. V roce 2022 se tento trend moc nezlepší, vinou čehož bude fundamentální tlak na posílení koruny jen minimální.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty silnější, než jaké vidíme dnes. Polská centrální banka sice již začala měnovou politiku zpříšňovat, ale prozatím stále jede jen na „čtvrt potřebného plynu“. Dle nás však již brzy přeřadí na vyšší rychlost. Rychlejší utahování měnové politiky není v Polsku omezováno, podobně jako v ČR, polská centrální banka navíc bývala historicky nejvíce jestřábí v regionu. Pokud s rychlejším zpříšňováním politiky začne, posune se polský zlotý v roce 2022 k nebo pod 4,50 PLN/EUR. Proti většímu posilování bude působit politika a handrkování se s EU.

Maďarskému forintu zatím ani utahování měnové politiky moc nepomohlo. I když je mezibankovní sazba (BUBOR) nad 4 %, forint atakuje historická minima. Problémem je evidentně volatilní politické prostředí, zejména v kombinaci s parlamentními volbami plánovanými pro rok 2022. Forint tak nejméně v první polovině roku 2022 moc neposílí, na návrat pod 360 HUF/EUR by však úroková podpora centrální banky stačit měla.

AKCIOVÝ TRH

Výhled na výkonnost globálních akciových trhů je stále nejistý. Nové mutace viru a stále nedostatečná proočkovanost v mnoha zemích skrývá riziko v možných lockdownech. To by znamenalo další možná restriktivní opatření, s dopadem do ekonomik, hospodaření domácností a společností. Scénářů pro příchozí mutace je mnoho, kdy některé mohou mít větší rezistenci 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, a v geopolitických vztazích. Pravděpodobně může dojít ke kompresi ziskových marží, dané především růstem mzdových, materiálových a energetických nákladů, které společnosti nebudou schopné plně promítnout do cen produktů. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již z velké části zaceněno očekávání 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 nadále jedním z nejlevnějších regionů. Nejvyšší růstový potenciál v rámci střeoevropského regionu ve střednědobém horizontu vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy 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 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