

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA - S&P 500	-8,39 %	USA	-0,88 %	USD/EUR	-2,33 %	Ropa Brent	-6,54 %
Evropa - DJ Stoxx 600	-8,15 %	Evropa	-1,89 %	CZK/USD	2,50 %	Zemní plyn	-33,41 %
Japonsko - Nikkei225	-3,25 %	ČR	-1,22 %	CZK/EUR	0,13 %	Sil. elektřina	23,21 %
MSCI Emer.Mark.	-7,15 %	Polsko	-1,18 %	PLN/EUR	2,54 %	Zlato	-1,92 %
ČR - PX	-4,44 %	Maďarsko	-4,06 %	HUF/EUR	-0,20 %	Stříbro	-6,48 %
Polsko - WIG30	-7,76 %	Turecko*	3,62 %	TRY/EUR	-0,55 %	Měď	-12,56 %
Maďarsko - BUX	-0,40 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Navzdory slabším předstihovým indikátorům se ECB konečně přestala tvářit, že inflace není problém, a začíná indikovat brzké utažení měnové politiky.

Finální revize dat o HDP za 1. čtvrtletí potvrdila, že ekonomika Eurozóny zůstala v černých růstových číslech i v 1. čtvrtletí 2022. Růst byl dokonce revidován nahoru z +0,3 % na +0,6 % q/q, což bylo vzhledem k problémům v průmyslu a k růstu cen energií velké překvapení. Z velkých ekonomik na tom byla v prvním čtvrtletí růstově nejhůře Itálie s Francií (+0,1 %, resp. -0,2 % q/q), nejlépe pak Španělsko (+0,3 % q/q) a Německo (+0,2 % q/q). Ve struktuře mezikvartálního růstu dominovaly zásoby (příspěvek +0,6 p. b.) a čistý export (+0,4 p. b.), podruhé v řadě poklesl příspěvek poptávky domácností (-0,3 p. b.). Velký kladný příspěvek od zásob v prvním čtvrtletí samozřejmě představuje negativum pro růst v dalších čtvrtletích.

Data, která byla v EMU v průběhu června 2022 zveřejněna, byla slabší, zejména na úrovni předstihových indikátorů.

Maloobchodní tržby po relativně slabém, ale růstovém prvním čtvrtletí nezačaly druhý kvartál dobře. V dubnu totiž vinou velkého poklesu v Německu (-5,4 % m/m) maloobchodní tržby poklesly o 1,3 % m/m, jejich meziroční tempo růstu počátkem 2. čtvrtletí dosáhlo 3,9 %. **Oporu tak tržby nacházejí v trhu práce, jemuž se letos vede dobře.** Sezonně očištěná míra nezaměstnanosti je meziročně nižší o 1,4 p. b., a drží se pod 7 %: v květnu se dokonce dostala na novou nejnižší hodnotu (6,6 %) v celé dosavadní historii EMU. Nejnižší z velkých zemí je nezaměstnanost samozřejmě v Německu (2,8 %), nejvyšší ve Španělsku (13,1 %). Objevují se i první náznaky, že utažený trh práce se začíná zrcadlit ve mzdách – v prvním čtvrtletí [vzrostl index sjednaných mezd](#), který sleduje ECB, o 2,8 % r/r, což bylo nejrychlejší tempo od 1. čtvrtletí 2009. Dost možná se díváme na začátek akcelerace tempa růstu mezd. Pokud je tomu tak, je to nepřijemná zpráva pro ECB.

Průmyslová produkce po slabém konci 1. čtvrtletí (březnový pokles o 1,4 % m/m) začala druhý kvartál mírným růstem o 0,4 % m/m, a to zejména díky dvouprocentnímu růstu ve Španělsku a růstu tempem přesahujícím jedno procento m/m v Německu (1,3 %) i v Itálii (1,6 %). Meziroční tempo však ukazuje, že průmyslu se v posledním roce moc dobře nevedlo – pokles o 2 % oproti dubnu 2021 byl největší meziroční propad od října 2020 (-3,9 % r/r).

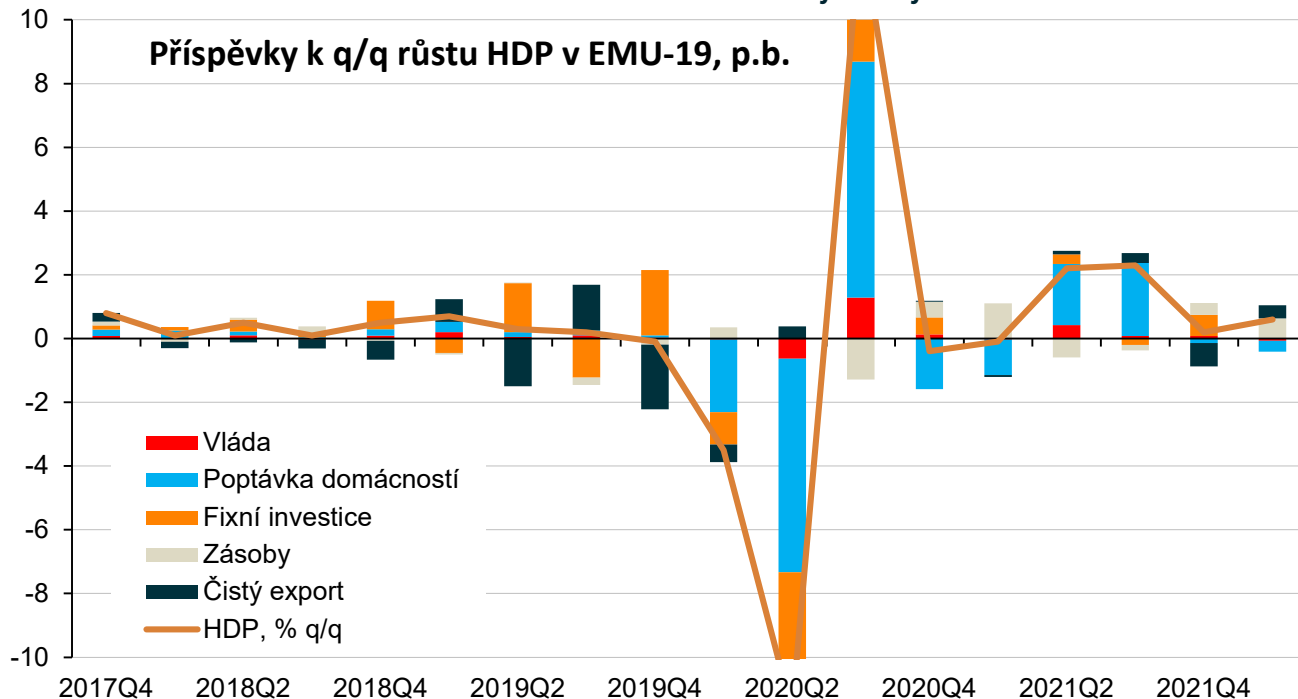
Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se v červnu 2022 dále zhoršil, když poklesl na 52 bodů, tj. nejnižší za bezmála dva roky. Důvodem zpomalení byl fakt, že poprvé za dva roky klesla produkce, což se v dalších měsících bude nejspíše opakovat, neboť klesly nové objednávky. Německý PMI ve zpracovatelském průmyslu poklesl na 52 bodů, nejnižší od července 2020. Lehce odlišný vývoj než u PMI pozorujeme u indexu IFO, který mapuje podmínky v největší ekonomice Eurozóny. Sub-index hodnotící stávající situaci se v červnu (99,3 bodu) oproti květnu (99,6 bodu) prakticky nezměnil a zůstal tak na dohled sta bodů (tj. zhruba 3 body nad dlouhodobým průměrem). **Sub-index hodnotící očekávání je po březnovém propadu stále nízký** – po zlepšení z 84,8 bodu v březnu na 86,8 bodu v dubnu se na prakticky stejné hodnotě (85,8 bodu) udržel i v červnu.

V dominantním sektoru služeb se situace dle předběžných dat o PMI v červnu také výrazně zhoršila. Index totiž poklesl na nejnižší hodnotu (52,8 bodu) za 5 měsíců. Důvodem zhoršení celého indexu bylo zhoršení nových objednávek, jejichž sub-index poklesl na druhou nejslabší hodnotu od doby, kdy v květnu 2021 začalo postcovidové ožívání. Dle respondentů se po obrovském skoku v předchozích měsících zastavil růst v turismu, na nejnižší úroveň od října 2020 se zhoršila očekávání na nejbližších 12 měsíců. Na inflaci se však nic zásadního nezlepšilo, byť k malému snížení tempa růstu výstupních i vstupních cen došlo. Že se ve službách situace zhoršuje dává tušit i spotřebitelská důvěra měřená Evropskou komisí, která se červnovým poklesem na -23,6 bodu dostala na dohled minima z covidového dubna 2020 (-24,4).

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Růstu v 1. čtvrtletí dominovaly zásoby

Zdroj: ECB, dostupné [ZDE](#).

Ani v květnu a v červnu se růst spotřebitelských cen nezastavil, právě naopak. Dle finálních dat totiž květnová inflace přidala +0,8 % m/m a tedy +8,1 % r/r, v červnu dle předběžných dat +0,8 % m/m, resp. +8,6 % r/r. U ostře sledované jádrové inflace došlo díky poklesu v Německu (snížily se dopravní náklady díky zlevněnému jízdnému na dráze a zastropování cen paliv) ke snížení z květnových 3,8 % na 3,7 % r/r. Z velkých zemí byla v dubnu nejvyšší inflace ve Španělsku (10 %), nejnižší pak ve Francii (6,5 %). Smutným rekordmanem v rámci Eurozóny je Estonsko, kde je inflace 22 %; na Slovensku pak dosahuje nyní bezmála 12,5 %. Ve všech zemích Eurozóny je inflace vysoko nad cílem ECB. **Dále také rychle rostou ceny průmyslových producentů**, které v dubnu v Eurozóně přidaly 29,1 % r/r a jejichž růst se dle předběžných informací z některých členských zemí EMU nezastavil ani v květnu.

Na červnovém zasedání ECB definitivně hodila holubičí ručník do ringu, když vcelku jasně řekla, že v červenci poprvé od roku 2011 zvýší sazby o 0,25 p. b. a v září možná i o půl procentního bodu. Na tuto jestřábi otočku zareagovaly (hlavně periferní) dluhopisové trhy, jejichž výprodej (Itálie) přinutil ECB k mimořádnému červnovému zasedání a oznámení, že pracuje na tzv. „antifragmentačním plánu“. Což ale nebude nic jiného než selektivní nákup aktiv jižních států à la OMT.

USA

Trh práce je nadále silný, inflace stále vysoko. FED utahuje sazby tempem neviděným od roku 1994.

Třetí odhad růstu HDP v 1Q22 potvrdil první data, tj. ukázal (lehce překvapivý) pokles ekonomiky. Americká ekonomika totiž v prvním čtvrtletí letošního roku poprvé od pandemického druhého čtvrtletí 2020 zaznamenala pokles, byť jen mírný (dle třetího odhadu -1,6 % q/q anualizovaně). Důvodem poklesu byl výrazně silný růst dovozu, který růstu ubral 2,7 p. b., a pokles zásob (-0,4 p. b.). Není to však takové zklamání, jak by se mohlo zdát. Po předchozích dvou čtvrtletích, v nichž byl příspěvek od zásob výrazně kladný (2,2 p. b. ve 3Q21 a 5,3 p. b. ve 4Q21), totiž bylo možné negativní příspěvek od zásob očekávat, podobně jako byl vzhledem k silné domácí poptávce pravděpodobný negativní příspěvek od dovozu.

Měsíční data zveřejněná během června 2022 byla nadále smíšená.

Reálné maloobchodní tržby v posledních měsících zpomalily, na meziměsíční bázi v květnu ubraly 1,2 % a jejich meziroční tempo se tak dostalo do záporných čísel; v březnu až květnu tak poklesly dohromady zhruba o procento. V květnu míra nezaměstnanosti stejně jako ve dvou předcházejících měsících dosáhla hodnot (3,6 %) z konce roku 2019 (3,5 %) a trh práce je tudíž ve stavu plné zaměstnanosti. Nízké jsou nadále 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

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

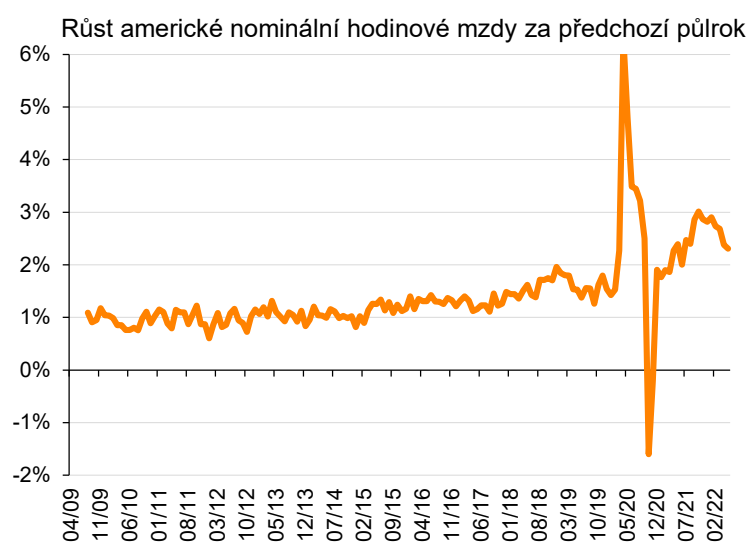
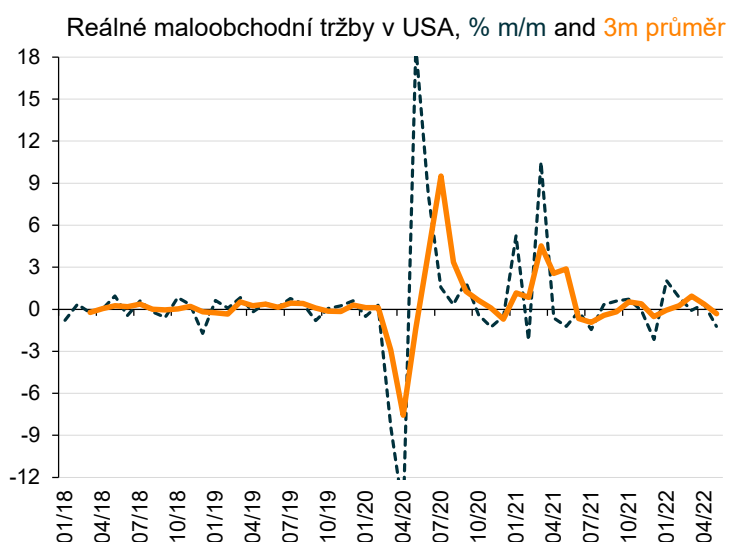
roku skoro 12 %, sice po poklesu v březnu 2022 (6,9 %) vzrostla v dubnu (7 %) i v květnu (7,1 %), i tak je srovnatelná se situací před COVIDEM-19 (prosinec 2019: 6,7 %). **Na „tokových“ datech z trhu práce pozorujeme stabilizovanou situaci.** U prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti dosáhl v červnu 2022 týdenní průměr lehce přes 230 tis., u pokračujících žádostí jsme v polovině června 2022 zaznamenali pokles na 1,3 milionu. Pokračuje rychlá tvorba pracovních míst – **za březen, duben a květen vytvořila americká ekonomika 1,123 mil. nových pracovních míst v soukromém sektoru.** Trochu překvapivě tak v této situaci i s ohledem na vysokou inflaci působí fakt, že zpomalil růst nominálních mezd – za poslední půlrok do května vzrostla nominální hodinová mzda o 2,3 % (v říjnu minulého byl přítom tento pololetní růst 3 %).

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v letošním prvním čtvrtletí vzrostly o více než 3 % oproti konci minulého roku, ve druhém se jim daří také dobře. V dubnu totiž přidaly 0,4 % m/m a v květnu 0,7 % 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 také velmi dobrý: růst v prvním čtvrtletí o 2 %, v prvních dvou měsících druhého čtvrtletí pak o 0,3 % a 0,5 %. **Není divu, že se objednávkám daří** – průmyslová produkce se silným růstem v každém z prvních pět měsíců letošního roku (+1,4 % m/m v dubnu, +0,25 % v květnu) dostala v květnu na meziroční tempo růstu 5,8 %.

Jádrová (PCE) inflace zůstává vysoko, její měsíční dynamika ale lehce zpomalila. Zatímco v posledních třech měsících 2021 přidala vždy 0,5 % m/m, v posledních čtyřech měsících do května 2022 včetně už „jen“ +0,3 % m/m. Za poslední půlrok tak vzrostla o 2,3 % a meziročně je jádrová cenová hladina vyšší o 4,7 %. Celková inflace poklesla z březnových 6,6 % na dubnových i květnových 6,3 %. Vzhledem k vývoji cen producentů (v květnu + 10,8 %) a ke stavu trhu práce se však dá čekat, že se zvyšováním spotřebitelských cen ještě konec není.

Americká centrální banka na zasedání v červnu zvýšila sazby nejvíce od roku 1994 (o 0,75 p. b.), a naznačila, že koncem roku se mohou sazby dostat i výrazně nad 3 %. To byla vcelku panická reakce centrální banky, která byla ještě před půlrokem v úplném klidu, neboť „inflace je přechodná“. Na tiskovce pak Powell řekl, že FED je odhodlán udělat vše, co je nutné, aby se „obnovila cenová stabilita, podloží ekonomiky“. **Během června se pak objevila vyjádření dalších bankéřů FEDu, že i následující zasedání může přinést zvýšení sazeb o 75 b. b.**

Reálné maloobchodní tržby zpomalily, stejně jako nominální růst mezd



Zdroj: maloobchodní tržby ZDE, růst mezd ZDE.

CEE3

ČR

ČNB dále zvyšuje sazby, stále však tempem pomalejším, než jaké jí doporučovala květnová prognóza. Data jsou přitom ve srovnání s onou prognózou pro-inflační.

Finální data o HDP v 1Q22 potvrdila, že ekonomice se v prvním čtvrtletí vedlo výtečně, růstu cen navzdory. **V prvním čtvrtletí přidala ekonomika 0,9 % q/q, což bylo o 0,2 p. b. více než v prvním odhadu a o 0,1 p. b. více než ve čtvrtém čtvrtletí minulého**

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

roku. Meziroční tempo růstu pak dosáhlo +4,9 %. V mezičtvrtletním srovnání byl největší příspěvek ze strany hrubé tvorby fixního kapitálu, který vzrostl o 2,9 % q/q, a ze strany čistého vývozu (vývoz přidal 3 % q/q, dovoz 2,3 % q/q). Poptávka domácností podruhé v řadě poklesla, a to o rovné procento q/q. Míra úspor domácností zůstala vysoko, když v 1. čtvrtletí 2022 dosáhla 16 %. To je skoro 4 p. b. nad dlouhodobým před-pandemickým průměrem.

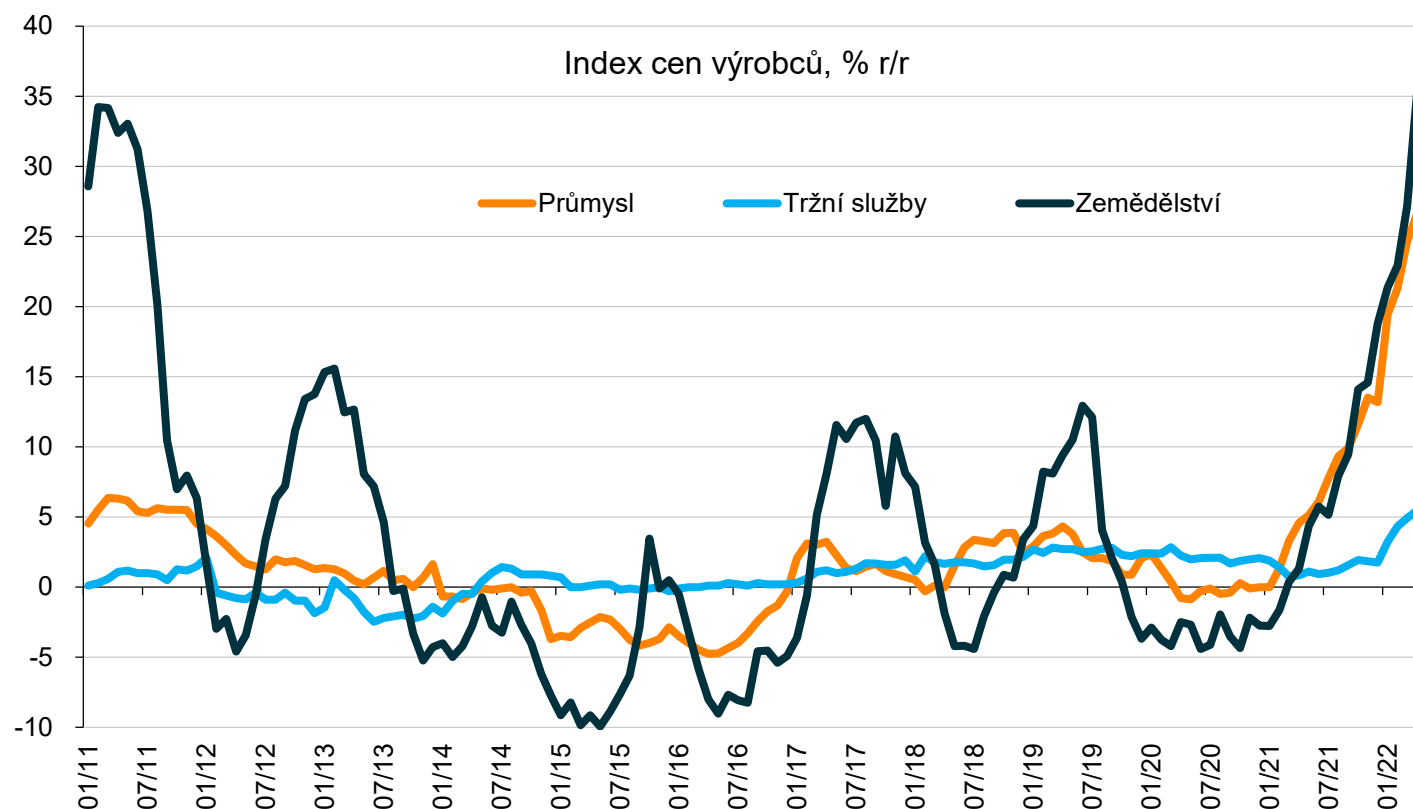
Měsíční data zveřejněná během června 2022 byla slabší, zejména u předstihových indikátorů.

Průmyslová produkce v prvním čtvrtletí vzrostla reálně mezičtvrtletně o 2,3 %, meziročně pak byla vyšší o 0,4 %. Jak napsal ČSÚ, „celé první čtvrtletí roku 2022 bylo charakterizováno růstem produkce v naprosté většině odvětví na straně jedné a pokračujícími problémy ve výrobě motorových vozidel a navazujících odvětvích na straně druhé“. Nejvyšší příspěvek k meziročnímu růstu průmyslu v 1. čtvrtletí zaznamenala výroba elektrických zařízení (příspěvek +0,4 p. b., růst o 5,3 %) a výroba strojů a zařízení (příspěvek +0,4 p. b., růst o 5,1 %). Výroba motorových vozidel pak ubrala celkovému výsledku 2 p. b., odvětví zaznamenalo meziroční pokles o 10,3 %. **Začátkem 2. čtvrtletí poklesla produkce o 0,8 % m/m a potření v řadě bylo tempo jejího meziročního růstu záporné (-3,8 % r/r).** Meziroční tempo bylo dle ČSÚ ovlivněno „především vysokou srovnávací základnou – před rokem jel celý průmysl po ukončení covidových omezení na plné obrátky, a to včetně výroby automobilů.“

Že se ale v průmyslu neblýská na výrazně lepší časy ukazuje index PMI. Průměrná hodnota PMI v 1. čtvrtletí 2022 byla 56,7 bodu, v dubnu však jen 54,4 bodu a v květnu dokonce jen 52,3 bodu, tj. nejnižší od října 2020. Důvodem zpomalení bylo jak zpomalení skutečné stávající produkce (dle respondentů se objevilo dokonce rušení objednávek kvůli solvenci odběratelů či nedostatku materiálu), tak třetí pokles v řadě u nových objednávek; květnový pokles objednávek byl nejhlubší od června 2020. **Pokles exportních objednávek byl dokonce nejhorší za dva roky.**

Až bizarně tak ve světle dat o PMI vyzněl květnový průzkum důvěry ČSÚ u firem – dle konjunkturálního průzkumu ČSÚ totiž důvěra firem v květnu opět výrazně vzrostla, a to téměř na historické maximum (dosáhla 20,3 bodu). To je ve světle problémů s komponenty a s válkou na Ukrajině velmi překvapivé. Červnový průzkum pak přinesl jistou normalizaci tohoto nepochopitelného obrázku – důvěra firem klesla z 20,3 bodu v květnu na 15,9 bodu v červnu, i tak však zůstala její hodnota nad dlouhodobým průměrem. U domácností tomu je jinak (a zhruba dle očekávání v situaci dvě desetiletí neviděné inflace a války na Ukrajině) jejich důvěra dále propadá. V květnu (-31 bodů) i v červnu (-32 bodů) se tak důvěra dostala na dohled historickému minimu (-32,5 bodu) z května 2012. **Vývoj maloobchodních**

Výrazný růst cen všech producentů indikuje, že inflace hned tak nezmizí.



Zdroj: www.czso.cz, dostupné v tabulce 1.1 ZDE.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

tržeb však takovému pesimismu zatím neodpovídá - počátkem 2. čtvrtletí na meziměsíčním základě reálně stagnovaly, stejně jako stagnovaly v posledních šesti měsících.

Česká spotřebitelská inflace i v polovině 2. čtvrtletí opět zrychlila. Poté, co v lednu 2022 dosáhlo meziměsíční tempo růstu spotřebitelských cen historicky bezprecedentních 4,4 % a v únoru stále vysokých 1,3 %, vzrostly spotřebitelské ceny výrazně i v březnu (+1,7 % m/m), v dubnu a v květnu (shodně +1,8 % m/m). Meziroční tempo (+16 %) se dostalo na více než dvacet let neviděné hodnoty. Měnově-politická inflace dosáhla 15,7 %, jádrová inflace pak 13,9 %. Ještě horší je, že jen za poslední půlrok do května vzrostla poptávková (jádrová) inflace o 7,2 %, tj. anualizovaně tempem výrazně dvouciferným. Vzhledem k pokračujícímu růstu cen producentů se přitom nedá čekat, že jsme již na vrcholu – ceny průmyslových výrobců vzrostly v polovině 2. čtvrtletí o 27,9 %, zemědělských producentů pak o 39,2 %. Po dlouhé době se zvedly i jinak netečné ceny tržních služeb, které v květnu meziročně přidaly 5,8 %.

Zasedání ČNB 22. června přineslo další nárůst sazeb, a to o 1,25 p. b. na 7 %. Vzhledem k tomu, že všechna data od květnové prognózy, která navíc volala po růstu sazeb až přes 8 %, byla proinflační (sama ČNB zmínila 5 pro-inflačních faktorů: vyšší růst cen doma i v zahraničí, prudké zdražení energií a komodit, zejména v souvislosti s obavami ze zastavení dodávek z Ruska, slabší kurz koruny, hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání u 2 % cíle ČNB, méně restriktivní působení fiskální politiky v letošním a příštím roce), je překvapivé, že nedošlo k růstu ještě výraznějšímu. Ani nová Bankovní rada pod vedením Aleše Michla a doplněná v červnu o Jana Fraitu, Evu Zamrazilovou a Karinu Kubelkovou, si tak nebude moct dopřát luxusu sazby neměnit.

POLSKO

Silný růst mezd a neexistující nezaměstnanost společně s externími vlivy dále tlačí na inflaci. Centrální banka tak pokračuje v utahování měnové politiky.

Data o růstu polské ekonomiky v 1. čtvrtletí, zveřejněná již v polovině května, ukázala, že podobně jako v Maďarsku nebo v ČR se utážením měnové politiky ani růst cen zatím na růstu ekonomiky neprojevil. Ekonomika přidala v prvním čtvrtletí 2,4 % q/q. resp. 8,5 % r/r a potřetí z posledních čtyř čtvrtletí tak zaznamenala mezičtvrtletní tempo růstu vyšší než 2 %. To pak mimochodem společně se stavem trhu práce (viz níže) vysvětluje, proč je i v Polsku nemalá část inflace poptávková. V meziroční struktuře růstu v prvním čtvrtletí dominovala poptávka domácností (+3,9 p. b.) a růst zásob (+7,7 p. b.); růst zásob je sám o sobě pro budoucí růst samozřejmě negativní.

Průmyslová produkce zaznamenala v polovině druhého čtvrtletí devátý kladný meziměsíční růst v řadě, meziroční tempo dosáhlo +15 % r/r (sezonně očištěno). Zhoršil se však výhled průmyslu, tedy alespoň pokud jej odvozujeme z indexu PMI. Ten se totiž v květnu zhoršil na skoro dvouleté minimum (48,5 bodu), když oproti konci dubna poklesl o bezmála 4 body. Podobně jako v ČR i v Polsku došlo ke dvojímu zhoršení – u aktuální produkce i u nových objednávek. Růst vstupních i výstupních cen zůstal velmi vysoký, i když oproti dubnu lehce zpomalil.

Reálné maloobchodní tržby meziměsíčně v květnu poklesly (-1,7 % m/m), jejich meziroční tempo však díky silnému bazickému efektu vystřelilo na +8,2 %. Za prvních 5 měsíců letošního roku jsou ve srovnání se stejným obdobím roku 2021 tržby ve stálých cenách vyšší o 10,6 %, což sice zčásti reflektuje bazický efekt, ale uvážíme-li, že (sezonně očištěný a reálný) meziměsíční růst v lednu, únoru i v březnu dosáhl shodně +1,4 % (a v dubnu tržby klesly o 0,1 %), je jasné, že jenom tím to nebylo. Že se tržbám vede i letos dobře, není překvapením – míra nezaměstnanosti zůstala v prvním i druhém čtvrtletí extrémně nízko: (po očištění) skončila v 1Q22 na 5,3 %, za první dva měsíce 2Q22 dokonce jen na 5,1 %, tj. jen o 0,1 procentního bodu pod hodnotou z února 2020.

Nepřekvapí pak ani to, že dále rostou mzdy – růst nominálních mezd dosáhl v dubnu +14,1 % r/r, v květnu pak +13,5 %, což znamená, že i navzdory vysoké inflaci zůstal reálný růst mezd de facto až doteď nezáporný.

Ve shora popsaném makroekonomickém prostředí se nepřekvapivě „daří“ inflaci. V květnu dle finálních dat vzrostla na 13,9 % (vs. 12,4 % v dubnu), poptávková inflace pak dosáhla hodnoty (8,5 %) o více než 4 p. b. vyšší než v prosinci 2021. Předběžná červnová data budou zveřejněna na začátku července. Růst cen producentů, který v květnu dosáhl skoro 25 %, ale dává tušit, že jsme vrchol spotřebitelské inflace ani v Polsku ještě neviděli. Červnová inflace tak nejspíš překoná 15 %.

Centrální banka pokračuje v utahování měnové politiky. Růstem sazeb o 50 b. b. v lednu i v únoru dostala svou klíčovou sazbu na 2,75 %, v březnu pak zvýšila sazby o třičtvrtě procentního bodu na 3,5 % a v dubnu o rovný procentní bod na 4,5 %. Na květnovém i červnovém zasedání pak došlo k dalšímu růstu sazeb – pokaždé o 0,75 p. b. na stávajících 6 %. Že to ještě nemusí být konec, naznačil (v červnu znovu jmenovaný) guvernér Glapiński, když řekl, že „inflace se pod 5 % nedostane před rokem 2024“. Zdá se však, že už jsme za polovinou období utahování – člen MPC Henryk Wnorowski řekl, že dle něj potřebuje Polsko už „jen“ zhruba dvojnásobek (o 75, resp. 50 bazických bodů). Finanční trhy čekají, že se sazby dostanou zhruba na 8 %.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Maďarská centrální banka dále rychle utahuje měnovou politiku, jádrová inflace je dnes dokonce vyšší než celková.

Tempo mezičtvrtletního růstu dosáhlo v 1. čtvrtletí 2022 +2,1 %, tempo meziročního pak tedy +8,2 %. V meziročním srovnání je částečně samozřejmě reflektován efekt nízké základny z 1Q21, na mezičtvrtletním je však jasně vidět efekt trhu práce, růstu mezd a předvolební fiskální podpory. Možná pomohl i slabší forint, zejména vzhledem k tomu, že se dařilo průmyslu. Na straně poptávky byl největší příspěvek k meziročnímu růstu za strany poptávky domácností (+6,7 p. b.) a firem (+3 p. b.).

Maloobchodní tržby sice v dubnu poklesly o 2,4 % m/m, ale po růstu o 4,4 % m/m v březnu. Silný březnový růst byl částečně výsledkem růstu prodejů paliv díky množství uprchlíků z Ukrajiny a zastropování ceny (=palivový turismus), dále výrazného nárůstu mezd (viz níže), svou roli ale jistě sehrál též napjatý trh práce.

Míra nezaměstnanosti je totiž stále velmi nízká – její průměrná hodnota za březen až květen (3,4 %) je mnohem níž než v letech 2013–2016 a už jen o 0,2 p. b. nad historickým minimem ze 4. čtvrtletí 2019. **Meziroční tempo růstu nominálních mezd zůstává podobně jako v Polsku vysoké a reálný růst mezd kladný:** v lednu 2022 rostly mzdy o 13,7 % r/r, **únorový růst mezd pak dosáhl bezprecedentních 31,7 %.** Důvodem takto vysokého tempa růstu byl růst minimální mzdy a výplata odměn vojákům a policii ve výši půlročního platu. **V březnu pak růst mezd dosáhl +17,5 % a v dubnu +15,7 % r/r.**

Maďarské průmyslové produkci se v posledních 2 měsících nedařilo – v březnu klesla o 0,2 % m/m, v dubnu o 1,5 % m/m. Meziroční tempo se dostalo na +4,9 %. Vývoj indexu PMI v Maďarsku dlouhodobě nekoresponduje s vývojem skutečné produkce, jeho květnovou hodnotu (51,5 bodu) zde uvádíme jenom pro úplnost.

Celková inflace se meziměsíčním růstem o 1,4 % m/m v lednu 2022, o 1,1 % m/m v únoru, o 1 % m/m v březnu, o 1,6 % m/m a o 1,7 % v květnu dostala na +10,7 % r/r. Že jsou inflační tlaky široké a z velké části mají původ v domácí ekonomice, ukazuje rychlejší růst jádrové inflace než růst inflace celkové. **Jádrová inflace totiž ze 6,4 % v prosinci minulého roku narostla na květnových 12,2 %.**

Centrální banka (MNB) pokračovala v utahování měnové politiky. Na týdenní depozitní facilitě se sazba zvyšovala průběhu května i června, po posledním zvýšení koncem června se dostala na 7,75 %. Mnohem větším šokem byl ale růst hlavní tříměsíční sazby o 185 b. b. na 7,75 %, evidentně v reakci na historická minima forintu dosažená krátce předtím. Trh čeká jako finální sazbu úroveň nad 10 %.

ROPA

Po měsících pozvolného růstu se cena ropy vlivem útoku Ruska na Ukrajinu dostala v 1. čtvrtletí 2022 na hodnoty neviděné více než 10 let. Barel ropy se počátkem března obchodoval za 113 dolarů a během měsíce se podíval i na hranici 120 dolarů. Koncem března poklesla jeho cena na úroveň 100 dolarů a v úzkém rozpětí ± 5 USD dolarů kolem této úrovně pak oscilovala i během dubna. Od počátku května do zhruba poloviny června cena opět rostla, a to až ke 120 dolarům za barel. V obavách, že utahování politik centrálních bank přivede světové ekonomice zpomalení nebo dokonce recesi, však v červnu klesla do pásma 105 až 110 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

Akciové trhy v měsíci červnu ztrácely, když index vyspělých trhů MSCI World klesl o 8,8 %. Za propady akcií stálo vícero důvodů. Hlavním byly obavy ze zpomalujících se ekonomik ve spojení s růstem spotřebitelských cen a zvyšujícími se úrokovými sazbami. To vedlo k obavám ohledně poklesu korporátních zisků v následujících měsících. Na růst téměř všech nákladů a úrokových sazeb nejnegativněji reagovaly „růstové“ společnosti s nízkými/zápornými ziskovými maržemi. S klesající kupní silou domácností se také výrazně propadly sektory navázané na volný čas a sektor těžbařů. Americký index S&P 500 meziměsíčně ztratil –8,4 %, region vyspělé Evropy –8,2 % (index DJ STOXX 600).

Lépe než vyspělým trhům se vedlo středoevropským akciovým indexům. Místní trhy si výraznými korekcemi prošly již v dřívějších měsících, také centrální banky přistoupily mnohem dříve k boji proti inflačním tlakům skrze zvyšování úrokových sazeb. Při vysokých cenách silové elektřiny se dobře vedlo akciím polských utilit (PGE, Enea a Tauron), naopak kvůli obavám z růstu odpisů nesplacených pohledávek a riziku zavedení sektorových daní ztrácely akcie bank, nejen v Polsku a Maďarsku. Na pražskou burzu vstoupila zajímavá emise zástupce pražské metalurgie ze Slovenska, společnost Gevorkyan. Jedná se o vysoce automatizovanou výrobu, s minimem odpadu, silným know-how a téměř 100 % využitím kapacit. V ČR také rezonovaly zprávy ohledně „zestátnění“ ČEZu a návrhu sektorové daně jedním z koaličních partnerů. Český index PX v červnu umazal 4,4 %, polský index WIG30 –7,8 %, maďarský index BUX –0,4 % a rumunský index BET –1,7 %.

Akcíím na rozvíjejících se trzích se také nedařilo, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal 7,1 %, za celé první pololetí se pak ztráta blíží 20 %. Negativní sentiment následoval vyspělé trhy, nejdůležitější byla zpráva o vývoji inflace v USA a obavy z globální recese. Asijské akcie klesaly (v Koreji a Taiwanu dokonce dvouciferným tempem), pouze čínské akcie dokázaly připsat slušné zisky (index CSI 300 + 9,6 %). Důvodem bylo ukončení řady protiepidemických opatření (lockdownu) a podpora centrální banky. Investoři

AKCIOVÉ TRHY

tak vyhlížejí zotavení druhé největší ekonomiky světa. Výrazně korigovaly i akcie v Latinské Americe (index MSCI Latin America USD -17,1 %). Hlavními důvody byly opět obavy ze zpomalení ekonomik, dále pak politická nejistota a pokles cen některých komodit.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Na obou březích Atlantiku pokračovala razantní revize inflačních a úrokových očekávání. Po krátké květnové korekci výnosy na křivce amerických vládních dluhopisů během první půlky června vystřelily prudce vzhůru, v závěru pak následovala částečná korekce. S tím, jak se opět začalo ukazovat, že FED to s bojem proti inflaci myslí vážně (opakované úvahy nad dalším zvýšením sazeb o 75 b. b., akcentace kladných reálných úrokových sazeb jako nezbytného nástroje boje s inflací), vzrostl krátký konec o 40 b. b. nad 3 %. Dlouhé výnosy vzrostly o 20 b. b. na 3,1 %, přičemž v půlce června se desetiletý výnos dostal na dostřel hranice 3,5 %.

U německých vládních dluhopisů jsme viděli obdobný vývoj. S růstem inflace a s agresivnější ECB narostly výnosy na krátkém konci na 0,85 % (oproti konci května tedy růst o necelých 30 b. b.), na dlouhém konci pak o něco více než 30 b. b. na 1,5 %.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPIŠY

Na trhu korporátních dluhopisů v Eurozóně i v USA byl v červnu, stejně jako v květnu, vývoj negativní. Na výnosech se podepsal výhled dalšího utažení měnové politiky a rostoucí riziko recese.

Tzv. Total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci května klesl o 5,4 %, u dolarových dokonce o 6,9 %. V případě investičního stupně byl vývoj kvalitativně stejný – na dolarových instrumentech poklesl o 3,6 %, na instrumentech denominovaných v EUR pak sotva zatelný pokles TRI o 0,4 %. Kreditní prémie u firemních dluhopisů denominovaných v EUR v červnu výrazně narostly, a to jak v rámci spekulativní ratingové kategorie (+41,7 %), tak u obligací investičního stupně (+38 %).

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka se v červnu dále posunula nahoru za současného zvýšení míry inverze. Na krátkém konci výnosy vlivem dalšího utažení měnověpolitických sazeb ČNB vyrostly o 80 b. b., dostaly se na 6,6 %. Na dlouhém konci došlo také k citelnému růstu, nicméně mírnějšímu, o zhruba 40 b. b. na 5,1 %.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Negativní sklon během června zvýšila také polská výnosová křivka. Během června se totiž na krátkém konci výnosy zvýšily o 130 b. b. na bezmála 8 %, na dlouhém však „jen“ o 60 b. b. na 7,1 %. Důvod růstu krátkého konce je nabíledni – měnová politika polské centrální banky, resp. její utahování v podobě setrvalého a razantního zvyšování úrokových sazeb.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Válka ukrajinskou ekonomiku stále více vyčerpává. Frontová linie se v uplynulých dvou měsících výrazněji neposunula a celý konflikt se dostává do zamrzlé fáze, kde získává navrch hrubá početní a materiální převaha ruské armády. Materiální a finanční podpora západu prozatím nedosahuje potřebného tempa, nicméně v následujícím měsíci dojde k uvolnění příslibeného financování i plnému zapojení poskytnuté hmotné podpory. Západ je ovšem také silně zaměstnán dopady energetické krize, vyplývající ze snížených či přerušených dodávek plynu, což narušuje soustředění na rychlé uskutečnění podpory. Zásadním faktorem je pro ukrajinskou ekonomiku čas a omezení ztrát armády. Nyní se nicméně nezdá, že v nejbližších měsících dojde ke zvratu a vytlačování ruské armády a pravděpodobnější je spíše průběh podobný vývoji okupace Donbasu z roku 2014, kdy ani jedna ze stran není schopna dosáhnout výraznějšího postupu.

Stále více tak rezonuje téma restrukturalizace, což cenám ukrajinských dluhopisů v uplynulém měsíci nepřálo a ty směřovaly níže na úroveň 20–40 %.

MĚNY

Dolar proti euru během června nejprve posílil z 1,07 na 1,05, v posledních dvou červnových dekadách však už jen osciloval kolem nižší z těchto dvou úrovní. Na kurzu se zatím neprojevila stupňující se jestřábí rétorika ECB, neboť je vyvažována stupňující se panikou FED-u na opačném břehu Atlantiku.

Středoevropským měnám se v červnu nedařilo, trh totiž ztrácel víru, že centrální banky dostanou inflační vývoj v rozumné době pod kontrolu. Česká koruna sice neoslabila a držela se kolem 24,75 CZK/EUR, ale to jen proto, že ji bránila ČNB, nejspíš s vysokými náklady v řádech miliard eur měsíčně. Polský zlotý ani maďarský forint se však na centrální banku s obrovskými rezervami spoléhat nemůžou. **Polský zlotý tak v červnu oslabil ze 4,60 na 4,70 PLN/EUR, maďarský forint se dostal až na nové historické minimum, lehce pod 405 forintů za euro.**

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

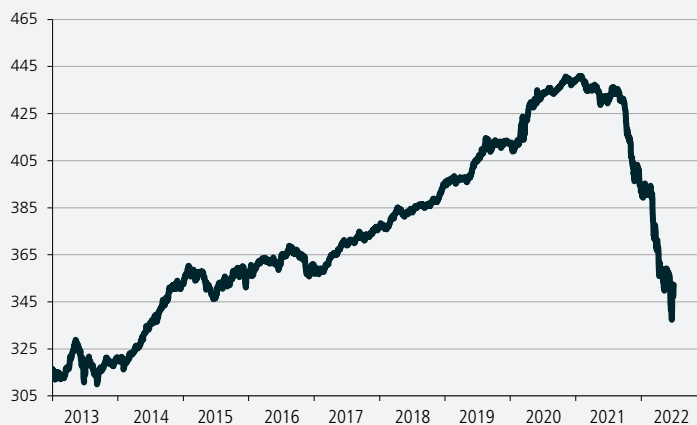
Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme stále nejméně trojici důvodů.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády. Nově představená rozpočtová strategie ČR plánuje na další roky deficity přesahující 300 mld. korun ročně. O nabídku dluhopisů se tak trh bát nemusí, s pokračujícím zadlužováním samozřejmě roste i kreditní riziko.

Zadruhé – Česká republika je nechvalným „premiátem“ EU v jádrové inflaci. Květnová prognóza ČNB požadovala růst sazeb nad 8 %, červnová situační zpráva pak ukázala, že i tato prognóza je příliš optimistická a její rizika jsou jednoznačně na straně ještě vyšší inflace. ČNB však v květnu a v červnu zvýšila sazby v úhrnu „jen“ na 7 %, dle našeho názoru ale bude muset jít ještě o poznání výše.

Zatřetí – poptávkové tlaky jsou vysoké i v USA a Eurozóně a FED již začal se zvyšováním sazeb. Až se konečně k akci rozhoupe i ECB – a dnes je to otázka spíše týdnů, nikoliv čtvrtletí – bude to pro regionální měny negativní; ze slabosti měn totiž pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen 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 velmi pravděpodobně nebude. Proto se domníváme, že české dluhopisy budou dále ještě výnosově růst a jejich cenové dno je ještě před námi.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I polské dluhopisy mají ještě potenciál k dalšímu růstu výnosů (byť vzhledem k agresivněji nastaveným tržním očekáváním na růst sazeb NBP menšímu než u nás). Inflace je velmi vysoko, zlotý zůstává slabý, polská vláda svými antiinflačními balíčky prohlubuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů).

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

S válečným konfliktem má Ukrajina poměrně nedávnou historickou zkušenost. Anexe Krymu a okupace Donbasu Ruskou federací počátkem roku 2014 v reakci na politickou krizi a sesazení proruského prezidenta Janukovyče, kterého smetl tzv. Euromajdan, znamenala pro Ukrajinu kvůli ztrátě území pokles HDP odhadem o 7 %. Bezprostřední kontrakce ekonomické výkonnosti dosáhla v prvním kvartálu po anexi necelých 20 %. Nynější konflikt bude díky svému rozsahu znamenat ještě výraznější bezprostřední pokles a promítne se minimálně do celého letošního roku. I přes to, že jak celá ekonomika, tak i veřejné finance a bankovní sektor jsou v lepší kondici než v roce 2014, bude zásadní zahraniční finanční pomoc. V nejbližších týdnech by mělo dojít k uvolnění nového záchranného financování ze strany MMF, vyloučit ovšem nelze ani odložení výplaty kupónů státních dluhopisů či prodloužení jejich splatnosti.

Státní infrastruktura prozatím pracuje a není plánována žádná restrukturalizace ani odsunutí splatnosti závazků, toto téma již nicméně není tabu a zmiňuje se stále častěji. Ministerstvo plánuje nové primární aukce a má dostatek prostředků pro výplatu dluhopisových kuponů. Zároveň je s centrální bankou dojednán dočasný pohotovostní program na zajištění likvidity. NBU je ale více a více zatěžována podporou měnového kurzu a plánuje určitá zpřísnění měnových podmínek.

Současně probíhají rozhovory s MMF a mezinárodními finančními institucemi o uvolnění současných či nových zdrojů (1,4 bil. USD ze SDR). V uplynulých týdnech byly okamžitě přislíbeny půjčky v hodnotě přes 20 mld. USD (Kanada, US, EU, EBRD, EIB, Světová banka a další). Americká vláda uvolnila balíček 33 mld. USD, z čehož 8,5 mld. USD bude čistě ekonomická pomoc. Aktuální měsíční potřeba ukrajinského rozpočtu se pohybuje mezi 3 a 7 mld. USD a je financována aktivitou ministerstva financí, centrální banky a ze zahraniční pomoci.

MĚNY

U kurzu eura proti dolaru se v dubnu vyplnila některá očekávání, že razantní nástup cyklu růstu amerických sazeb a zvýšení odhadovaného vrcholu cyklu posune dolar pod 1,10 USD/EUR. Stávající úrovně jsou však dle nás ze střednědobého hlediska naopak již příliš silné, neboť postupně dojde i u eurových sazeb k tomu, co jsme viděli u sazeb dolarových, tj. k nárůstu očekávání jejich budoucí výše. Vzhledem k dynamice na eurových sazbách v posledních týdnech čekáme, že se dolar ve druhé polovině roku, dost možná již (p)o prázdninách, vrátí nad 1,10 USD/EUR. Střednědobě je navíc euro fundamentálně podhodnoceno a podíl držby eura mezinárodními investory je v současnosti podprůměrný. Společně s postupným odmazáváním zvýšeného geopolitického rizika v souvislosti s válkou na Ukrajině tyto faktory dle našeho názoru v delším horizontu převládnu a povedou k postupnému posilování eura k dolaru zpět do pásma 1,10–1,20 USD/EUR.

Koruna pro letošek pravděpodobně svůj apreciační potenciál již vyčerpala. S výrazným přehodnocením výhledu na sazby FEDu i ECB, tudíž s utážením očekávaného úrokového diferenciálu mezi korunou a dolarem či eurem, s tím, jak bude ČNB utrácet devizové rezervy na obranu koruny, s mnohem vyšší inflací zde než v Eurozóně a s nejistotou, jak se bude chovat nová Bankovní rada, nevidíme již letos prostor pro posílení koruny, naopak návrat nad hranici 25 korun za euro (samozřejmě za předpokladu, že se z trhu stáhne ČNB) je dost reálnou variantou. Hlavním rizikem tohoto scénáře je agresivní ČNB, tj. další výrazný růst sazeb (až k dvouciferné úrovni).

Polský zlotý je v o něco horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku mnohem blíží než třeba ČR, bude silnější úrovně

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

jenom vyhlížet, ve výraznějším oslabování mu budou bránit pouze selektivní zásahy NBP. Až v případě míru a znovuoobnovení tržní důvěry v cenovou stabilitu (tj., až se začne zlepšovat inflační výhled) vidíme prostor k tomu, aby svou roli sehrál úrokový diferencál a zlotý posílil. Vzhledem k očekávanému nárůstu eurových sazeb / výnosů tak letos nevidíme prostor pro výraznější posílení než na hranici 4,50 PLN/EUR.

Maďarský forint je sice nyní měna s nejvyšším úročením, ale blízkost Orbánova režimu Rusku na pozadí ruské agrese na Ukrajině bude pro forint letos negativní. I v případě uklidnění čekáme v nejlepší návrat mezi 350 a 360 forintů za euro. V situaci pokračujících rozepří s EU a hrozby aktivace čl. 7 (pozastavení hlasovacích práv) zůstane forint ještě slabší, tj. mezi 380 a 400 forintů za euro.

AKCIOVÝ TRH

Vývoj akciových trhů je nadále z krátkodobého hlediska nejistý. Dále tak bude záležet na tom, kdy dojde k ukončení bojů a finální dohodě mezi Ruskem a Ukrajinou. Dopady na ekonomické vazby mezi Evropou, Ukrajinou a Ruskem budou značné, což poskytne příležitosti pro mnohé společnosti. Klesající kupní síla domácností, očekávané propady ekonomik, růst úrokových sazeb a nadále zpřetrhané dodavatelské řetězce povedou k poklesu zisků společností. Razance ekonomického zpomalení a dopad na ziskovost společností je v tuto dobu velice těžko odhadnutelná, avšak výrazná část tohoto scénáře je již (po propadech dluhopisů a akcií) zaceněna. I tentokrát věříme, že po slabším období nakonec budou ekonomiky, domácnosti i akciové trhy z dlouhodobého hlediska silnější a zdravější než před krizí.

Mnoho akcií spadlo bezdůvodně pod své vnitřní hodnoty, a tak preferujeme aktivní výběr akcií před pasivním zainvestováním. Domácnosti si v průběhu dvou let vytvořily solidní úspory, ty se však budou v následujících měsících zmenšovat kvůli rostoucím cenám komodit, energií, potravin a jiného ostatního zboží. Dopady do jednotlivých ekonomik a společností budou individuální. Lépe by si tak mohla vést, od Evropy vzdálenější, americká ekonomika. Evropa naopak může ve střednědobém horizontu těžit z nedávného „sjednocení“ svých občanů a politiků, přičemž zároveň bude docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Z toho získá také region střední Evropy, který je stále co se týká výrobní nákladů levným regionem s velice šikovným lidským kapitálem a evropskými institucemi.

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

+420 225 988 200

www.conseq.cz/wm