

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Česká republika

Podle údajů zveřejněných začátkem července zůstaly spotřebitelské ceny během června nezměněné. V meziročním srovnání pak inflace dále zpomalila na 1,2 procenta po 1,3 procenta v květnu, což představuje nejnižší hodnotu od ledna 2007. Stejně jako minulý měsíc bylo zpomalení inflace způsobeno především pokračujícím poklesem cen potravin nealkoholických nápojů. Inflace se nachází pod spodním limitem cílového pásma centrální banky, nicméně lehce nad její aktuální prognózou. Inflace by měla v následujících měsících dále zpomalovat a podle prognózy ČNB by mělo v průběhu příštího roku dojít k jejímu pozvolnému zvyšování až na úroveň 2 procent na konci roku 2010.

Míra registrované nezaměstnanosti se v červnu oproti předchozímu měsíci lehce zvýšila a dosáhla úrovně 8 procent. Tento údaj byl v souladu s očekáváním analytiků a potvrzuje jistou stabilizaci na trhu práce z posledních měsíců. Zdá se, že v nejbližší budoucnosti již nevidíme tak výrazné nárůsty, nicméně pokračující recese by měla nadále tlačit na postupný růst nezaměstnanosti. Podle analytiků by měla nezaměstnanost narůst až na úroveň okolo 10 procent v průběhu příštího roku.

Rostoucí nezaměstnanost, historicky nejnižší růst reálných mezd a obavy obyvatel z dopadů globální finanční krize a ztráty zaměstnání mají za následek pokračující omezování spotřeby. Maloobchodní tržby v dubnu klesly meziročně o 2 procenta po poklesu o 1,1 procenta v březnu.

Bilance zahraničního obchodu vykázala v květnu přebytek ve výši 11,7 miliardy korun. Potvrdil se tak vývoj z předešlých měsíců, kdy bylo pozitivní bilance dosaženo výraznějším poklesem dovozu v porovnání s vývozy. Zatímco exporty klesly vlivem globální recese meziročně o více než 21 procent, propad objemu dovozů činil více než 23 procent.

Deficit státního rozpočtu dosáhl ke konci června hodnoty 68,3 miliardy korun, což představuje téměř dvojnásobek deficitu schváleného parlamentem pro celý letošní rok. Recese výrazně snížila příjmy do státního rozpočtu vlivem nižšího výběru daní a zároveň tlačí na růst mandatorních výdajů z důvodu rostoucí nezaměstnanosti. Odhady deficitu státního rozpočtu za celý letošní rok se pohybují na úrovni 150 až 170 miliard korun, přičemž riziko je evidentně směrem k ještě horším číslům.

Průmyslová výroba v květnu klesla meziročně o 21,7 procenta po propadu o 22,1 procenta v dubnu. Domácí průmysl je evidentně silně zasažen propadem zahraniční poptávky z důvodu globální recese a klesá již osmý měsíc v řadě, přičemž se nedá očekávat nějaké brzké oživení. Klíčové pro další vývoj je případné oživení poptávky ze zahraničí.

Na svém červnovém měnově-politickém zasedání ponechala ČNB klíčové úrokové sazby beze změny, přičemž jeden z pěti přítomných členů bankovní rady hlasoval pro jejich snížení o čtvrt procenta. Čtrnáctidenní REPO sazba tedy zůstává na úrovni 1,50 procenta, což je zatím historicky nejnižší hodnota. Vzhledem k očekávanému poklesu inflace a zhoršujícím se makroekonomickým ukazatelům existuje prostor pro další snížení úrokových sazeb v budoucnosti. Ochota ČNB snižovat sazby však bude velmi záviset na vývoji kurzu koruny vůči euru.

Slovenská republika

Máme za sebou hlavní nápor krize. Nemalá část analytiků se již domnívá, že nejhorší je za námi. Tyto nálady se pomalu začaly přesouvat i do tzv. sentiment indikátorů ukazujících očekávání a náladu v ekonomice. Nicméně, tzv. tvrdá reálná data tuto skutečnost prozatím nepotvrzují, avšak naštěstí již zpomalily svůj strmý pád, což naznačuje, že hlavní ekonomiky se začínají stabilizovat. To může pomoci do budoucna velice rychle postavit slovenskou ekonomiku na nohy, hlavně díky jejímu silně proexportnímu nastavení (které ji v minulosti rychle táhlo dopředu a posléze zase rychle zchladilo přemrštěná tempa růstu).

Po sérii snížení základní úrokové sazby si dala Evropská centrální banka pauzu a je vidět, že další ochota snižovat sazby je velmi omezená. Aktuálně se tzv. refi-rate drží na rekordně nízkých hodnotách rovných 1 procentu. Pozitivní nálada na trzích z počátku června tažená rostoucími očekávaními o brzkém růstu ekonomiky byla zchlazena relativně špatnými reálnými výsledky ekonomik. V Evropě se jednalo především o rostoucí nezaměstnanost blížící se 10-ti procentům, meziroční pokles cenové hladiny, meziroční pokles maloobchodních tržeb či 20-ti procentní pokles průmyslové výroby.

Ani statistiky Slovenska neoplývají prozatím přehnaným optimismem. Národní banka Slovenska aktuálně odhaduje, že ekonomika poklesne v roce 2009 o 4,2 procenta (předchozí odhad byl -2,4). Pro rok 2010 se odhaduje již růst o +2,4 procenta. Ministerstvo financí je překvapivě mnohem pesimističtější s odhady -6,2 resp. +1,1 procenta. Dále byly v průběhu měsíce aktualizovány údaje o růstu resp. poklesu HDP v 1. čtvrtletí, kdy ekonomika poklesla o příšerných -5,6 procenta (anualizováno). Toto zpomalení bude znamenat také snížení daňových příjmů, což vedle akcelerujících státních výdajů (šrotovné, předvolební dárečky, dotace státním firmám atd.) zvýší plánovaný deficit rozpočtu a skoro jistě bude překročen Maastrichtský limit 3 procenta.

Z dalších makroekonomických čísel je také výrazně cítit krize. Inflace již klesla na 1,2 procenta a lze očekávat její další pokles. Nezaměstnanost s přehledem přeskočila 11 procent (před půl rokem to bylo ještě 7,5 procenta). Také čísla z průmyslové produkce (-25 procent meziročně!!!) a maloobchodních tržeb (-12,3 procenta meziročně!!!) ukazují na jasný trend zastavení růstu ekonomiky a omezení spotřeby domácností.

Nejvíce na současnou situaci vydělávají dluhopisové investice, které po přetočení nálady na trzích opět získaly půdu pod nohama na úkor akciových investic. Naštěstí, slovenské státní dluhopisy tento trend také následovaly a ceny dluhopisů pomalu rostly.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

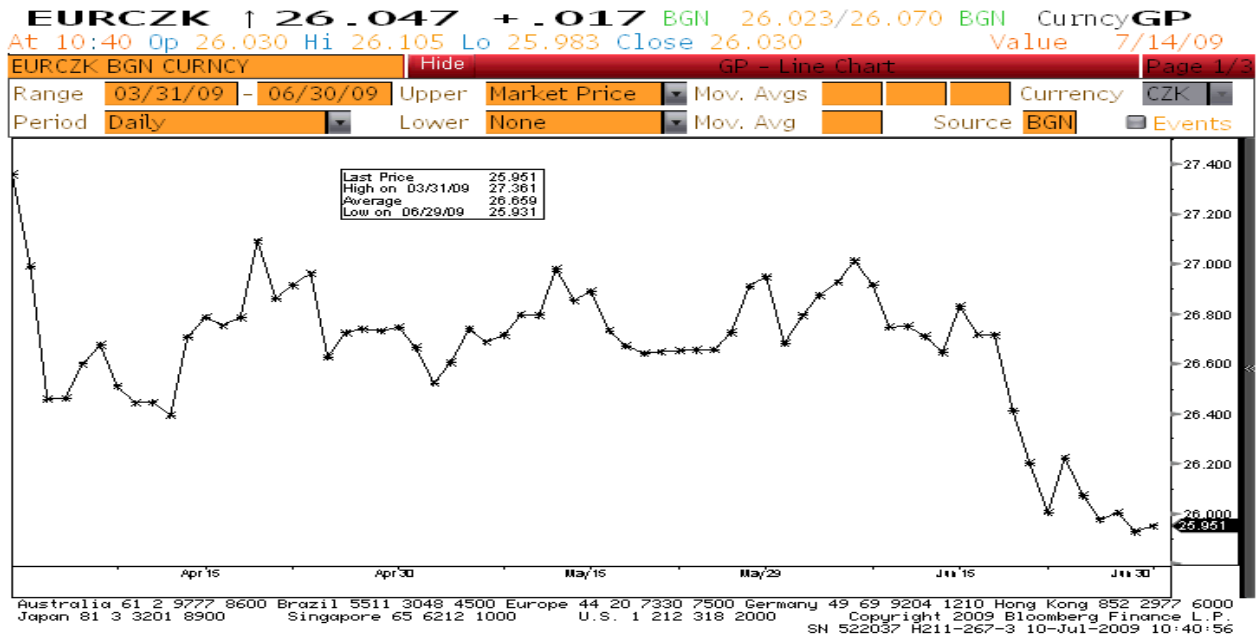
A) DEVIZOVÉ TRHY

Česká republika

Ve druhé polovině června obnovila koruna svůj posilovací trend. Americký dolar pod vlivem dalšího zklidnění situace na trzích postupně oslaboval vůči ostatním klíčovým měnám, což se projevilo ve snížení jeho hodnoty vůči koruně.

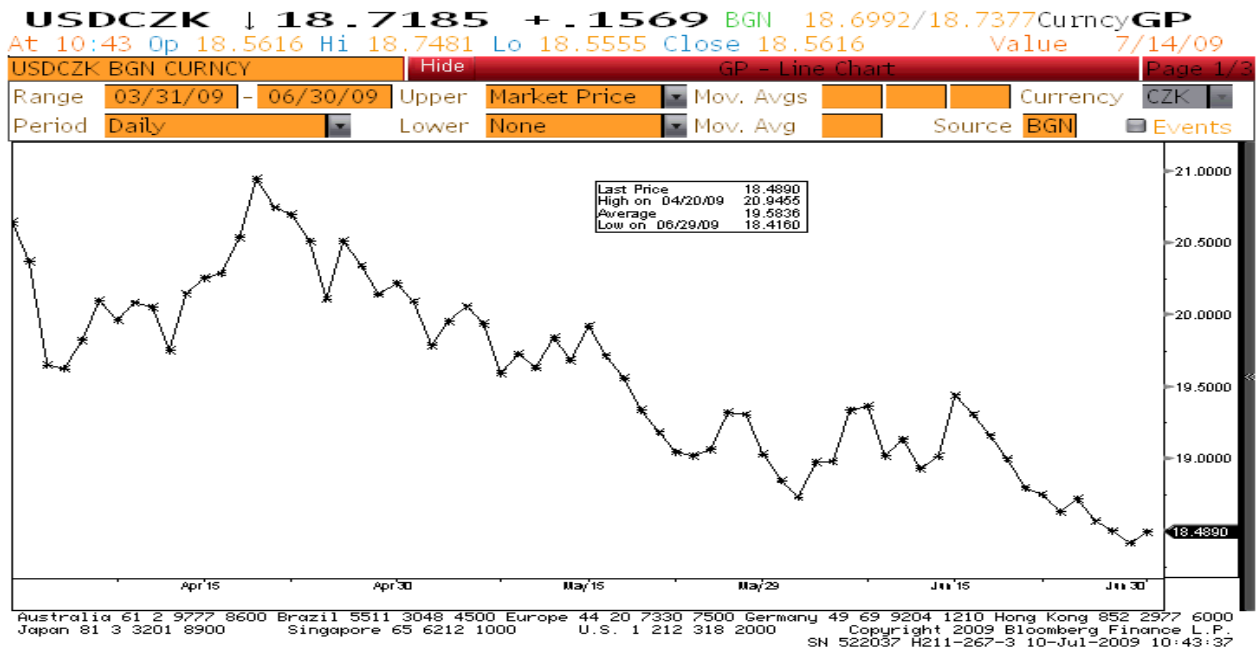
Graf vývoje kurzu české koruny oproti euru v posledních 3 měsících:

(růst křivky znamená oslabení koruny vzhledem k euru a naopak)



Graf vývoje kurzu české koruny oproti dolaru v posledních 3 měsících:

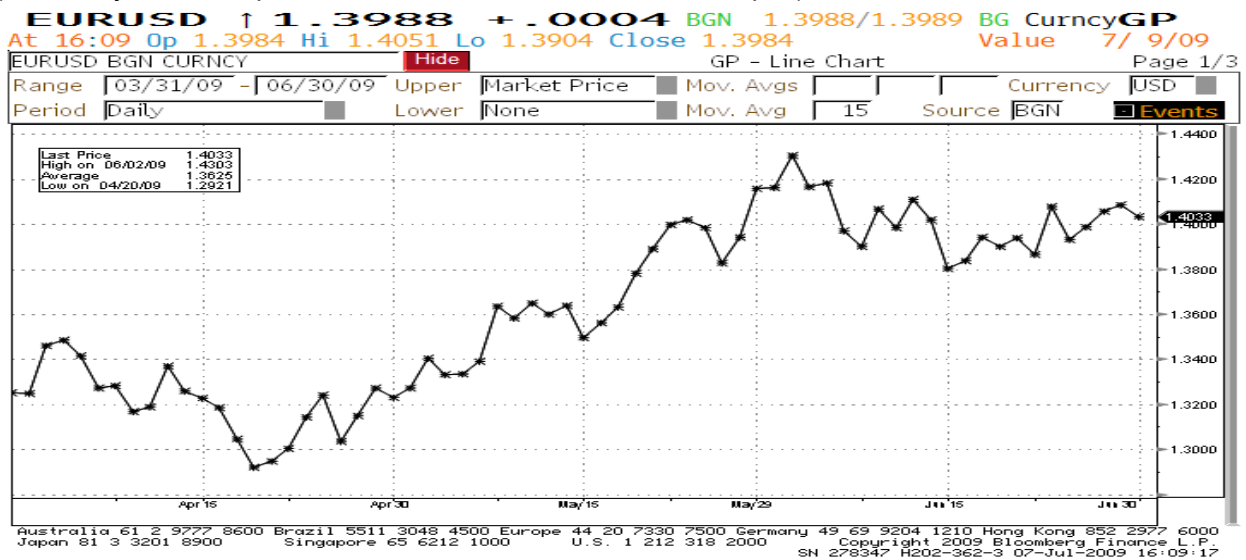
(růst křivky znamená oslabení koruny vzhledem k dolaru a naopak)



Slovenská republika

Během června hledal kurz EUR/USD svůj směr a žádná z uveřejněných ekonomických zpráv ho nedokázala konkrétně určit. Ani proměnlivost nálady investorů kurz nevykolejila z relativně úzkého rozmezí mezi 1,38 až 1,42 USD za euro.

Graf vývoje devizového kurzu eura proti dolaru v posledních 3 měsících:
(růst křivky znamená posilování eura vzhledem k dolaru a naopak)

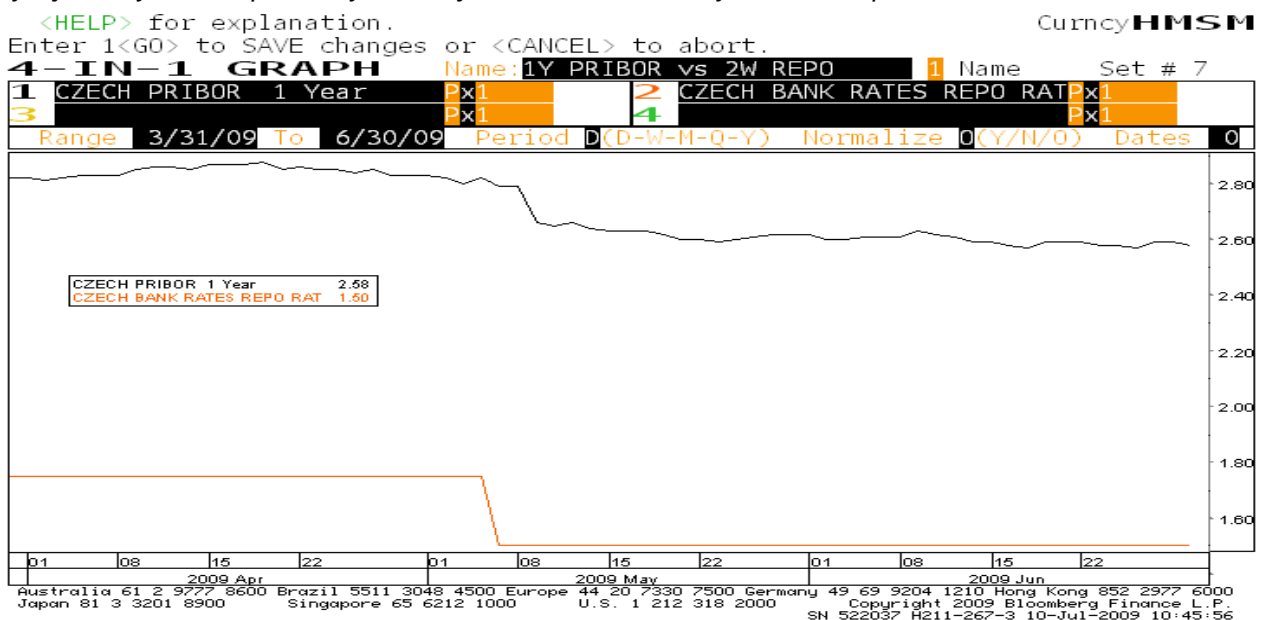


B) PENĚŽNÍ TRHY

Česká republika

Na červnovém zasedání ponechala bankovní rada ČNB úrokové sazby beze změny. Dvoutýdenní REPO sazba zůstává na hodnotě 1,50 procenta. Tržní sazby se během uplynulého měsíce jen velmi pozvolna snižovaly.

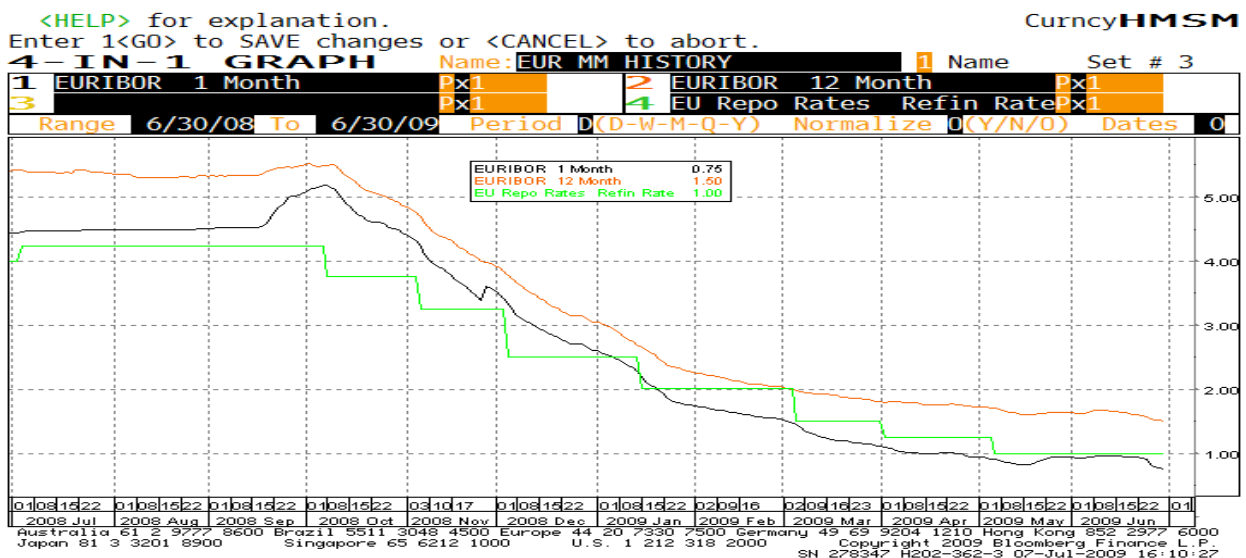
Vývoj dvoutýdenní repo-sazby ČNB a jednorocní tržní sazby PRIBOR v posledních 3 měsících:



Slovenská republika

Na grafu je vidět, jak pokračuje boj Evropské centrální banky s krizí. Zpočátku měsíce si investoři mysleli, že nejhorsí je za námi a sazby peněžního trhu začaly pomalu růst. Nicméně horší reálná data (maloobchodní tržby, průmyslová produkce apod.) obrátila pozitivní náladu směrem od očekávaného budoucího zvyšování sazeb k očekávání dlouhodobě nižších sazeb. Posun k nižším sazbám peněžního trhu podpořila také ECB, která mohutně půjčila bankám a tím dodala ohromné množství likvidity na trh, což následně pomohlo opětovnému poklesu sazeb. Obecně se očekává, že ECB si již sáhla na dno se svojí základní sazbou (aktuálně 1 procento), nyní je pouze otázkou období, jak dlouho takto nízké sazby zůstanou.

Graf vývoje tzv. refi-rate ECB (zelená) a 1M resp. 12M Euriboru (černá resp. oranžová) za posledních 12 měsíců:



C) DLUHOPISOVÉ TRHY

Česká republika

V červnu výnosová křivka českých státních dluhopisů zestměla, když výnosy dluhopisů s kratší dobou do splatnosti mírně klesly, zatímco na dlouhém konci výnosové křivky jsme zaznamenali nárůst výnosů.

Graf změny výnosové křivky českých státních dluhopisů za poslední měsíc:

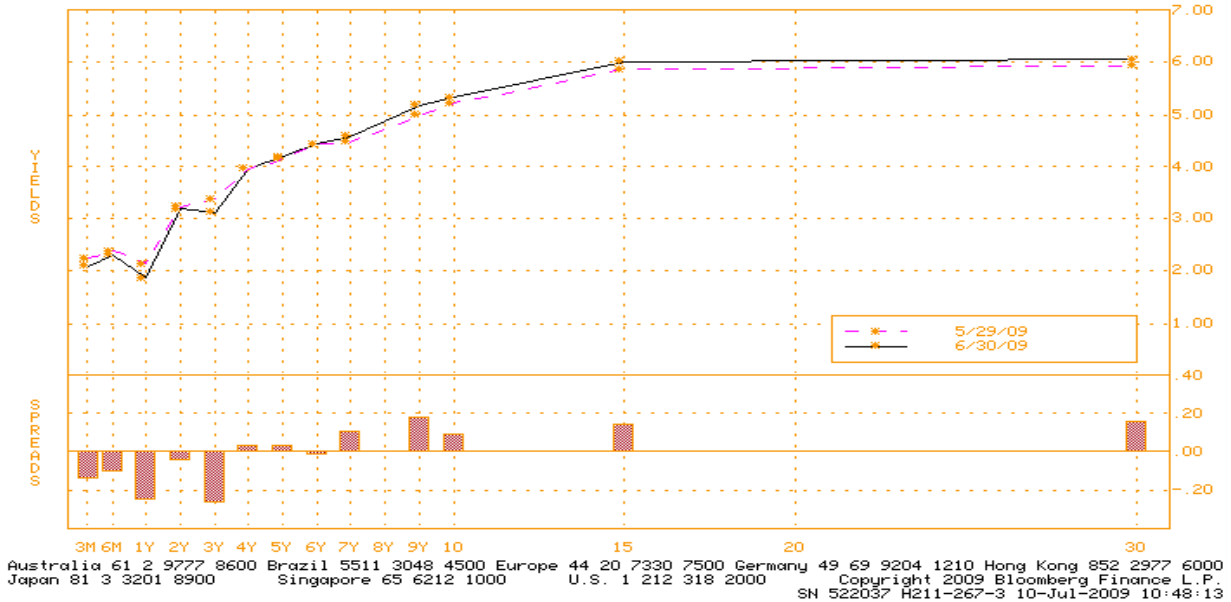
<HELP> for explanation.
Hit <PAGE> for more info or <MENU> for a list of curves

Currency **IYC**

**YIELD CHANGES FOR
CZECH REPUBLIC**

6/30/09 vs 5/29/09

Page 1/2
3M - 30



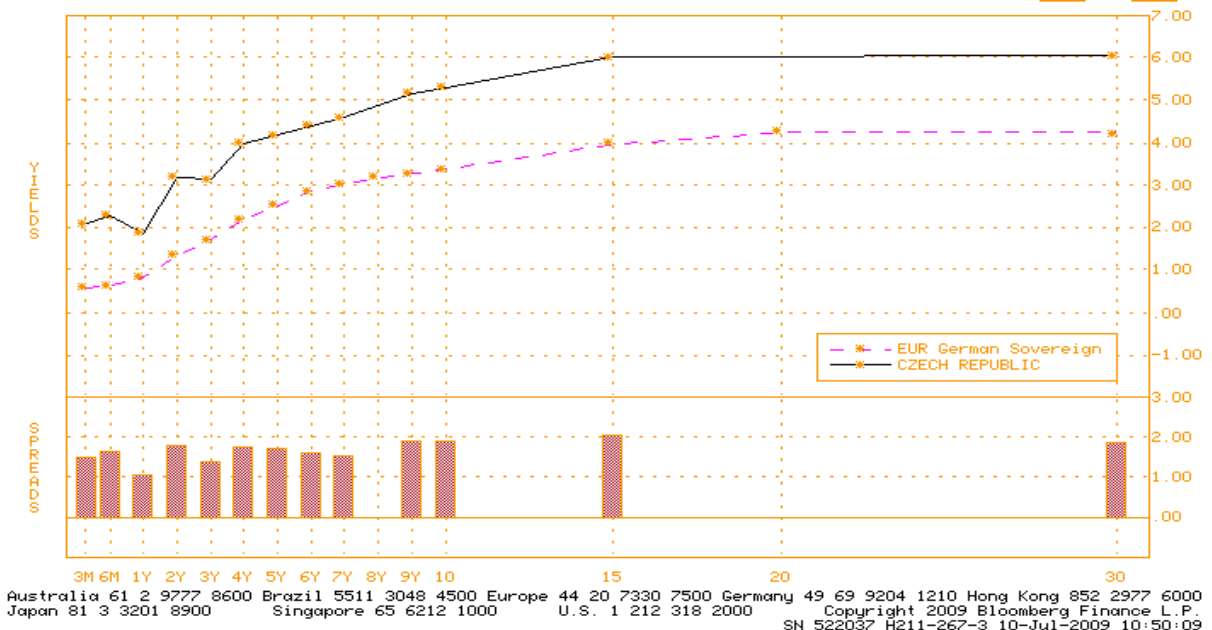
Následující graf ukazuje srovnání výnosů do splatnosti českých státních dluhopisů s německými. Zatímco německé dluhopisy zaznamenaly poměrně výrazný pokles výnosů, české tento pohyb nenásledovaly. Výsledkem bylo rozšíření rozdílu ve výnosech mezi těmito skupinami aktiv.

<HELP> for explanation.
Hit <PAGE> for more info or <MENU> for a list of curves

Currency **IYC**

**YIELD CURVES & SPREADS FOR :
6 / 30 / 2009**

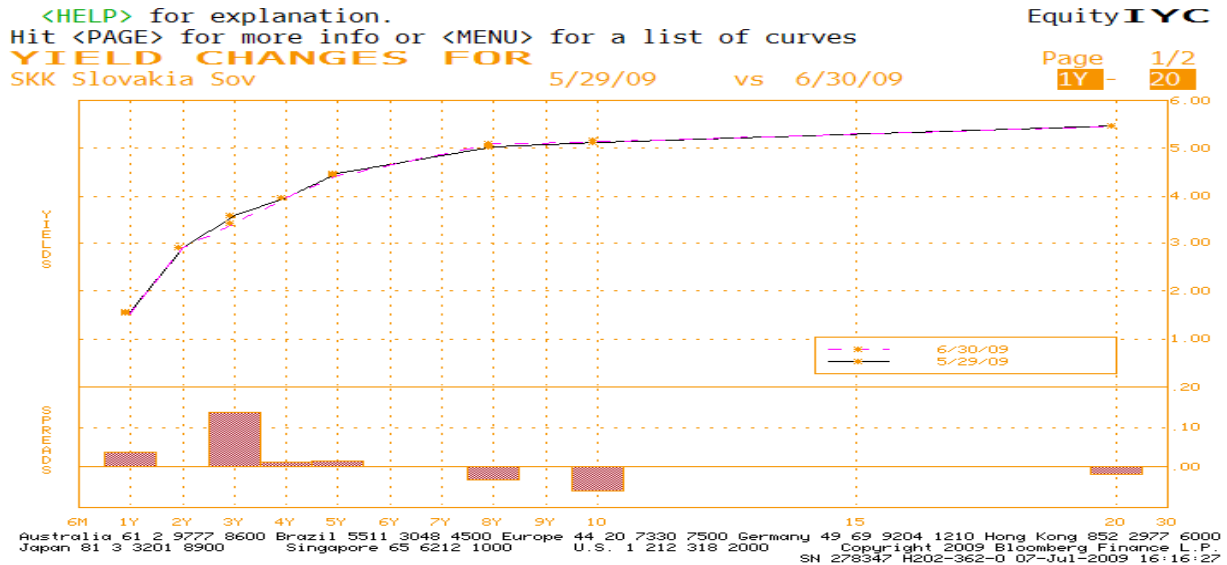
Page 1/2
3M - 30



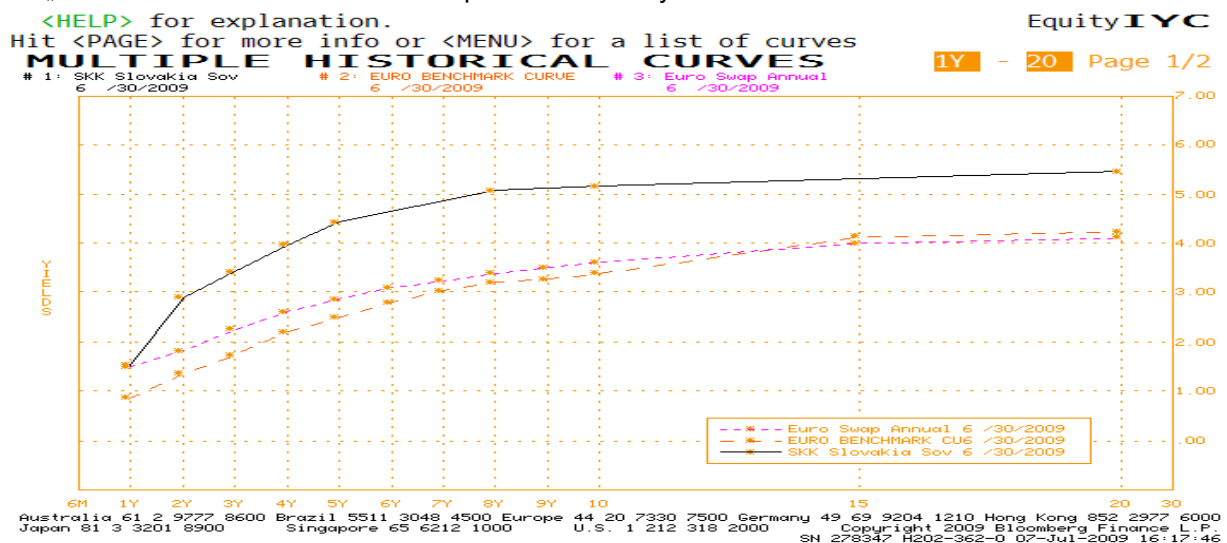
Slovenská republika

I přes značnou volatilitu skončily slovenské státní dluhopisy po měsíci na svých původních cenách. V první polovině června výnosy vzrostly s tím, jak si investoři mysleli, že konec krize se kvapem blíží a přesouvali své peníze do rizikovějších investic. Nicméně, horší data sentiment obrátila a zvýšená poptávka vytáhla opět ceny dluhopisů na původní úroveň.

Graf změny výnosové křivky slovenských státních dluhopisů za poslední měsíc: (posun výnosové křivky vzhůru je negativní pro tržní ceny dluhopisů a naopak)



V posledních měsících se projevují na cenách dluhopisů výrazně odlišnosti jednotlivých států (jejich finanční možnosti a stabilita), které ovlivňují rizikovou přírážku nad německé (tzv. bezrizikové) dluhopisy. Následující graf ukazuje relativní srovnání slovenské výnosové křivky oproti německým státním dluhopisům a proti tzv. asset swapovým sazbám. Je vidět, že slovenské státní dluhopisy díky své „větší rizikovosti“ nesou cca o 1-2 procenta větší výnos než německé.



D) AKCIOVÉ TRHY

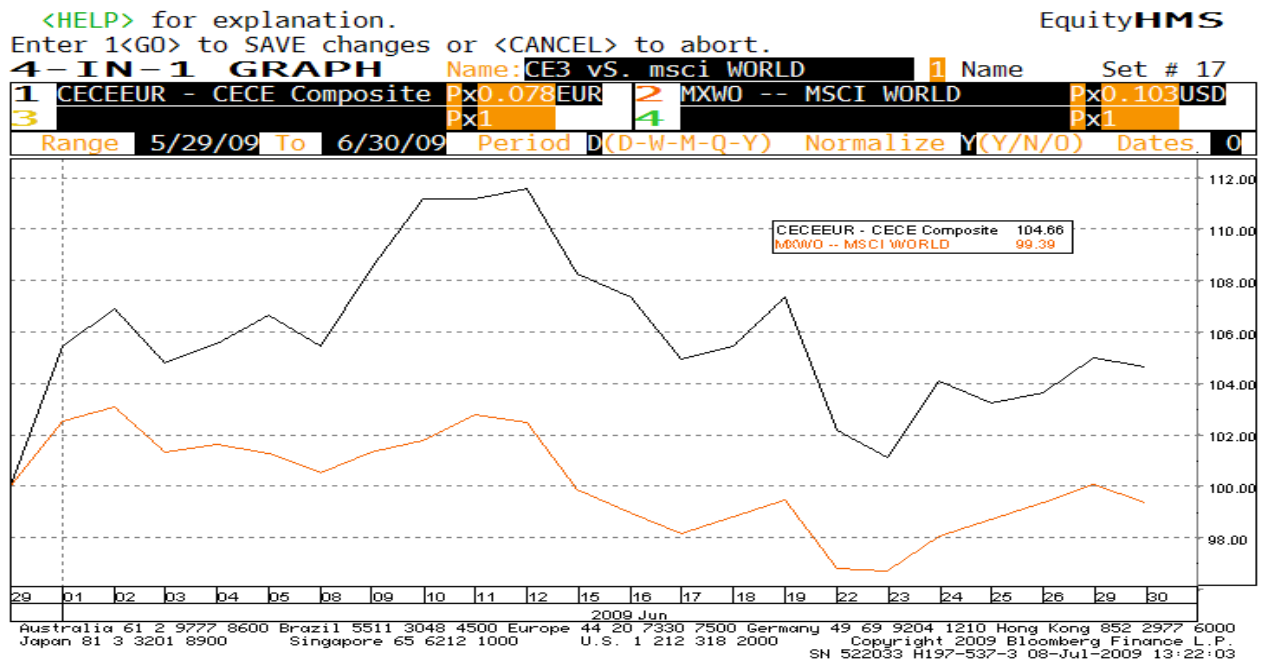
Světové akciové trhy již v uplynulém měsíci červnu nepokračovaly ve svém prudkém růstu z předcházejících měsíců. Spíše lze konstatovat, že v porovnání s hodnotami z konce předchozího

měsíce akciové trhy spíše stagnovaly nebo mírně poklesly, i když tomu vývoj v prvních dvou týdnech předchozího měsíce úplně tak nenasvědčoval.

V prvních týdnech měsíce června akciové trhy ještě nadále pokračovaly v růstu, podporovány pozitivní náladou a očekáváním zejména na vývoj globální ekonomiky, kdy se začaly objevovat první názory, že ekonomika má to nejhorší za sebou a již dosáhla svého dna a dochází k obratu. Akciovým trhům se v tomto období (první dva týdny měsíce června 2009) podařilo dosáhnout svých maximálních hodnot od počátku začátku růstu akciových trhů (polovina března 2009).

Druhá polovina měsíce byla ve znamení vybírání zisků, když k tomuto obratu také přispěla makroekonomická data, která byla publikována spíše smíšená a investoři se rozhodli přistoupit k částeční realizaci svých zisků a akciové indexy ztratily většinu svých zisků, které v průběhu měsíce dosáhly.

Graf znázorňuje měsíční bilanci střeoevropského indexu CECE (v EUR, tmavá) a MSCI World indexu (v USD, světlá)



Výkonnost vybraných akciových trhů vyjádřená v české koruně

	Český PX index	Polský WIG Index	Maďarský BUX Index	Americký S&P 500 index	Západoevropský Eurotop 100 index	MSCI World index
Měsíc	+3,89%	+1,52%	+2,94%	-1,88%	-4,75%	-3,52%
Od 1.1.2009	+4,57%	+0,87%	+18,18%	-2,91%	-1,71%	+0,99%

VÝHLED

Obrat v náladě investorů, ke kterému došlo zhruba v polovině března po masívních výprodejích na akciových trzích, zatím přetrvává. Z tržních pohybů je nicméně patrné, že optimismus poněkud chladne. Trhy se zřejmě dostaly na jakousi rovnovážnou úroveň a čekají na nějaký impuls, který by je nasměroval na jednu či druhou stranu. Makroekonomické ukazatele potvrzují velmi neutěšený stav globální ekonomiky, nicméně je patrné, že se tempo poklesu ekonomického růstu zpomaluje. Již tedy nejsme svědky volného pádu klíčových ekonomik, ale postupné stabilizace na velmi nízkých hodnotách. Zda jsme na počátku nějakého dlouhodobějšího oživení na trzích, či zda se jedná o korekci již zmíněných razantních výprodejů, to samozřejmě ukáže až čas. Vzhledem k tomu, že podle našeho názoru je obrat ve vývoji ekonomik ještě daleko před námi, domníváme se, že současné oživení na akciových trzích není změnou v trendu, ale pouze dočasné uvolnění napětí na medvědí trhu.

Tato publikace má pouze informační charakter a její text není právně závazný. Nejedná se o investiční doporučení ani nabídku nebo výzvu k nákupu či prodeji jakéhokoli investičního nástroje. Přestože byl výše uvedený text připraven s nejvyšší pečlivostí a na základě důvěryhodných zdrojů, nelze zaručit dokonalou spolehlivost údajů zde uvedených. Za jakoukoli ztrátu, která by čtenáři mohla případně vzniknout použitím informací uvedených v této publikaci, nenese ING Investment Management žádnou zodpovědnost.