

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 květnu klesly meziročně o 7,5 procenta po poklesu o 2 procenta v dubnu. Maloobchodní prodeje zaznamenaly pokles v sedmi z posledních osmi měsíců, přičemž květnový propad byl větší než očekávala většina analytiků.

Bilance zahraničního obchodu vykázala v červnu po šesté v řadě přebytek, a to ve výši 20,4 miliardy korun. Potvrdil se tak vývoj z předešlých měsíců, kdy bylo pozitivní bilancí dosaženo výraznějším poklesem dovozů v porovnání s vývozy. Zatímco exporty klesly vlivem globální recese meziročně o 15 procent, propad objemu dovozů činil 19 procent. Ve srovnání s předchozími měsíci je nicméně patrné určité zlepšení, především na straně vývozu.

K určitému zlepšení situace došlo také v případě průmyslové výroby, která v červnu zaznamenala meziroční pokles o 12,3 procenta o 22 procenta v květnu. Domácí průmysl do určité míry profitoval ze „šrotovného“, které bylo zavedeno v zahraničí. Poslední data dávají jistou naději na zlepšení, nicméně je evidentní, že se situace bude zlepšovat jen pozvolna.

Deficit státního rozpočtu dosáhl ke konci července hodnoty 76,2 miliardy korun, což představuje téměř dvojnásobek deficitu schváleného parlamentem pro celý letošní rok. Za stejné období loňského roku přitom státní rozpočet vykazoval přebytek ve výši 9,3 miliardy. 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.

V červenci nebylo na programu měnově-politické zasedání bankovní rady ČNB. To bylo naplánováno na šestého srpna a na něm centrální banka poměrně překvapivě snížila klíčové úrokové sazby o čtvrt procenta na historicky nejnižší úroveň. Čtrnáctidenní REPO sazba má tedy nově hodnotu 1,25 procenta. ČNB navíc oproti poslední prognóze snížila odhad růstu domácí ekonomiky a inflace.

Slovenská republika

Na trzích pokračovala dobrá nálada s tím, jak stále větší část analytiků předpovídá blízký obrat a nastartování růstu ekonomik. Tyto nálady se pomalu začaly přesouvat i do tzv. sentimentu indikátorů ukazujících očekávání a náladu v ekonomice. Nicméně, tzv. tvrdá reálná data tuto skutečnost prozatím příliš nepotvrzují, ale na druhou stranu to vypadá, že již dosáhly svých minim a odrážejí se pomalu ode dna. Špatná makro-čísla jsou vidět také na Slovensku, které bylo silně závislé na exportech a pokles HDP v zahraničí silně dopadl na slovenskou ekonomiku. Tato otevřenost však může pomoci do budoucna velice rychle postavit slovenskou ekonomiku opět na nohy.

Po sérii snížení základní úrokové sazby je nyní Evropská centrální banka v tzv. „wait-and-see“ módu (refi-rate na 1 procentu) a čeká kam se ekonomika EMU vydá. Další prudké snižování se již nedá očekávat a díky vratkosti ekonomického oživení se nedá očekávat ani růst sazeb. Pozitivní nálada na trzích tažená rostoucími očekáváním o brzkém růstu ekonomiky a dobrými firemními výsledky 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. Také výsledné HDP za první čtvrtletí na úrovni -4,9 procenta bylo horší než se obecně očekávalo.

Statistiky Slovenska vypadají ještě hůře. Po letech překotného růstu přišel rychlý pád. 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. Poslední údaje o růstu resp. poklesu HDP v 1. čtvrtletí ukazují, že 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 0,7 procenta a lze očekávat její další pokles. Nezaměstnanost se blíží 12 procentům (před půl rokem to bylo ještě 7,5 procenta). Také čísla z průmyslové produkce (-17 procent meziročně!!!) a maloobchodních tržeb (-11,3 procenta meziročně!!!) ukazují na jasný trend zastavení růstu ekonomiky a omezení spotřeby domácností.

Nejvíce na současnou situaci vydělávají akciové investice, které v aktuálním prostředí výrazně dohání ztráty z minulých měsíců a let. Vliv na ceny dluhopisů je spíše negativní, ale inflace nižší než nula a slabá spotřeba obyvatel veškeré výprodeje na dluhopisových trzích brzdí. Navíc, lepší nálada snižuje rizikové přírážky, což se týká také slovenských státních dluhopisů, které díky klesající rizikové přírážce relativně vydělávají oproti jiným státním dluhopisům v Eurozóně.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

A) DEVIZOVÉ TRHY

Česká republika

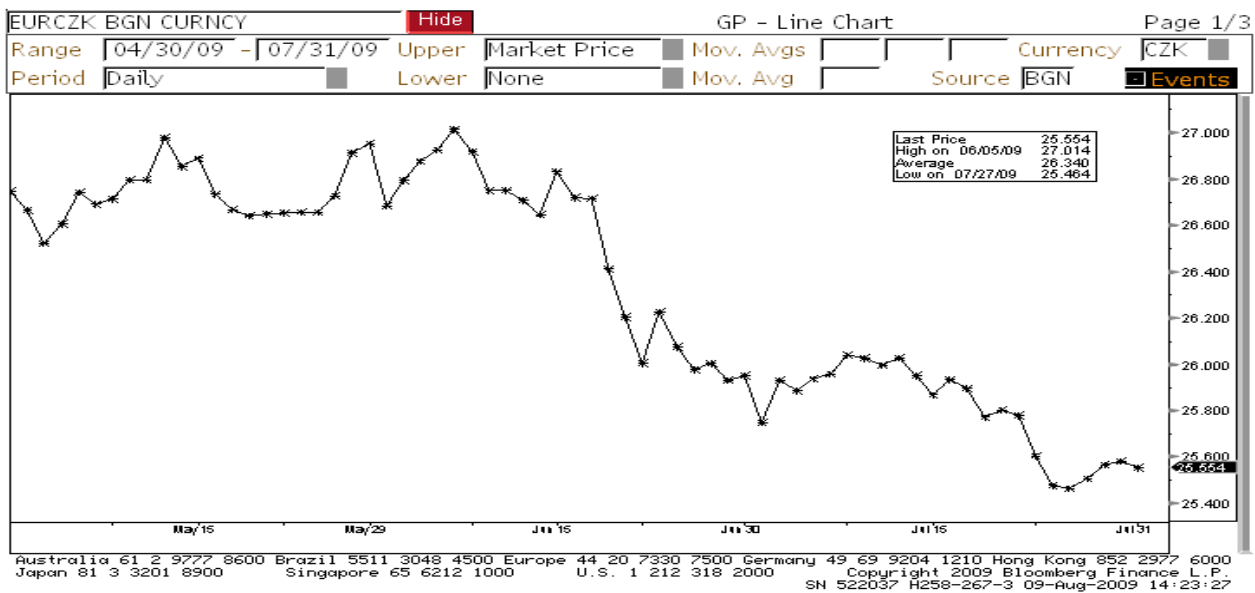
V červenci koruna pokračovala v posilovacím trendu vůči euru. Americký dolar pod vlivem pokračujícího zlepšování nálady na trzích postupně oslaboval vůči ostatním klíčovým měnám, což se projevilo ve snížení jeho hodnoty vůči koruně.

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

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

EURCZK 25.818Y as of close 8/ 7 BGN

CurrencyGP

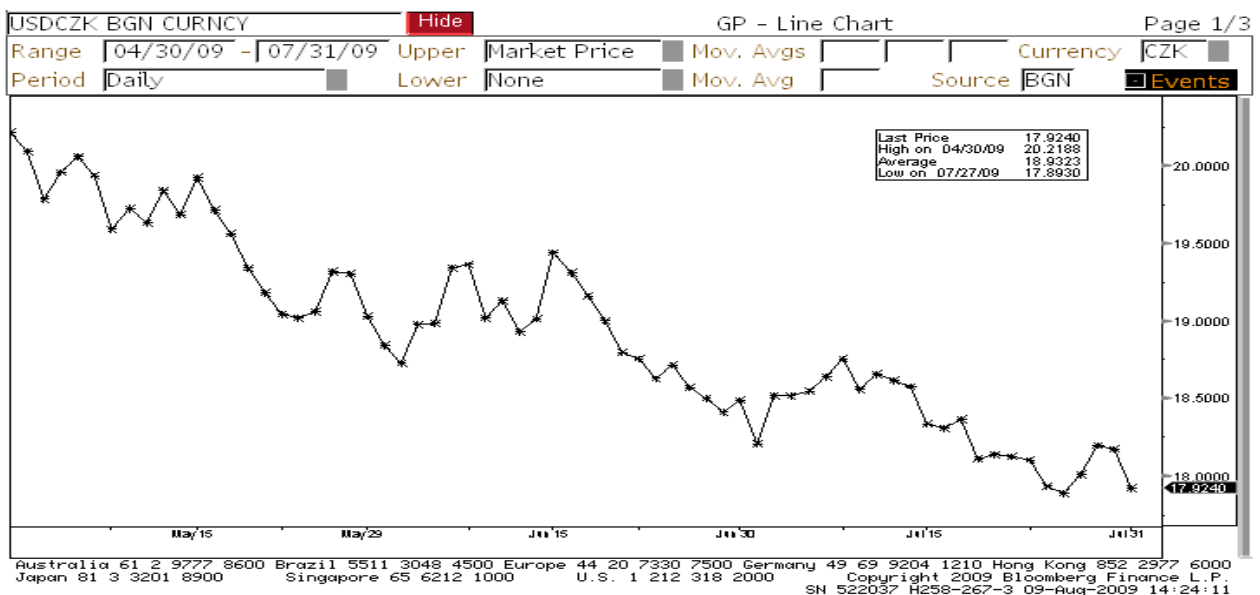


Graf vývoje kurzu české koruny oproti dolaru v posledních 3 měsících:

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

USDCZK 18.2030Y as of close 8/ 7 BGN

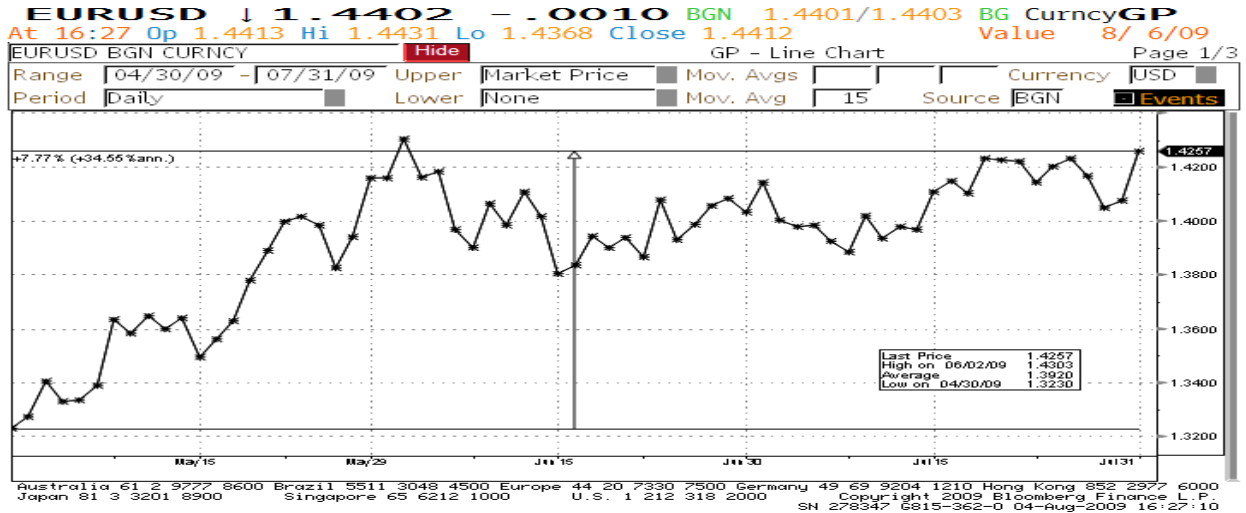
CurrencyGP



Slovenská republika

Positivní nálada na trzích doprovázená vyhledáváním více rizikových investic (tj. mimo dolar) opět ukázala jasný směr vývoje kurzu eura a dolaru. Během července začal dolar opět oslabovat a za poslední 3 měsíce ztratil oproti euru skoro 8 procent. Aktuálně se drží na úrovni 1,43. Podobný vývoj se dá očekávat s určitými výkyvy i v budoucích měsících.

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

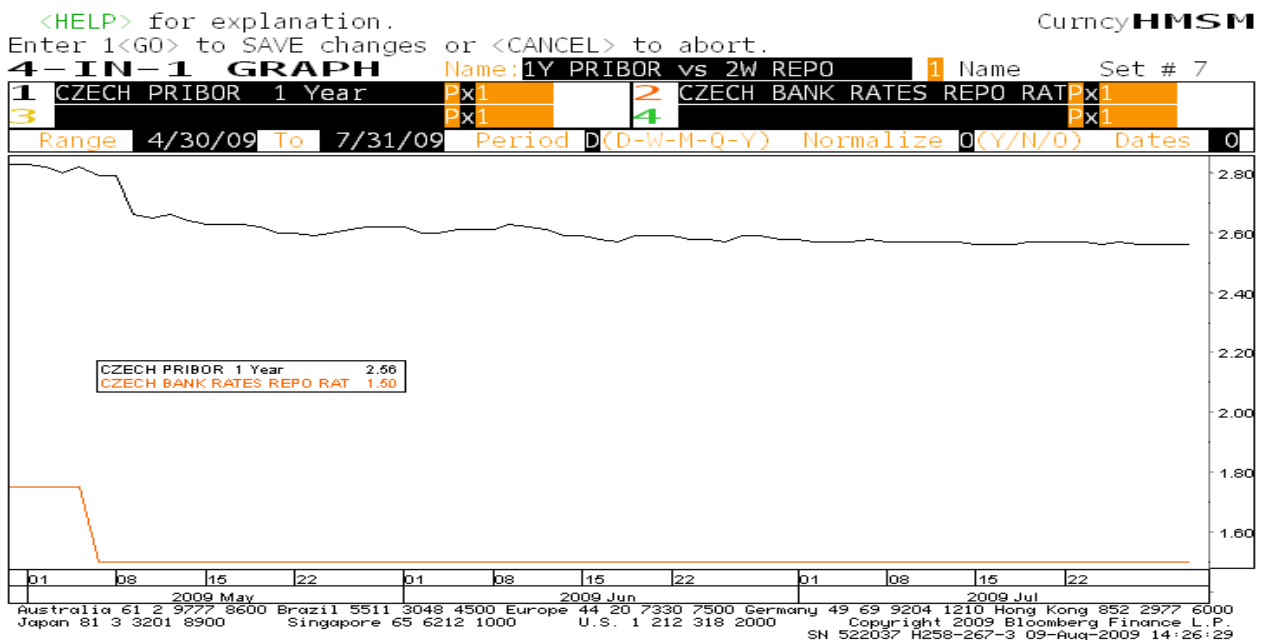


B) PENĚŽNÍ TRHY

Česká republika

V červenci nebylo na programu měnově-politické zasedání ČNB a dvoutýdenní REPO sazba tak zůstala na hodnotě 1,50 procenta. Tržní sazby se během uplynulého měsíce jen velmi pozvolna snižovaly.

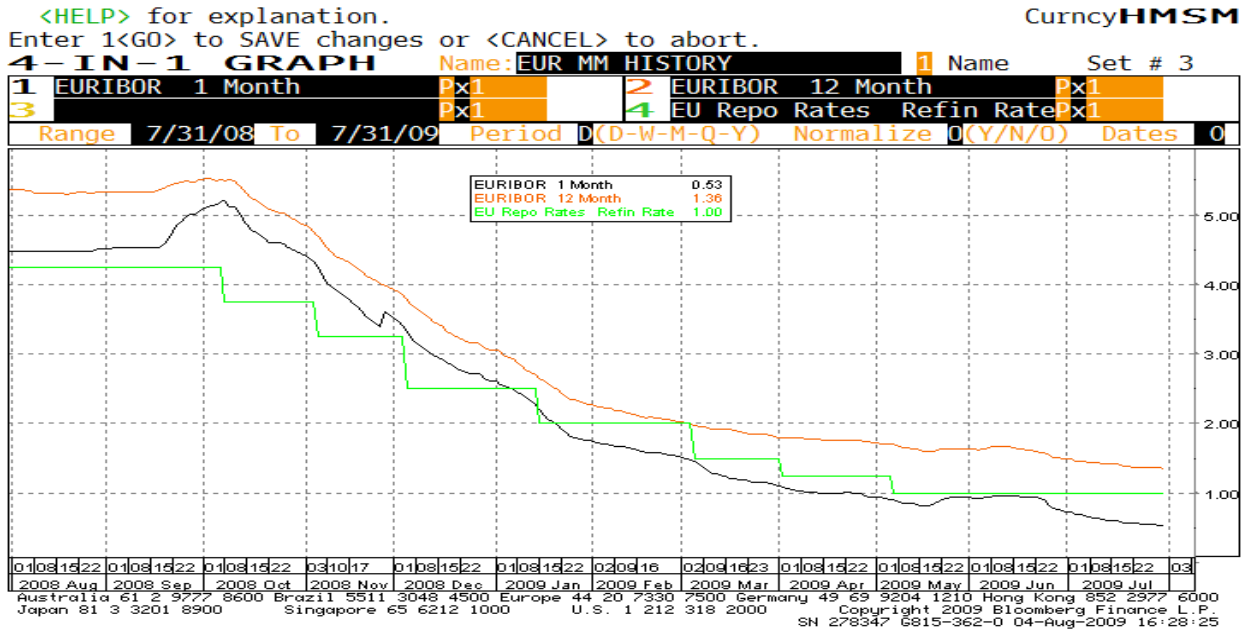
Vývoj dvoutýdenní repo-sazby ČNB a jednorocní tržní sazby PRIBOR v posledních 3 měsících:



Slovenská republika

Co se týče peněžního trhu na Slovensku resp. v Eurozóně, tak nic nového. Sazby stále pomalu klesají a velmi pravděpodobně se blíží svým minimálním hodnotám. Další pokles by nastal pouze v případě, že by ECB dále snížila svoji základní sazbu pod 1 procento, s čímž však trhy nepočítají. Roční Euribor již vyklesal na hodnotu 1,34 procenta a sazby do 1 měsíce jsou dokonce pod půl procentem!

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

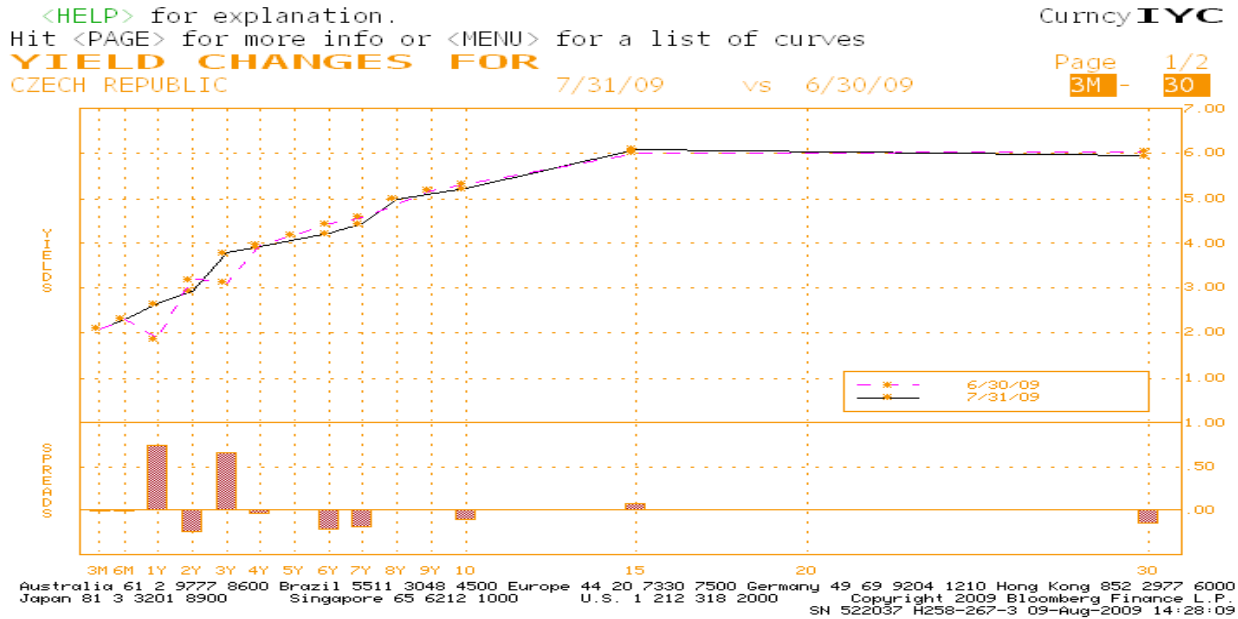


C) DLUHOPISOVÉ TRHY

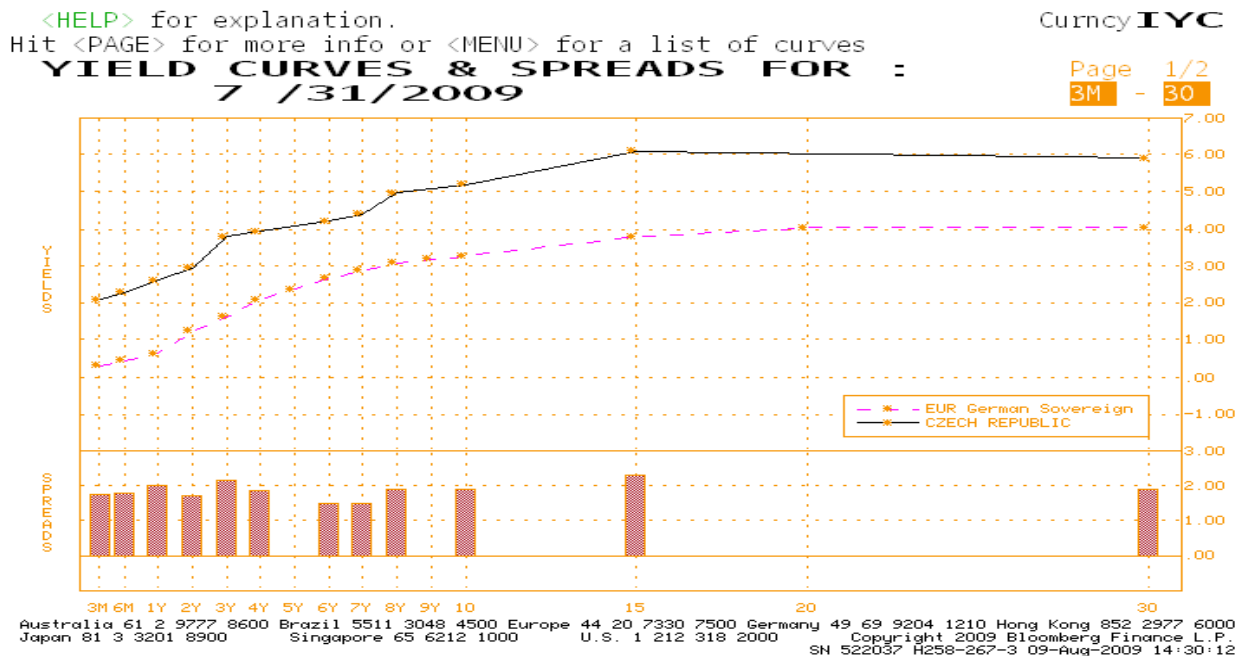
Česká republika

V červenci se výnosová křivka českých státních dluhopisů posunula směrem dolů. Důvodem byl pozitivní sentiment na globálních trzích, který znamená větší ochotu investorů investovat do relativně rizikovějších instrumentů.

Graf změny výnosové křivky českých státních dluhopisů za poslední měsíc:



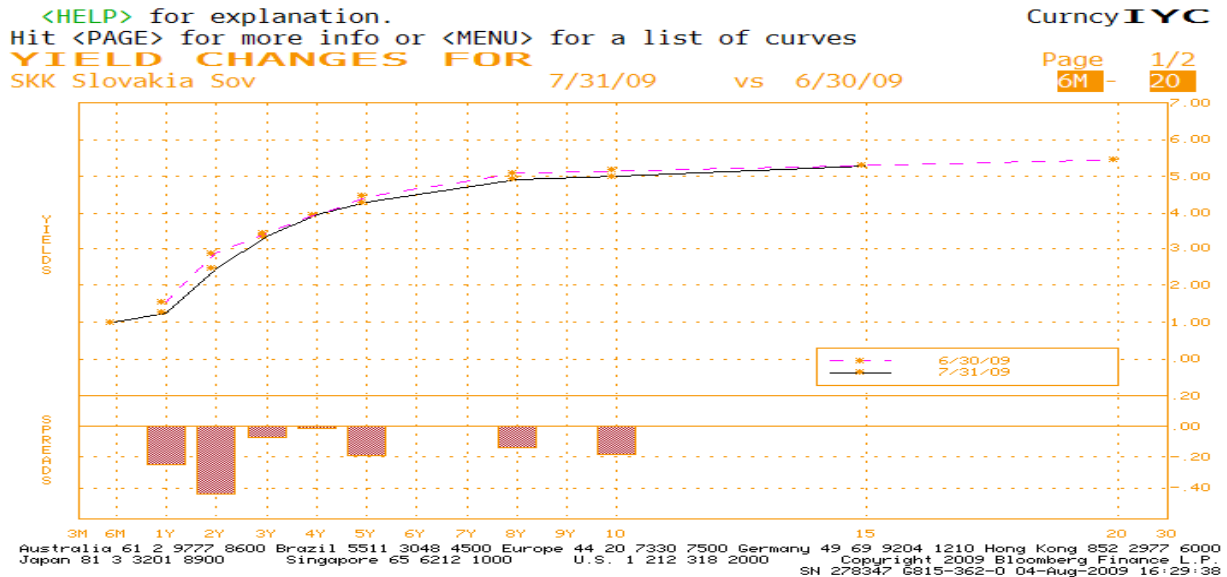
Následující graf ukazuje srovnání výnosů do splatnosti českých státních dluhopisů s německými. Oba trhy zaznamenaly prakticky totožný vývoj, takže rozdíl ve výnosech mezi těmito skupinami aktiv zůstal stabilní.



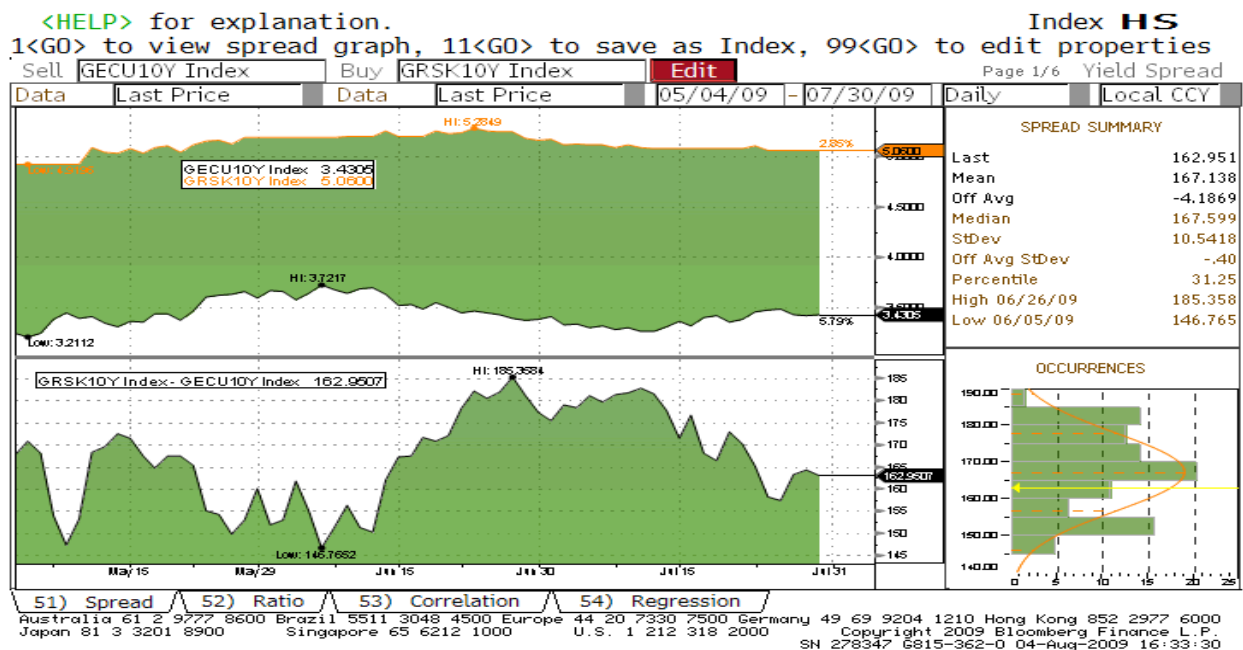
Slovenská republika

I přes značnou volatilitu vývoje výnosů se výnosová křivka slovenských státních dluhopisů takřka nepohnula. V první polovině července výnosy klesaly a v druhé naopak výrazně rostly (ceny klesaly). Ke konci měsíce pak opět korekce směrem dolů dostala výnosy na původní hodnoty, což zapříčinilo prudký růst cen dluhopisů směrem k počátečním hodnotám.

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 výnosu slovenského 10-ti letého státního dluhopisu a německého státního dluhopisu. Je zřejmé, že slovenskému dluhopisu na rozdíl od německého výnosy nerostly a tak se jeho riziková přírážka snížila ze 185bps o 20bps tj. slovenské dluhopisy snížily svoji rizikovou přírážku.



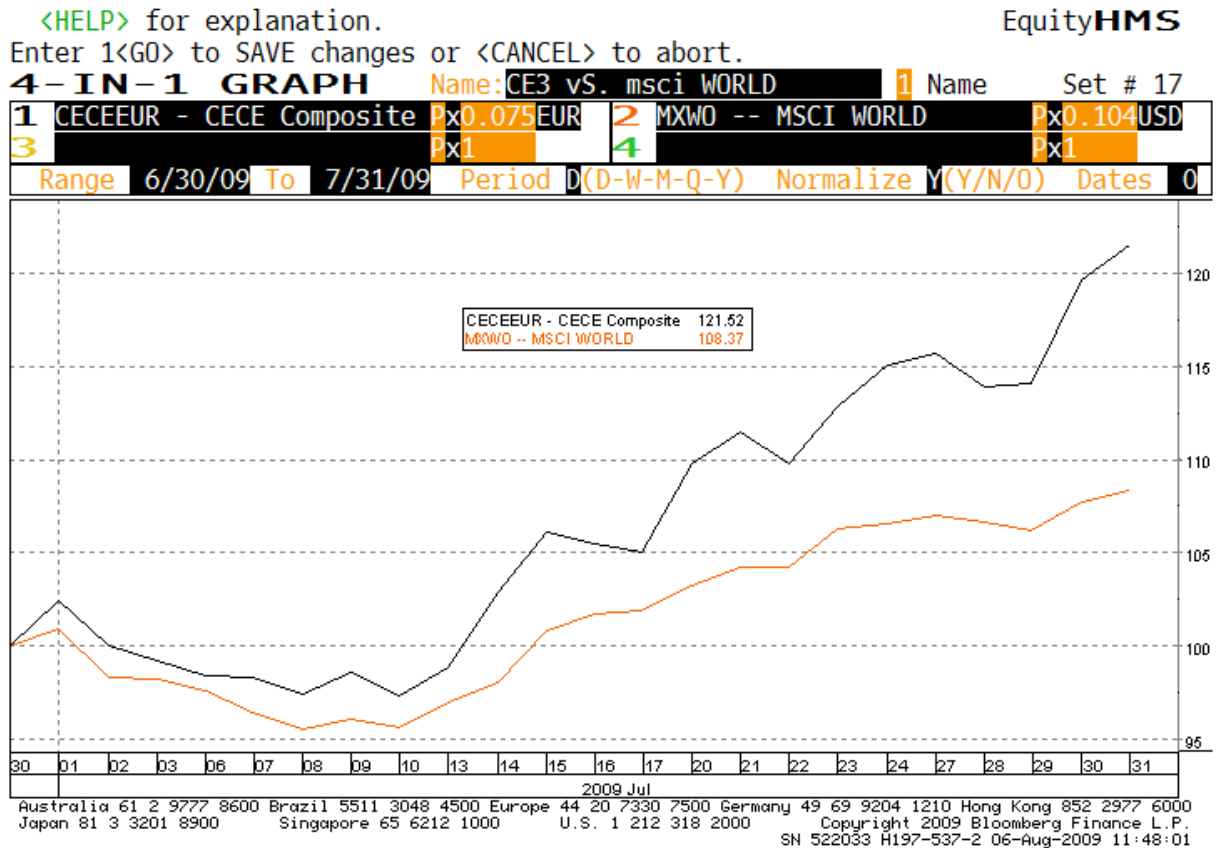
D) AKCIOVÉ TRHY

Akiové trhy v měsíci červenci navázaly na svůj vývoj z předcházejícího měsíce, kdy si investoři vzali oddechový čas, a trhy pokračovaly v poklesu v důsledku částečné realizace zisků. Pokles akciových indexů a negativní nálada ale neměla dlouhého trvání, již na počátku třetího červencového týdne se začátkem výsledkové sezóny došlo k obratu a na akciové trhy se vrátila pozitivní a tím také nákupní nálada, která podporovala růst trhů.

Růst trhů byl odstartován zejména lepšími než očekávanými výsledky za 2. čtvrtletí u největších amerických bank. Výsledky ostatních společností byly také nad očekávání lepší. Vlna optimismu byla také podpořena lepšími makroekonomickými daty (zlepšující se trh práce, stabilizace trhu nemovitostí), takže začal převládat všeobecný konsensus o zlepšujícím se stavu americké a také globální ekonomiky a také názor, že ekonomický propad už dosáhl svého dna a lepší makroekonomická data jsou prvními signály stabilizace ekonomik a vzápětí bude následovat obrat k lepšímu a růst.

Středoevropské akciové trhy opět v měsíci červenci výrazně překonaly ve výkonnosti vyspělé akciové trhy, zejména v důsledku nižší averze investorů k riziku, a tím i příliv prostředků nejen do rizikovějších regionů a i tříd aktiv.

Graf znázorňuje měsíční bilanci středoevropského 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	+18,66%	+22,42%	+13,73%	+4,21%	+7,38%	+5,14%
Od 1.1.2009	+24,19%	+23,49%	+34,38%	+2,25%	+5,55%	+6,19%

VÝHLED

Obrat v náladě investorů, ke kterému došlo zhruba v polovině března po masívních výprodejích na akciových trzích, pokračoval i v minulém měsíci. Z tržních pohybů je nicméně patrné, že optimismus poněkud chladne, avšak akciové trhy nadále postupně rostou. Makroekonomické ukazatele potvrzují velmi neutěšený stav globální ekonomiky, je však patrné, že se tempo poklesu ekonomického růstu zpomaluje. Již tedy nejsme svědky volného pádu klíčových ekonomik, ale postupné stabilizace na velmi nízkých hodnotách a dokonce se objevují první známky naznačující přicházející obrát. V závislosti na stabilizaci ekonomik si již nemyslíme, že současné oživení na akciových trzích je pouze pauza v poklesu, ale že se jedná již o obrát a že v delším období budou akciové trhy spíše růst. Co se týče dluhopisových trhů je náš názor víceméně neutrální, postupné zotavení ekonomik bude tlačit výnosy nahoru, ale inflace blízka nule má opačný účinek.

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.