

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Česká republika

Podle údajů zveřejněných začátkem října klesly spotřebitelské ceny během září o 0,4 procenta. V meziročním srovnání pak inflace dále zpomalila na 0,0 procenta po 0,2 procenta v srpnu, což představuje nejnižší hodnotu od září 2003. Stejně jako minulý měsíc bylo zpomalení inflace způsobeno především pokračujícím poklesem cen potravin nealkoholických nápojů. Pokles cen je rychlejší než očekávala centrální banka a zdá se velmi pravděpodobné, že meziroční inflace za říjen klesne pod nulu. V dalších měsících by však měla opět mírně růst. 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 září oproti předchozímu měsíci lehce zvýšila a dosáhla úrovně 8,6 procenta, což je nejvyšší míra nezaměstnanosti od března 2006. 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 červenci klesly meziročně o 4,9 procenta po stejném poklesu v červnu. Maloobchodní prodeje klesají již sedm měsíců v řadě, nicméně poslední údaj byl o něco lepší než činily konsenzuální odhady.

Bilance zahraničního obchodu vykázala v srpnu opět přebytek, tentokrát ve výši 10,6 miliardy korun. Za relativně dobrým výsledkem bohužel stále stojí negativní vývoj z předešlých měsíců, kdy bylo pozitivní bilance dosaženo výraznějším poklesem dovozů v porovnání s vývozy. Zatímco exporty klesly vlivem globální recese meziročně o téměř 9 procent, propad objemu dovozů činil více než 14 procent. Ve srovnání s předchozími měsíci je nicméně patrné určité zlepšení na straně vývozu, a to především díky zavedení šrotovného v okolních zemích. V meziměsíčním srovnání zaznamenáváme mírný růst exportů již třetí měsíc v řadě.

Průmyslová výroba v srpnu příjemně překvapila, když vykázala meziroční pokles „jen“ o 8,1 procenta po propadu o 18,2 procenta v červenci. Vzhledem k určité stabilizaci ekonomik našich největších obchodních partnerů bychom mohli v následujících měsících vidět poněkud lepší čísla, nicméně pokles objednávek ukazuje, že s výrazným zlepšením situace se nedá v nejbližších měsících počítat.

Na svém zářijovém měnovém zasedání ponechala centrální banka klíčové úrokové sazby beze změny. Čtrnáctidenní REPO sazba tedy zůstává na hodnotě 1,25 procenta. Trochu překvapivé nicméně bylo, že dva ze sedmi členů bankovní rady hlasovali pro snížení sazeb o čtvrt procenta, přičemž jedním z nich byl i guvernér centrální banky Tůma. Následné komentáře navíc podpořily očekávání dalšího zmírnění měnové politiky. Někteří analytici očekávají snížení sazeb na listopadovém zasedání.

Slovenská republika

Na trzích pokračovala dobrá nálada s tím, jak stále větší část analytiků předpovídá pomalé nastartování růstu ekonomik. Nicméně, optimismus v září lehce zchladilo pár horších udajů v USA (např. ISM index a nezaměstnanost) a v Evropě (pokles průmyslu a záporná inflace). Zmíněná horší čísla nebo spíše čísla nižší než očekával trh utvrdila trhy v tom, že růst cen i přes silné fiskální a monetární stimuly v nejbližších měsících nehrozí. Očekávání dlouhodobě nízké inflace podpořilo poptávku po takřka všech druzích dluhopisů, jejichž ceny v září raketově rostly. I přes špatná slovenská makro-čísla, která díky své pro-exportní závislosti silně trpí poklesem HDP v zahraničí, výrazně posílily také slovenské dluhopisy vezoucí se navíc na vlně utahování rizikových premií.

Evropská centrální banka nadále udržuje tzv. „wait-and-see“ mód (refi-rate neměnná na 1 procentu). Po vyjádření šéfa ECB pana Tricheta se již nedá očekávat další prudké snižování, ale ani zbrklý růst sazeb. Nová předpověď inflace a HDP publikovaná v září předpovídá inflaci hluboko pod 2 procenty nejen v roce 2009, ale také v roce 2010. Předpověď HDP pro Eurozónu se mírně zvýšila, ale pokles o -4,6 procenta v roce 2009 a růst +0,2 procenta v roce 2010 nejsou zrovna omračující čísla. Aktuální makročísla jsou sice stále ještě velmi špatná (průmyslová produkce -16 procent, HDP ve 2Q -4,8% meziročně, záporné maloobchodní tržby), nicméně některá již naznačují možný odraz ode dna (HDP pro 2Q kladné ve Francii a v Německu, inflace v Eurozóně -0,3 po poklesu -0,7 procenta v červenci).

Statistiky Slovenska vypadají ještě o kousek hůře. Po letech překotného růstu přišel rychlý pád. Národní banka Slovenska v září publikovala nový odhad růstu resp. poklesu HDP. Pro rok 2009 předpokládá pokles ekonomiky o -5,6 procenta (předchozí odhad byl -4,2). Pro rok 2010 se odhaduje již růst o +2,9 procenta. Ministerstvo financí je překvapivě mnohem pesimističtější s odhady -6,2 resp. +1,1 procenta. Poslední údaje o růstu HDP ve 2Q ukazují, že ekonomika poklesla o příšerných -5,5 procenta (anualizováno). Toto zpomalení bude znamenat také snížení daňových příjmů, což vedle akcelerujících státních výdajů zvýší plánovaný deficit rozpočtu a tím pádem bude nutné více emitovat státní dluhopisy.

Z dalších makroekonomických čísel je také výrazně cítit krize. Harmonizovaná inflace již klesla na 0,5 procenta meziročně. Nezaměstnanost překračuje 12 procent (před rokem to bylo ještě 7,5 procenta). Také čísla z průmyslové produkce (-21 procent meziročně!!!) a maloobchodních tržeb (-10 procent meziročně!!!) ukazují na jasný trend zastavení růstu ekonomiky a omezení spotřeby domácností.

Slušně na současné situaci vydělávají akciové investice, které v aktuálním prostředí dohánějí ztráty z minulých měsíců a let. Poslední měsíc však silně ovlivnil i dluhopisy a to překvapivě výrazně pozitivně. Lehce snížený optimismus po horších makročíslích podpořil ceny dluhopisů a navíc pomalu odeznívající krize tlačila dolů rizikové přírážky. Tyto podmínky byly bonanzou pro slovenské státní dluhopisy, jejichž ceny raketově rostly.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

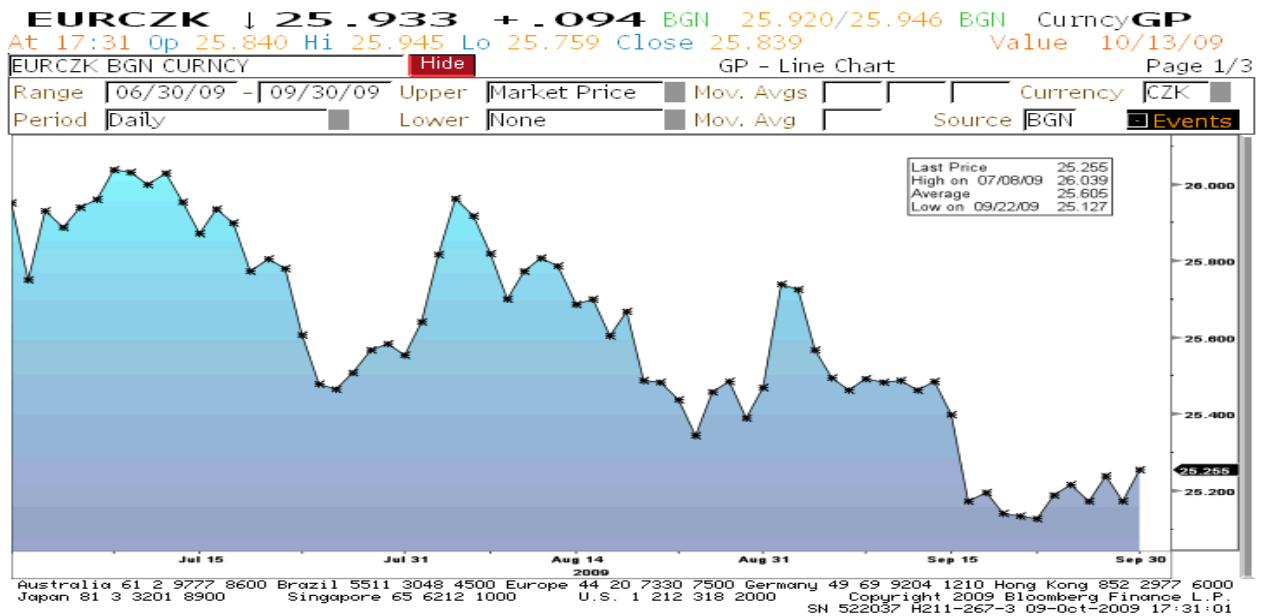
A) DEVIZOVÉ TRHY

Česká republika

V září 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 v dalším snížení jeho hodnoty vůči koruně.

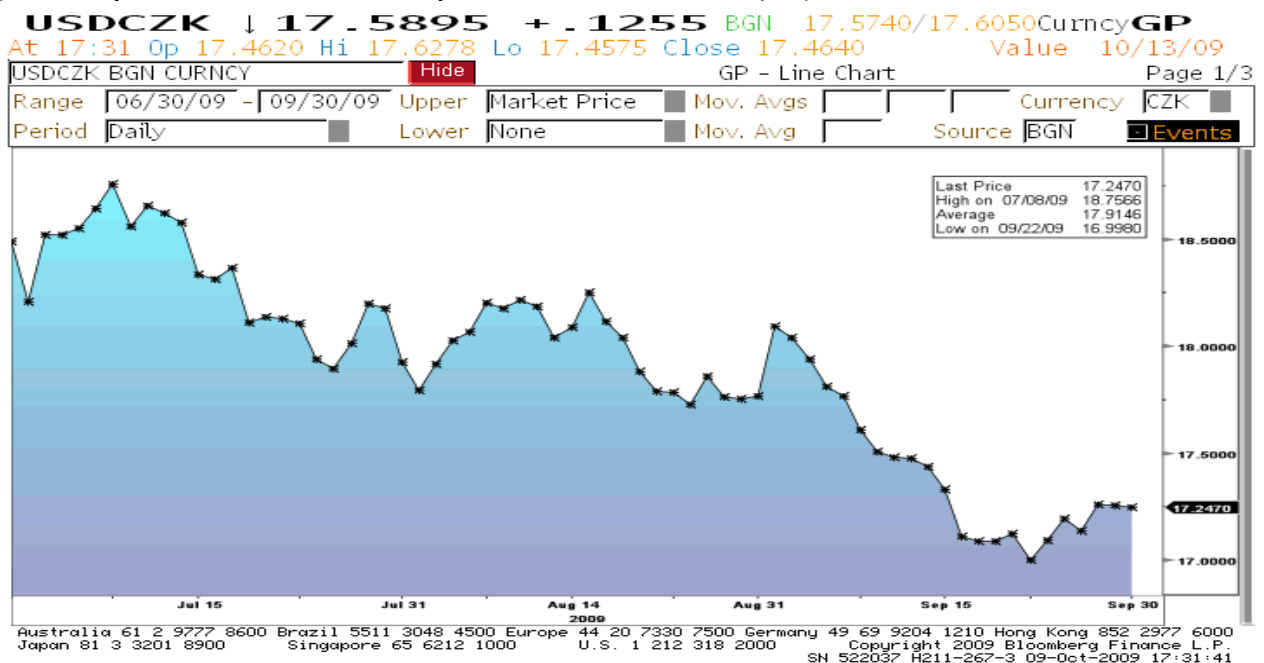
Graf vývoje kurzu české koruny oproti euru v posledních 3 měsících:

(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

Trend posilujícího kurzu eura vůči dolaru se v uplynulém měsíci nezměnil. Pozitivní nálada na trzích doprovázená vyhledáváním více rizikových investic (tj. mimo dolar) dál postupně oslabovala dolar až k úrovním nad 1,47. Budoucí vývoj kurzu bude silně záviset na síle a rychlosti zotavení ekonomik z právě překonané krize. Aktuálně převažuje zmíněný optimismus vycházející z přesvědčení, že krize pomalu odeznívá, což zřetelně pomáhá euru a oslabuje dolar.

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

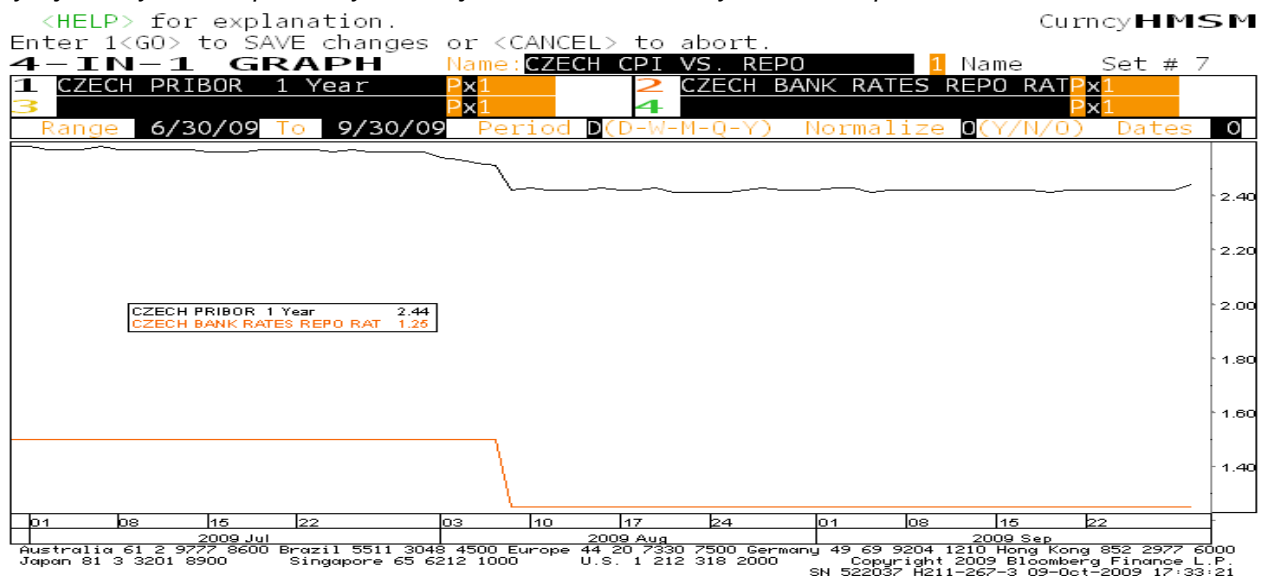


B) PENĚŽNÍ TRHY

Česká republika

Tržní sazby peněžního trhu se během září prakticky nezměnily. Vzhledem k současné úrovni základní REPO sazby a výhledu na budoucí vývoj měnové politiky jsou tržní sazby stále relativně vysoko.

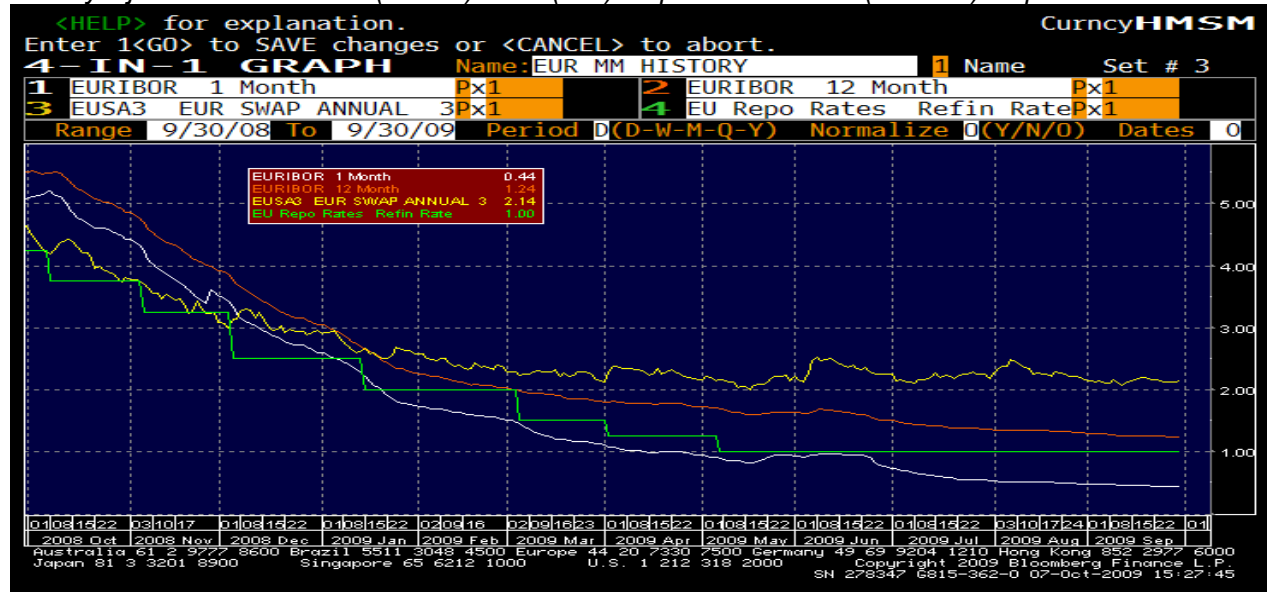
Vývoj dvoutýdenní repo-sazby ČNB a jednorocní tržní sazby PRIBOR v posledních 3 měsících:



Slovenská republika

Peněžní trh na Slovensku resp. v Eurozóně pokračoval ve svém trendu pomalého poklesu sazeb a ani v nejbližších měsících se nečeká žádný výrazný zvrat. Sazby stále pomalu klesají a velmi pravděpodobně se již blíží svým minimálním hodnotám. Další pokles by nastal pouze v případě, že by se začal očekávat scénář s dvojitým dnem krize, kdy by ECB nejspíše snížila svoji základní sazbu pod 1 procento. Roční Euribor již vyklesal na hodnotu 1,22 procenta a sazby do 1 měsíce jsou dokonce pod půl procentem!

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

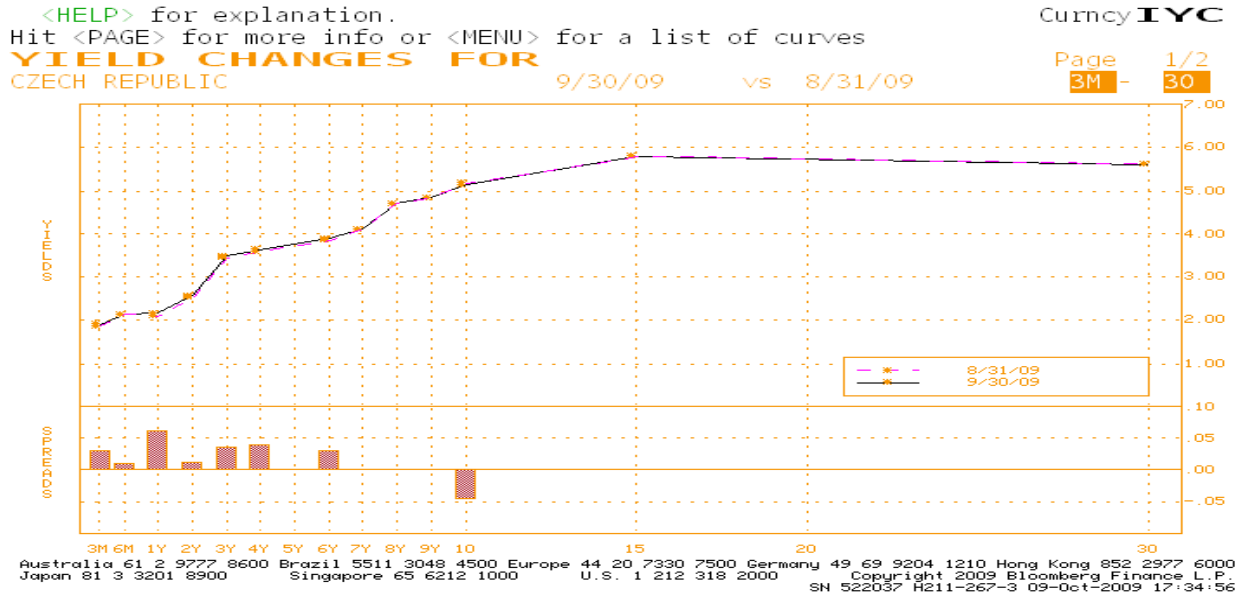


C) DLUHOPISOVÉ TRHY

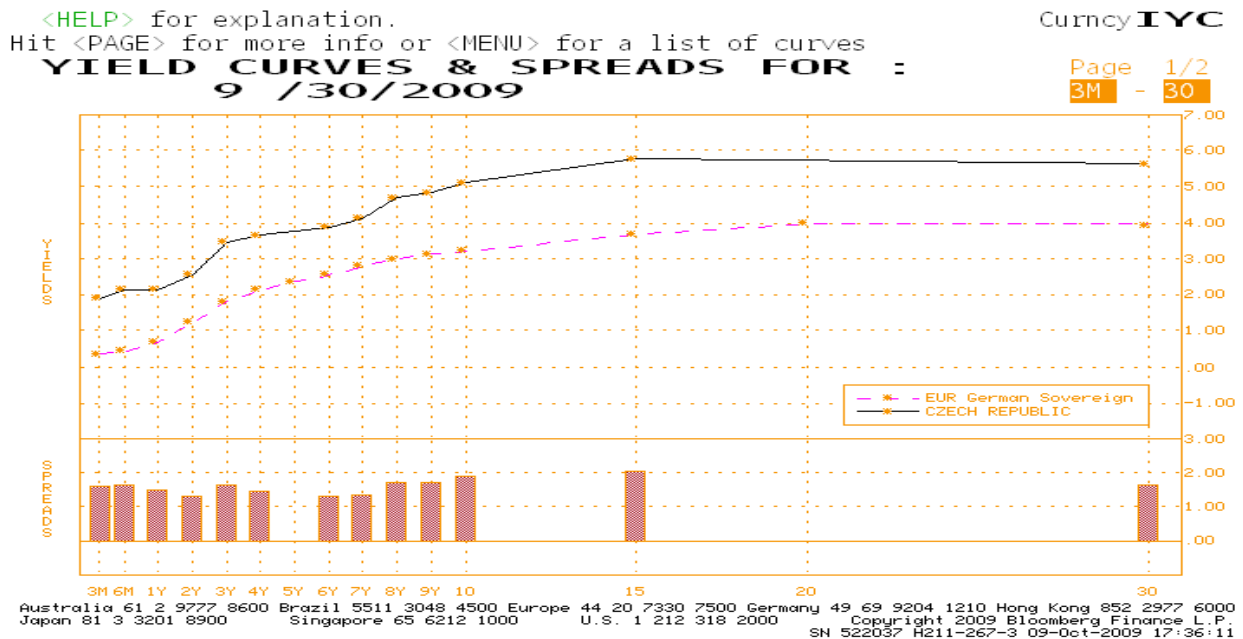
Česká republika

V září doznala výnosová křivka českých státních dluhopisů jen malé změny. Díky přetrvávajícímu pozitivnímu sentimentu na globálních trzích, který znamená větší ochotu investorů investovat do relativně rizikovějších instrumentů, mají výnosy českých dluhopisů tendenci spíše klesat.

Graf změny výnosové křivky českých státních dluhopisů za poslední měsíc:



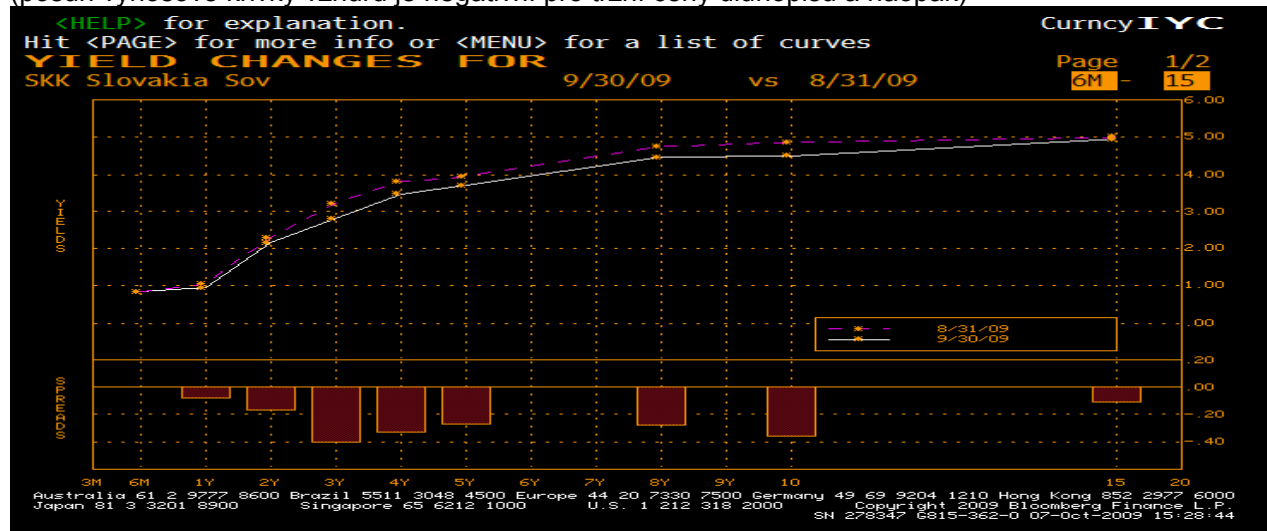
Následující graf ukazuje srovnání výnosů do splatnosti českých státních dluhopisů s německými. Oba trhy zaznamenaly velmi podobný vývoj, takže rozdíl ve výnosech mezi těmito skupinami aktiv zůstal prakticky stabilní.



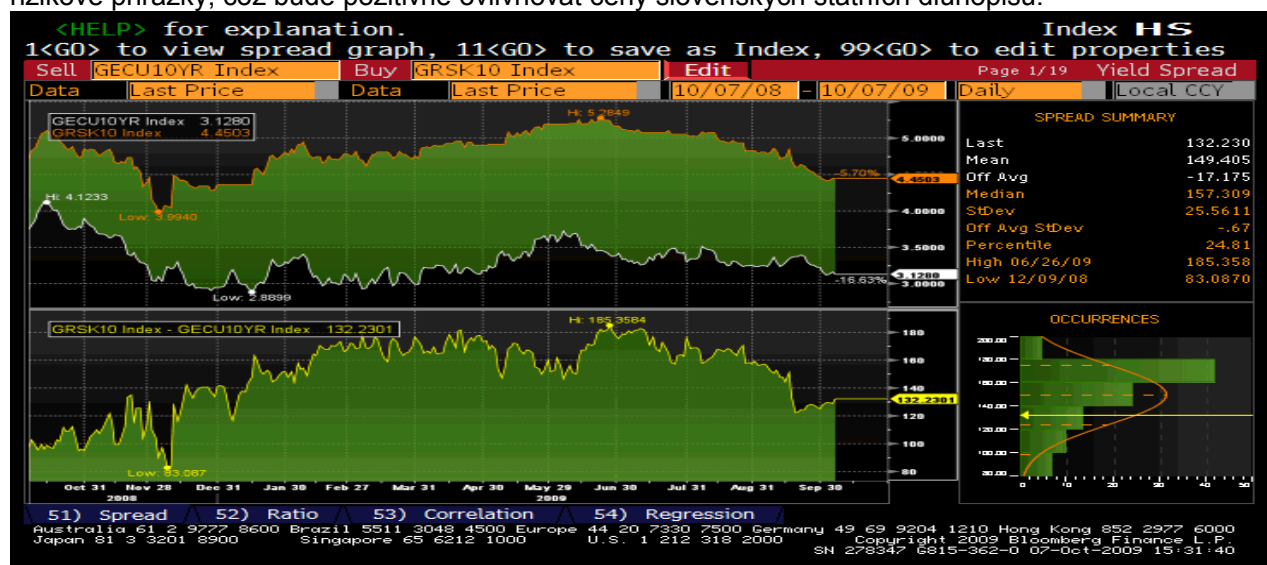
Slovenská republika

Velmi nízká inflační čísla v Evropě a všeobecný pokles rizikových premií se vzrůstajícím optimismem přinutil investory poohlížet se po relativně bezpečných investicích s dostatečně vysokou prémie. Mezi tyto opomínané trhy doposavad patřily slovenské státní dluhopisy, které na náhle zvýšenou poptávku reagovaly utažením své rizikové přírážky. K pozitivnímu vývoji přispěl i všeobecný pokles výnosů tažený mírně horšími makročíslly v USA (např. ISM a nezaměstnanost) a pokulhávající zotavení v EMU. Výnosová křivka poklesla (ceny dluhopisů vzrostly) o uctihodných 30-40 bazických bodů za poslední měsíc.

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



Následující graf ukazuje relativní srovnání výnosu slovenského 10-ti letého státního dluhopisu a německého státního dluhopisu. Je zřejmé, že slovenské dluhopisy aktuálně nesou asi o 130bps větší výnos než německé (minulý měsíc to bylo 160bps) a do budoucna se dá dále očekávat utahování této rizikové přírážky, což bude pozitivně ovlivňovat ceny slovenských státních dluhopisů.



D) AKCIOVÉ TRHY

Světové akciové trhy pokračovaly i v září ve svém růstovém trendu, kdy svou růstovou periodu prodloužily na sedmý měsíc v řadě, i když dynamika tohoto růstu se oproti předchozím měsícům snížila. Na počátku měsíce byl optimismus podpořen zejména silnými a dobrými makroekonomickými daty zejména ve Spojených státech a Číně, která potvrzovala zlepšující se kondici světové ekonomiky a známky blížícího se oživení.

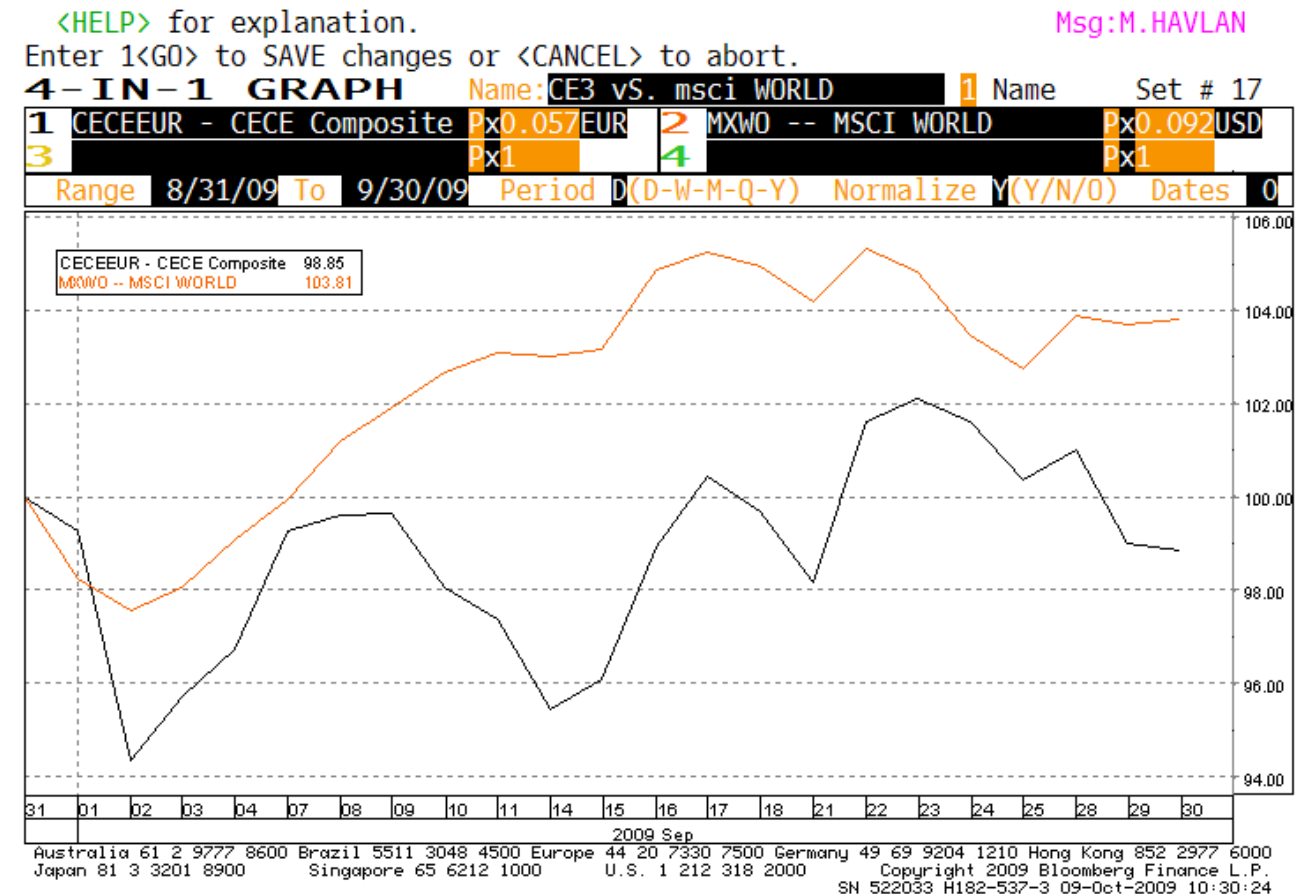
Dalším významným faktorem, který působil optimisticky na náladu investorů a růst akciových trhů, bylo patrné zvýšení dění a aktivit na trhu fúzí a akvizic (například americká farmaceutická firma Abott koupila belgickou firmu Solvay za 4,5 miliardy EUR), což je známka snižující se averze investorů vůči riziku a jejich ochoty investovat i do rizikovějších aktiv.

Další vlna optimismu byla také podpořena sliby, které zazněly na schůzce ministrů financí zemí G20 o dalším pokračování prorůstové politiky a pomoci na podporu oživení světové ekonomiky. Stabilizaci a mírně zlepšující se kondici americké ekonomiky potvrdily také zprávy z amerického Fedu.

Závěr měsíce se navzdory předchozímu růstu nesl ve znamení částečné realizace zisků, kdy určitou míru znepokojení a nejistoty vnesla mezi investory slabší makroekonomická čísla, která byla mírně horší než bylo všeobecné očekávání. Dalším negativním faktorem byly obavy z možného ukončení podpor prorůstových opatření ve světové ekonomice. Ale navzdory mírnému poklesu v závěru měsíce skončily akciové trhy v plusu.

Středoevropským trhům se v tomto měsíci ve výkonnosti nepodařilo překonat vyspělé trhy a skončily v měsíčním hodnocení s mírnými ztrátami. Jedinou výjimkou byl maďarský akciový trh, který si růstový trend udržel i v měsíci září a skončil v zisku.

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	-0,46%	-4,40%	+4,51%	+0,56%	+1,32%	+0,80%
Od 1.1.2009	+34,83%	+28,05%	+53,43%	+5,03%	+11,01%	+9,91%

VÝHLED

Celkově pozitivní nálada, která přináší větší ochotu investorů riskovat, převládala na globálních trzích i v uplynulém měsíci. Nárůsty akciových indexů a poklesy rizikových přírážek sice nebyly ve srovnání s předchozími měsíci tak výrazné, trend však zůstal zachován. K pozitivní náladě přispěly i makroekonomické ukazatele, které indikují, že to nejhorší mají klíčové světové ekonomiky za sebou. Na druhé straně je však patrné, že se nedá očekávat rychlý obrat ve vývoji ekonomiky a že případné oživení bude jen velmi pozvolné, s rizikem dalšího propadu v budoucnosti. Z tohoto pohledu jistě existuje poměrně výrazné riziko korekce vývoje posledních měsíců, nicméně v krátkodobém horizontu několika příštích měsíců bude zřejmě pozitivní trend pokračovat. Co se týče dluhopisových trhů je náš názor víceméně neutrální až lehce optimistický. 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.