

Listopad 2007

ZPRÁVA Z FINANČNÍCH TRHŮ

MAKROEKONOMICKÝ VÝVOJ

Česká republika

Podle údajů zveřejněných začátkem prosince stouply spotřebitelské ceny v listopadu o 5 procent meziročně, což je další nárůst ze říjnových 4 procent a nejvyšší růst spotřebitelských cen od srpna 2001. Růst cen výrazně překonal očekávání analytiků a dostal se o celé jedno procento nad horní hranici cílového pásma ČNB. Inlace byla tažena především potravinami a nealkoholickými nápoji, když v tomto segmentu došlo k meziročnímu nárůstu cen o 10,4 procenta. Především razantní nárůst cen potravin vedl k tomu, že byla listopadová inflace o 1,1 procenta vyšší oproti aktuální inflační prognóze národní banky publikované v říjnu. Očištěná inflace v listopadu stoupla na 4 procenta meziročně po 2,9 procenta v říjnu.

Domácí ekonomika ve třetím čtvrtletí rostla o 6% meziročně, což znamená lehké zpomalení oproti růstu o 6,3 procenta ve druhém kvartále letošního roku. Růst je tažen především domácí spotřebou, která je podporována klesající nezaměstnaností a solidním růstem reálných příjmů. Nicméně se zdá, že další postupné zpomalování ekonomiky bude pokračovat také v nejbližší budoucnosti. Za celý letošní rok by měla ekonomika růst zhruba o 6 procent, přičemž v roce 2008 se očekává zpomalení na úroveň lehce pod pět procent.

V listopadu pokračoval pozitivní vývoj na trhu práce, když míra registrované nezaměstnanosti poklesla na 5,6 procenta po 5,8 procenta v říjnu. Jedná se o nejnižší údaj za posledních devět let a dá se očekávat, že klesající trend bude pokračovat také v nejbližších měsících. Klesající nezaměstnanost na druhé straně logicky představuje inflační riziko vzhledem k očekávanému většímu tlaku na růst mezd.

Přes pozitivní faktory v podobě klesající nezaměstnanosti a růstu reálných mezd došlo v září k poklesu růstu maloobchodních tržeb na úroveň 5,9 procenta meziročně po 6,9 procenta v srpnu. Přes zpomalení růstu by domácí spotřeba měla být i nadále hlavním tahounem růstu domácí ekonomiky.

Ve třetím čtvrtletí letošního roku vykázal běžný účet platební bilance deficit ve výši 47,8 miliardy korun oproti 39,6 miliardám za stejné období loňského roku. Od začátku roku dosáhl deficit výše 73,9 miliardy korun, tedy zhruba 3,5 procenta HDP. Tyto údaje byly v souladu s očekáváním a neměly by znamenat výraznější úpravy odhadů pro letošní rok. Pokud jde o obchodní bilanci, ta ve třetím kvartále vykázala přebytek ve výši 19 miliard korun, o 8,9 miliardy korun více oproti stejnému období loňského roku. Negativní vliv posilující koruny na vývoj zahraničního obchodu se tak zatím výrazněji neprojevuje.

Česká národní banka v listopadu přistoupila ke zpřísnění své měnové politiky a zvýšila klíčové úrokové sazby o 25 bazických bodů. Čtrnáctidenní REPO sazba se tak posouvá na úroveň 3,50 procenta, půl procentního bodu pod sazbou ECB. Hlasování nebylo jednoznačné, když dva ze sedmi členů bankovní rady hlasovali pro ponechání sazeb na stávající úrovni. Mezi členy bankovní rady převládl názor, že je třeba reagovat na vztlínající inflaci, jejíž další akcelerace je očekávána také v nejbližších měsících. Výrazným protiinflačním faktorem zůstává posilující koruna, která se v listopadu dostala na nová maxima oproti euru i americkému dolaru. Možná proto se tisková konference po zasedání bankovní rady nesla spíše v neutrálním duchu a nenaznačovala potřebu dalšího brzkého zvyšování sazeb. Výnosová křivka však stále indikuje další postupné zpřísnění měnové politiky s nárůstem REPO sazby na úroveň čtyř procent do poloviny příštího roku.

Slovenská republika

Slovenská centrální banka (NBS) ponechala v listopadu základní úrokovou sazbu na 4,25 procentech. O změně sazby se opět ani nehlasovalo. Centrální bankéři diskutovali především poslední inflační čísla, která prudce vyskočila a dostala se nad odhad centrální banky. Tento růst byl částečně očekáván a byl způsoben růstem cen potravin a energií. Tento fenomén je však celosvětový a nelze proti němu bojovat utahováním lokální měnové politiky. Proti dovozu vyšších cen a tudíž importované inflaci ze zahraničí prozatím působí posilující koruna. Pro vyčkávací pozici centrálních bankéřů hovořila také čísla potvrzující silný, ale navíc také zdravý (míněno neinflační) růst ekonomiky. Úrokový diferenciál vůči hlavní úrokové sazbě v Eurozóně je tedy nastaven nadále na +25ti bazických bodech. Předpokládá se, že NBS počká se svojí sazbou na EMU.

Očekávání ohledně brzkého zvýšení sazeb v Eurozóně však v poslední době opadla. Na svědomí to mají turbulence na světových trzích (problémy sub-prime hypoték v USA a tzv. credit-crunch). Evropská centrální banka sice nezvýšila svoji sazbu, nicméně rostoucí evropská inflace (opět hlavně díky růstu cen potravin a energií) udržuje ECB v ostražitosti. Prosincové zasedání ECB opět ponechalo klíčovou sazbu na 4 procentech a varovalo před rostoucími inflačními tlaky. Bankéři zmínili také rostoucí nejistotu ohledně budoucího růstu ekonomiky EU.

Podle komentářů slovenských centrálních bankéřů budou inflační cíle vycházející z Maastrichtských kritérií pro vstup do měnové unie splněny s dostatečnou rezervou i přes vyšší poslední inflační čísla. Je to dáno tím, že rostoucí ceny potravin zvedají inflaci také v zemích EU a tím se srovnávací kritérium posouvá výše. Inflační prognóza NBS předpokládá inflaci harmonizovanou s pravidly EU na 1,6 procentech na konci roku 2007. Pro roky 2008 resp. 2009 se odhad harmonizované inflace pohybuje na 2,3 resp. 2,8 procentech. Rostoucí hodnoty odhadované inflace podporují současnou opatrnost centrálních bankéřů. Co se týče splnění maastrichtských kritérií, objevila se nová hrozba. Eurostat vytkl Slovenské republice nepřesné vykazování hodnoty veřejných deficitů a navrhl zahrnout do deficitu další dosud vyjmuté položky. Podle posledních vyjádření ministerstva financí a premiéra by však měl být limit pro deficit daný Maastrichem splněn i po přičtení dodatečných výdajů díky lepším daňovým příjmům a také možnosti přesunu některých veřejných výdajů do následujícího roku.

Údaje zveřejněné začátkem listopadu ukázaly, že slovenské spotřebitelské ceny v říjnu vyskočily o 0,6 procenta. Meziroční inflace se dostala na 3,3 procenta z předchozích 2,8 procenta. Slovenské spotřebitelské ceny harmonizované s pravidly Evropské unie vzrostly v září o 0,7 procenta. V meziročním srovnání je takto počítaný růst cen na úrovni 2,4 procent oproti 1,7 procentům minulý měsíc. I nadále však Slovenská republika s přehledem splňuje Maastrichtské inflační kritérium.

Z dalších zajímavých makroekonomických dat je vhodné se zmínit o míře růstu ekonomiky za třetí čtvrtletí. Ten dosáhl excelentní úrovně 9,4 procent meziročně, což je více než se očekávalo a navíc je toto číslo několikrát vyšší než růst zemí Eurozóny. Tahounem růstu je nadále export, který podporuje také rostoucí domácí spotřeba. Ke zpomalení došlo u maloobchodních tržeb a stavební výroby. Avšak obecně se očekává, že se jedná pouze o dočasný pokles. Reálné mzdy stále rostou umírněně kolem 4 procent, přičemž jejich růst je více než vyvážen solidně rostoucí produktivitou (kolem 7 procent). Průmyslová výroba se opět rozjela a přidala meziročně 15 procent. Nezaměstnanost dále klesala a dosáhla 7,9 procent, což je meziroční pokles o 1,4 procenta. I přes silná růstová čísla se NBS prozatím nebojí výraznějších poptávkových inflačních tlaků, které by bylo nutné tlumit, poněvadž růst je tažen především exportem a růst mezd je vyvážen růstem produktivity.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

A) DEVIZOVÉ TRHY

Česká republika

Česká koruna posilovala dále oproti klíčovým měnám (EUR, USD), a to neutichající silou. Zvýšení úrokových sazeb ze strany ČNB (viz výše), makroekonomický růst rychlejší než v Eurozóně a rostoucí inflační tlaky, které vytvářejí očekávání dalšího růstu úrokových sazeb, vytvářejí pro českou korunu příznivé prostředí. Na závěr měsíce listopadu se koruna pohybovala na úrovni 26,2 CZK/EUR a americký dolar stál méně než 18 CZK (viz následující grafy).

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

Na začátku listopadu SKK posilovala ke svým rekordním hodnotám pod 33 SKK/EUR, ale opětovné zhoršení nálady a růst rizikové averze poslal lokální měny v regionu ke slabším úrovním. Na konci listopadu se situace uklidnila, protože byly zveřejněny lepší výsledky firem a relativně pozitivní makročísla v Evropě a US, a poptávka po lokálních měnách opět vzrostla. Slovenská koruna začala opět pozvolna posilovat. Závěr měsíce přinesl tržní úroveň kolem 33,20 SKK/EUR oproti úrovni kolem 33,30 SKK/EUR před jedním měsícem, což je posílení o 0,3 procenta.

Graf vývoje devizového kurzu slovenské koruny oproti euru v posledních 3 měsících:

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

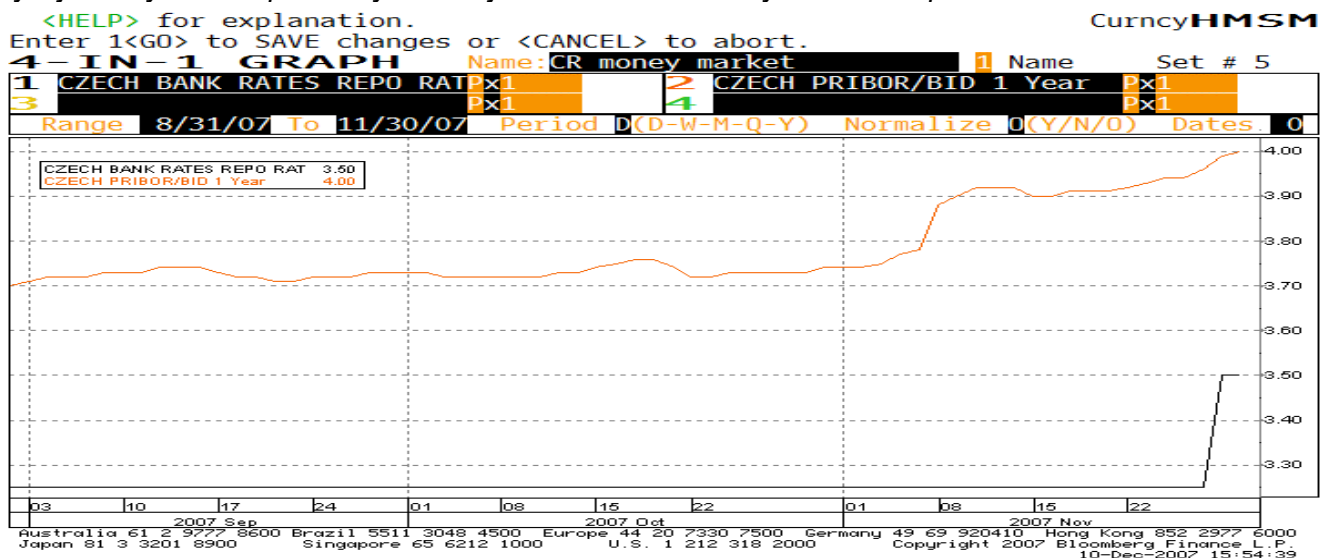


B) PENĚŽNÍ TRHY

Česká republika

Trh předjímal zvýšení dvoutýdenní repo-sazby centrální bankou a tržní úrokové sazby rostly již v týdnech před zasedáním centrálních bankéřů (viz graf - 1Y PRIBOR se dostal na úroveň 4%).

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

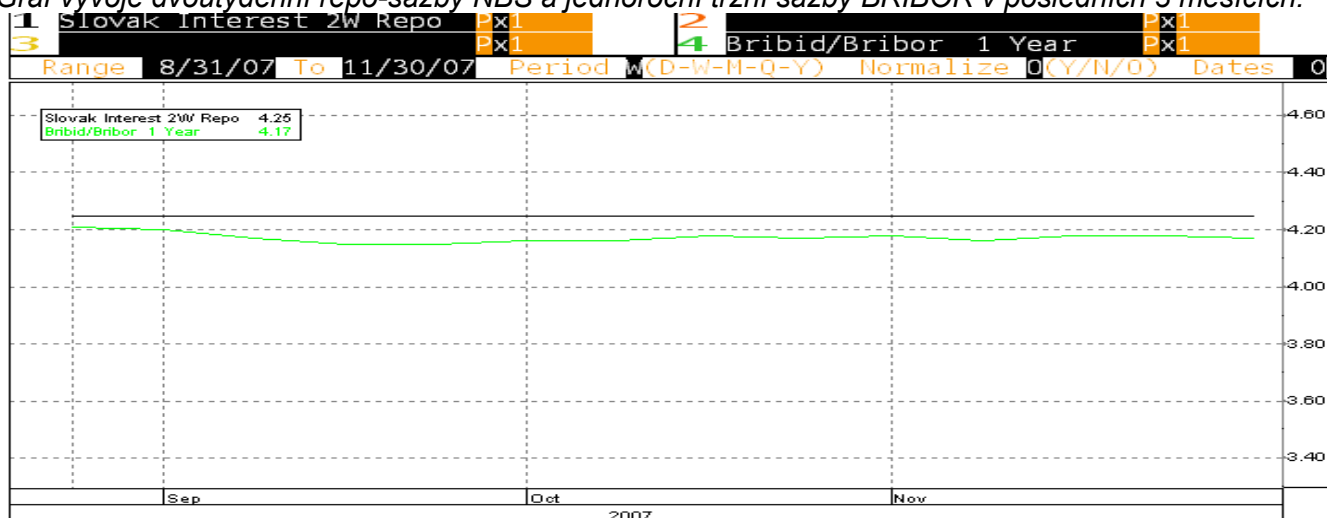


ING Český fond peněžního trhu v měsíční bilanci stagnoval (-0,06%). Výkonnost za posledních 12 měsíců je +1,48%.

Slovenská republika

Na peněžním trhu stále nic nového - dvoutýdenní repo-sazba zůstala nezměněna na 4,25% a krátké tržní úrokové sazby se nezměnily a zůstaly ustálené pár bazických bodů pod repo-sazbou.

Graf vývoje dvoutýdenní repo-sazby NBS a jednorocní tržní sazby BRIBOR v posledních 3 měsících:



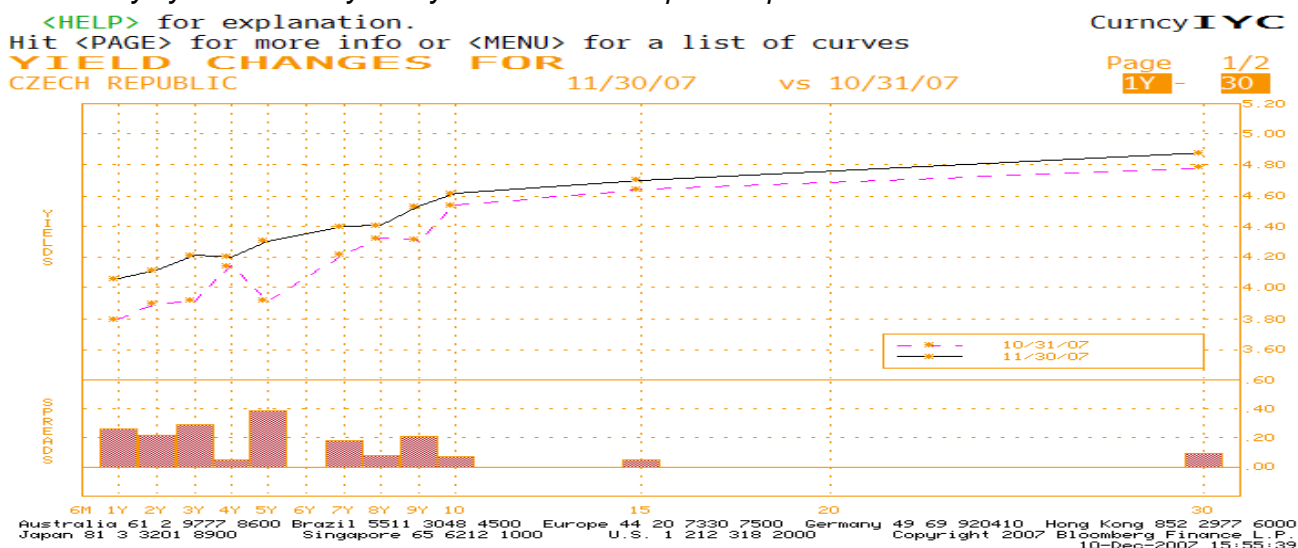
ING Slovenský fond peněžního trhu přinesl v měsíční bilanci ztrátu -0,24%. Výkonnost za posledních 12 měsíců je +2,60%.

C) DLUHOPISOVÉ TRHY

Česká republika

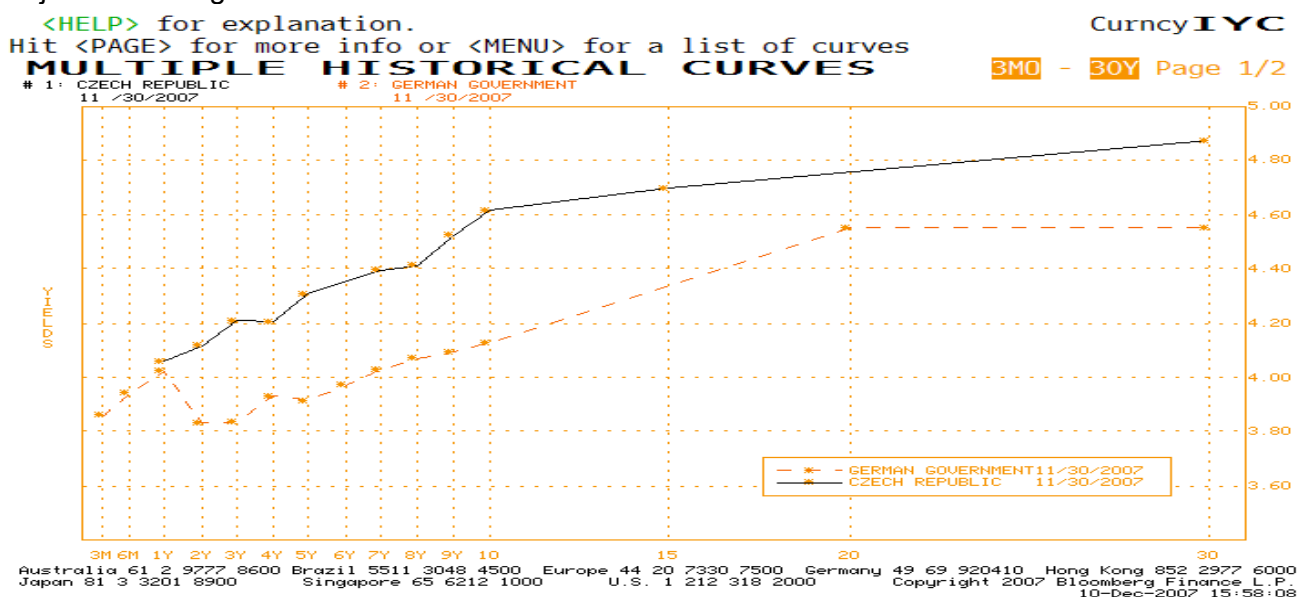
I když na světových trzích výnosy do splatnosti dluhopisů spíše klesaly, český trh „šel proti proudu“ a výnosy mírně vzrostly (tj. tržní ceny dluhopisů mírně klesly). Důvodem bylo očekávání zvýšení úrokových sazeb centrální bankou, ke kterému v závěru měsíce skutečně došlo (viz výše).

Graf změny výnosové křivky českých státních dluhopisů za poslední měsíc:



ING Český dluhopisový fond v měsíční bilanci oslabil o -0,27%. Výkonnost fondu za posledních 12 měsíců je -1,38%.

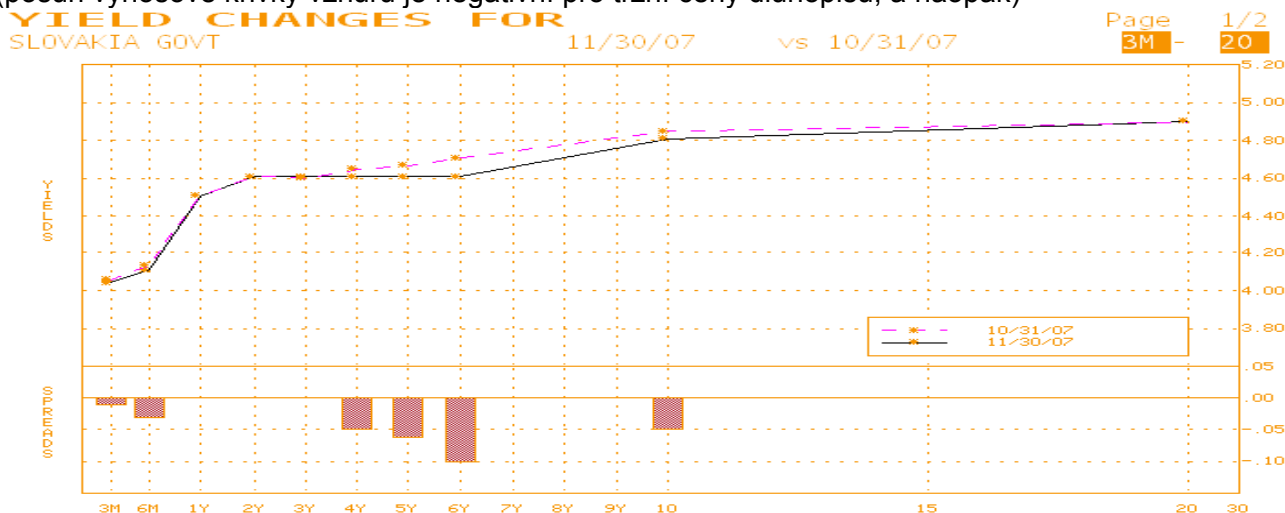
Následující graf ukazuje srovnání výnosů do splatnosti českých státních dluhopisů s německými. Zvýšení sazeb u nás a pohyb výnosové křivky (i když mírně) vzhůru ve spojení s poklesem výnosů na klíčových trzích posunul českou výnosovou křivku státních dluhopisů nad německou křivku po celé její délce – viz graf.



Slovenská republika

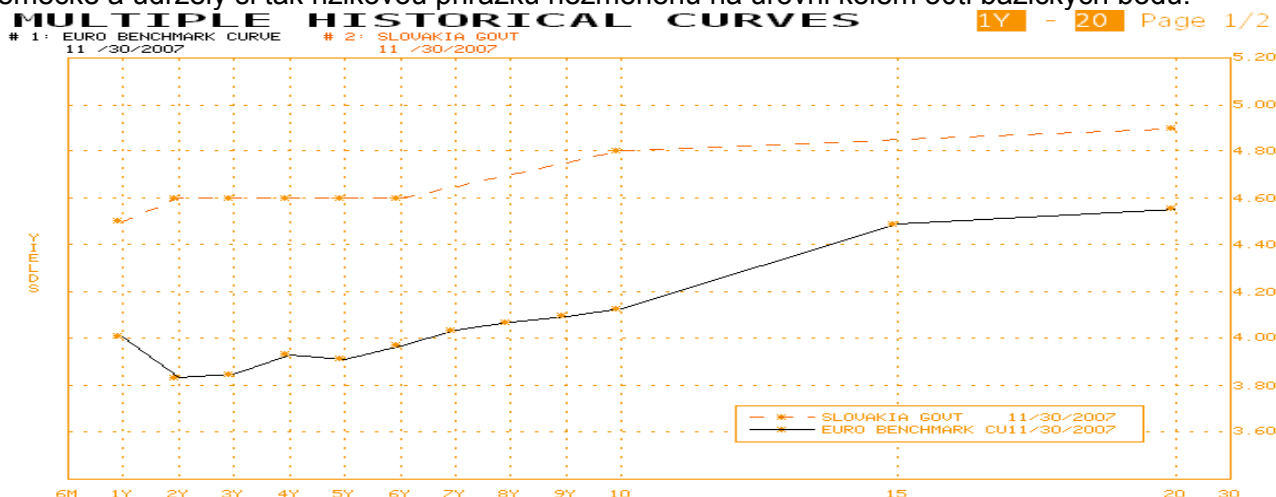
Pokračující nejistota, jak se bude vyvíjet reálná světová ekonomika v roce 2008 a rostoucí riziková averze, tlačila výnosy na hlavních dluhopisových trzích lehce dolů. Také na Slovensku výnosy mírně klesly, což pomohlo cenám dluhopisů směrem nahoru.

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



Měsíční výkonnost ING Slovenského dluhopisového fondu dosáhla +0,31%. Výkonnost za posledních 12 měsíců dosahuje +1,09%.

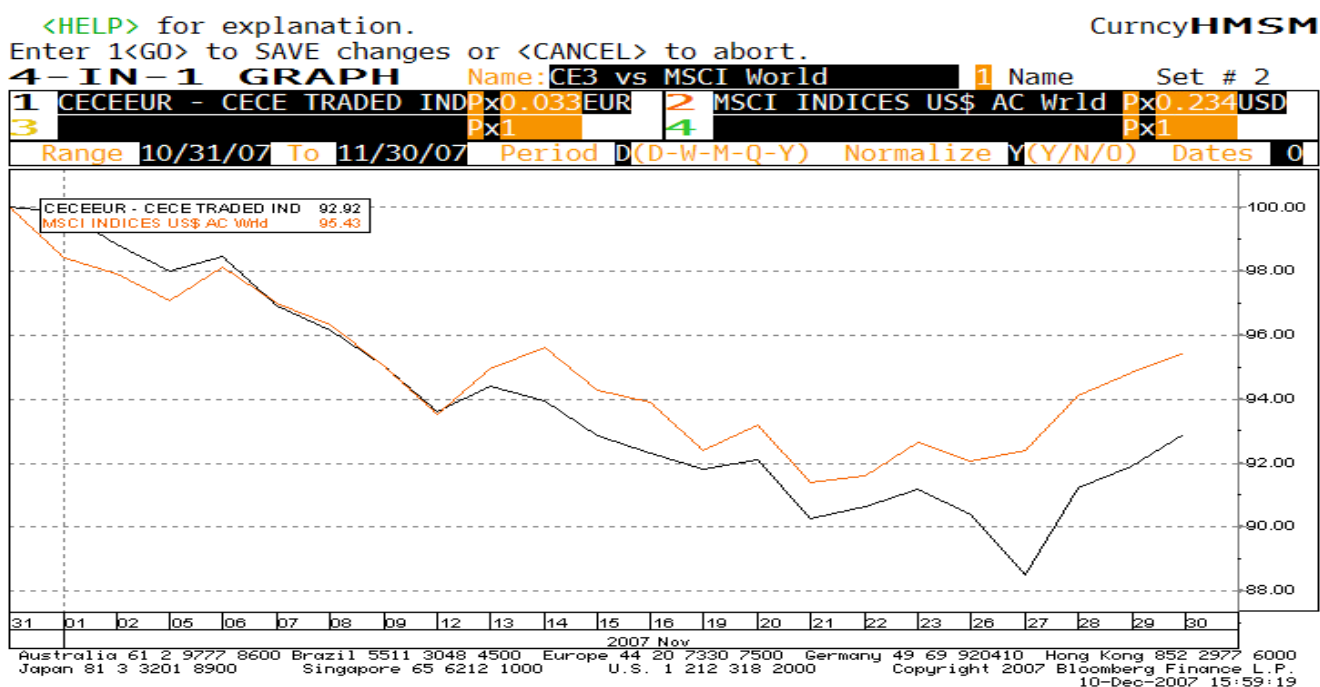
Následující graf znázorňuje relativní srovnání slovenské výnosové křivky oproti státním dluhopisům v Eurozóně (německé „bundy“). Slovenské státní dluhopisy následovaly se svými výnosy dluhopisy německé a udržely si tak rizikovou přírážku nezměněnou na úrovni kolem 50ti bazických bodů.



D) AKCIOVÉ TRHY

Listopad přinesl na akciové trhy těžkou korekci, která vystřídala nárůsty předcházejících měsíců. Trh se upnul k problémům, o kterých jsme psali již v dřívějších zprávách (trh hypoték a nemovitostí v USA, přelévání negativních vlivů do zahraničí – finanční výsledky největších bank, apod.) a akcie se začaly hromadně prodávat. Poklesy hlavních indexů byly razantní, často více než -10%. Až poslední dny listopadu přinesly oživení vedené nadějí, že americká centrální banka (FED) trhům opět „pomůže“ a na zasedání v polovině prosince sníží úrokové sazby.

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



ING Český akciový fond ztratil -8,7%. Výkonnost fondu za 12 měsíců je +9,4%.

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	-7,0%	-12,3%	-9,3%	-7,9%	-6,4%	-8,0%
Od 1.1.2007	+11,7%	+13,9%	-1,7%	-10,1%	-0,9%	-4,5%

Výkonnost zahraničních akciových trhů v české koruně byla navíc snížena razantním oslabením klíčových měn (EUR, USD) oproti české koruně (viz výše).

VÝHLED

Zvýšená volatilita na trzích bude pravděpodobně dále pokračovat. Americká centrální banka je finančními trhy „tlačena“ do dalšího snížení úrokových sazeb, přitom však inflační tlaky celosvětově rostou (komodity, potraviny). V takovém prostředí mohou mít centrální bankéři fundamentální problém oficiální úrokové sazby snižovat. Evropská centrální banka dala začátkem prosince jednoznačně najevo, že jejím hlavním cílem je udržet inflaci pod kontrolou a ponechala repo-sazbu nezměněnu. Americký FED bude pravděpodobně pružnější, neboť rizika makroekonomické recese v USA rostou, a úrokové sazby opravdu sníží.

Rok 2008 bude na finančních trzích bezesporu velmi zajímavým. Výkonnost akciových a dluhopisových trhů bude záviset rozhodujícím způsobem na tom, zda se americká ekonomika vyhne recesi. Naším klíčovým scénářem nadále zůstává, že k recesi nedojde – potom by se akcie měly vyvíjet dobře, neboť z pohledu fundamentální analýzy nejsou klíčové akciové trhy drahé. Rizika recese však rostou.

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.