

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	2,28 %	USA	1,28 %	USD/EUR	2,05 %	Ropa Brent	-2,38 %
Evropa – DJ Stoxx 600	1,33 %	Evropa	0,39 %	CZK/USD	-3,50 %	Zemní plyn	4,47 %
Japonsko – Nikkei225	-1,16 %	ČR	-0,12 %	CZK/EUR	-1,55 %	Sil. elektřina	2,50 %
MSCI Emer. Mark.	1,40 %	Polsko	0,65 %	PLN/EUR	-0,17 %	Zlato	3,21 %
ČR – PX	-1,00 %	Maďarsko	0,69 %	HUF/EUR	-0,34 %	Stříbro	-0,72 %
Polsko – WIG30	0,12 %	Turecko*	1,79 %	TRY/EUR	4,86 %	Měď	0,05 %
Maďarsko – BUX	-1,60 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Tržby i průmysl zůstávají slabé, růst ekonomiky tak zřejmě ani ve třetím čtvrtletí neurychluje. Zpomalily však mzdy, což může otevřít ECB dveře k dalšímu snížení sazeb, i když je inflační dynamika stále vysoká.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle druhého odhadu ve druhém čtvrtletí **0,3 % q/q**, což bylo stejné tempo jako v prvním čtvrtletí; meziroční tempo tedy bylo +0,6 %. Z největších ekonomik růstově dominovalo, ostatně jako už řadu čtvrtletí, Španělsko, jehož ekonomika podruhé v řadě přidala 0,8 % q/q (a 2,9 % r/r). Následovala Francie, která nakonec místo +0,3 % q/q dle předběžných čísel vzrostla o 0,2 % q/q, a Itálie (+0,2 % q/q). Pro nás klíčové Německo stále jen přešlapuje na místě: v posledním čtvrtletí minulého roku klesla jeho ekonomika o 0,4 % q/q, v prvním čtvrtletí letošního roku přidala 0,2 % a v právě skončeném druhém čtvrtletí opět poklesla o 0,1 % q/q. Struktura růstu za celou EMU ještě zveřejněna nebyla.

Tvrdá data zveřejněná během srpna byla slabá, nenaznačují žádné urychlení anemických temp růstu, jež sledujeme již několik čtvrtletí.

Maloobchodní tržby v prvním čtvrtletí vzrostly o 0,6 %, **ve druhém pak mírně poklesly**: poklesly v dubnu (-0,2 %) a v červnu (-0,1 %), což minimální růst v květnu (0,1 %) nijak nekompenzoval. Meziroční tempo dosáhlo -0,2 %. Vzhledem k tomu, že trh práce je stále silný a že inflace zpomalila, je to překvapivé. **Míra nezaměstnanosti**, jež v prvních dvou kvartálech byla v průměru po sezonním očištění 6,5 %, klesla počátkem druhého pololetí na 6,4 %, což je její historicky nejnižší úroveň. Z velkých zemí je nezaměstnanost nejnižší v Německu (3,4 %) a nejvyšší ve Španělsku (11,5 %).

Z historického hlediska stále **rostou vcelku rychle mzdy, i když meziroční tempo růstu sjednaných mezd**, což je ukazatel, který bedlivě sleduje ECB, po růstu o 4,7 % v prvním čtvrtletí **ve druhém čtvrtletí výrazně zvolnilo**, na **3,6 %**. Je to nejpomalejší růst od posledního čtvrtletí 2022. **Nominální náklady práce také ve druhém čtvrtletí zpomalily**: mezičtvrtletní tempo růstu se dostalo z 1,1 % na 0,8 %, ve službách dokonce z 1,1 % na 0,6 %.

Průmyslové produkci se ani ve druhém čtvrtletí nedaří a pokračuje tak její dlouhotrvající slabost. Produkce totiž poklesla v každém z měsíců druhého čtvrtletí – v dubnu o 0,1 %, v květnu o 0,9 % a v červnu opět o 0,1 %. To znamená, že v prvním pololetí klesla oproti konci minulého roku o skoro 3 % a meziročně je nižší o 4 %.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu je přítom od návratu do růstového teritoria (tj. nad 50 bodů) nadále daleko: **v letošních 8 měsících dosáhl průměrné hodnoty 46,2 bodu**, což je sice lepší než ve druhém (44,7), třetím (43,2) i čtvrtém čtvrtletí (43,9 bodu) minulého roku, ale vzhledem k tomu, že **poslední 3 měsíce (červen–srpen) byly opět slabé** (45,8 v červnu i červenci, 45,6 bodu v srpnu), nelze čekat, že se průmysl ve druhé polovině roku nějak výrazněji zlepší, pokud vůbec. U **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny, jsme sice v prvním pololetí pozorovali jistý **optimismus pro budoucnost** (index očekávání byl ještě **v květnu s více než 90 body** nejvýše za celý rok), ale i zde se situace od té doby zhoršuje: v červenci už tento ukazatel dosahoval hodnoty pouze 86,5 bodu. Navíc, jako i předtím, **hodnocení stávající situace zůstává stále nízké** (87 v červenci, 86,6 v srpnu, v podstatě neměnné již od srpna minulého roku). **V sektoru služeb je dle indexu PMI situace ve srovnání s průmyslem znatelně lepší**. Poté, co se v **únoru index vrátil nad 50 bodů**, zůstává nad touto hranicí i počátkem třetího čtvrtletí: ve druhém čtvrtletí dosáhl průměru 53,1 bodu, v červenci 51,9 bodu a v srpnu 53,3 bodu. Služby tak zůstávají růstovým motorem ekonomiky.

Reálný růst mezd a historicky nejnižší nezaměstnanost se podepisují na důvěře domácností. Ta sice zdaleka ještě není na úrovni před invazí (v únoru 2022 -9,4 bodu), ale svou stávající hodnotou (**-13,5 bodu v srpnu 2024**) je již vysoko nade dnem ze září 2022 (-28,6 bodu).

Jádrová inflace je nadále na úrovních nad cílem ECB – v posledních třech měsících do srpna 2024 přidala 0,8 % (a za poslední pololetí 1,6 %), což v anualizovaném vyjádření stále není „*poblíž, no pod 2 procenty*“, jak svůj cíl specifikuje ECB. **Meziroční celková inflace dosáhla v srpnu 2,2 %, jádrová 2,8 %**. Růst cen služeb dosáhl 0,4 % m/m (a tedy 4,2 % r/r).

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

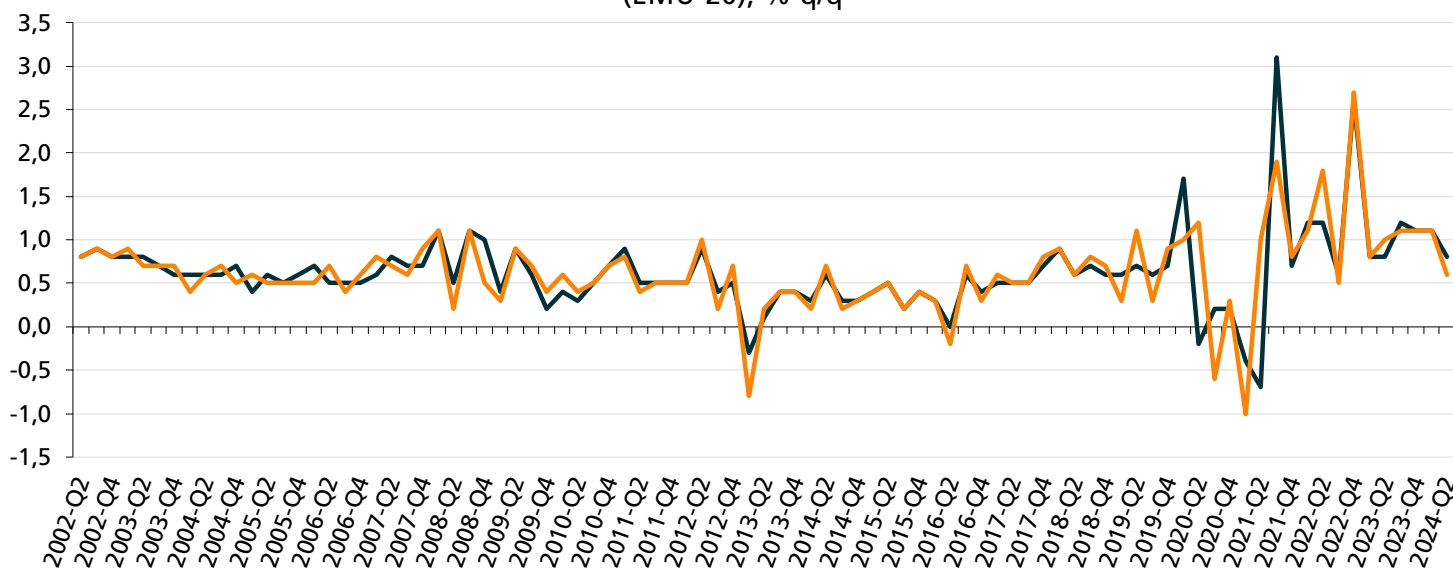
EMU

ECB na zasedání 6. června snížila sazby o čtvrt procentního bodu (na 3,75 %), na zasedání 18. července je pak ponechala bez změny. Žádné indikace, co by mohlo přijít v září, jsme se nedočkali, ECB si ponechala „všechny možnosti otevřené“. Největší obavy má ECB ze stále vysoké inflace ve službách a z růstu mezd, byť Lagardeová řekla, že jí poslední tempa nepřekvapila a pro rok 2025 očekává zpomalení mezd s tím, jak se v požadavcích zaměstnanců budou stále méně projevovat žádosti o „kompenzaci“ z vysoké inflace.

Růst nominálních nákladů práce zpomalil, nadále je však v celé ekonomice nadprůměrně rychlý.

Index nominálních nákladů práce v **celé ekonomice** a ve **službách** v eurozóně

(EMU-20), % q/q



Zdroj: Eurostat, dostupné ZDE.

USA

Revize počtu vytvořených pracovních míst i nízká inflační dynamika přinesou v září první snížení sazeb FEDu.

Po slabším letošním prvním čtvrtletí růst americké ekonomiky ve druhém čtvrtletí opět urychlil. Jeho tempo se sice nedostalo na velmi rychlá tempa z druhé poloviny minulého roku (+4,9 % ve třetím a +3,4 % ve čtvrtém čtvrtletí 2023), ale ve srovnání s prvním čtvrtletím letošního roku (+1,4 %) bylo analýzované mezičtvrtletní tempo růstu ve druhém čtvrtletí více než dvojnásobné (+3 % dle druhého odhadu, +2,8 % dle odhadu prvního). Na růstu se nejvíce podílela poptávka domácností (příspěvek +2 p. b.) a hrubé fixní investice (+1,3 p. b., z čehož však 0,8 p. b. činil příspěvek zásob). Negativním příspěvatelem tak byl jenom čistý export (-0,8 p. b.). Vláda růstu přidala 0,5 p. b.

Měsíční data zveřejněná během srpna 2024 opět potvrdila ochlazující trh práce.

Reálné maloobchodní tržby poté, co v prvním čtvrtletí v důsledku lednového poklesu (o 1,4 % m/m) poklesly o 1 %, nerostly ani ve druhém čtvrtletí. V dubnu totiž poklesly o 0,5 % m/m, což nahoru revidovaný růst o 0,3 % m/m v květnu a stagnace v červnu samozřejmě nedokázaly vykompenzovat. Třetí čtvrtletí naopak (a konečně!) začalo dobře: **maloobchodní tržby reálně přidaly v červenci 0,8 % m/m**. Meziroční tempo je však nadále záporné, byť jenom mírně (-0,3 %).

Trh práce je stále z historického pohledu silný, ale ochlazuje. Míra nezaměstnanosti se v červenci opět zvýšila, a to na 4,3 %, což je nejvíce od října 2021. Rostou ale i další míry nezaměstnanosti – kupř. **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, je nyní **7,8 %**, což je dokonce o 1,1 p. b. více než před rokem a (vyjma pandemie) nejvyšší hodnota od ledna 2019.

Během srpna došlo rovněž k výrazné revizi směrem dolů u počtu nově vytvořených pracovních míst mimo zemědělství: dle [předběžné revize dat](#) (finální revize bude až v únoru 2025) zveřejněné ve druhé polovině měsíce byl počet vytvořených pracovních míst v soukromém sektoru mezi dubnem 2023 a březnem 2024 nakonec nižší o 818 tis. (cca 0,5 % celkové zaměstnanosti). To znamená, že nově vytvořených míst bylo o zhruba 36 % méně než původně reportovaných 2,23 milionu míst.

Dle průzkumu JOLTS naopak v květnu mírně narostla míra **volných pracovních míst**, a to z 4,8 % na 4,9 %, **a na této hodnotě v červnu i zůstala**. To je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022) nebo hodnota před rokem (6,2 %), ale také citelně výše než dvacetiletý předpandemický průměr. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je stále nízký, ale i ten mírně roste: v prvním čtvrtletí činil 210 tis., ve druhém 221 tis., ve třetím prozatím 235 tis. Nicméně z historického hlediska jsou takové hodnoty velmi vzdálené typickým recesním úrovním (> 450 tis.).

Meziroční tempo růstu mezd rovněž dále zpomaluje. Dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) meziroční tempo růstu mezd v červenci dosáhlo +3,6 %, což je společně se stejným tempem v dubnu letošního roku nejpomalejší tempo růstu od června

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

2021. Kvartální dynamika také zpomalila: ve třech měsících do července dosáhlo čtvrtletní tempo růstu +0,9 %, pololetní pak pokleslo na +1,6 %.

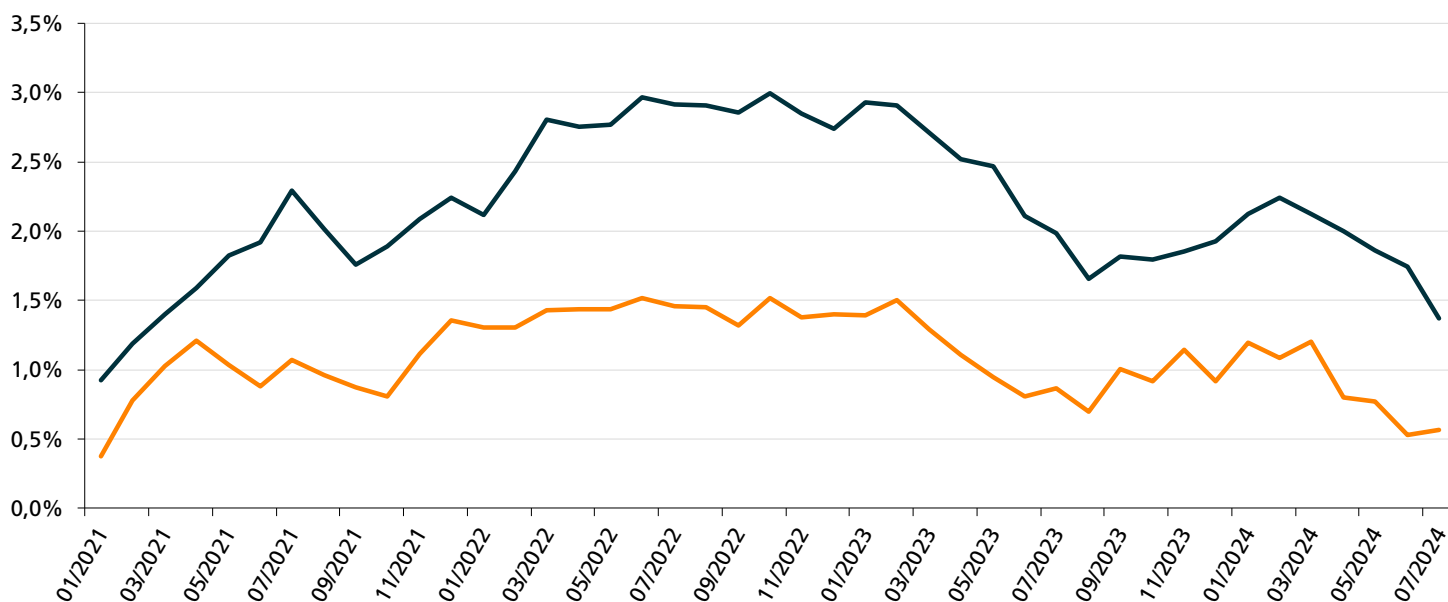
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby bez letadel a zbrojní techniky klesly v prvním pololetí o 0,4 % m/m, **počátkem druhého pololetí opět**, byť jen velice mírně, **klesají** (v červenci -0,1 % m/m). Meziroční tempo růstu je jen slabých +0,7 %. **Reálná průmyslová produkce**, která v prvním čtvrtletí letošního roku po revizích klesla o 0,1 % q/q, ve druhém přidala 1 % (zásluhou růstu v květnu o 0,8 % a v červnu o 0,3 %). **Třetí čtvrtletí však začala poklesem o 0,6 %**, meziročně byla v červenci tedy průmyslová produkce v USA o 0,2 % menší a skoro navlas stejná jako kupříkladu na jaře 2019.

Jádrová PCE inflace v červenci dosáhla stejného tempa (+0,2 % m/m) jako v červnu, což společně s předcházejícím měsícem (v květnu jen +0,1 %) znamenalo, že kvartální dynamika v posledních třech měsících (+0,4 %) byla nejpomalejší od 4. čtvrtletí 2023 a také že je výrazně pomalejší, než byla v inflačních letech 2021–2022. To je poté, co v prvním čtvrtletí jádrová inflace překvapivě urychlila na +1,1 %, pro FED určitě vítaná zpráva. Takovou zprávou je pak i výrazné zvolnění tempa růstu cen tržních služeb na +0,5 % za poslední tři měsíce do července, což je nejpomalejší tempo od 1. čtvrtletí 2021 (podobné je to pak i u pololetní dynamiky těchto cen).

Americká centrální banka v červenci ponechala sazby beze změny, s tím, že první snížení sazeb je v září velmi pravděpodobné. Revize dat trhu práce i nízká inflační dynamika tuto pravděpodobnost zvýšily prakticky na 100 %.

Americká jádrová inflace ve druhém čtvrtletí výrazně zpomalila

Americká PCE inflace v tržních službách v posledních 3 a 6 měsících



Zdroj: FRED (dostupné [ZDE](#))

CEE3

ČR

Růstová anemie pokračuje.

I dle zpřesněných čísel vzrostl HDP ve druhém čtvrtletí o 0,3 % q/q, tedy tempem o desetinu procentního bodu pomalejším než v prvním čtvrtletí. Meziroční tempo je pouhých +0,6 %. Růstová anemie pokračuje: za posledních 6 čtvrtletí vzrostla česká ekonomika jen o 0,8 %, což je skutečně mizerný výsledek. V mezičtvrtletní struktuře růstu v letošním druhém čtvrtletí dominovaly fixní investice (+1,9 % q/q) a poptávka vlády (+1,5 % q/q), poptávka domácností vzrostla jenom o 0,2 % q/q. Reálná poptávka domácností tak ve druhém čtvrtletí dosáhla 692 mld. korun, což je zhruba stejné jako ve čtvrtém čtvrtletí roku 2017. Ve světle klesající inflace a již kladného růstu reálných mezd je slabost domácí poptávky překvapením.

Měsíční data zveřejněná během srpna nenaznačila, že by ekonomika měla ve třetím čtvrtletí růst rychleji než v předchozích dvou.

Průmyslová produkce poté, co v prvním čtvrtletí výrazně poklesla (o 2,6 % q/q), má za sebou i slabé druhé čtvrtletí. Ve druhém čtvrtletí totiž vinou slabého května (-2,5 % m/m) poklesla o 1,1 % a **za první pololetí je tedy nižší o 4 %**. Ve světle toho, jak se „daří“ průmyslu v Německu, to sice není překvapením, ale nepřijemná skutečnost to jistě je. Meziroční tempo je také záporné (-3,9 %).

Takový vývoj odpovídá tomu, co naznačoval index **PMI**: v dubnu totiž index dosáhl 44,7 bodu, v květnu pak 46,1 a v červnu 45,3 bodu. Ani hodnoty za červenec (43,8 bodu, nejnižší hodnota od ledna) či za **srpen (46,7)** pak nedávají moc důvodů vyhlížet výraznější zlepšení pro třetí čtvrtletí. I zkraje třetího čtvrtletí totiž stále klesají nové zakázky, byť nejnižším tempem za posledního dva a půl roku. To je jediná trochu pozitivní zpráva z průmyslu.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Index důvěry firem měřený ČSÚ již rok a půl jen **kolísá bez směru** v pásmu mezi 0 a 10 body, **v srpnu dosáhl hodnoty 4,1 bodu**. Nadále je tak výrazně pod hodnotami (13–15 bodů), na kterých se tento ukazatel pohyboval v letech 2014–2019. To je ve světle indexu nákupních manažerů dalším potvrzením, že zlepšení situace v průmyslu zůstává v nedohlednu.

Spotřebitelská důvěra se po prosincovém propadu na –23,5 bodu a dle očekávání (zpomalující inflace, neexistující nezaměstnanost, solidní růst mezd nedávaly důvody k takovému propadu) během letošního roku **výrazně zlepšila**, a to až na –7 bodů v dubnu. To byla nejvyšší hodnota tohoto ukazatele od září 2021 (–6,8 bodu), tj. důvěra byla koncem dubna již výš než v měsících před vpádem Ruska na Ukrajinu či před počátkem energetické krize. **Od května se však důvěra překvapivě opět mírně zhoršuje**: v červnu na –9,5 bodu, v červenci na –11,8 bodu a **v srpnu až na –12,8 bodu**. Sice je tak mnohem výš, než byla v letech 2021–2023, ale ve světle kladného růstu reálných mezd a neexistující nezaměstnanosti je to zvláštní.

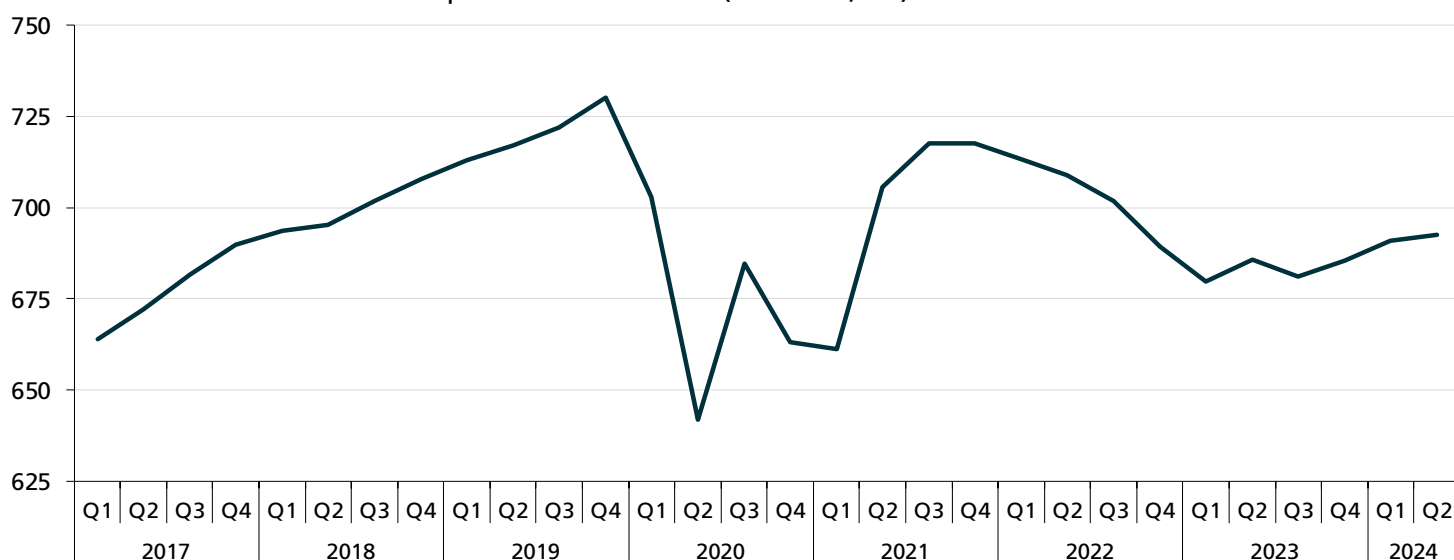
Na maloobchodních tržbách byl tento růst důvěry vidět (ve 4. čtvrtletí 2023 přidaly 1,7 % q/q, v prvním čtvrtletí pak 1,6 %), stejně tak je však na nich vidět i zhoršení důvěry ve druhém čtvrtletí. V důsledku stagnace v dubnu a poklesu tržeb o 0,5 % m/m v květnu tak i navzdory růstu v závěru druhého čtvrtletí o 0,6 % **za celé druhé čtvrtletí tržby v podstatě stagnovaly**. Nadále lze očekávat, že v dalších měsících tržbám pomohou klesající krátkodobé úrokové sazby, které by měly dále snížit stále velmi vysokou míru úspor domácností. Meziročně byly tržby v červnu vyšší o 3,9 %.

Česká spotřebitelská inflace vzrostla za první pololetí o 2,3 %, v červenci pak přidala 0,7 % m/m, a to jako důsledek vyšších cen v sektoru rekreace a kultury (to je ovšem obvyklá sezonnost). Jádrová inflace v posledních třech měsících do července přidala 1,3 %, což je stejné jako v témže období roku 2018 (1,3 %) nebo 2019 (1,4 %). V meziročním vyjádření je inflace +2,2 %, a to primárně zásluhou prakticky stagnace cen zboží (+0,6 % r/r). Co se týče vývoje služeb, tam je inflace nadále zvýšená – meziroční tempo v červenci dosáhlo 4,9 %.

I přes rychlý růst cen služeb, který je dle ČNB spíše [dozvukem minulé inflační vlny](#), nikoliv hrozbou pro budoucnost, Bankovní rada ČNB na zasedání počátkem srpna snížila sazby o 25 b. b. na 4,5 %. ČNB však upozornila, že její „*Bankovní rada i nadále spatřuje v ekonomice určité proinflační tlaky*“ v důsledku čeho je „*nezbytné vytrvat v přísné měnové politice a další snižování sazeb pečlivě zvažovat, případně k němu přistupovat velmi opatrně.*“ Nová prognóza nepřinesla nic zásadního: u koruny ČNB nadále nečeká prakticky žádné posílení (v roce 2025 čeká českou měnu na 25 korunách za euro), sazby dle centrální banky klesnou v roce 2025 lehce pod 4 %.

Reálná čtvrtletní spotřeba domácností je na úrovni konce roku 2017.

Reálná spotřeba domácností (mld. CZK, SO) v daném čtvrtletí



Zdroj: ARAD

POLSKO

Silný reálný růst mezd, napjatý trh práce a oživení poptávky domácností nedovolují polské centrální bance snižovat sazby.

Polská ekonomika přidala (po sezonním očistění) v 1. čtvrtletí po revizi nakonec 0,8 % q/q, **ve druhém pak dokonce 1,5 % q/q**, což v meziročním vyjádření znamená růst o 3,2 %. Od konce roku 2022 je tak ekonomika větší o 4,2 %, což je v ostrém kontrastu s tím, jak je na tom ekonomika česká. Na meziročním růstu ve druhém čtvrtletí se podílela zejména poptávka domácností (příspěvek 2,7 p. b.) a poptávka vlády (+2 p. b.), podobně jako v předchozích 5 čtvrtletích, růstu ubíraly zásoby. Jejich negativní příspěvek však byl pouze –1,1 p. b., což je ve srovnání s příspěvkem přesahujícím –6 p. b. ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku dramatický posun.

Měsíční data zveřejněná během srpna však byla slabá: klesly maloobchod i průmysl.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Průmyslová produkce v první polovině roku sice byla na meziměsíčních číslech volatilní, ale za celé první pololetí přidala jen zhruba půl procenta. To je sice lepší než čtyřprocentní pokles v České republice, ale žádný velký úspěch to není. **Počátkem druhého pololetí produkce mírně klesla, a to o 0,2 % m/m**, meziročně však byla v červenci produkce větší o bezmála pět procent.

Index PMI naznačoval, že se produkci v prvním pololetí moc dobře vést nebude: průměrná hodnota v prvním čtvrtletí byla 47,7 bodu, ve druhém pak 45,3 bodu. Ve třetím čtvrtletí pozorujeme jisté zlepšování: v červenci dosáhl index nejvyšší hodnoty za 4 měsíce (47,3 bodu), **v srpnu pak pětíměsíčního maxima 47,8 bodu**. K tomuto zlepšení přispěly všechny tři klíčové komponenty: produkce, zaměstnanost a zejména nové objednávky. Ty sice stále klesají, jako ostatně již třicet měsíců v řadě, ale v červenci nejpomalejším tempem za posledního půlroku.

Reálné maloobchodní tržby v prvním čtvrtletí přidaly mezičtvrtletně více než 3 %, a ačkoliv začátek druhého byl volatilní (v dubnu $-3,5$ % m/m, v květnu $+3,3$ % m/m), **zásluhou červnového růstu o 1,5 %** bylo i **druhé letošní čtvrtletí růstové**. Data z **počátku třetího čtvrtletí však negativní**: tržby po sezonním očištění **poklesly o 2,7 % m/m**. V meziročním srovnání dosáhlo tempo růstu maloobchodu v červenci 4,4 %, za prvních 7 měsíců letošního roku jsou tedy tržby meziročně vyšší o 4,9 %. Daří se prodejem vozidel ($+26$ % r/r reálné za prvních 7 měsíců) i paliv ($+13,3$ %).

Je rovněž evidentní, že maloobchodu pomáhá trh práce. Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká, od února se po sezonním očištění neustále nachází na **historickém minimu 5 %**. Nepřekvapí pak tedy určitě ani to, že dále rostou mzdy – meziroční tempo **růstu nominálních mezd v červenci 2024 dosáhlo 10,6 %** (na 8280 PLN, tj. 48,5 tis. Kč). To vzhledem k poklesu meziroční inflace znamená, že meziroční tempo růstu reálných mezd je nyní velmi výrazné, skoro dvouciferné.

Měsíční dynamika cenového vývoje v posledních měsících zpomalila. Zatímco v prvních 4 měsících letošního roku přidala jádrová inflace 2,2 %, v posledních třech měsících už jen 0,7 %: květnová i červnová dynamika byla mírná ($+0,1$ % a $+0,2$ % m/m), **v červenci pak o něco horší, ale stále ještě relativně rozumná ($+0,4$ % m/m)**. Meziroční jádrová inflace byla v červenci 3,8 %, celková pak 4,2 %, což je sice nad horní hranici tolerančního pásma (cíl polské centrální banky je $2,5$ % \pm 1 p. b.), ale nijak výrazně. A navíc je to primárně důsledek deregulace cen energií platné od července. Podobně jako v ČR je i v Polsku stále k vidění **rychlý cenový růst služeb**, které meziročně přidaly 6,2 % (zboží pak 3,5 %).

Centrální banka poté, co v září minulého roku překvapila trhy nečekaně velkým snížením sazeb o 0,75 p. b. a pokračovala ve snižování sazeb i v říjnu, **ponechala** vzhledem k reakcelaci měsíční dynamiky inflace **sazby od listopadu (a celý letošní rok nevyjímaje) beze změny na 5,75 %**. Prohlášení po srpnovém zasedání akcentovalo jako hlavní inflační rizika velmi rychlý růst mezd a růst cen energií v červenci (skrze dopad na inflační očekávání). Nadále trvá jestřábí tón komunikace, jehož svědky jsme byli v létě – prezident polské centrální banky Glapiński kupř. v létě řekl, že první snížení sazeb nemusí přijít ani v roce 2025.

MAĎARSKO

Centrální banka si dává pauzu, zřejmě v obavách z překotného růstu mezd a mírné reakcelace inflace.

I dle druhého odhadu ekonomika ve druhém čtvrtletí poklesla o 0,2 % q/q, navíc byl revidován i růst za předchozí čtvrtletí z $+0,8$ % na $+0,7$ % q/q. **Meziročně** byla ekonomika po kalendářním očištění **větší o 1,5 %**. Struktura růstu, zveřejněná počátkem září, ukázala stále ještě **solidní příspěvek poptávky domácností** k meziročnímu tempu růstu (ve 2Q24 $+2$ p. b., nejvíce od 3. čtvrtletí 2022), **slabý příspěvek čistého exportu** ($+1$ p. b., nejméně od 2Q22) a klesající příspěvek fixních investic (-4 p. b.).

Dynamika maloobchodních tržeb se letos zhoršuje. Zatímco ještě ve 4. čtvrtletí minulého roku vzrostly reálné maloobchodní tržby o 2,1 % a v prvním čtvrtletí letošního roku o 1,7 %, ve druhém již poklesly o 1,1 %. **Ani začátek třetího čtvrtletí nebyl nijak slavný: tržby jej zahájily stagnací**. Meziročně byly koncem července o 2,5 % vyšší.

Takový vývoj je vzhledem k fundamentům trhu práce překvapivý. Míra nezaměstnanosti v posledních třech měsících do července klesla na 4,3 %. Je to sice hmatatelně více než bylo historické minimum z poloviny roku 2022 (3,3 %), ale nadále je to hodnota velmi nízká, nedaleko od plné zaměstnanosti. **Růst mezd proto stále pokračuje velmi vysokým tempem**: za první pololetí letošního roku vzrostly mzdy o 14 %.

Průmyslová produkce poté, co za první čtvrtletí klesla (po revizích) o 1,2 %, **klesla i ve druhém čtvrtletí, a to o 1,4 %**. Meziročně dosáhlo tempo poklesu koncem druhého čtvrtletí 3,8 %. Důvodem slabosti průmyslu je zejména segment dopravní techniky, který v prvním pololetí 2024 oproti stejnému období roku 2023 poklesl o 6,4 %, a segment elektrotechnický, kde pokles činil dokonce 12,6 %. Na Maďarsko tak doléhá, podobně jako na nás, slabost Německa a zejména problémy v automobilovém sektoru.

Jádrová inflace přidala v březnu a v dubnu 0,8 %, v květnu i v červnu pak 0,5 % m/m, což bylo znatelně více než v prvních dvou měsících letošního roku ($+0,4$ % a $+0,2$ %). **V červenci** navíc její dynamika dále urychlila (na **$+0,7$ % m/m**), což znamená, že v posledních třech měsících přidala jádrová inflace 1,7 %. Taková **dynamika jádrové inflace**, vzhledem k růstu mezd nepřekvapivá, **je nejspíš neslučitelná s dlouhodobým plněním inflačního cíle**. Celková inflace v červenci přidala také 0,7 % a meziročně se tak dostala na 4,1 % (jádrová na 4,7 %). Hlavním tahounem růstu cen jsou služby, které v červenci přidaly **9,1 %**.

Maďarská centrální banka (NBH) si po patnácti měsících kontinuálního snižování sazeb **vybrala koncem srpna oddechový čas**. Hlavní sazba tak zůstala na 6,75 %, O/N depozitní a O/N záůjční na 5,75 % a 7,75 %. Důvodem této pauzy byla dle centrální banky volatilita na trzích v srpnu (byť koncem srpna, kdy centrální banka zasedala, už bylo všechno zpátky v normálu), z prohlášení však šlo vyčíst zejména neklid z rychlé červencové jádrové inflace a obavy z přetrvávajícího růstu mezd.

ROPA

Cena ropy se v březnu vyšplhala až na nejvyšší hodnotu od října (od vypuknutí konfliktu v Gaze), když koncem března dosáhla hodnoty jen lehce pod 90 dolarů za barel. Důvodem březnového růstu byla očekávání, že OPEC+ nezmění své těžební kvóty před červnovým zasedáním, pokračující útoky na ruskou energetickou infrastrukturu a klesající počet aktivních těžebních souprav v USA. V dubnu s tím, jak se po amerických inflačních číslech na trh vrátila obava z vyšších úrokových sazeb, a s tím, jak se snížila pravděpodobnost většího konfliktu na Blízkém východě, cena ropy opět zamířila pod hranici 80 dolarů za barel. Od května pak ropa osciluje mezi 74 a 84 dolarů za barel, během července a srpna byla vesměs v dolní polovině tohoto pásma.

AKCIOVÉ TRHY

Srpen byl výrazně volatilním měsícem. Začátkem srpna byla zveřejněna horší americká ekonomická data, na což trhy zareagovaly viditelným propadem. Důležitým faktorem byla především obava z možné recese v USA. Zároveň japonská centrální banka přistoupila ke zvýšení základních úrokových sazeb, přičemž okamžitá reakce japonského akciového indexu Nikkei 225 byla masivní (jednodenní propad o 12 %!). Konec měsíce se však na globálních trzích nesl v pozitivním duchu, kdy investoři reagovali na blížící se očekávané snižování úrokových sazeb americkým FEDem. Menší vzpruhou byly také v průměru lepší než očekávané hospodářské výsledky společností za druhé čtvrtletí. Nejsledovanější společností byla bezesporu Nvidia, která potvrdila předběžné odhady analytiků. Akcie Nvidia si od začátku letošního roku připisují již přes +110% a bez absence výrazného pozitivního překvapení došlo po zveřejnění výsledků k uzavírání zisků u některých investorů. Americký index S&P500 si meziměsíčně připsal +1,1 %, evropský index DJ STOXX600 +1,3 % a japonský index Nikkei225 mírnou ztrátu -1,2 %.

Vývoj na akciových trzích střední Evropy byl obdobně volatilní jako v případě vyspělých trhů. Začátkem měsíce proběhla korekce s postupným umazáváním ztrát ve zbytku měsíce. Zveřejněné výsledky společností za druhé čtvrtletí vyzněly pozitivně v případě bank nebo polských utilit, naopak zklamání přišlo v případě spotřebitelského sektoru, konkrétně prodejců potravin bojujících se silnými konkurenčními tlaky. Na pražské burze si po dobrých hospodářských výsledcích kladné zhodnocení připsali Vienna Insurance Group a výrobce dronů Primoco. Stále vyšší úrokové sazby a silný pracovní trh pomohly také akciím Erste Bank a Moneta. Polský index WIG 30 skončil meziměsíčně beze změny, český index PX a rumunský index BET mírně ztratily 1 %, resp. 2,6 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích se také dokázaly oklepat ze ztrát z počátku měsíce, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD nakonec připsal slušných +1,4 %. Rozvíjející se trhy podpořilo i oslabení dolaru, které následovalo po holubičím vystoupení šéfa FEDu Jeroma Powella na summitu v Jackson Hole. V Asii se nedařilo akciím v Koreji (-3,5 %), kde ztrácely především technologické tituly, a také čínským domácím titulům (A-Shares, taktéž -3,5 %). Investoři nadále nedůvěřují čínské ekonomice, krize v realitním sektoru a liknáva pomoc tamní vlády nedává příliš důvodů k optimismu. Ostatním trhům se naopak poměrně dařilo, nejvíce v Hong-Kongu (+3,7%), Indii (+0,8 %) či Taiwanu (+0,5 %). Slábnoucí dolar pomohl brazilským akciím (+6,5 %), mexické akcie naopak ztrácely (-2 %) v důsledku nejistoty ohledně vývoje inflace, úrokových sazeb a politických změn. Mexické peso také výrazně oslabilo o 8 % vůči dolaru.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ**MSCI WORLD INDEX****MSCI EMERGING MARKETS****CECE COMPOSITE**

Zdroj: Bloomberg

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Poté, co v dubnu došlo vlivem vyšší americké inflace k výraznému nárůstu výnosů jak na americké, tak na německé výnosové křivce, a to po celých jejich délkách, jsme během dalších čtyř měsíců prošli tak výraznou korekcí, že dnes jsou již výnosy všude pod hodnotami ze začátku dubna. Důvodem je samozřejmě benigní inflace podporující očekávání, že v USA v září začne (a v eurozóně bude pokračovat) snižování sazeb.

Americké dvouleté výnosy tak v srpnu dále klesly na 3,9 % (35 b. b. pod hodnotou z konce července), desetileté pak taktéž na 3,9 % (12 b. b. pod hodnotou z konce července). Na německých dluhopisech se dvouletý výnos dostal na 2,4 % (-15 b. b.) a desetiletý na 2,3 % (stejný jako koncem předcházejícího měsíce).

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) koncem srpna v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce přidal zhruba stejně (0,3–0,4 %) jako v předcházejících 4 měsících; u jejich spekulativních protějšků pak přidal 1 % (vs. +1,1 % v červenci).

V případě dolarových instrumentů došlo po výrazném dubnovém poklesu (u investičních i u spekulativních dluhopisů, o 3,2 %, resp. o 1,1 %) v dalších měsících, srpen nevyjímaje, k růstu, který kopíruje vývoj na trhu státních dluhopisů: od konce dubna tak TRI přidal 7,4 % (u investičních), resp. 5,9 % (u spekulativních) instrumentů. V samotném srpnu to bylo +1,7 %, resp. +1,6 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po výrazném růstu v červnu (+16 %, resp. +8 %) v červenci i v srpnu výrazně poklesly, a to dohromady o 13,8 %, resp. 9,6 %. Ve srovnání se začátkem roku jsou tak o 9,7 %, resp. o 7,1 % nižší.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka během srpna zvýšila svůj sklon. Dvouletá splatnost klesla díky pokračující nízké inflaci a snižování sazeb ČNB pod 3,6 % (-13 b. b.), desetiletá splatnost však mírně narostla na 3,9 % (+12 b. b.), mimojiné také v důsledku pokračující orientace Ministerstva financí na vydávání dlouhodobých státních emisí v rámci financování státního dluhu.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

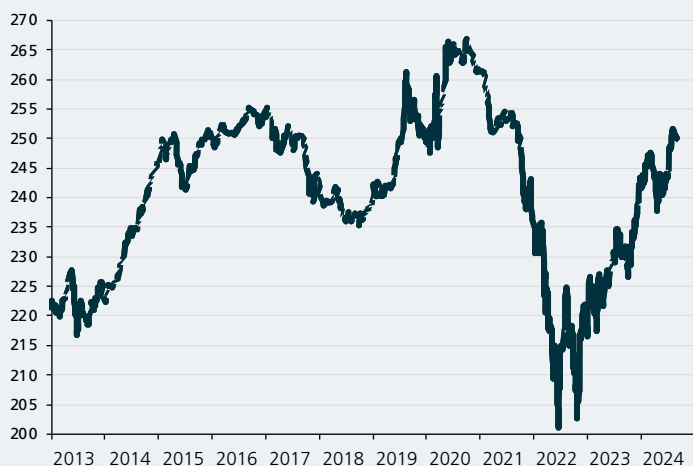
V Polsku došlo v srpnu k podobnému vývoji jako v ČR: dvouletý výnos klesl o cca 13 b. b. na 4,85 %, desetiletý výnos mírně narostl nad 5,4 %. Limitujícím faktorem výraznějšího poklesu polských výnosů je zejména neochota polské centrální banky snižovat sazby.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

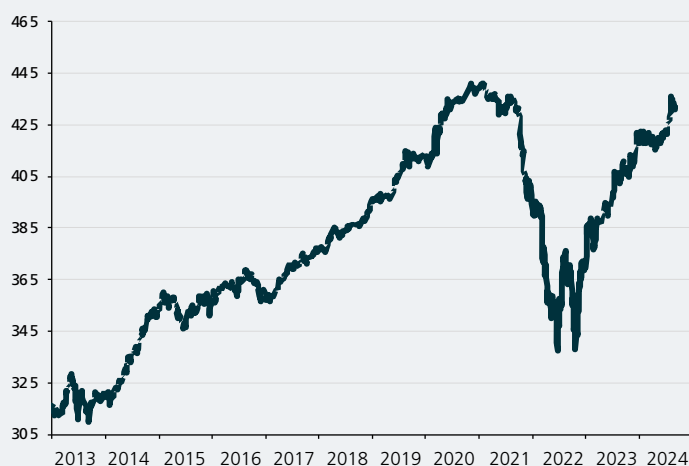
Turecká ekonomika nadále zpomaluje. Zatímco v prvním kvartále turecké hospodářství díky vládním výdajům a investicím akcelerovalo (i přes následnou revizi z 2,4 % na 1,4 % q/q), zaznamenali jsme ve druhém čtvrtletí již mezikvartální stagnaci (2q24: 0,1 % q/q). Pro letošní rok se počítá s (na turecké poměry) slabým růstem kolem 3 %. Stále vysokoinflační prostředí s menšími vládními výdaji na podporu domácností a vysoké úrokové sazby se tak pozvolna, ale stále silněji propisují do spotřebitelské aktivity. Centrální bance se prostřednictvím regulačních opatření daří snižovat poptávku domácích střadatelů po dolarové likviditě a celkově omezovat tlak na tureckou líru i tlumit kreditní aktivitu tamních bank.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISOVÉ TRHY

Podle předpokladů zpomaluje i inflační dynamika. Jak meziroční, tak meziměsíční čísla vykazují výrazně nižší nárůsty. Zatímco ještě v květnu byla meziroční úroveň turecké inflace 75 %, v srpnu jsme mohli zaznamenat už „jen“ 52 % r/r. Při udržení meziměsíčních nárůstů kolem 2,5 % by inflace na konci letošního roku měla dosáhnout cca 45 %.

Výnosy tureckých dluhopisů ani v srpnu nedoznaly větších změn. Měnový kurz TRY oslabil v důsledku všeobecně horšího tržního sentimentu a spekulací okolo personálních změn na tureckém ministerstvu financí.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v srpnu pokračovaly v růstu. Pozitivně se projevila vysoká úroveň souhlasu investorů s podmínkami restrukturalizace (96 %) a po delší době intenzivní příliv zahraniční finanční pomoci i kurská protiofenziva. Dolarové státní instrumenty prošly výše zmíněnou restrukturalizací a začátkem září se začaly volně obchodovat. Výsledkem dohody je přeměna původních emisí (splatnosti 2024–2032) do dvou nových sérií (A a B) s rozloženými splatnostmi mezi roky 2029 až 2036 a postupně rostoucími kupóny. Jejich ceny se prozatím udržují na úrovni 40–60 % nominální hodnoty.

MĚNY

Dolar proti euru v červnu a v červenci jen bez trendu osciloval mezi 1,07 a 1,09. Počátkem srpna poté, co vlivem růstu sazeb v Japonsku a slabších dat z trhu práce v USA na trhu na chvíli zavládly turbulence, oslabil v očekávání, že sazby FEDu letos rychle klesnou, až k hranici 1,11. **Polský zlotý** celé léto jen kolísá mezi 4,25 a 4,33 PLN/EUR, v srpnu pak převážně kolem úrovně 4,28. **Česká koruna** během srpna posílila na úroveň ze začátku prázdnin, dostala se tak na dohled 25 korunám za euro. Důvodem je očekávání, že cyklus snižování ČNB se už přibližuje svému konci. **Maďarský forint** od května jenom kolísá v pásmu 390 až 397 forintů za euro, podobně jako zlotý zcela bez směru i bez větších výkyvů.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Pokles výnosů v zahraničí společně s inflací stlačil křivku českých swapů a potažmo křivku výnosů státních dluhopisů hluboko pod 4 %. Vzhledem k vývoji deficitu, k vývoji inflace (která už je na cíli ČNB, kde však riziko z přetrvávajícího růstu cen služeb a z růstu mezd je proinflační) a k tomu, že ČNB se dle slov některých představitelů již se základní sazbou blíží odhadované neutrální sazbě (3,5 %), nevidíme z domácího prostředí důvod pro další výraznější pokles výnosů. Neznámou je vývoj v zahraničí, kde by případný pokles výnosů mohl stlačit i českou křivku níž. Pokud FED překvapí rozsahem snížení v září (nebo pokud si to trh bude myslet), můžeme se takového dalšího poklesu letos i u nás dočkat.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení sazeb před skoro rokem sazby zatím dále nesnižuje – stále napjatý trh práce, silný růst mezd či urychlující jádrová inflace způsobily, že si dává dlouhou pauzu. To se podepisuje i na výnosech. S obnovením cyklu snižování sazeb lze čekat pokles výnosů, otázkou však je, kdy k němu dojde – v nejbližší době to vzhledem k vývoji mezd na nic takového rozhodně nevypadá. Riziko snížení výnosů v zahraničí zde však s podobnými implikacemi jako pro české dluhopisy platí také.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Vzhledem k očekávanému vrcholu inflačních tlaků s poklesem inflace blíže 40 % ke konci roku a nyní již kladným reálným úrokovým sazbám předpokládáme stabilizaci vývoje měnového kurzu díky tomu, že centrální banka ponechá vysoké úrovně sazeb (základní úroková sazba zůstane mezi 40–50 % v kombinaci se zpřísněním regulatorních požadavků mezibankovního trhu týkajících se likvidity) a zahraniční investoři zvýší aktivit. Základním předpokladem je každopádně absence politicky motivovaných zásahů do složení centrální banky i personální stabilita na ministerstvu financí (zásadní postavou, na které stojí důvěra trhu, je ministr financí Mehmet Şimşek).

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Situace zejména na jižní frontě zůstává špatná. Hrozí další pomalý postup ruské armády a ztráta důležité logistické oblasti pro ukrajinské jednotky. Projevuje se materiálová, muniční i výrazná početní převaha Rusů. Svou roli hraje i čas – čím déle bude současná podoba konfliktu bez výraznějších posunů trvat, tím lépe pro ruskou stranu.

Potenciálně pozitivními událostmi může být zařazení USD restrukturalizovaných dluhopisů do dluhopisových indexů rozvíjejících se trhů, potenciálně těžko predikovatelná vyjednávání (aspoň začátek) a poskytnutí 50 mld. USD ze zabavených ruských aktiv. U dluhopisů ze série B je v případě lepšího výsledku ukrajinského HDP proti predikci MMF ve hře dodatečné zvýšení jejich hodnoty.

MĚNY

U kurzu **dolaru proti euru** čekáme, že poté, co se v srpnu jeho kurz dostal z pásma 1,05–1,10, zůstane dolar slabší, zhruba v pásmu 1,10–1,15. Tížit ho bude očekávaný startující cyklus snižování úrokových sazeb v doprovodu silně expanzivní fiskální politiky, nicméně redukce úrokových sazeb i v případě ECB a slabší ekonomický vývoj v Evropě budou ztráty dolaru do značné míry kompenzovat.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Česká koruna dle nás zůstane ve druhé polovině roku kolem 25 korun za euro, i když občasný náhled pod tuto hranici vyloučit nelze. Pomocť na silnější úrovň jí může stále relativně jestřábí ČNB a případně menší snížení sazeb FEDu či ECB, než jaké nyní trh očekává.

Polský zlotý dle nás zůstane v pásnu 4,25–4,35 i po zbytek roku, pro výraznější pohyb na slabší či silnější úrovň nevidíme důvod. Pravděpodobnější je pak pobyt na silnějších úrovních tohoto pásma, a to proto, že polská centrální banka jako jediná v regionu sazby nechce hned tak snižovat. Naplní-li se slova guvernéra, že první snížení může přijít až v roce 2026, bude to pro polský zlotý v prostředí poklesu sazeb hlavních centrálních bank pozitivní. Podobně jako pro korunu či forint je hlavním rizikem pro oslabení případná tržní slabost/nervozita na zahraničních trzích.

Maďarský forint nemá žádný důvod posilovat: úrokový diferencíál se smršťuje, deficity běžného účtu i rozpočtu jsou velké. I když maďarská centrální banka na posledním zasedání sazby již nesnížila, trh čeká, že se snižováním sazeb ještě konec není. Už dnes nejsou přítom maďarské sazby nijak dramaticky vzdálené od sazeb v USA.

AKCIOVÝ TRH

Probíhající volatilita a korekce na některých akciích potvrzuje náš dřívější výhled, zacílený na některé drahé technologické společnosti. Stále očekáváme zvýšenou volatilitu na trzích, způsobenou nejistou geopolitickou i ekonomickou situací, fiskální politikou a některými dražšími sektory, zvláště technologickým. Některé akcie, sektory a celé regiony se však nadále obchodují na zajímavých úrovních.

Na akciových trzích preferujeme rozvíjející se trhy (zvláště středoevropský) před vyspělými, a to z důvodu odlišných očekávaných trajektorií základních úrokových sazeb a pozitivnějšího ekonomického vývoje. Na nízkých hodnotových ukazatelích se také obchodují akciové trhy vyspělé Evropy a Velké Británie. V rámci rozvíjejících se trhů je stále jedním z nejlevnějších náš středoevropský region.

V následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu spojenou s pohyby na požadovaných dluhopisových výnosech, geopolitickými riziky a příchozími makroekonomickými daty. Vyšší úrokové sazby si již u některých společností a spotřebitelů vybírají svou daň, což představuje pro centrální banky velice složitou situaci při balancování mezi ekonomickou aktivitou a inflačními tlaky. To s velice důležitým následným nastavováním základních úrokových sazeb. Ziskové marže korporací jsou nadále vysoké, k čemuž přispívají silný trh práce a pokračující růst mezd.

Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přírážku. Proto máme na jednotlivé akciové trhy různá výkonnostní očekávání.

Evropské akcie jsou oproti americkým hodnotově levnější, Evropa může za určitých podmínek těžit ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů, přičemž zároveň budou potřeba nové investice v mnoha sektorech. Navíc se nyní výrazně snižují náklady v podobě cen komodit a energií. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levný. Americké akcie těžily z boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ni napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google... Dle nás se však v daném sektoru nadále nacházejí výrazně předražené akcie a dojde k návratu k fundamentálním hodnotám. Zbylé sektory jsou dle nás hodnoceny atraktivněji, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů v minulých měsících, obchodují se na zajímavých úrovních. Nadále však věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a rozvíjejících se trzích. Po současné ekonomické slabosti zažije Asie oživení. Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož budou lépe využívat aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní strategie.

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