

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	5,73 %	USA	0,78 %	USD/EUR	-2,82 %	Ropa Brent	-0,30 %
Evropa – DJ Stoxx 600	0,96 %	Evropa	2,31 %	CZK/USD	2,67 %	Zemní plyn	24,23 %
Japonsko – Nikkei225	-2,23 %	ČR	1,18 %	CZK/EUR	-0,19 %	Sil. elektřina	11,75 %
MSCI Emer. Mark.	-3,66 %	Polsko	2,08 %	PLN/EUR	-1,26 %	Zlato	-3,36 %
ČR – PX	2,62 %	Maďarsko	2,99 %	HUF/EUR	1,10 %	Stříbro	-6,44 %
Polsko – WIG30	0,20 %	Turecko*	4,87 %	TRY/EUR	-1,68 %	Měď	-5,18 %
Maďarsko – BUX	5,51 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Průmysl dále slábne a zlepšení se zatím nerýsuje, maloobchodní tržby však ožívují a zrychlil také růst mezd. Centrální banka však může nalézt komfort v dynamice jádrové inflace, která výrazně zpomalila.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle druhého odhadu ve třetím čtvrtletí **+0,4 % q/q**, což znamenalo, že meziroční tempo růstu dosáhlo **+0,9 %**. Toto tempo bylo nad očekávání dobré, analytici oslovení agenturou Bloomberg čekali mezičtvrtletní tempo pouze **+0,2 %**. Německá ekonomika přidala **0,1 % q/q** (po **-0,3 % q/q** ve druhém čtvrtletí), španělská **0,8 % q/q** (podobně jako v prvním i ve druhém čtvrtletí) a francouzská **0,4 % q/q** (v prvních dvou letošních čtvrtletích kdy rostla shodně o **0,2 % q/q**). Struktura růstu za celou eurozónu prozatím zveřejněna nebyla.

Data zveřejněná během listopadu byla smíšená, se slabým průmyslem a silným maloobchodem i růstem mezd.

Maloobchodní **tržby ve třetím čtvrtletí nakonec vzrostly o 2 %**, což bylo nejrychlejší tempo od druhého čtvrtletí 2021 (tj. od čtvrtletí poznamenaného postcovidovým otevřením ekonomiky). Na tomto oživení se podílely všechny velké ekonomiky, nejvýznamněji pak Německo (**+3,4 %**) a Francie (**+1,1 %**). Jisté urychlení dynamiky stále silného trhu práce a zásluhou klesající inflace jsme již nějakou dobu očekávali, ale takto silná kvartální tempa i v dalším čtvrtletí by nás spíš překvapila. První říjnová data jednorázovou povahu výsledků ve třetím čtvrtletí potvrzují: nemáme sice ještě data za celou eurozónu, ale poklesy v Německu (**-1,4 %**) či stagnace ve Francii naznačují, že minimálně říjen bude slabý. **Meziroční tempo dosáhlo v září +2,9 %**.

Míra nezaměstnanosti, jež byla v prvních dvou kvartálech v průměru po sezonním očistění **6,5 %**, se **koncem třetího čtvrtletí i počátkem čtvrtého čtvrtletí nacházela na 6,3 %**, což je historické minimum. Nejnížší z velkých zemí je stále v Německu (**3,4 %**), nejvyšší ve Španělsku (**11,2 %**). Relativně rychlý pokles zaznamenala míra nezaměstnanosti v Itálii, kde ještě počátkem roku byla na **7,8 %** a dnes je o celé dva procentní body nižší.

Z historického hlediska stále **rostou vcelku rychle mzdy. K nelibosti ECB navíc urychlilo meziroční tempo růstu sjednaných mezd**, což je ukazatel, který centrální banka bedlivě sleduje: po růstu o **4,7 %** v prvním čtvrtletí a zvolnění na **3,5 %** ve druhém pak ve třetím čtvrtletí tempo opět urychlilo na **5,4 %**, což je nejvíce v historii EMU. Centrální banka však říká, že tento růst je jen odrazem snahy pracovníků o kompenzaci minulé inflace a v příštím roce odezní. **Nominální náklady práce ve třetím čtvrtletí zůstaly také v solidním růstovém tempu růstu: mezičtvrtletní tempo** růstu zůstalo, podobně jako v předchozích dvou čtvrtletích, **poblíž 1 %**.

Průmyslové produkci se po slabém druhém čtvrtletí, v němž klesla o **1,1 %** (a za celé první pololetí o **2,6 %**), **ve třetím čtvrtletí vedlo nakonec ještě hůř**. Silný růstu v srpnu o **1,5 % m/m** sice vymazal pokles z července (**-0,3 % m/m**), ale výsledek **v září (-2 % m/m)** byl natolik slabý, že **produkce klesla i ve třetím čtvrtletí, a to o 0,8 %**. Slabost průmyslu tedy pokračuje: meziroční tempo v září dosáhlo **-2,8 %**, nejnížší z velkých zemí bylo v Německu (**-4,5 %**) a v Itálii (**-4 %**). Nejlépe si vede průmysl ve Španělsku (**+0,6 %**).

Ani **index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu** neukazuje, že by se na slabosti průmyslu mělo cokoli změnit: od návratu do růstového teritoria (tj. nad 50 bodů) je nadále daleko. **Ve třetím čtvrtletí dosáhl průměrné hodnoty 45,5 bodu a za první dva měsíce čtvrtého čtvrtletí 45,6 bodu** (v listopadu samotném pak **45,2 bodu**). PMI v průmyslu je pod hranicí 50 bodů nepřetržitě od července 2022. V listopadu zaznamenaly největší propad největší země: Německo, Francie a Itálie, z nichž poslední dvě se propadly nejvíce za 10, resp. 12 měsíců. Důvodem slabosti jsou, jako v předcházejících měsících, slabé nové objednávky, které již dva a půl roku klesají. Jedinou dobrou zprávou tak je, že nejvíce od dubna poklesly výstupní ceny.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ani u **indexu IFO**, který mapuje podmínky v Německu samotném, jsme **nezaznamenali signály, že se věci obracejí k lepšímu**. Počátkem čtvrtého čtvrtletí pokračuje situace drží pod indexem očekávám. Předchozí tři roky byl nad ním. Jelikož se index očekávání drží dlouhodobě konsistentně nízko, je zřejmé, že (už ani) stávající situace dobrá není (o vyhlídkách mluvit nemusíme, pesimismus ohledně budoucnosti je v číslech IFO přítomný v podstatě nepřetržitě od roku 2022).

V sektoru služeb je dle indexu PMI situace ve srovnání s průmyslem lepší, ale v posledních měsících se zdatelně zhoršila. V říjnu se totiž index, jež se od února letošního roku nacházel nad hranicí 50 bodů, **dostal opět do teritoria kontrakce, když dosáhl 49,2 bodu**. Důvodem citelného poklesu byl opět pokles nových objednávek: jak celkové, tak ty exportní totiž poklesly největším tempem v letošním roce.

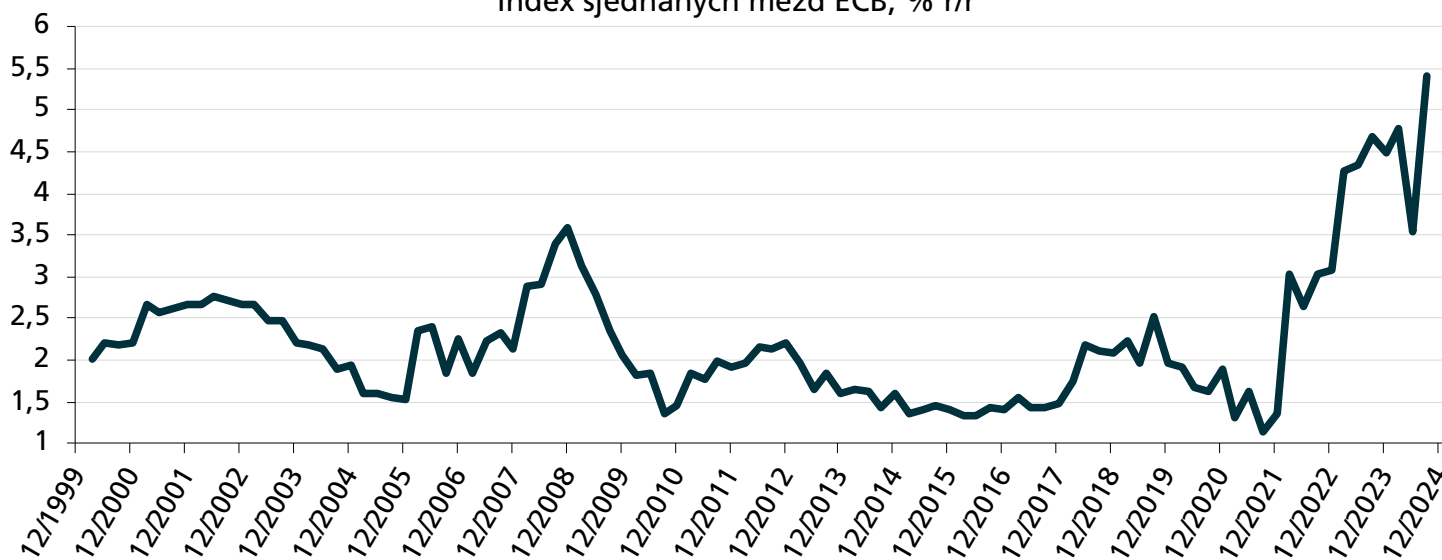
Jisté zhoršení jsme zaznamenali i u důvěry domácností, a to i navzdory tomu, že reálné mzdy rostou a nezaměstnanost je na historickém minimu. Důvěra domácností se však **v listopadu zhoršila na -13,7 bodu**, což je nejnižší hodnota od června. I tak je však vysoko nade dnem ze září 2022 (-28,6 bodu) a blízko hodnotám z února 2022.

Jádrová inflace se již dostala na úroveň, které (nestane-li se v nejádrovém cenovém okruhu něco nepředvídatelného) jsou konsistentní s plněním inflačního cíle ECB, stanoveném jako celková inflace nacházející se „poblíž/pod 2 procenty“. V posledních třech měsících do listopadu 2024 totiž jádrová inflace přidala pouze 0,3 % a za poslední pololetí 1 %. **Meziročně celková inflace dosáhla v listopadu 2,3 %, jádrová pak 2,7 %.**

ECB pokračovala ve snižování sazeb. Poté, co na zasedání 12. září snížila sazby o čtvrt procentního bodu na 3,5 %, pokračovala i **na zasedání v říjnu**, a to ve stejném rozsahu (**o 0,25 p. b.) na 3,25 %**. Důvodem poklesu sazeb na nejnižší hodnotu od května 2023 byla samozřejmě klesající inflace a velmi pomalý ekonomický růst s dopadem na inflační vývoj v budoucnu (ECB na tiskovce uvedla, že „infační výhled je ovlivněn negativními překvapeními u indikátorů ekonomické aktivity“). Na tiskovce Lagardeová řekla, že desinflační proces pokračuje dobře, „inflaci jsme ještě krk nezlomili, ale jsme v procesu lámání“.

Tempo růstu sjednaných mezd urychlilo.

Index sjednaných mezd ECB, % r/r



Zdroj: ECB, dostupné ZDE.

USA

Inflace sice mírně urychlila, ochlazující trh práce a stabilizovaný růst mezd však umožnily centrální bance snížit sazby.

Růst americké ekonomiky ve třetím letošním čtvrtletí zůstal silný. Jeho tempo sice nevyrovnalo velmi vysoké hodnoty z druhé poloviny minulého roku (4,9 % ve třetím a 3,4 % ve čtvrtém čtvrtletí 2023), ale bylo v anualizovaném mezičtvrtletním vyjádření (dle druhého odhadu **2,8 %**) skoro stejné jako ve druhém letošním čtvrtletí (3 %) a výrazně vyšší než ve čtvrtletí prvním (1,6 %). **Na růstu se nejvíce podílely poptávka domácností** (příspěvek +2,4 p. b.) **a vláda** (+0,8 p. b.); negativem byl pouze čistý export (-0,6 p. b.). I z příspěvku vlády je vidět, že nezanedbatelná část růstu je zásluhou vlády. Což ostatně s ohledem na více než šestiprocentní deficit rozpočtu asi nepřekvapuje.

Měsíční data zveřejněná během listopadu 2024 opět potvrdila, že průmyslová produkce neroste a trh práce pozvolna ochlazuje.

Reálné maloobchodní tržby po solidním 3. čtvrtletí, v němž přidaly 1,4 %, začaly růstem i poslední letošní čtvrtletí, **když v říjnu přidaly 0,2 %**. Meziroční tempo růstu dosáhlo +0,3 %.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Trh práce je stále z historického pohledu silný, i když se přece jenom mírně ochladil. Míra nezaměstnanosti se po letním mírném nárůstu (v červenci se dostala na 4,3 %, což bylo nejvíce od října 2021, v srpnu pak mírně klesla na 4,2 %) **v září a v říjnu vrátila na hodnotu ze začátku léta a dosáhla 4,1 %**. To je sice vyšší hodnota než před rokem (3,8 %), ale nikterak dramaticky. Vyšší než před rokem, ale lepší než v červenci nebo v srpnu, jsou 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) byla v srpnu 7,9 %, což byla výjama pandemie nejvyšší hodnota od ledna 2019, **v září však klesla zpátky na 7,7 %, kde i v říjnu setrvala**.

Dle průzkumu JOLTS dále klesá míra volných pracovních míst, **v září až na 4,5 %**. To je znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022) nebo hodnota před rokem (5,6 %), ale stále je to ještě nad dvacetiletým předpandemickým průměrem (3,1 %). **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je stále nízký, ale i tento ukazatel mírně roste: v prvním čtvrtletí činil 210 tis., ve druhém 221 tis., ve třetím 233 tis., ve čtvrtém prozatím kolem 231 tis. Z historického hlediska jsou však takové hodnoty velmi vzdálené typickým recesním úrovním (> 450 tis.).

Meziroční růst mezd oproti minulému roku také mírně zpomalil, ale v posledních měsících již pozorujeme stabilizaci. Dle dat z průzkumu CES (Current Employment Statistics) meziroční tempo růstu mezd v říjnu dosáhlo 4 %, což je zhruba o půlprocentního bodu méně než ve stejném měsíci minulého roku. **Kvartální dynamika se stabilizovala na úrovni kolem 1 %** (ve třech měsících do října dosáhlo čtvrtletní tempo růstu +1,1 %), pololetní se pak pohybovalo kolem hranice +2 %.

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby bez letadel a zbrojní techniky klesly v prvním pololetí o 0,4 % m/m, **ve třetím čtvrtletí** pak zásluhou srpna a září (+0,5 % m/m) **mírně vzrostly** (+0,5 % q/q), což znamená, že se za první tři čtvrtletí letošního roku oproti konci minulého roku nezměnily. Říjnový pokles o 0,2 % m/m pak dostal tempo jejich meziročního růstu na +0,6 %.

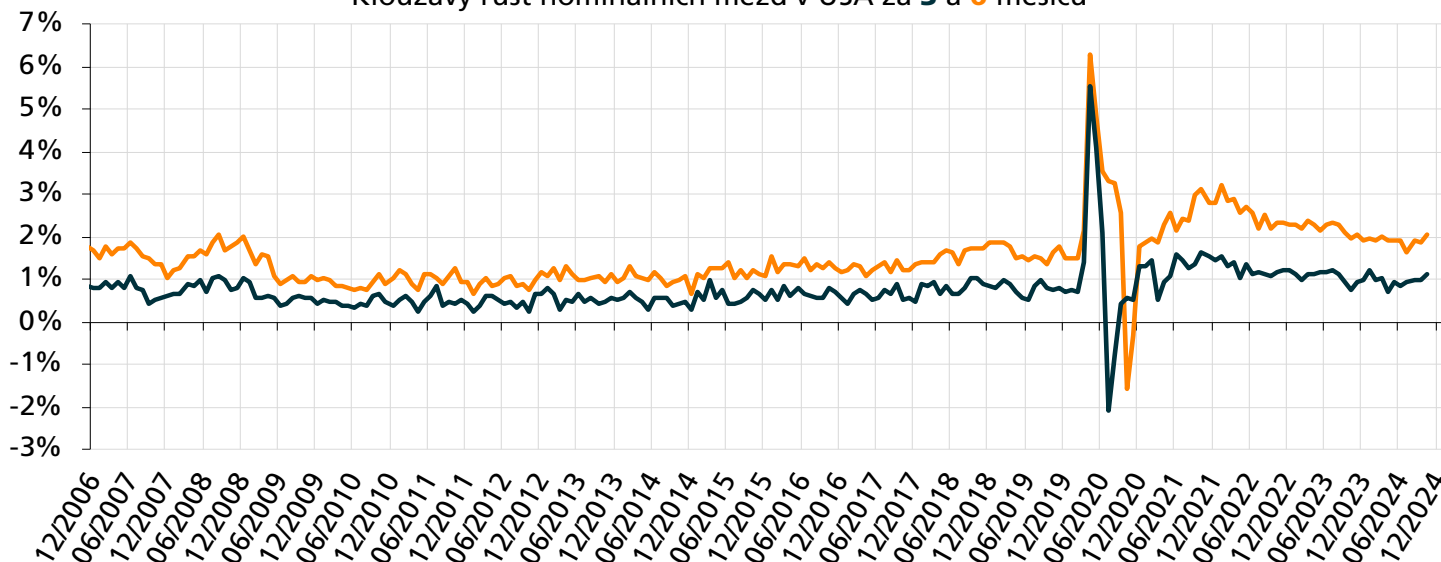
Reálná průmyslová produkce, která v prvním čtvrtletí letošního roku po revizích klesla o 0,1 % q/q, růst ve druhém (+ 0,7 %) skoro celý vymazala poklesem ve třetím (-0,6 %); **čtvrté čtvrtletí začalo meziměsíčním poklesem o 0,3 %**. Podobně jako v jiných vyspělých ekonomikách ani **americký průmysl tedy „nikam nejde“**. A to již dlouhodobě: průmyslová produkce tak počátkem čtvrtého čtvrtletí 2024 byla jen o 0,7 % větší než počátkem roku 2018, tj. před prvními cly, která zavedl tehdejší (a v listopadu opět zvolený) prezident Trump.

Jádrová PCE inflace v říjnu přidala 0,3 % m/m, což bylo stejné jako v září a o desetinu procentního bodu rychlejší než v červnu i v srpnu. Za poslední tři měsíce tak jádrová inflace přidala jen 0,7 % a za poslední pololetí 1,2 %. Kvartální dynamika je tak stejná jako kupříkladu ve třech měsících do května. Důvodem mírného urychlení jádrové inflace je **reakcelerace tempa růstu tržních služeb**, jejichž kvartální dynamika se dostala na 0,9 %.

Americká centrální banka snížila v listopadu sazby o 0,25 p. b. do pásma 4,5–4,75 %. Rizika jsou dle FEDu vyrovnaná směrem k vyšší i k nižší inflaci a správným způsobem, jak se dostat k neutrálním sazbám je „*opatrně a trpělivě*“. Týden po zasedání Powell zopakoval, že „*ekonomika nevysílá žádné signály, že bychom měli pospíchat se snižováním sazeb*“. Trh tak nyní čeká už jen něco málo přes dvojití snížení do června 2025, což je dle nás o něco méně, než bychom čekali my.

Tempo růstu mezd se stabilizovalo.

Klouzavý růst nominálních mezd v USA za 3 a 6 měsíců

Zdroj: BEA (dostupné [ZDE](#))

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Ekonomika sice roste, ale jen pomalu, tažena poptávkou domácností. Průmyslu se stále nedaří a klesá.

Dle druhého odhadu růstu **HDP za třetí čtvrtletí** dosáhlo jeho tempo nakonec **+0,4 % q/q** (a tedy +1,3 % r/r). V zásadě se tak jedná o tempo srovnatelné s přechozími třemi čtvrtletími (+0,3 % q/q ve 4Q23, +0,4 % q/q v 1Q24 a +0,2 % q/q ve 2Q24). Spotřeba domácností mezičtvrtletně přidala 0,7 % (a tedy meziročně 2,2 %), fixní investice poklesly o 1,2 % (a tedy o 0,8 % r/r). Růst ekonomiky tak nadále zůstává slabý, pozitivní je však ožívání poptávky domácností. Ta se v kvartálním reálném vyjádření ve třetím čtvrtletí dostala na 0,7 % (0 % 2Q24).

Průmyslová produkce poté, co v prvním čtvrtletí poklesla výrazně (–2,6 % q/q) a ve druhém čtvrtletí mírně (–0,9 % q/q), nakonec i navzdory růstu v srpnu (+1,8 % m/m) **nezaznamenala ani ve třetím čtvrtletí růst**. Poklesy v červenci (–0,8 % m/m) a v září (–1,1 % m/m) způsobily, že **za celé třetí čtvrtletí poklesla o 0,1 %**. Meziročně je pak produkce vyšší o 0,8 %, největším přispěvatelem s příspěvkem +0,8 p. b. byla produkce aut, následována segmentem výroby a rozvodu elektřiny, plynu a tepla (+0,6 p. b.).

Shora popsany vývoj tak prozatím odpovídá tomu, co ukazoval index **PMI**: ve třetím čtvrtletí dosáhla jeho průměrná hodnota 45,5 bodu, takže nešlo očekávat z průmyslu dobré zprávy. Říjnový výsledek 47,2 bodu byl sice nejlepším od června 2022, ale **v listopadu se index opět vrátil na 46 bodů**. Tyto hodnoty jsou tak nadále konzistentní s klesajícím průmyslem. To ostatně indikují i klesající zakázky jak z domácího, tak z vnějšího prostředí. V listopadu pak na nejnižší hodnotu od počátku roku 2024 klesla i samotná důvěra firem v budoucnost.

Index důvěry firem měřený ČSÚ již rok a půl jen **kolísá bez směru** v pásmu mezi 0 a 10 body, v září dosáhl 8,3 bodu, v říjnu 7,4 bodu a **v listopadu 8,9 bodu**. Nadále je tak výrazně pod hodnotami (13–15 bodů), na kterých se pohyboval v letech 2014–2019. To je ve světle indexu nákupních manažerů dalším potvrzením, že zlepšení situace v průmyslu zůstává prozatím v nedohlednu.

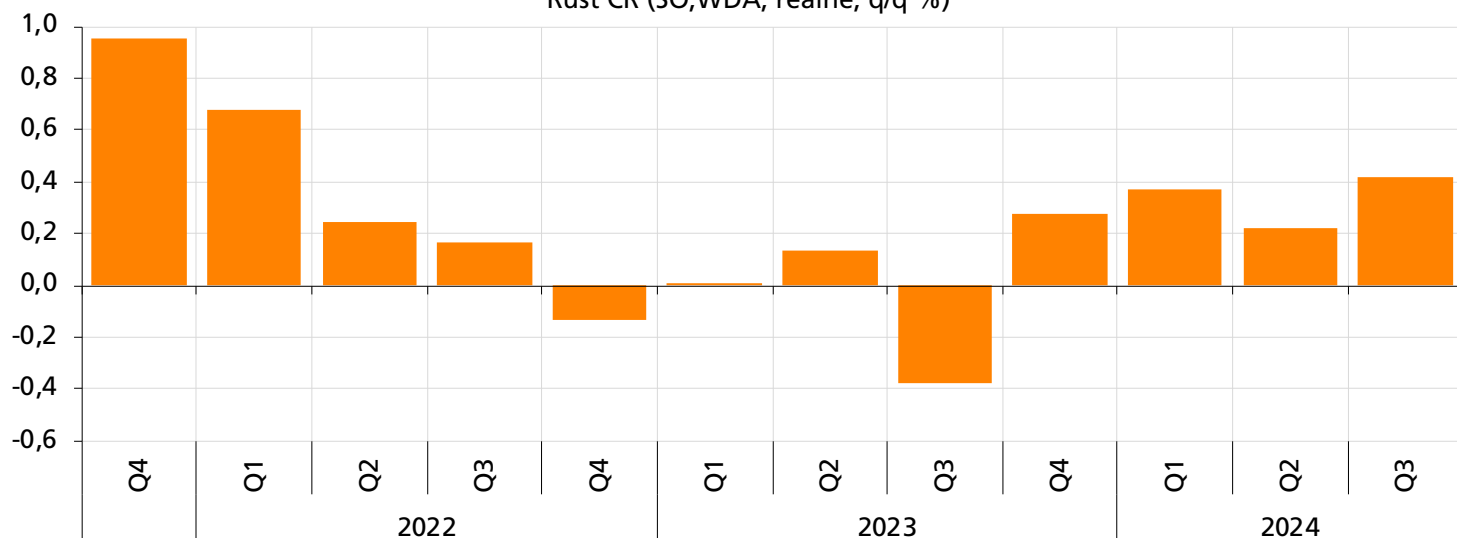
Spotřebitelská důvěra se po prosincovém propadu na –23,5 bodu a dle očekávání (zpomalující inflace, neexistující nezaměstnanost, solidní růst mezd) během letošního roku **výrazně zlepšila**, a to až na –7 bodů v dubnu. To byla nejvyšší hodnota tohoto ukazatele od září 2021 (–6,8 bodu), tj. důvěra byla koncem dubna již vyš než v měsících před vpádem Ruska na Ukrajinu či před počátkem energetické krize. Od května do srpna se však důvěra mírně zhoršovala (v srpnu až na –12,8 bodu), což bylo překvapivé, jelikož ekonomice se (v rámci možností) dařilo. Poslední 3 měsíce pozorujeme pak opět zlepšování důvěry, **v listopadu (–9 bodů) se dostala na dohled lokálního a postpandemického dubnového maxima**.

Na maloobchodních tržbách byl růst důvěry koncem minulého a počátkem tohoto roku vidět: ve 4. čtvrtletí 2023 přidaly tržby 1,7 % q/q, v prvním čtvrtletí pak 1,5 %. Bohužel, stejně tak na nich bylo vidět i zhoršení důvěry ve druhém čtvrtletí, kdy tržby za celé druhé čtvrtletí v podstatě stagnovaly (–0,1 % q/q). **Mírné oživení důvěry ve třetím čtvrtletí se pak odzrcadlilo v opětovném růstu tržeb**: celkové tržby ve 3Q24 **přidaly 0,8 %**, jádrové tržby (bez aut a potravin) dokonce 1,6 %.

Česká spotřebitelská inflace vzrostla za první pololetí o 2,3 %, ve třetím čtvrtletí pak přidala 0,6 %. Říjnová inflace pak vzrostla o 0,3 %, když růst opět táhly služby (+0,5 %, kupř. nájemné +0,4 %). Meziroční inflace tak dosáhla 2,8 %, což bylo 0,2 p. b. více

Růst ekonomiky zůstává slabý.

Růst ČR (SO,WDA, reálně, q/q %)

Zdroj: ČSÚ, dostupné [ZDE](#).

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

než v září. Důvodem zrychlení je zejména vliv cen v okruhu bydlení (elektřina +10,5 % vs. +8,8 % v září, teplo a teplá voda +8,3 % vs. 6,9 % v září atd.). Na celkovou výši meziroční inflace v říjnu nejvíce doléhaly opět ceny v cenovém okruhu bydlení (nájmené +6,2 %, vodné +10,9 %, stočné +13,4 %) a stravování (+6,9 %) či ubytování (+9 %). I z tohoto přehledu je tak jasné, co táhne českou inflaci: služby. Ty meziročně přidala 5,3 %, zatímco ceny zboží vzrostly jenom o 1,3 %. Poptávkové tlaky, ač odeznívají, jsou tak v české ekonomice nadále přítomné.

Ačkoliv centrální banka na svém listopadovém zasedání vypíchla jako hlavní proinflační riziko vývoj cen služeb, nezabránilo jí to v tom, aby snížila sazby o čtvrt procentního bodu na 4 %. Toto proinflační riziko totiž v očích centrálních bankéřů převážila protiinflační rizika v podobě slabosti německé ekonomiky a jejího dopadu na český průmysl. V tomto ohledu bylo zmíněno, že výhled růstu mezd pro druhé pololetí 2024 je v nové prognóze, jež byla na listopadovém zasedání představena, výrazně nižší (+6,1 %) než v té minulé. Zde se však patří doplnit, že aktuální data za třetí čtvrtletí, vydaná zkraje prosince, překvapila naopak směrem nahoru, když mzdy přidaly 7 %, a tedy že v tomto ohledu se prozatím prognóza nepotvrzuje. Nová prognóza přinesla relativně silné zvýšení inflace pro rok 2025 (ze 2 % v srpnové prognóze na 2,6 %), slabší korunu (25,4 CZK/EUR vs. 25 v srpnové prognóze) a slabší růst HDP (+2,4 % vs. +2,8 %).

POLSKO

Dynamika jádrové inflace urychluje, centrální banka tak ponechává sazby bez změny.

Dle druhého odhadu dosáhlo **tempo růstu ekonomiky ve třetím čtvrtletí -0,1 %**, a tedy +1,7 % meziročně. Poptávka domácností poklesla o 0,4 % q/q, poptávka vlády narostla o 0,6 %, fixní investice poklesly o 0,6 %. Jelikož však celkové investice přidaly 6,7 %, je evidentní, že výrazně narostly zásoby.

Měsíční data týkající se třetího čtvrtletí naznačovala ještě slabší výsledek, než co ukázala data o HDP.

Průmyslová produkce ve třetím čtvrtletí totiž vinou poklesu v každém jeho měsíci (-0,2 % v červenci a v září, -0,8 % v srpnu) **klesla o více než procento** a očekávat tedy její pozitivní vliv na růst HDP ve třetím čtvrtletí nešlo. **Začátkem 4. čtvrtletí produkce přidala 4,6 % m/m**, což je evidentně opět (podobně jako v březnu a dubnu, kdy byla reportována tempa -5,5 % m/m a +7 % m/m) nejspíš statistický šum, jenž bude korigován listopadovými daty. Meziroční tempo růstu produkce dosáhlo +3,9 %.

Ani index PMI nenaznačuje, že by říjnové tempo růstu nemělo být výrazně korigováno. Počátkem 4. čtvrtletí sice index vzrostl na 49,2, což byla nejvyšší hodnota od května 2022, ale ani takové přiblížení se hranici 50 bodů není konzistentní s ničím jiným než se stagnací. **Listopadový index pak poprvé za 5 měsíců poklesl, a to na 48,9 bodu**, zejména vinou poklesu produkce a nových objednávek. Nové objednávky poklesly nejrychlejším tempem za 3 měsíce a klesají tak neustále již od března 2022. Na nejnižší hodnotu od prosince 2022 poklesl také optimismus firem.

Reálné maloobchodní tržby v prvním čtvrtletí přidaly mezičtvrtletně více než 3 % a ačkoliv začátek druhého čtvrtletí byl volatilní, zásluhou červnového růstu (o 1,5 % m/m) bylo i druhé letošní čtvrtletí růstové. To se však **vůbec nedá říct o čtvrtletí třetím**: tržby po sezonním očištění **poklesly** v červenci o 2,7 % m/m, v srpnu přidaly 1,9 %, ale v září se propadly o velmi vysokých 6,7 % m/m. Takový pokles nedával ve světle stále velmi dobrých dat z trhu práce smysl a nebylo možné jej vysvětlit trochu zpomaleným růstem mezd či drobným růstem inflace (negativní vliv na HDP ale mít musel). Tyto úvahy potvrdila pak **říjnová data**, která vykazala silný **meziměsíční růst o 5,6 %**. Důležitější pro vytvoření si obrázku o poptávce polského spotřebitele tak jsou čísla za prvních 10 měsíců letošního roku: během nich vzrostly reálné tržby proti stejnému období minulého roku o 2,4 %. Hlavní hnací silou byly prodeje motorových vozidel (+19,7 %) a pohonných hmot (+7,2 %), klesly naopak prodeje elektroniky (-6,2 %) či oblečení a obuvi (-12,7 %).

Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká. Od února do června se po sezonním očištění nacházela na **historickém minimu 5 %**, v posledních měsících mírně narostla na 5,1 %. A nadále stále velmi rychle rostou mzdy – meziroční tempo **růstu nominálních mezd** dosáhlo **v říjnu 2024 10,2 %** (na necelých 8200 PLN, tj. přibližně 48 tis. Kč). Tempo růstu reálných mezd je tak sice už jen jednociferné, ale určitě není nízké.

Měsíční dynamika cenového vývoje v posledních měsících urychluje. Zatímco ve třech měsících do července narostla jádrová inflace jen o 0,7 % a zdálo se, že se její dynamika dostává pod kontrolu, **v posledních 3 měsících do října přidala 1,1 %**. Makroekonomicky to ale překvapení není: nezaměstnanost je velmi nízká, rychle rostou reálné mzdy. **Meziroční tempo jádrové inflace dosáhlo v říjnu 4,1 %**. Celková inflace se drží kolem 5 %. Podobně jako v ČR je i v Polsku stále k vidění **rychlý cenový růst služeb**, které meziročně přidaly 6,7 % (zboží pak 4,3 %). To nadále indikuje, že poptávkové tlaky nejsou zcela utlumené.

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 2023, **ponechala** vzhledem k rostoucím mzdám a oživení ekonomiky (a tudíž hrozbě inflace) **sazby od listopadu minulého roku (a celý letošní rok nevyjímaje) bez změny na 5,75 %**. **Na letošním listopadovém zasedání** zaznělo, že inflace je nyní tlačena cenami energií a regulatorními změnami, ale i „výrazným“ růstem mezd. Vzhledem k němu a k vývoji PLN nestačí ani snížená listopadová prognóza růstu HDP (z 2,8–4,8 % na 2,4–4,3 % pro 2025) k očekávání brzkého poklesu sazeb.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Růst ekonomiky ve třetím čtvrtletí výrazně zklamal, a to vinou dalšího poklesu investic. Maloobchod je slabší, než by šlo vzhledem ke stavu trhu práce čekat, průmysl klesá jako všude jinde v regionu.

Růst HDP za 3. čtvrtletí přinesl velké negativní překvapení. **Ekonomika** se totiž po poklesu o 0,2 % q/q ve druhém čtvrtletí **propadla ve třetím o 0,7 % q/q**, což znamenalo, že **meziroční tempo bylo -0,8 %** a v prvních třech měsících letošního roku je ekonomika v záporu. Struktura růstu ukázala, že poptávka domácností přidala 0,8 %, výrazně však opět poklesly hrubé fixní investice (-3,2 %), které tak klesají již 6 čtvrtletí v řadě. Jejich příspěvek k meziročnímu tempu růstu dosáhl -4 p. b., příspěvek poptávky domácností pak +2 p. b.

Dynamika maloobchodních tržeb se ve 3Q24 zhoršila. Nebylo to sice nijak dramatické, ale je zvláštní, že dle dat o HDP poptávka domácností rostla. Maloobchodní tržby totiž ve třetím čtvrtletí letošního roku vinou **poklesu v září o 1,4 % za celé čtvrtletí poklesly o 0,6 %**. To bylo sice lepší než ve druhém čtvrtletí (-1,1 %), ale oproti růstu v prvním čtvrtletí letošního roku (+1,7 %) či ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku (1,9 %) je to dramatické zpomalení.

Z makroekonomického hlediska přitom není moc důvodů, aby maloobchodní tržby klesaly. **Míra nezaměstnanosti v posledních třech měsících do října dosáhla 4,6 %**, což je 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) také **stále pokračuje velmi vysokým tempem**: za první pololetí letošního roku vzrostly mzdy o 14 %, **v září pak o 12,5 %**. Reálné mzdy pak rostou téměř dvouciferným tempem.

Průmyslová produkce kopíruje vývoj průmyslu v ostatních zemích regionu. Poté, co za první čtvrtletí klesla o 1,3 % a ve druhém čtvrtletí klesla o 1,4 %, **nerostla ani ve třetím čtvrtletí**. Vinou poklesu v každém jednom měsíci **klesla za celé třetí čtvrtletí o 1,3 %**. Meziročně dosáhlo tempo poklesu v září 5,4 % a za prvních 9 měsíců letošního roku je tak produkce meziroční nižší o 4,3 %. Důvodem slabosti průmyslu v letošním roce jsou objemově největší segment dopravní techniky, který letos za prvních 9 měsíců poklesl o 7,9 % r/r, a segment elektrotechnický, kde pokles za stejné období činil dokonce 12,3 %. Na Maďarsko tak doléhá, podobně jako na nás, slabost Německa a zejména problémy v jeho automobilovém sektoru.

Celková inflace v říjnu meziměsíčně vzrostla o 0,1 % m/m, její meziroční tempo se dostalo na 3,2 %. **Jádrová inflace**, která přidala v první polovině roku 3,2 %, ve druhém pololetí vykazuje **podstatně pomalejší dynamiku**: v červenci sice přidala 0,7 % m/m, v srpnu se však zmírnila na 0,2 % m/m, **v září i v říjnu dokonce stagnovala** (a tedy dosáhla 4,5 % r/r). I tak je však za prvních 9 měsíců letošního roku jádrová inflace ve srovnání s koncem minulého roku vyšší o více než 4 %. Taková **dynamika jádrové (vzhledem k růstu mezd nepřekvapivá) je problematická pro dlouhodobé plnění celkového inflačního cíle**. Hlavním faktorem růstu cen jsou (na domácí poptávku citlivé) služby, které v říjnu přidaly 7,2 %.

Poté, co si v srpnu **maďarská centrální banka (NBH)** po patnácti měsících kontinuálního snižování sazeb vybrala oddechový čas a sazby nesnížila a v září se k procesu snižování sazeb opět snížením o 25 b. b. vrátila, si **dala v říjnu a v listopadu další pauzu**. Hlavní sazba tak zůstala na 6,5 %, O/N depozitní a O/N zápůjční sazby na 5,5 %, resp. na 7,5 %. Důvodem pauzy je dle vyjádření zástupce guvernéra Csaby Kandráčse na tiskové konferenci dvojice faktorů: slabý forint a perzistence jádrové inflace.

ROPA

Po poklesu během letních měsíců z hranice kolem 80 dolarů za barel na úroveň kolem 70 dolarů za barel se cena ropy od září drží v úzkém pásmu kolem této hranice. Ani listopad, během něhož cena oscilovala v pásmu 66–72 dolarů, nebyl výjimkou.

AKCIOVÉ TRHY

Vývoj akciových trhů v listopadu byl silně ovlivněn volbami v USA, které proběhly začátkem měsíce. Vítězství Donalda Trumpa odstartovalo strmý růst na amerických akciových trzích. Naopak obavy z budoucího vývoje ekonomiky se podepsaly na slabších výsledcích ostatních regionů.

Po vítězství Donalda Trumpa v prezidentských volbách na trhu převládlo očekávání budoucího snížení daní a omezení regulace, což by mělo v budoucnu nastartovat hospodářský růst. K vítězství v prezidentských volbách navíc Republikánská strana vyhrála také souběžné volby do kongresu. Toto vítězství zásadně usnadní nově zvolenému prezidentovi prosazení politických cílů. Indexu S&P 500 (+5,7 %) se dařilo velmi dobře. Ještě lépe se dařilo technologickému indexu NASDAQ (+6,2 %). Nejvíce ale těžily z výsledku voleb menší firmy reprezentované například indexem RUSSELL 2000. Tento index připsal za měsíc zhodnocení více než 10 %. Hlavním důvodem jsou očekávaná protekcionistická opatření, která byla během kampaně mnohokrát zmiňována. Právě menší firmy jsou primárně zaměřené na americký trh a omezení konkurence z ostatních zemí pomůže nejvíce právě jim. Do středu zájmu se dostaly také společnosti Elona Muska, který se po boku Donalda Trumpa výrazně zapojoval do předvolební kampaně. Tesla během listopadu vzrostla o více než 40 %. Navíc se nyní hovoří o dalším úpisu akcií soukromé společnosti SpaceX, jejíž tržní hodnota by mohla dosáhnout 350 miliard USD (valuace ze začátku roku byla přibližně 210 miliard), čímž by se stala nejhodnotnějším startupem. Navíc došlo ještě k očekávanému snížení úrokových sazeb o dalších 25 bazických bodů. Nyní je

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ TRHY

možné vidět určité ochlazení na trhu práce a nadále přetrvává mírně zvýšená inflace. Inflace bude i v následujících měsících velmi diskutovaným tématem. Většina očekávaných opatření, která pravděpodobně vzejdou z výsledku prezidentských voleb, má totiž jasně proinflační charakter.

Evropské akciové trhy za těmi americkými značně zaostávaly. Důvodem byly především obavy o exportéry. Na jedné straně čelí stále slabé poptávce ze strany Číny, a na straně druhé se zvyšují obavy ze zavedení nových cel na dovoz zboží do USA. Tyto obavy se propsaly například do cen automobilových výrobců, kteří si už i tak procházejí těžkým obdobím. K tomu všemu se přidala ještě nejistota ohledně schválení rozpočtu pro další rok a s tím spojená nedůvěra vyslovená vládě ve Francii a nadále slabá ekonomická data. Evropský index STOXX Europe 600 si připsal zhodnocení pouze necelé 1 %.

Výsledek amerických voleb, a s tím související posílení dolaru, byl pro akcie na rozvíjejících se trzích negativní zprávou. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD ztratil vcelku výrazných 3,7 %. Hrozba dalších obchodních válek (zavedení cel, spory ohledně technologií) a obecně nejistota týkající se budoucího vývoje americké zahraniční politiky způsobila pokles trhů v Číně (Hong-Kong -4,4%), Taiwanu (-3,2 %), Koreji (-3,9 %) či Mexiku (-1,7 %). Relativně dobře se dařilo domácím čínským titulům (index CSI300 +0,7 %) a indickým akciím (+0,5 %), jelikož tyto trhy nejsou tak citlivé na vývoj v zahraničí. Dařilo se i trhům v Turecku (+8,8 %). Naopak další zklamání museli zkousnout investoři v Brazílii (-3,1 %) poté, co vláda představila návrh rozpočtu, který neobsahuje potřebná úsporná opatření.

Středoevropský region také zaostával. Primárně se jednalo o podobné důvody jako v případě Evropy. Polský akciový index WIG30 připsal velmi nízké zhodnocení 0,2 %. Díky růstu minimální mzdy o 19 % a celkovému reálnému růstu mezd se dařilo společnostem ze spotřebitelského sektoru, primárně společnostem CCC a LPP. Například společnost Dino zase těžila z očekávání, že pokles cen potravin už nebude nadále pokračovat a jejich marže se stabilizují a firma bude moci pokračovat v expanzi. Akciím v České republice se dařilo o něco lépe. Index PX zaznamenal růst o 2,6 %, svým výkonem tak překonal evropské konkurenty. Dařilo se akciím napříč celým indexem. Největší zisky za listopad připsala společnost Kofola, která se dobře popasovala se záplavami z poloviny roku.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Po zářijovém poklesu výnosů na obou březích Atlantiku došlo v říjnu ke korekci, která byla výraznější v USA. Vlivem silné ekonomiky a vyšších inflačních očekávání narostly dvouleté i desetileté výnosy v Americe o cca půl procentního bodu na 4,2 %, resp. 4,3 %. V listopadu se toho až překvapivě moc nestalo, když relativně silná data z reálné ekonomiky a vítězství Trumpa v amerických prezidentských volbách udržely krátký

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISOVÉ TRHY

konec křivky bez změny, na střední části křivky a na dlouhém konci došlo (překvapivě) k malému poklesu (kolem 10 b. b.). Desetiletý výnos tak byl koncem listopadu pod 4,2 %.

Slabá data z eurozóny, benigní vývoj inflace a implikace vítězství Trumpa pro Evropu (cla) stlačily německé výnosy výrazněji než v USA. Celá německá křivka tak poklesla o 30–35 b. b. Dvouleté německé výnosy tak poklesly pod 2 %, desetileté pod 2,1 %.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem listopadu v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce zhruba stejně (0,3–0,4 %) jako v předcházejících 7 měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 0,4 % (vs. 0,7 % v srpnu i v září).

V případě dolarových instrumentů došlo po výrazném dubnovém poklesu (jak u investičních, tak u spekulativních dluhopisů, o 3,2 %, resp. o 1,1 %) v dalších měsících do září k růstu, který kopíruje vývoj na trhu státních dluhopisů: od konce dubna tak TRI přidal 9,7 % (u investičních), resp. 7,7 % (u spekulativních) instrumentů. Od září se pak nic zásadního neudálo: dolarové instrumenty investičního stupně přidaly jen 0,7 % a instrumenty spekulativního stupně přidaly 2,3 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR poté, co v červenci i v srpnu výrazně poklesly (celkem o 13,8 %, resp. 9,6 %) během září opět narostly (+12 %, resp. +7,8 %). Tímto zářijovým pohybem se dostaly vesměs na úroveň ze začátku letošního roku. Faktická stabilita během října pak na tomto stavu z konce září samozřejmě nic nezměnila. Listopad přinesl, celkem překvapivě, výrazné poklesy, a to o cca 5 % na obou stranách rizikového spektra.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

I česká výnosová křivka během listopadu poklesla, a to o stejných 15 b. b. na všech splatnostech. Dvouletá splatnost se tak dostala na 3,4 %, desetiletá se opět dostala pod 4 %. Na tomto pohybu se podepsal zejména zahraniční vývoj a pokles německých výnosů, ale i stále opatrnější ČNB, která naznačuje, že se už blížíme momentu, kdy se pokles krátkých sazeb zastaví.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku byl vývoj podobný jako v České republice, pohyby však byly větší: dvouletý výnos poklesl o 25 b. b., desetiletý výnos poklesl o 45 b. b. na 5,5 %. Jakkoliv chápeme, že německé výnosy poklesly, od reakcelující inflace a polské centrální banky, která se do žádného snižování sazeb nehrne, šlo však nejspíš čekat, že výnosy nepoklesnou více než v ČR. Nicméně zde byl patrný silný zájem jak domácích, tak zahraničních investorů, do té doby v polských dluhopisech výrazně podvážených.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Čeny tureckých dluhopisů po říjnovém poklesu z titulu vyšší nervozity okolo amerických voleb a vyšších inflačních čísel, v listopadu naopak solidně rostly. O něco hůře se vedlo měnovému kurzu, který oslabil o 1,4 %.

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 vysoce inflační prostředí, s menšími vládními výdaji na podporu domácností a vysoké úrokové sazby se tak pozvolna 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 liru 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, než tomu bylo v minulosti. Zatímco ještě v květnu byla meziroční úroveň turecké inflace 75 %, v srpnu jsme mohli zaznamenat už „jen“ 52 % r/r a v září poprvé od července 2023 i číslo pod padesátkou (49,4 %). Listopadová úroveň činila 47,1 %. Při udržení meziměsíčních nárůstů kolem 2,5 % by inflace na konci letošního roku měla dosáhnout cca 45 %. Poslední měsíční čísla byla nicméně výš nad očekáváním a i analýzovaná meziměsíční dynamika, která již delší dobu kvartálním tempu pod padesátiprocentní úrovní, zpomalila výrazně méně, než by bylo záhodno, a její další zpomalování se nyní očekává jen velmi opatrně.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Po vítězství Donalda Trampa v prezidentských volbách na trhu převládlo očekávání budoucího snížení daní a omezení regulace, což by mělo v nastartovat hospodářský růst. K vítězství v prezidentských volbách navíc Republikánská strana vyhrála také souběžné volby do kongresu. Toto vítězství zásadně usnadní nově zvolenému prezidentovi prosazení politických cílů. Směrem k zahraniční politice pak v průběhu měsíce začala krystalizovat konkrétní jména nové administrativy a došlo i k několika setkáním nového amerického prezidenta s ukrajinskými politickými špičkami. Pokud by se listopadová vyjádření promítla i do skutečných opatření v příštím roce, lze očekávat pokračující a poměrně silnou podporu Ukrajiny ze strany USA i nadále. Na toto reagovaly ceny dolarových ukrajinských státních dluhopisů a pokračovaly v dříve nastoupeném růstu.

MĚNY

Dolar proti euru vlivem vítězství Trampa výrazně posílil. Z úrovní kolem 1,09 před volbami se v jednu chvíli během listopadu dostal pod 1,04, z části se však vrátil výš a měsíc zakončil nad hranicí 1,05 USD/EUR. **Polský zlotý** během listopadu výrazně posílil, dostal se z 4,35 až na 4,275 PLN/EUR. **Česká koruna** během listopadu oscilovala bez trendu mezi 25,2–25,3 CZK/EUR. **Maďarský forint** poté, co od května jenom kolísal v pásmu 390 až 400 forintů za euro a v říjnu se z tohoto pásma vymanil a oslabil až ke hranici 410 forintů za euro, pokračoval v oslabování i v listopadu. To však již nebylo nijak výrazné a forint se dostal na 415 HUF/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Vzhledem k tomu, že ČNB brzy skončí se snižováním sazeb, z domácího prostředí moc impulsů ke změnám výnosů na vládních dluhopisech nevidíme. Ano, rozpočet je stále v deficitu, ale podíváme-li se kolem sebe (Polsko deficit přes 5 % HDP pro 2024, Slovensko letos skoro 6 %, v příštím roce 4,5 %, Maďarsko 4,5 %) a uvážíme-li, že ani permanentní šestiprocentní či sedmiprocentní deficity v USA bolest hlavy dluhopisovým trhům nezpůsobují, je pravděpodobnější, že fiskál hybatelem výnosů nebude. Dle nás tak budou české výnosy ponejvíce sledovat vývoj zahraničí a pohybovat se na desetileté splatnosti v pásmu 3,5–4,5 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení sazeb (před rokem) již sazby dále nesnižuje – stále napjatý trh práce, silný růst mezd či nejistá 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. Pokles výnosů kvůli poklesu domácích sazeb tak lze čekat nejdřív v příštím roce, tlumen však zřejmě bude vývojem fiskálu, nejhoršího z regionu. V mezidobí tak nejspíš budou polské výnosy jen ve vleku zahraničí.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Vzhledem k očekávanému vrcholu inflačních tlaků s poklesem inflace blíže 45 % ke konci roku a nyní již kladným reálným úrokovým sazbám, předpokládáme stabilizaci vývoje měnového kurzu díky ponechání vysoké úrovně sazeb centrální banky (základní úroková sazba zůstane na/nad 50 % v kombinaci se zpřísněním regulatorních požadavků mezibankovního trhu týkajících se likvidity) a další nárůst aktivity zahraničních investorů. Základním předpokladem je absence politicky motivovaných zásahů do složení centrální banky i personální stabilita na ministerstvu financí (zásadní postavou, na které stojí důvěra trhů, je ministr financí Mehmet Şimşek).

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Situace, zejména na jižní frontě, zůstává špatná. Dochází k setrvalému postupu ruské armády a ztrátám důležité logistické oblasti pro ukrajinské jednotky. Projevuje se materiálová, muniční i výrazná početní převaha Rusů i časový faktor – čím déle bude současná podoba konfliktu bez výraznějších posunů trvat, tím lépe pro agresora. Nová americká administrativa nicméně, jak se zdá, bude pokračovat v podpoře Ukrajiny a tlačit na začátek jednání. To v posledních měsících pomohlo cenám dolarových dluhopisů na vyšší ceny. Při pohledu do budoucna bude kromě možného startu vyjednávání důležité pokračování finanční podpory a případné poskytnutí 50 mld. USD ze zabavených ruských aktiv. U dluhopisů série B je v případě lepšího výsledku ukrajinského HDP proti predikci MMF ve hře dodatečné zvýšení jejich hodnoty.

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** čekáme, že se v nejbližších měsících udrží v pásmu 1,05–1,10 USD/EUR, ale že se odpoutá od dolní hranice tohoto pásma. Posttrumpovská euforie dle nás nevydrží a divergence měnových politik ECB a FEDu se bude postupně zmenšovat. To by dolar mohlo posunout na lehce slabší úroveň.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Česká koruna dle nás zůstane v nejbližších měsících bez výraznějšího trendu a bude, podobně jako v posledních měsících, jen oscilovat v pásmu 25,50 CZK/EUR. Sazby se blíží neutrální úrovni a výrazněji již neklesnou, což je pro korunu v prostředí poklesu sazeb ECB a FEDu pozitivní. Na druhé straně však platí, že česká ekonomika je růstově jedna z nejslabších v rámci EU a doléhá na ni úzké propojení s Německem. Pomoci koruně na silnější úroveň by mohla snad jen jestřábí ČNB a případné menší snížení sazeb FEDu či ECB, než jaké nyní trh očekává. Na slabší úroveň by ji mohl poslat nárůst volatility a nervozity na finančních trzích. Nic z těchto faktorů však nemá dle nás dostatečnou intenzitu, aby se z takového případného pohybu stal alespoň několikátý denní trend.

Polský zlotý dle nás zůstane v pásmu 4,25–4,35 PLN/EUR, pro výraznější pohyb na slabší či silnější úroveň nevidíme důvod. Pravděpodobnější je pak pobyt na silnějších úrovních tohoto pásma, a to proto, že polská centrální banka je jako jediná v regionu nastavena tak, že sazby nechce hned tak snižovat. Podobně jako pro korunu či forint je jediným rizikem pro oslabení případná tržní slabost a nervozita na hlavních trzích.

Maďarský forint nemá důvod setrvaleji posilovat: úrokový diferenciál se smršťuje a už dnes nejsou přítom maďarské sazby nijak dramaticky vzdálené od sazeb v USA. Navíc, maďarská ekonomika nijak rychle neroste, průmysl strádá pod tíhou vývoje v Německu a z politického hlediska je Maďarsko také problémem. Maďarský forint je tak dle nás v případě zhoršení situace na trzích nejzranitelnější regionální měnou. V nejbližších měsících tak čekáme kolísání kolem hranice 400 forintů za euro.

AKCIOVÝ TRH

Na akciové trhy máme souhrnně neutrální pohled, s různými odchylkami v rámci regionální alokace.

Nadále očekáváme zvýšenou volatilitu na trzích, způsobenou nejistou geopolitickou a ekonomickou situací, fiskální politikou a některými dražšími sektory, zvláště technologickým. Nadále se však na zajímavých úrovních obchodují některé akcie, sektory a celé regiony.

Na akciových trzích preferujeme některé rozvíjející se trhy (zvláště středoevropský) před vyspělými, a to z důvodu očekávaných odlišných 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.

Evropské akcie jsou oproti americkým hodnotově levnější, Evropa může za určitých podmínek těžit ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů a zároveň budou potřeba nové investice v mnoha sektorech. Navíc se nyní výrazně snižují náklady v podobě cen komodit a energií. Na tom získá také region střední Evropy, který je stále, co do výrobních nákladů, levný. Americké akcie jely na vlně boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ni napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google... Dle nás však jsou v daném sektoru nadále 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. Nadále však věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a na rozvíjejících se trzích. Po současné ekonomické slabosti zažije Asie oživení.

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