

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	–2,20 %	USA	–1,21 %	USD/EUR	0,02 %	Ropa Brent	–8,29 %
Evropa – DJ Stoxx 600	–3,68 %	Evropa	0,40 %	CZK/USD	0,57 %	Zemní plyn	22,06 %
Japonsko – Nikkei225	–3,14 %	ČR	1,38 %	CZK/EUR	0,60 %	Sil. elektřina	–2,40 %
MSCI Emer. Mark.	–3,94 %	Polsko	0,55 %	PLN/EUR	–3,65 %	Zlato	7,91 %
ČR – PX	1,27 %	Maďarsko	0,67 %	HUF/EUR	–1,77 %	Stříbro	2,24 %
Polsko – WIG30	11,18 %	Turecko*	–1,73 %	TRY/EUR	3,12 %	Měď	–2,28 %
Maďarsko – BUX	0,35 %	* BofA Merrill Lynch index					

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Inflace dále zpomaluje, ekonomika slábne. ECB se však se sazbami dolů nechystá.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle prvního odhadu ve **3. čtvrtletí 2023** tempa **–0,1 %**, což znamenalo, že meziročně ekonomika vzrostla o 0,1 %. Nejlepší výsledek z velkých ekonomik dosáhlo Španělsko (+0,3 % q/q), následováno Francií (+0,1 % q/q); italská ekonomika jen stagnovala, německá ekonomika poklesla o 0,1 %. Struktura mezičtvrtletního růstu byla u prvního odhadu zveřejněna jako obvykle jenom za Francii. Na jejím růstu se nejvíce podílela poptávka domácností (potřetí v řadě rostla, tentokrát o 0,7 % q/q) i fixní investice (+1 %), negativem byly exporty (–1,4 % q/q) i importy (–0,5 % q/q). Domácí poptávka tak k růstu přispěla v rozsahu 0,7 p. b., zásoby i čistý export ubraly růstu shodně po 0,3 p. b.

Tvrdá data zveřejněná během října byla **slabá**.

Maloobchodní tržby poté, co v prvním čtvrtletí přidaly 0,3 % q/q a ve druhém 0,8 % q/q, **ve třetím zatím klesají: v červenci odepsaly 0,2 % a v srpnu 1,2 % m/m. Meziroční tempo růstu dosáhlo v srpnu –2,2 %**. Z velkých ekonomik se nejhůře v srpnu vedlo tržbám v Německu (–1,2 % m/m) a ve Francii (–2,8 % m/m). Dle prvních dat se zdá, že ani září nebude nijak slavné: německý maloobchod poklesl o 0,7 % m/m, francouzský i španělský mírně rostly (+0,4 %, resp. +0,2 % m/m).

Trh práce zůstává nadále silný. Míra nezaměstnanosti byla během celého prvního pololetí 2023 poblíž historických minim, když její **průměrná hodnota dosáhla 6,5 %**. I během druhého pololetí se trh práce udržuje ve výborném stavu: **míra nezaměstnanosti klesla v srpnu na historické minimum 6,4 %**. Nejnižší z velkých zemí je míra nezaměstnanosti stále v Německu (3 %), nejvyšší ve Španělsku (kde v srpnu dosáhla 11,5 %). **K nelibosti ECB, vzhledem ke stavu trhu práce ovšem vcelku pochopitelně, rostou dále rychle mzdy**. Index sjednaných mezd, který sleduje ECB, přidal v 1. i ve 2. čtvrtletí meziročně 4,4 %, což je historicky nejvyšší tempo jeho růstu. Nominální náklady práce pak v prvním čtvrtletí přidaly meziročně 5,3 % (a ve službách 5,5 %), ve druhém pak 4,5 % (ve službách 4,8 %). Kvartální dynamika nominálních nákladů práce činí zhruba 1 %.

Průmyslová produkce počátkem třetího čtvrtletí poklesla o 1,4 %, **v srpnu však přidala 0,6 % m/m**. Zatímco na červencovém poklesu se nejvíce podílelo Německo, jehož průmysl ztratil počátkem léta 1,4 % m/m, v srpnu byl německý průmysl mezi velkými ekonomikami jediný, který vzrostl (byť jen velmi mírně o 0,1 % m/m). Meziroční tempo růstu průmyslu dosáhlo v polovině 3. čtvrtletí –5 %.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu pak naznačuje, že s poklesy ještě nemusí být konec. PMI totiž ve třetím čtvrtletí dosáhl v průměru 43,2 bodu (oproti 44,7 bodu ve druhém čtvrtletí či 48,2 ve čtvrtletí prvním) a ani **říjnová hodnota (43,1 bodu) nenaznačuje**, že by se **průmyslová dynamika měla hned tak obrátit k lepšímu** – i když se zdá, že se situace již stabilizovala. Hlavním viníkem slabosti jsou nízké objednávky, jejichž tempo poklesu dle PMI v říjnu dokonce akcelerovalo a horší to bylo jenom během pandemie a finanční krize v letech 2008–9. **Důvěra firem se propadla na jedenáctiměsíční dno, zaměstnanost klesá nejrychleji od srpna 2020**. Německo i Francie jsou na tom obzvláště špatně: jejich PMI v říjnu dosáhl 40,8, resp. 42,8 bodu, tj. hluboko v pásmu kontrakce.

Jistou stabilizaci jsme zaznamenali počátkem 4. čtvrtletí u **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny. Po výrazných poklesech subindexu očekávání i subindexu hodnocení stávající situace, jejichž jsme byli svědky od jara letošního roku, se **situace v září a říjnu stabilizovala**. Index očekávání se ze srpnového dna 82,7 bodu dostal počátkem 4. čtvrtletí o 2 body nahoru, index hodnotící stávající situaci se také ze zářijového dna (88,7 bodu) o něco málo zlepšil (89,2 bodu).

V sektoru služeb v rámci PMI dochází v posledních měsících ke zhoršování, byť ve srovnání s průmyslem je tam situace znatelně lepší. Poté, co se v dubnu letošního roku svou hodnotou (56,2 bodu) dostal index PMI ve službách nejvýše od dubna 2022, v dalších měsících jen klesal. **V říjnu se dle předběžných dat index oproti září (48,7 bodu) opět zhoršil (na 47,8 bodu)**, což je nejenom hodnota v pásmu kontrakce, ale také nejslabší hodnota od února 2021 (a pokud bychom vyloučili pandemii, pak i nejslabší hodnota od května 2013). Společné objednávky v průmyslu i ve službách dle indexu PMI (s výjimkou pandemie) neklesaly od května 2009 nikdy rychleji.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

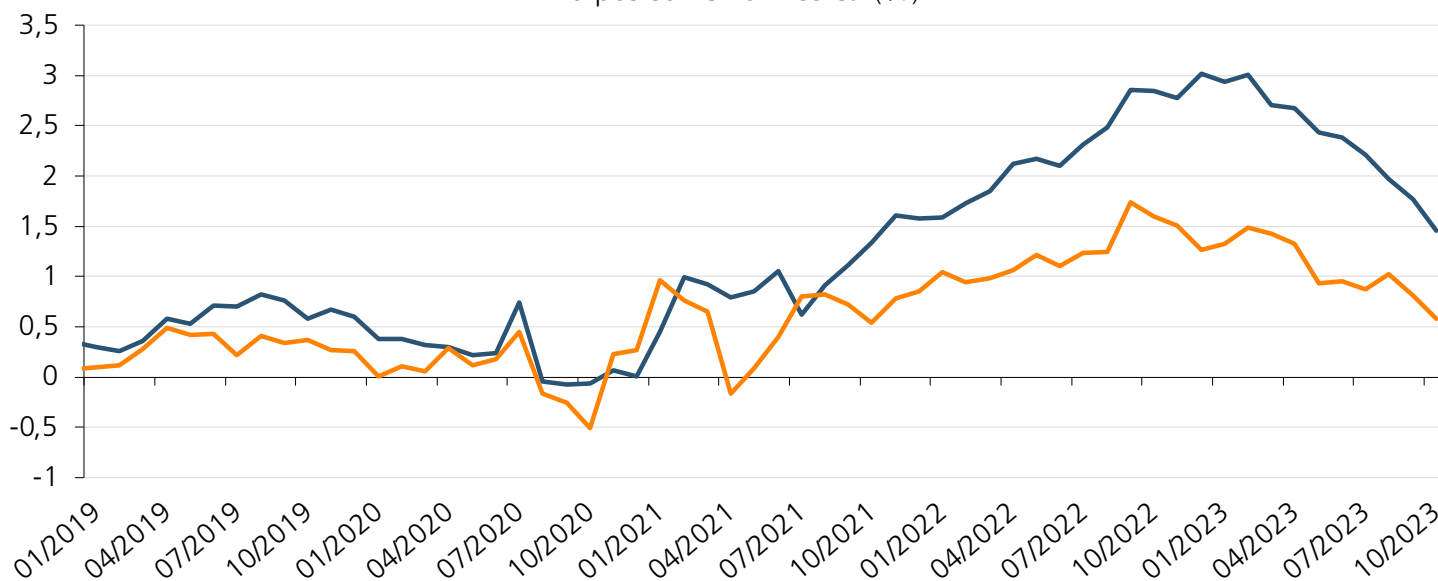
Této slabosti, kterou indikují firmy, si „konečně“ všimly i domácnosti. **Důvěra domácností** se od září 2022 až do července 2023 nonstop zlepšovala: z **historického minima dosaženého v září 2022 (-28,7 bodu)** se kontinuálním růstem dostala **v červenci letošního roku až na -15,1 bodu**, byť tou dobou už předstihové indikátory (PMI) několik měsíců indikovaly zpomalování. Oněch -15 bodů sice z historického hlediska bylo stále nízko (dlouhodobý průměr je -10 bodů), ale už to byly hodnoty vyšší než ty, které byly zaznamenány během finanční krize v letech 2008–9 či během dluhové krize v letech 2011 až 2013 (kdy se důvěra domácností pohybovala kolem -20 až -22 bodů) a jen o cca 5 bodů pod předinvazní úroveň z února 2022. Od července se však důvěra již jen zhoršuje: **počátkem 4. čtvrtletí poklesla důvěra domácností na -17,9 bodu**. Vzhledem k tomu, co indikuje PMI, očekáváme, že se i tento ukazatel (který hledí spíše dozadu než dopředu) bude v dalších měsících zhoršovat.

Inflace dále zpomalila. Jádrová inflace v říjnu po sezonním očištění dosáhla 0,1 % m/m a za poslední tři měsíce jen 0,6 %, což v analýzovaném vyjádření již není daleko od dvouprocentního cíle ECB. Meziroční tempo celkové inflace dosáhlo v říjnu 2,9 %, jádrová zůstala stále vcelku vysoko (4,2 %), byť i její tempo je nejnižší od července 2022. Zdá se, že na vývoji cen se slábnutí ekonomiky projevuje.

ECB v říjnu na svém zasedání v Aténách ponechala sazby neměnné, tj. na nejvyšší historické hodnotě vůbec (depozitní sazba: 4 %). Lagardeová řekla, že „nemůže vyloučit“ další zvýšení sazeb a že jakákoliv diskuse o jejich snížení je „totálně předčasná“. I tak však bylo vyznění tiskové konference spíše holubičí, když prezidentka ECB dodala, že „růst zůstane slabý“ a „dopad vysokých úrokových sazeb se dále šíří ekonomikou“.

Inflace výrazně zpomalila.

Sezonně očištěná jádrová inflace v eurozóně za poslední **3 měsíce**
a posledních **6 měsíců** (%).



Zdroj: ECB (dostupné [ZDE](#))

USA

Ekonomika ve třetím čtvrtletí silně vzrostla, oproti očekávání přišla i lepší data z trhu práce. FED nechal sazby beze změny, jelikož růst dlouhých výnosů měnové podmínky zvládl utáhnout i bez jeho aktivity.

Růst americké ekonomiky ve třetím čtvrtletí překvapivě akceleroval, když jeho analýzované **mezičtvrtletní tempo růstu** dosáhlo dle prvního odhadu **4,9 %**, nejvíce od 4. čtvrtletí 2021. Na růstu se podílely všechny komponenty agregátní poptávky: poptávka domácností přidala 2,7 p. b., hrubé fixní investice 1,5 p. b., vláda 0,8 p. b. Pod povrchem ale všechno tak dobré není: u fixních investic se na pozitivním příspěvku podílely jenom zásoby (+1,3 p. b.), což ale do budoucna nejspíš opakovatelné není (není-li tedy růst zásob projevem velké důvěry firem v rostoucí poptávku, což se ale ve světle pětiprocentních sazeb nezdá moc pravděpodobné). Výrazně také poklesla (na dohled 3 %) míra úspor domácností, která tak je zhruba o 2 p. b. nižší než byl předpandemický standard. Zdá se tedy, že opakování takto silného čtvrtletí se jen tak nedočkáme.

Měsíční data zveřejněná během října 2023 byla silná. Týkala se však ještě třetího čtvrtletí, což je zahrnuto ve shora zmiňovaném silném růstu HDP.

Reálné maloobchodní tržby poté, co rostly během prvního i druhého čtvrtletí (+0,3 %, resp. +0,6 %), **zůstaly v kladném růstovém tempu i během čtvrtletí třetího**, když i díky zářijovému růstu o 0,3 % m/m **přidaly za celý kvartál skoro 1 %**. Meziroční tempo růstu je mírně kladné (0,1 %).

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Setrvalou zásluhu na dobrém letošním vývoji tržeb má trh práce, který je stále nejsilnější za 50 let, byť tu a tam (kosmetické) náznaky mírného ochlazení v číslech vysledovat lze. Kupříkladu vidíme **mírný růst míry nezaměstnanosti**, která **v září** zůstala na srpnové hodnotě **3,8 %**, což bylo oproti červenci (3,5 %) znatelné zvýšení. Je však potřeba dodat, že za tímto růstem stojí z podstatné části růst míry participace na postpandemické maximum 62,8 % (z 62,6 % v červenci); taková hodnota míry participace je už jen 0,1 p. b. pod předpandemickým průměrem z let 2013–2019. Na (oproti srpnu) prakticky neměnných hodnotách zůstaly v září i další sledované 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 září 7 % (v srpnu 7,1 %, v červenci 6,8 %).

Stále také pokračuje tvorba pracovních míst, která v září dokonce zrychlila, když v soukromém sektoru vzniklo 263 tis. míst, nejvíce od ledna 2023. **V posledních 3 měsících do září** vytvořila ekonomika průměrně **195 tis. míst měsíčně**, což je sice stále silně pod průměrem druhé poloviny minulého roku (317 tis. měsíčně), ale už v podstatě na průměru první poloviny letošního roku (204 tis. měs.). A je to také na úrovni standardního tempa let 2011–2019, během kterých byl průměr tohoto ukazatele 190 tis. měsíčně. Dle průzkumu JOLTS **v září** překvapivě narostla, a v říjnu na zářijové hodnotě zůstala, **míra volných** pracovních míst, která dosáhla (po sezonním očistění) **5,7 %** (vs. srpen 5,3 %). To je znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022), ale také stále o skoro 2 p. b. výše než dvacetiletý předpandemický průměr. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je stále nízký: v září i v říjnu dosáhl průměrně 210 tis., což je z historického hlediska hodnota velmi daleká typickým recesním úrovním (>450 tis.).

Růst mezd zpomaluje. Dle dat [Atlantského FEDu](#) (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) dosáhl **růst mezd v září 2023 5,2 % r/r** (vs. 6,3 % v září 2022), dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) se ve třech měsících do září dostalo čtvrtletní tempo růstu na 0,8 %, resp. pololetní na 2 %. Meziročně bylo pak tempo dle CES 4,2 %.

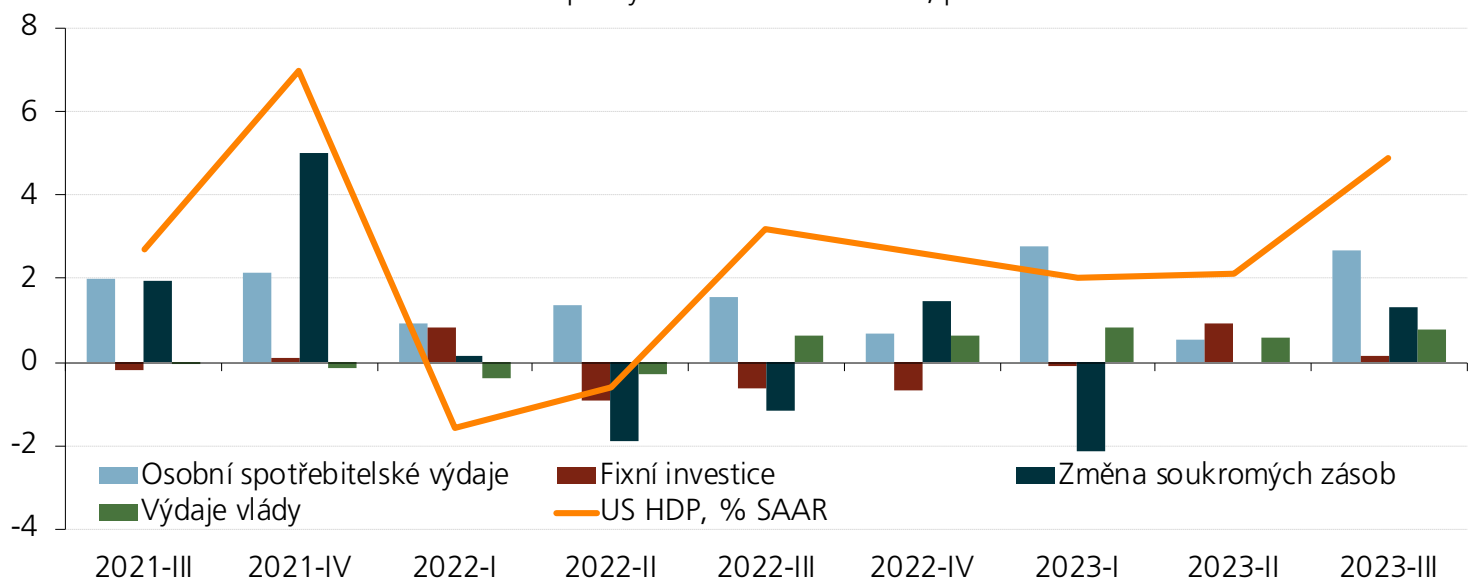
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby se v září po dvou předcházejících měsících poklesu (–5,6 % m/m v červenci, –0,1 % v srpnu) zvedly a přidaly 4,7 % m/m. Jedná se o velmi volatilní kategorii, takže lepším (stabilnějším) ukazatelem investičního apetitu firem jsou objednávky bez letadel a zbrojní techniky: u nich mezičtvrtletní tempo růstu ve 2Q23 dosáhlo +0,8 % a ve 3Q23 dokonce +1,2 %. Meziročně jsou pak tyto objednávky o 2,4 % vyšší. **Reálná průmyslová produkce** po slabém druhém čtvrtletí (–0,4 % q/q) **přidala ve třetím čtvrtletí 1,3 % a koncem září byla meziročně vyšší o 0,1 %**.

Jádrová PCE inflace v září urychlila na 0,3 % m/m, což bylo její nejrychlejší tempo od letošního května. Za poslední tři měsíce tedy přidala 0,6 %, což je nadále dynamika mírně nad cílem FEDu. Výbornou zprávou pro americkou centrální banku však je výrazná decelerace tempa **růstu cen tržních služeb**. Zatímco v prvním čtvrtletí vzrostly tržní služby o 1,7 % q/q a ve druhém o 0,6 % q/q, ve třetím bylo toto tempo dokonce záporné (–0,1 %). Takový vývoj je ve světle síly trhu práce vcelku překvapivý, zda je však udržitelný, se teprve ukáže.

Americká centrální banka ponechala v listopadu podruhé v řadě sazby bez změny (v pásmu 5,25–5,5 %). FED však řekl, že ve světle silnějšího růstu HDP, silného trhu práce i poptávky domácností možná „bude mít ještě práci“ s dosažením inflačního cíle. Navíc konstatoval, že růst výnosů v září sice podmínky utáhl, ale není jisté, jak dlouho tento růst vydrží. Jestřábí zprávu ovšem obratem mírnil slovy, že vzhledem k úrovni sazeb si může teď dovést vyčkávat a pozorovat ekonomiku a nebude nikam pospíchat. Což si trh vyložil jako konec cyklu utahování měnových podmínek. Ano, dle nás mohla být zpráva od Powella vzhledem k datům i jestřábější, ale nedomníváme se, že to, co Powell řekl, bylo vyslovené holubičí: jednalo se o pečlivě vybalancované poselství.

Růst amerického HDP ve 3. čtvrtletí překvapil.

Příspěvky k r/r růstu HDP v USA, p. b.



Zdroj: bea.gov (dostupné ZDE)

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Růst HDP opět zklamal a inflace výrazně zpomalila, přesto však ČNB sazby prozatím nesnižuje.

Růst HDP ve třetím čtvrtletí dosáhl dle prvního odhadu překvapivě slabých **−0,3 % q/q (−0,6 % r/r)**. Struktura růstu nebyla ještě zveřejněna, ČSÚ jen sdělil, že za mezičtvrtletním poklesem stály zahraniční poptávka a ta domácí stagnovala. Na finální data o struktuře si budeme muset počkat do 1. prosince.

Měsíční data zveřejněná během října byla slabá.

Průmyslová produkce během druhého čtvrtletí zaznamenala mírný růst, když díky růstu v květnu (+1,5 % m/m) a v červnu (+0,9 % m/m) přidala za celé čtvrtletí 0,4 % q/q. V prvním pololetí pak produkce vzrostla o 0,2 % a jeho koncem byla meziročně vyšší o necelé procento. **Během třetího čtvrtletí se produkci ale tolik nedaří: v červenci poklesla o 2,6 % m/m a v srpnu o 0,2 % m/m vzrostla (−1,7 % r/r).** Červencová slabost byla slovy ČSÚ důsledkem „výroby a rozvodu elektřiny a plynu, kde se projeví delší letní odstávky“, ale to není jediné vysvětlení. Po relativně silném druhém čtvrtletí, v němž přidal 1,1 % q/q, totiž ve třetím výrazně klesá i zpracovatelský průmysl: v červenci poklesl o 3,8 % m/m, v srpnu přidal 0,1 %. Srpnové meziroční tempo růstu ve zpracovatelském průmyslu tak bylo −0,5 %.

Letošní vývoj tak nadále kontrastuje s vývojem indexu PMI. Ten totiž i ve 3. čtvrtletí setrval hluboko pod 50, když dosáhl průměrné hodnoty 42 bodu (a stejnou hodnotu pak zaznamenal i za říjen). Pod hladinou 50 bodů se tak index nachází nepřetržitě od června 2022, v letošním roce dosáhl za prvních 10 měsíců průměru 42,8 bodu. S takovými hodnotami jsme měli dávno pozorovat meziroční poklesy produkce o 6–7 %, nikoliv tempa růstu kolem nuly, která vidíme.

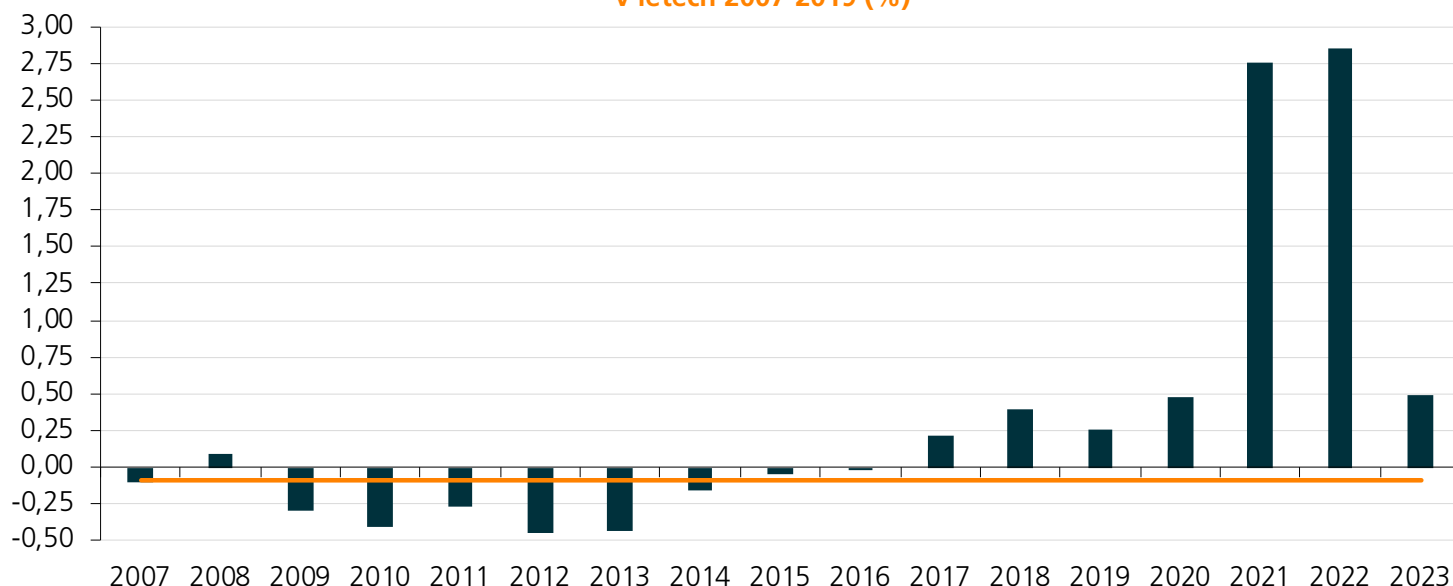
Že to v průmyslu sice není žádná katastrofa, ukazuje také **index důvěry měřený ČSÚ**. Od května minulého roku (zhruba +20 bodů) samozřejmě pozorujeme pokles až na nulu v září roku letošního, ale v posledních dvou třech měsících také vidíme, že už se situace nezhoršuje. Index nedosahuje hodnot (−10 bodů), které jsme viděli kupříkladu po kolapsu Lehman Brothers. **V říjnu se index dokonce zlepšil na +4,2 bodu.**

Spotřebitelská důvěra od dubna, kdy se dostala na předinvační hodnotu z února 2022, osciluje kolem hranice −20 bodů. To se společně s růstem mezd – v průmyslu v srpnu vzrostly mzdy o 9 % r/r (byť zde zaměstnanost o 2 % poklesla), ve stavebnictví vzrostly mzdy o 9,7 % (za současného růstu zaměstnanosti) – a s poklesem inflace projevuje na **vývoji maloobchodních tržeb**. Maloobchodní tržby totiž od května do července třikrát v řadě vzrostly, a i když v srpnu zaznamenaly drobný pokles (−0,2 % m/m), **v posledních třech měsících přidaly 0,6 %**. Meziročně jsou tržby jen o 0,4 % nižší (u aut ale kupříkladu o 7 % vyšší). **Míra nezaměstnanosti** je nadále (již pátým nebo šestým rokem) **nejnižší v EU**.

Česká spotřebitelská inflace ve své jádrové složce dosáhla za poslední tři měsíce (do září) 0,5 %. To je kvartální tempo na jedné straně výrazně nižší než ve stejných třech měsících roku 2021 (2,8 %) nebo 2022 (2,9 %), ale také tempo shodné s tempem těchto tří měsíců v roce 2020, kdy ekonomika začala mít problémy s plněním inflačního cíle. Nadále to tedy vypadá tak, že jádrová inflace zůstane setrvalě vyšší i v příštím roce a že spíše než na 2 % bude kolem 3,5–4 %.

Dynamika jádrové inflace je v porovnání s lety, kdy jsme inflační cíl plnili bez problémů, stále vysoko.

Kumulativní jádrová inflace za 06-09 v ČR a průměr za stejné tři měsíce inflace v letech 2007-2019 (%)



Zdroj: ČNB, databáze ARAD.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

ČR

Na zasedání ČNB počátkem listopadu zůstaly sazby bez změny, i když poprvé za dlouhou dobu dvojice členů BR hlasovala za jejich pokles o 25 b. b. Většina Bankovní rady však byla proti, a to hlavně v důsledku rizik nové prognózy (která po poklesu sazeb volala). „Bankovní rada vyhodnotila rizika jako výrazná a jdoucí proinflačním směrem.“ Bankovní rada vnímá jak riziko z trhu práce („proinflačním rizikem je zejména hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání, což by se mohlo projevit ve zvýšených mzdových požadavcích a také ve výraznějším přecenění na začátku příštího roku“), tak z fiskální politiky („proinflačním rizikem je i případné delší působení expanzivní fiskální politiky“). První pokles sazeb tak možná přijde až v příštím roce, kdy se ukáže, jak výrazné lednové přecenění skutečně bylo. Takovému scénáři nahrává jak zmínka o tom, že „makroekonomické náklady delšího ponechání sazeb na stávající úrovni oproti základnímu scénáři by při nenaplnění proinflačních rizik byly nízké“ i to, že „trajektorie úrokových sazeb se tak nejspíše v nadcházejících čtvrtletích bude oproti základnímu scénáři prognózy nacházet výše“.

POLSKO

Navzdory silnému růstu mezd a maloobchodu pokračuje centrální banka ve snižování sazeb v přesvědčení, že inflace je navždy vyřešená.

Data o růstu polské ekonomiky za třetí čtvrtletí budou zveřejněna až 14. listopadu. Z měsíčních dat zveřejněných během října (společně s daty z předchozích měsíců) se zdá, že polská ekonomika ve druhém čtvrtletí solidně vzrostla, tažena poptávkou domácností.

Průmyslová produkce poté, co počátkem třetího čtvrtletí poklesla meziměsíčně o 1,1 %, v dalších dvou měsících tento pokles vykompenzovala (v srpnu +0,6 % m/m, v září +0,9 % m/m) a **za celé čtvrtletí tak přidala** sice nevalných, ale přece jenom kladných **0,4 %**. Za prvních 9 měsíců letošního roku je produkce o necelá dvě procenta nižší než ve stejném období roku minulého. Na meziročním poklesu, který koncem září dosáhl 3,1 %, se nejvíce podílela produkce ve zpracovatelském sektoru, která poklesla o 3,7 % r/r.

Index **PMI** tomuto meziročnímu vývoji (alespoň) trochu odpovídal – poté, co ve druhém čtvrtletí v průměru dosáhl 46,2 bodu, došlo ve třetím čtvrtletí k dalšímu zhoršení, když jeho průměrná hodnota dosáhla 43,5 bodu. **Říjnová hodnota 44,5 bodu** zůstala opět pod 50, ale podobně jako v září i v říjnu došlo u důležitých komponent (**zaměstnanost, nové objednávky**) k mírnému zlepšení. Při pohledu na vývoj nových objednávek jsme však v historicky nejslabším období: pokles, který pozorujeme od března 2022, dostal subindex nových objednávek na průměrnou hodnotu 42,1 bodu, což je méně než kupříkladu v letech 2000–2002 (46,7), 2008–09 (42,7 bodu), 2012–13 (47,4 bodu) či 2018–2020 (43,3). Na skutečném vývoji produkce to ale poznat tolik není.

Reálné maloobchodní tržby v září opět silně vzrostly a uzavřely jedno z nejsilnějších čtvrtletí. Poté, co v červenci i v srpnu m/m přidaly 1,3 %, vzrostly v září dokonce o 2,2 %. I tak jsou však stále o 0,3 % nižší, než byly před rokem, a za prvních 9 měsíců letošního roku o 3,4 % nižší ve srovnání se stejným obdobím roku předcházejícího. Dynamika posledních měsíců je však velice dobrá (byť pro centrální banku může být takové oživení poptávky domácností problematické, zejména s ohledem na rychlý pokles sazeb, který provádí).

Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká, průměrnou hodnotou ve druhém čtvrtletí (5 %) vyrovnala historické minimum z října 2019 (5 %). **Během třetího čtvrtletí** sice mírně narostla, ale její sezonně očištěná hodnota za toto čtvrtletí (5,1 %) je nadále **historicky jedna z nejnižších**. Nepřekvapí pak tedy určitě, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd dosáhl v září více než 10 % r/r**.

Dynamika inflace v posledních měsících výrazně zvolnila. Zatímco **jádrová inflace** vzrostla v prvním čtvrtletí letošního roku o 3,5 % q/q a ve druhém o 1,9 % q/q, **ve třetím už jen o 0,4 % q/q**. Tento desinflační vývoj je stejný, jaký jsme viděli v ČR nebo v Maďarsku. Otázkou však je, zda je definitivní nebo zda inflace opět urychlí – růst maloobchodu i pokračující růst mezd daleko překračující růst produktivity práce takovou možnost určitě nevylučují.

Centrální banka poté, co v září překvapila trhy nečekaně velkým snížením sazeb o 75 b. b., pokračovala ve snižování sazeb i v říjnu. V říjnu však již sazby klesly nižším tempem (o čtvrt procentního bodu) na 5,75 %. Guvernér Glapinski řekl, že je zastáncem „hladkého a pozvolného“ průběhu snižování sazeb. Také řekl, že navzdory tomu, že inflace ještě ani v polovině příštího roku nebude pod 5 %, splnění inflačního cíle nebude ohroženo. Uvidíme.

MAĎARSKO

Zdá se, že ve třetím čtvrtletí maďarská ekonomika po několika kvartálech poklesu stagnovala.

Ani od maďarské ekonomiky data za 3. čtvrtletí prozatím nemáme, stejně jako v Polsku budou zveřejněna až 14. listopadu. Po poklesech v předcházejících čtvrtletích (–1 % q/q ve 3Q22, –0,6 % q/q ve 4Q22, –0,4 % q/q v 1Q23 a –0,3 % q/q ve 2Q23) se však dle měsíčních dat zdá, že třetí čtvrtletí bude letos prozatím nejlepší a že v něm **ekonomika stagnovala**.

Maloobchodní tržby v červenci i v srpnu klesly (–0,2 %, resp. –0,5 % m/m), ostatně jako v každém měsíci letošního roku vyjma března (+0,7 %) a června (+0,6 %). Nebudou-li tržby za září, které budou zveřejněny 8. listopadu, velmi slabé, měl by však být z pohledu poptávky domácností třetí kvartál letošním nejlepším: tržby totiž poklesly v prvním čtvrtletí o 2,2 % q/q a ve druhém o 1,1 % q/q.

Toto zmírňování slabosti maloobchodních tržeb, které pozorujeme, je důsledkem silného trhu práce a hlavně mírnější inflace. **Míra nezaměstnanosti** se v posledním půlroce stabilizovala kolem 4 %, když její průměrná hodnota za 3. letošní čtvrtletí dosáhla **4,1 %**. **Růst mezd pokračuje velmi vysokým tempem:** v srpnu dosáhl růst mezd 15,3 % r/r, za prvních 8 měsíců pak 14 % r/r.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

MAĎARSKO

Maďarská průmyslová produkce poklesla v prvním (o 5,4 % q/q) i ve druhém čtvrtletí (o 1,8 %). **Třetí čtvrtletí** se, podobně jako u maloobchodních tržeb, zdá být **letošní nejlepším**: v červenci produkce přidala bezmála 3 % m/m, v srpnu pak o 2,4 % m/m poklesla. Zářijová data by musela být velmi slabá, aby prozatím růstové třetí čtvrtletí stáhla pod úroveň letošního druhého čtvrtletí. Meziroční tempo poklesu průmyslu bylo v srpnu -5,3 %. Ne všechny složky průmyslu ale klesají: růst výroby dopravní techniky (+4,6 % r/r) a elektrických zařízení (+15,8 % r/r) je meziročně kladný.

Celková inflace letos kromě května stále rostla, byť v posledních měsících její dynamika podobně jako jinde v regionu znatelně zvolnila. V prvním čtvrtletí vzrostla cenová hladina o téměř 4 %, ve druhém o necelé procento. Ve třetím čtvrtletí (v důsledku růstu v červenci o 0,2 % m/m, v srpnu o 0,7 % m/m a v září o 0,4 %) oproti druhému růst cen akceleroval, ale to bylo primárně zásluhou cen potravin a paliv. To ostatně ukazuje **vývoj jádrové inflace, která v červenci i v srpnu přidala 0,2 % m/m a v září ve stejném rozsahu klesla**: lze tak říct, že i v Maďarsku pozorujeme stejné zpomalení jádrové inflační dynamiky jako v ČR nebo v Polsku. Meziročně dosáhla v září spotřebitelská inflace hodnoty 12,2 % a poptávková inflace pak 13,1 %.

Maďarská centrální banka (NBH) překvapila trhy dalším neočekávaně velkým snížením sazeb, a to o 75 b. b. na 12,25 %. I když dle slov viceguvernéra narostly zahraniční výnosy i geopolitické napětí, pokračující desinflační proces (a zlepšení vývoje na běžném účtu) umožňuje snižování sazeb. Otázkou je, zda lze rozumně očekávat, že je inflace definitivně pod kontrolou, v situaci, kdy nominální mzdy rostou tempem 15 % a kdy v říjnu maďarská vláda revidovala letošní deficit rozpočtu z 3,9 % na 5,2 %.

ROPA

Po útoku hnutí Hamás na Izrael počátkem října a s tím, jak Izrael začal připravovat pozemní invazi do Gazy, cena ropy ve volatilním obchodování vystoupala v první polovině měsíce až na 90 dolarů za barel. Posléze, když se ukázalo, že dodávky z regionu prozatím v důsledku války ohrožené nejsou, se cena opět vrátila na dohled 80 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

Akiové trhy si již třetím měsícem v řadě připsaly menší ztráty. Index MSCI World meziměsíčně -3 %, americký index S&P 500 -2,1 % a evropský index DJ STOXX 600 -3,7 %. Obecně s příchodními různorodými makrodaty docházelo k růstu požadovaných výnosů na dluhopisech, což se negativně projevilo na výkonnosti akciových trhů. Zároveň se do popředí zpráv dostala geopolitická rizika, zvláště na Blízkém východě. Ceny ropy tak byly velice volatilní s těžce odhadnutelným propisem do budoucí inflace. To naopak přispělo k vyšší poptávce po zlatě, jehož cena meziměsíčně povyskočila o +7,3 %. I přesto, s ohledem na příchodí inflační čísla, ponechala jak americká tak evropská centrální banka základní úrokové sazby beze změny. Americká výsledková sezona prozatím vyznívá opět lépe, než byly původní odhady analytiků. Daří se i velice sledovanému bankovnímu sektoru, který těží z vysokých úrokových sazeb. Výsledky tzv. „Magické sedmičky“ a sice firem Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia a Tesla byly ve většině případů pozitivním překvapením.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

AKCIOVÉ TRHY

Slabost rozvinutých trhů měla velice malý vliv na dění ve středoevropském regionu. Prim hrála polská akciová burza, která silně reagovala jak na předvolební dění, tak na skutečné výsledky parlamentních voleb, po kterých by měla mít navrch dřívější opozice. Složení vlády však nebude jednoduché ani krátké. Otázkou bude rovněž kooperace se současným prezidentem Dudou. Při scénáři sestavení vlády opozicí tak můžeme očekávat výrazné personální změny ve státem ovládaných společnostech, změny v médiích, soudnictví, zásahů do chodů společností nebo obnovený příliv peněz z evropských fondů. Výrazně pozitivně reagovaly především polostátní společnosti jako banky PKO, PEKAO, pojišťovna PZU nebo energetická společnost PKN Orlen. Veliký otazník se vznáší nad plány ohledně rozdělení polských utilit na čisté a špinavé zdroje. Polský akciový trh (index WIG30) si za měsíc říjen připsal impresivních 11,2 %. Kladné zhodnocení si připsala také pražská burza (index PX +1,3 %). S rostoucími dluhopisovými výnosy se dařilo především akciím bank, naopak po slabších číslech hospodaření se nedařilo akciím Pilulka (-48 %). Mírně zápornou výkonnost si připsal rumunský trh (index BET -0,8 %). I tam se dařilo akciím bank BRD a Banca Transilvania, zbylé akciové tituly předvedly nesorodé výkonnostní představení.

Rovněž akciím na rozvíjejících se trzích se nedařilo, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal téměř 4 %, když všechny hlavní trhy skončily v mínusu pod tlakem rostoucích úrokových měr a obav z možné eskalace konfliktu v Izraeli. Čínským akciím nepomohla ani lepší ekonomická data, ani ohlášená schůzka Biden-Si. Sentiment nadále táhne dolů především stav realitního sektoru či absence přesvědčivé reakce vlády. Akcie v Indii či na Taiwanu taktéž poklesly, i když přeci jen o něco méně. Opačným případem jsou korejské akcie (-7,6 %), kde v obavách o odbyt výrazně propadly technologické tituly. Výprodeje se nevyhnuly ani trhům v Latinské Americe (brazílské akcie odepisovaly 3 %, mexické 3,5 %).

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

V říjnu pokračoval na americké výnosové křivce vývoj ze září, tj. bear steepening. Na krátkém konci výnosy zůstaly sice v podstatě bez změny lehce nad 5 %, na střední části i na dlouhém konci však dále vzrostly: tříleté výnosy o 12 b. b. na 4,8 %, pětileté o 17 b. b. na 4,9 % a desetileté o více než 20 b. b. na 4,9 %. V eurozóně byl vývoj odlišný, když celá křivka poklesla: na krátkém konci o 20 b. b. na 3 %, na dlouhém o 10 b. b. na 2,8 %. Důvodem byla zejména slabší makroekonomická data.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) koncem října v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce mírně narostl (o 0,4 %), u spekulativních protějšků došlo k mírnému poklesu (o 0,3 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby větší a v opačném směru: u investičních došlo v říjnu potěšení v řadě k poklesu (v srpnu -1,2 %, v září -3,4 % a v říjnu -2,5 %), u spekulativních ke druhému poklesu v řadě (po zářijových -1,2 % v říjnu o 1,3 %). Kreditní prémie ve 4Q22 výrazně poklesly (celkem o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) a pokles pokračoval i v prvních sedmi měsících letošního roku (-20 % u spekulativních, -25 % u investičních). Tento trend se obrátil až koncem léta, kdy trh začal trochu centrálním bankám naslouchat a v důsledku toho přehodnocovat výhled na rychlý pokles sazeb: za srpen až říjen vyrostly premie u spekulativních dluhopisů o více než 18 % a u investičních o více než 26 %.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

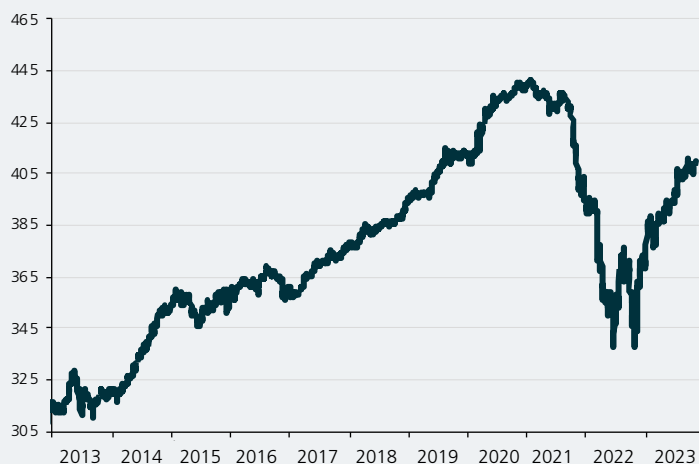
Česká výnosová křivka v říjnu korigovala svůj růst ze září. Na krátkém (dvouletém) konci výnosy poklesly zpátky na 5,3 %, čímž více než eliminovaly růst ze září, na dlouhém konci se pak mírným poklesem o 10 b. b. dostaly na 4,75 %. Hlavním faktorem byl vývoj v zahraničí, i když na krátkém konci sehrála jistou roli domácí měnová politika (spekulace na letošní snížení sazeb).

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Vývoj na polské křivce byl oproti vývoji v eurozóně či v ČR podobně jako v září odlišný: dvouleté výnosy v říjnu narostly o cca 20 b. b. (na 5,2 %), na dlouhém konci o zhruba 15 b. b. poklesly (na 5,75 %).

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ceny ukrajinských státních dluhopisů korigovaly předchozí pokles a v průběhu října zvolna stoupaly. Adaptace tamní ekonomiky, postupné uvolňování měnových restrikcí i měnově politických podmínek (pokračující snižování sazeb v reakci na klesající inflaci) spolu s růstem devizových rezerv centrální banky a setrvalou podporou zahraničí dávají prostor pro růst cen státních dluhopisů.

MĚNY

Dolar proti euru během října již v trendu z předcházejících dvou měsíců nepokračoval. Z lokálního maxima pod hranicí 1,05 USD/EUR, kterého dosáhl počátkem října, se v říjnu obchodováním bez výraznější volatility dostal koncem měsíce na 1,06 USD/EUR.

Polský zlotý poté, co po překvapivě velkém snížení sazeb oslabil v první zářijové dekádě o 4,5 % až na úroveň přes 4,65 PLN/EUR, kde i během zbytku září setrval, setřásl v říjnu nervozitu a navzdory dalšímu snížení sazeb posílil až na dohled 4,40 PLN/EUR. **Česká koruna** v říjnu setrvala bez výraznějších pohybů v pásmu 24,60–24,70 CZK/EUR. Ani **maďarský forint** neměl říjen nijak volatilní: poté, co v první polovině října setřásl efekty snížení sazeb v Polsku a posílil na 382 forintů za euro, ve zbytku října už jen kolem této hranice osciloval, nedotčený ani dalším snížením sazeb své vlastní centrální banky.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na jedné straně nadále trvá výrazná vnitřní (rozpočtová) i vnější nerovnováha, která by měla ze strany investorů vést k penalizaci české vlády a která by tudíž měla bránit poklesu výnosů. Podobným směrem působí růst sazeb v zahraničí. Trh uvěřil, že centrální banky myslí svá slova o „*vyšokých sazbách po delší dobu*“ vážně, a to tlačí samozřejmě na výnosy v dalších zemích, ČR nevyjímaje. Navíc, smršťující se úrokový diferenciel by měl tlačit kurz koruny na slabší úroveň, a tudíž působit opět proti poklesu českých sazeb.

Naproti tomu došlo v posledních měsících k výraznému zpomalení inflační dynamiky v jádrové složce, což vyvolává očekávání, že je na dohled začátek snižování sazeb ČNB, kterýžto proces by měl být rychlý (trh čeká pokles sazeb v ročním horizontu o cca 2,5 p. b.). Dle nás však toto inflační zpomalení vzhledem k tempu růstu mezd, síle trhu práce a fiskální politice nemusí znamenat, že se inflace setrvale vrátí ke dvouprocentnímu cíli. Pro výraznější a setrvalý pokles delších výnosů tak v nejbližším pololetí nevidíme prostor, i proto, že zahraniční výnosy zůstanou prozatím vysoké.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Ani v Polsku dle nás inflační problém vyřešen není (nejnižší nezaměstnanost v historii, dvouciferné tempo růstu mezd, uvolněná fiskální politika) a uvolnění sazeb bylo předčasné. Dle nás je dost dobře možné, že dojde k opětovnému urychlení inflace, což společně s tím, jak vysoko setrvávají zahraniční výnosy, limituje (stejně jako u nás) výhled na znatelnější pokles výnosů v nejbližším pololetí.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Adaptace ukrajinské ekonomiky, postupné uvolňování měnových restrikcí i měnově politických podmínek (pokračující snižování sazeb v reakci na klesající inflaci) spolu s růstem devizových rezerv centrální banky a setrvalou podporou zahraničí dávají prostor pro růst cen ukrajinských státních dluhopisů.

Situace nicméně není ani zdaleka optimistická. Na celém území Ukrajiny nadále pokračují raketové útoky a to nejen na strategickou, ale i na civilní infrastrukturu. Finanční pomoc a celková podpora Západu prozatím neustává. Za rok 2022 se částka pohybovala okolo 30 mld. USD. Pro letošní rok je v současné chvíli naplánováno již cca 42 mld. USD zahraniční pomoci a byl schválen nový program Mezinárodního měnového fondu. Jakákoliv obnova bude ale otázkou mnoha let či spíše desetiletí. Postupně realizovaná protiofenziva ukrajinské armády sice probíhá výrazně pomalejším tempem, než bylo očekáváno, nicméně dochází k prvotním úspěchům a prolomení ruských obranných linií. Celkový postup je ale za očekáváním některých západních zemí a s prodlužující se dobou trvání konfliktu se více projevuje možnost Ruska posílat na frontu stále nové vojáky a klesá podpora pro další boje na straně ukrajinského národa.

V říjnu došlo ke zpomalení přísunu zahraniční pomoci (uvolnění prostředků IMF je naplánováno v listopadu). V USA klesá podpora veřejnosti i shoda politiků. Vnitropolitická debata okolo odvrácení amerického dluhového stropu vedla ke stopce pro uvolnění dalšího amerického financování. Historická změna na postu předsedy Sněmovny reprezentantů dále komplikuje jednání a ochotu pro další automatické financování. Probíhající konflikt Izraele a Hamasu pak třísť pozornost i další západní aktivitu.

Sílí tak hlasy o nutnosti začít mírová vyjednávání. Ukrajinský generál Zalužnyj označil současný stav jako pat, bez šance jedné či druhé strany na průlom (v ostrém kontrastu se souběžnými vyjádřeními Zelenského, který pat nevidí a jednání odmítá). Kapacitní i politické zdroje Západu ale naráží na svoje limity. Stejně tak se bez výraznějšího postupu bude těžko obhajovat další pokračování konfliktu, který stojí životy spousty ukrajinských vojáků a de facto trvá od roku 2014.

Ratingová agentura Fitch očekává pokračování konfliktu i v roce 2024 a i přes dobře se vyvíjející ekonomické fundamenty předpokládá prodloužení současných opatření pro ukrajinský státní dluh či nové návrhy na podobu další restrukturalizace.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

U kurzu **dolaru proti euru** jsme i na konci října na spodní hranici pásma, které vidíme jako fundamentálně odůvodnitelné vzhledem k očekávanému vývoji měnových politik ECB a FEDu. Ačkoliv je možné, že se dostaneme i pod tuto hranici, myslíme, že rozdíl v očekávaném vývoji měnových politik FEDu a ECB je příliš malý, aby v nejbližším roce setrvale vychýlil kurz z pásma 1,05–1,10 USD/EUR.

Fundamentálně je česká koruna stále zralá na oslabení – disharmonické vnitřní i vnější vztahy a zahraniční sazby na vysokých úrovních po delší dobu nejsou tím, co by mělo korunu tlačit na silnější úroveň, spíše naopak. **Čekáme však také, že ČNB bude chtít výraznějšímu oslabení zabránit.** Koruna tak dle nás oslabí maximálně na 25 korun za euro.

Polský zlotý nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka bere i berličku v podobě úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. Dle nás tak zlotý zůstává zranitelný a současné hodnoty (4,40 PLN/EUR) vidíme jako možné maximum. Pokud se zlotý někde v příštích měsících vydá, pak dle nás jednoznačně na slabší úroveň.

Maďarský forint také nemá žádný důvod posilovat: úrokový diferenciál se smršťuje, politika vůči EU zůstává konfrontační, růst ekonomiky je slabý, deficit běžného účtu (5 % HDP) i rozpočtu (>5 %) velký. Podobně jako u zlotého, pokud se dočkáme výraznějšího pohybu, pak směrem ke slabším úrovním.

AKCIOVÝ TRH

Na akciové trhy máme nadále z krátkodobého hlediska mírně negativní pohled, když v následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu menším růstem dluhopisových výnosů a zvýšenými geopolitickými riziky. Rizik spojených se stále vysokou inflací, nižší kupní silou domácností, slabší ekonomickou situací některých podniků, vysokými úrokovými sazbami, růstem mezd, geopolitikou atd. je nadále spousta. Postupem času se však ekonomické subjekty adaptují na vyšší úrokové sazby a mnoho zmíněných rizik se bude pozvolna zaceňovat do hodnot akcií.

Většina společností se již přenastavila na vysoké úrokové sazby, přičemž se jim skrze zisky daří snižovat zadlužení, tím pádem kontrolovat úrokové náklady. Ziskové marže jsou tak stále silné, k čemuž přispívá 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. Delší období s vysokými úrokovými sazbami by však mělo negativní vliv na ocenění akcií.

Evropské akcie jsou oproti americkým akciím 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 komodit a energií. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem. CEE region si již prošel prvotním šokem z růstu úrokových sazeb, ze kterého těží kapitálově silné banky. Americké akcie nyní těží z boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ni napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google... Dle nás je však současná akciová rallye přehnaná a v následujících měsících dojde k určité korekci. Zbylé sektory jsou dle nás hodnoceny atraktivněji, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů od začátku roku a 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 lépe využijí aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní strategie. Éra nulových úroků a levných peněz je pryč. Tomu se musí přizpůsobit i investiční 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 nezaručuje 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