

# VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

## AKCIOVÉ INDEXY

|                       |         |
|-----------------------|---------|
| USA – S&P 500         | 1,91 %  |
| Evropa – DJ Stoxx 600 | 0,74 %  |
| Japonsko – Nikkei 225 | 4,01 %  |
| MSCI – Emer. Mark.    | 1,22 %  |
| ČR – PX               | 1,16 %  |
| Polsko – WIG30        | -4,61 % |
| Maďarsko – BUX        | 1,29 %  |

## DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays

|          |         |
|----------|---------|
| USA      | 1,06 %  |
| Evropa   | -0,43 % |
| ČR       | 0,78 %  |
| Polsko   | 0,33 %  |
| Maďarsko | 0,76 %  |
| Turecko* | 3,86 %  |

\* BofA Merrill Lynch index

## MĚNY (pokles = posílení)

|         |         |
|---------|---------|
| USD/EUR | 2,37 %  |
| CZK/USD | -2,80 % |
| CZK/EUR | -0,48 % |
| PLN/EUR | -0,28 % |
| HUF/EUR | -0,82 % |
| TRY/EUR | 3,54 %  |

## KOMODITY

|                |         |
|----------------|---------|
| Ropa Brent     | -6,08 % |
| Zemní plyn     | -3,51 % |
| Sil. elektřina | -5,85 % |
| Zlato          | 5,89 %  |
| Stříbro        | 9,50 %  |
| Měď            | 2,83 %  |

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Průmysl se i po vyprchání efektu předzásobení mírně zlepšuje. Stále relativně rychlý růst mezd nedovolí ECB dále snižovat sazby.**

**Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle prvního odhadu ve 2. čtvrtletí 2025 0,1 % q/q**, což je oproti prvnímu čtvrtletí (+0,6 %) znatelné zpomalení. To však není překvapení, jelikož první čtvrtletí bylo poznamenáno efektem předzásobení kvůli hrozbě amerických cel. Z velkých zemí ve 2Q25 jako obvykle nejrychleji rostlo Španělsko (+0,7 % q/q), následováno Francií (+0,3 % q/q). Nejvýrazněji poklesla německá ekonomika: nakonec ještě překonala první odhad (-0,1 % q/q) a klesla o 0,3 % q/q. Italská ekonomika hned v závěsu klesla o 0,1 % q/q. Německá ekonomika tak za poslední dva roky (3Q23–2Q25) poklesla dohromady o 0,5 %, což je z velkých zemí vůbec nejhorší výsledek: za stejnou dobu i ekonomika italská rostla lépe (+1,1 % q/q), o španělské ani nemluvě (+6 %). Struktura růstových dat nebyla zatím za celou EMU zveřejněna.

Na datech zveřejněných během srpna 2025 bylo nejdůležitější, že se situace v průmyslu přece jenom zlepšuje.

**Průmyslová produkce** ve druhém čtvrtletí nakonec klesla o 2,7 %, což byl menší pokles, než jaký byl (díky předzásobení se z USA před zavedením cel) růst v prvním čtvrtletí (+3,9 %). Nejvýrazněji klesla produkce v Německu (-3,8 % q/q), což dokonce i vymazalo růst v 1Q25 (+3,3 %). **Meziroční tempo růstu ke konci 2Q25 tak dosáhlo pouze 0,2 % r/r.**

**Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu** se ve třetím čtvrtletí překvapivě dále zlepšil a dostal se nejenom na nejvyšší hodnotu za 3,5 roku, ale také po dlouhé době překonal hranici 50 bodů. Byla to zásluha prvního růstu nových objednávek od dubna 2022 a nejvyššího růstu aktuální produkce od března 2022. Růst nových objednávek byl tažen růstem domácích objednávek, zahraniční objednávky naopak podruhé v řadě klesly (a sice tempem nejvýraznějším za 5 měsíců). Dobrou zprávou je, že německý PMI se dostal na 49,8 bodu, což je také nejvyšší hodnota za 3,5 roku.

I dle **indexu IFO**, který mapuje podmínky v Německu, **se situace v průmyslu zlepšuje**. V letošním roce se index **IFO oproti hodnotám z konce minulého roku (82,8 v prosinci) zlepšil** postupně až na srpnových **89 bodů**, tj. na nejlepší hodnotu od dubna 2024. Důvodem je zlepšení očekávání: hodnocení stávající situace se nezměnilo (leden: 86 bodů, srpen: 86,4 bodu), **výhled však znatelně narostl** a dostal se až na 91,6 bodu (vs. 84,4 v lednu 2025); nejvýše od **února 2022**).

**Maloobchodní tržby** po růstu v prvním čtvrtletí (nakonec nahoru revidovaném na +0,7 % q/q) zásluhou dubna (+0,5 % m/m) a června (+0,3 % m/m) **přidaly ve druhém čtvrtletí 0,5 % q/q**. Nejlépe se dařilo tržbám ve Španělsku (+2,3 % q/q), nejhůře v Německu (+0,2 % q/q). Meziroční tempo růstu koncem druhého čtvrtletí tak dosáhlo +3,1 %. Nejlépe se mezi velkými zeměmi daří Španělsku (+6,5 % r/r v červnu), nejhůře Itálii (+0,4 %), a to i navzdory tomu, že v Itálii citelně poklesly nezaměstnanost a inflace.

**Míra nezaměstnanosti** byla v červenci opět na historickém minimu, které po sezonním očištění činí **6,2 %**. Nejnížší z velkých zemí byla nezaměstnanost stále v Německu (3,7 % vs. 3,4 % v 07/2024), nejvyšší ve Španělsku (10,4 % vs. 11,5 % před rokem).

**Mzdy dále rostou tempem zhruba procento čtvrtletně**. To plyne z dat o vývoji indexu nominálních nákladů práce, který po růstu o 1,1 % q/q v prvním čtvrtletí rostl stejným tempem i ve druhém čtvrtletí. Meziročně tedy index přidal 4,1 %. To je tempo růstu mezd nad úrovní tempa růstu produktivity práce, neohrožuje však dle nás plnění inflačního cíle ECB (současně však neumožňuje ani další pokles sazeb).

**V sektoru služeb je situace stabilizovaná**: v prvním čtvrtletí index PMI dosáhl v průměru 51 bodů, ve 2. čtvrtletí došlo mírnému poklesu na 50,1 bodu a v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí se index udržel nad 50 body (51 bodů v červenci a **50,7 bodu v srpnu**). To indikuje mírný růst sektoru služeb ve 3Q25.

**Poté, co jsme v dubnu zaznamenali výrazné zhoršení u důvěry domácností, v dalších měsících index lehce zkorigoval**. Z dubnové hodnoty -16,6 bodu se dostal v červenci na -14,7 bodu, **v srpnu se však zhoršil na -15,5 bodu**.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

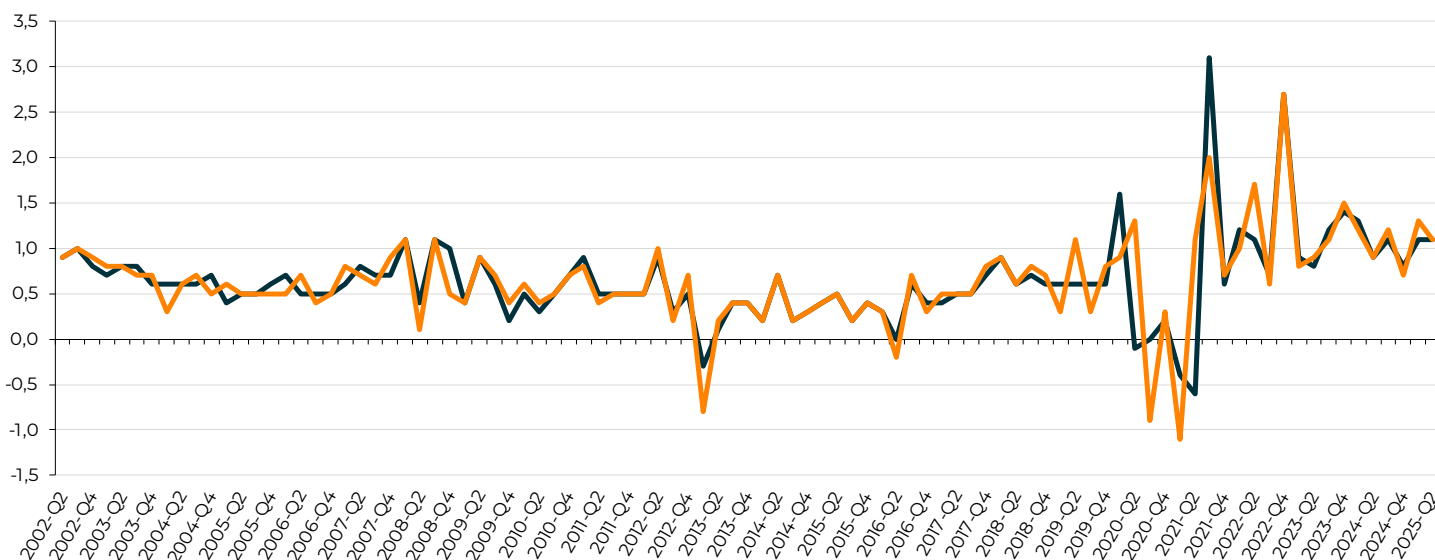
To je pořád níž než v lednu letošního roku (-14,1 bodu) a také pod dlouhodobým průměrem (-10,1 bodu).

**Jádrová inflace byla koncem prvního a počátkem druhého pololetí jen velmi lehce nad hodnotami** konsistentními s dlouhodobým plněním inflačního cíle ECB, stanoveným jako celková inflace nacházející se „poblíž, nicméně pod 2 procenty“. V posledních třech měsících do července 2025 totiž jádrová inflace (po sezonním očištění) přidala 0,4 % a za poslední pololetí 1,2 %. **Meziroční celková inflace dosáhla v červenci 2 %, jádrová pak 2,3 %.**

**ECB na svém zasedání v červenci ponechala sazby bez změny na 2 %**, což se očekávalo vzhledem k tomu, že na předcházejícím zasedání v červnu prezidentka ECB Lagardeová řekla, že ECB „téměř dokončila“ tuto fázi měnově-politického cyklu (ten začal před rokem, kdy byly sazby 4 %). V červenci jenom zopakovala, že ECB je „v dobré pozici“, jelikož inflace je poblíž cíle a „růst se vyvíjí relativně příznivě“, i když kvůli clům hrozí pokles. Další snížení tak dle nás v nejbližších měsících nepřijde.

### Tempo růstu nominálních nákladů práce je nadále lehce zvýšené.

Index nominálních nákladů práce v **celé ekonomice** a ve **službách** v eurozóně (EMU-20), % q/q



Zdroj: Eurostat, dostupné [ZDE](#).

## USA

**Zpomalení tvorby pracovních míst i tlak prezidenta Trumpa zvyšují šance na brzké, byť malé, snížení sazeb.**

Růst americké ekonomiky se poté, co se v prvním čtvrtletí vinou silného růstu dovozů (ten byl druhý největší od roku 1970) dostal do červených čísel (-0,5 % q/q anualizovaně), **ve druhém čtvrtletí vrátil do černých čísel, když dle druhého odhadu dosáhl +3,3 %**. Příspěvek poptávky domácností dosáhl skoro +1,1 p. b., příspěvek dovozů po -4,6 p. b. v prvním čtvrtletí dosáhl ve druhém +5 p. b. Podobný efekt – kladný příspěvek 2,5 p. b. v prvním čtvrtletí a výrazná negativní korekce (-3,3 p. b.) ve druhém čtvrtletí – pak byl vidět i u zásob.

Měsíční makroekonomická data zveřejněná během srpna 2025 nepřinesla nic překvapivého.

**Reálné maloobchodní tržby** v prvním pololetí lehce poklesly, když v prvním čtvrtletí stagnovaly a ve druhém klesly o 0,6 %. Zdá se, že pokles ve druhém čtvrtletí byl alespoň částečně způsoben chaosem kolem cel prezidenta Trumpa (pokles v dubnu i v květnu dosáhl dohromady přes procento). Začátek třetího čtvrtletí byl o něco optimističtější, když tržby přidaly 0,3 % m/m, a tedy 1,2 % r/r.

**Trh práce je z historického pohledu nadále silný, alespoň dle některých indikátorů však ochlazuje. Míra nezaměstnanosti dosáhla v červenci 4,2 %, což je stejné jako před rokem** (ale také o 0,7 p. b. více než před dvěma lety), výrazně však zpomalila tvorba nových pracovních míst: v soukromém sektoru vzniklo v posledních třech měsících do července dohromady jen 155 tis. míst, což ještě před pár měsíci bývala měsíční čísla (prezident Trump kvůli těmto číslům propustil šéfkou úřadu BLS, která je zveřejňuje). Vzhledem k tomu, že se nepropouští (počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti zůstává kolem 220–230 tis.) se zdá, že je to důsledek odložení najímání ze strany firem alespoň do doby, než se vyjasní, co bude s cly. Míra volných pracovních míst se však moc nemění. Dle průzkumu JOLTS v červnu dosáhla míra volných míst 4,4 % (což je prakticky stejné jako před rokem). Tato hodnota je sice znatelně nižší, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022), je však také citelně vyšší než dvacetiletý předpandemický průměr (3,1 %). Trh práce tak vysílá nejednoznačné signály.

**Meziroční tempo růstu mezd je, podobně jako míra volných pracovních míst, od druhé poloviny minulého roku stabilizované.** Dle dat z průzkumu CES (Current Employment Statistics) meziroční tempo růstu mezd v červenci

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

dosáhlo +3,9 %, což je tempo pouze o 0,3 p. b. pomalejší než v červenci 2024 (a stejné jako v červnu 2024). **Kvartální dynamika tempa růstu mezd** se v červenci udržela nad 1 % (dosáhla +1,2 %), což je rovněž konzistentní s ročním tempem růstu kolem +4 %.

**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** (bez letadel a zbraní), které v letošním prvním čtvrtletí nakonec po revizích přidaly 1,6 % q/q, což bylo hodně silné tempo (takto silné čtvrtletí jsme naposledy viděli v létě 2022), **ve druhém čtvrtletí mírně poklesly** (-0,3 % q/q). Počátkem třetího rostly o 1,1 % m/m, což znamená, že jejich meziroční tempo dosáhlo 4,1 %.

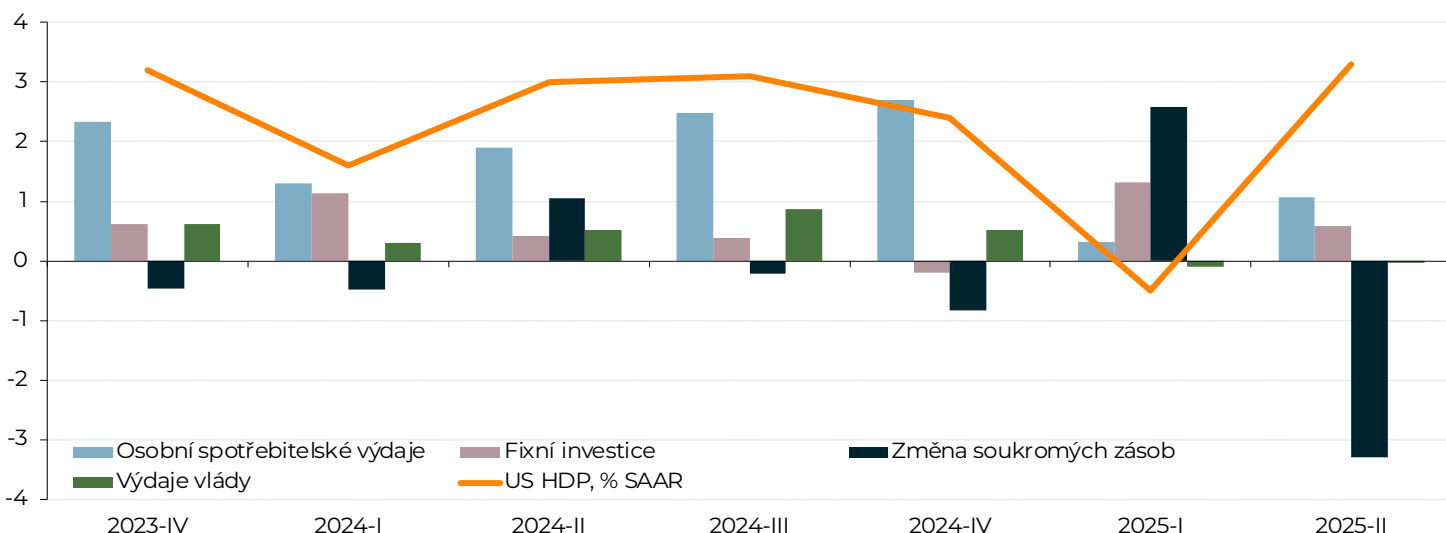
**Reálná průmyslová produkce** v prvním čtvrtletí přidala 0,6 % q/q, ve druhém pak 0,5 % q/q, **třetí čtvrtletí však začala mírným poklesem** (-0,1 % m/m). Meziroční tempo růstu dosáhlo +1,4 %, což společně s předchozími roky znamená, že je produkce úplně stejná jako před sedmi lety (v srpnu 2018). První Trumpova cla tak příliš průmyslu do Ameriky nevrátila a není důvod si myslet, že to s dalším pokusem (projde-li soudy) bude jiné.

**Jádrová PCE inflace** vinou urychlení v květnu a zejména v červnu (+0,3 % m/m) dosáhla **ve druhém čtvrtletí 0,63 %**, v prvním pololetí tak 1,6 %. Obě tyto hodnoty indikují jádrovou inflaci lehce nad cílem FEDu. Vzhledem k tomu, že i **červencová jádrová inflace byla kolem 0,3 %**, že se v cenové hladině ještě nestihla projevit cla a že permanentní hrozbou pro cenovou stabilitu zůstává velmi volná fiskální politika, zejména po přijetí „Big Beautiful Billu“, není od věci čekat, že vyšší inflace v Americe ještě neřekla poslední slovo.

**Centrální banka se tak v červenci navzdory neutichajícímu tlaku prezidenta Trumpa rozhodla ponechat sazby opět beze změny (4,25–4,5 %).** Rozhodnutí to nebylo jednohlasné: dva členové (Waller a Bowmanová) chtěli sazby snížit o 0,25 p. b. Bylo to poprvé od roku 1993, kdy se dva guvernérůi odchýlili od většinového rozhodnutí. Powell rozhodnutí FOMC zdůvodnil slovy, že se jemu a ani většině FOMC „nezdá, že by se ekonomice nevedlo kvůli neopodstatněně přísné měnové politice,“ a naznačil, že ani zářijové snížení sazeb není jisté. Během srpna se však začaly objevovat informace, že se ke snížení sazeb přece jenom schyluje: připustil to nejenom Waller (o němž se mluví jako o kandidátovi na šéfa FEDu, takže podobná vyjádření určená uším Trumpa volajícího po poklesu sazeb nejsou překvapivá), ale i samotný Powell. Slabost dolaru, volný fiskál, silný růst mezd i nejasný dopad cel by však neměly dovolit výraznější pokles sazeb. Otázkou je, co s odhodláním centrálních bankéřů vzdorovat Trumpovi a reflektovat v rozhodování jen makroekonomickou realitu udělá třeba útok Trumpa na Lisu Cookovou, kterou v srpnu odvolal z Rady guvernérů (a která se tomuto odvolání brání soudní cestou).

## Růst ekonomiky se vrátil do černých čísel.

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



Zdroj: Bea.gov (dostupné [ZDE](#))

## CEE3

## ČR

**ČNB je zřejmě na konci s uvolňováním politiky, proinflační rizika trvají.**

Dle zpřesněného odhadu dat o **HDP za 2. čtvrtletí 2025** dosáhlo tempo jeho růstu nakonec +0,5 % q/q (a tedy +2,6 % r/r); to bylo znatelně vyšší než první odhad (+0,2 % q/q, resp. +2,4 % r/r). Meziroční růst HDP pozitivně ovlivnily výdaje na konečnou spotřebu domácností (+1,2 p. b.), výdaje na konečnou spotřebu vládních institucí (+0,4 p. b.) a změna stavu zásob (+1,4 p. b.). Naopak, negativní vliv měly tvorba hrubého fixního kapitálu (-0,3 p. b.) a saldo zahraničního obchodu (-0,2 p. b.).

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## CEE3

## ČR

**Průmyslová produkce** si v prvním čtvrtletí i na počátku čtvrtletí druhého vedla dobře. V prvním čtvrtletí totiž přidala 1,6 %, v dubnu pak dalších 0,8 % m/m. Následující dva měsíce však již byly výrazně horší: **v květnu produkce poklesla o 1,6 % m/m a v červnu pak o dalších 1,1 %**, takže její meziroční tempo růstu se koncem prvního pololetí dostalo na +0,2 %. Celé druhé čtvrtletí (-1,9 % q/q) tak více než vymazalo růst ve čtvrtletní první. Dle ČSÚ byl meziročně „mírně kladný výsledek podpořen zejména nárůstem ve výrobě motorových vozidel a navazujících odvětvích: výrobě pneumatik nebo elektrických zařízení“.

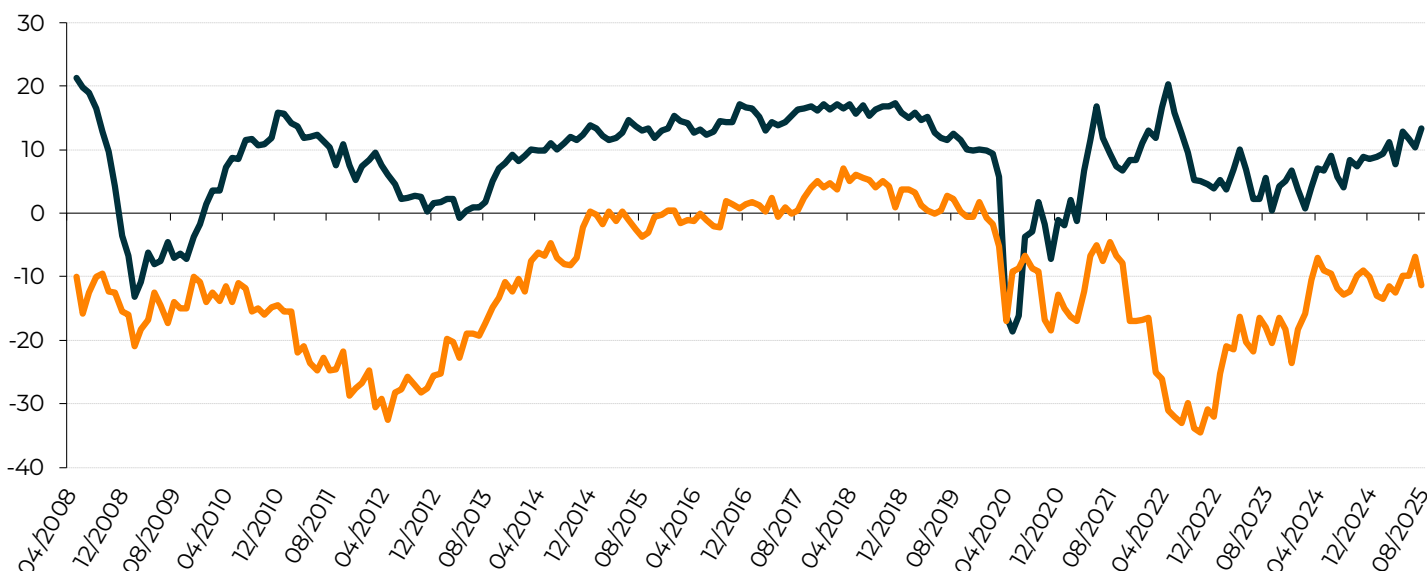
Podobně jako v Německu i v ČR **předstihové indikátory naznačují další (byť jenom marginální) zlepšení ve zpracovatelském průmyslu**. Index PMI se totiž poprvé od května 2022 **dostal v červnu nad hranici 50 bodů** (50,2 bodu), a i když v dalších dvou měsících zpomalil (49,7 v červenci a **49,4 v srpnu**), je to znatelné zlepšení proti průměru prvního letošního čtvrtletí (47,5 bodu) či průměru celého minulého roku (45,3 bodu).

**Maloobchodní tržby** v prvním čtvrtletí přidaly nakonec po revizích 1,1 % q/q, v dubnu pak necelé procento (meziměsíčně), a i když v květnu poklesly (-0,5 % m/m) a v červnu fakticky stagnovaly (+0,1 % m/m), na **růstové druhé čtvrtletí (+0,5 % q/q)** to stačilo. Meziročně jsou tržby vyšší o 3,1 %, což zhruba odpovídá růstu reálných mezd a mírnému poklesu míry úspor. Nejvíce se na meziročním růstu podílí tržby v nepotravinářském segmentu bez aut (+5,6 %) a tržby za paliva (+3,6 % r/r). Prodeje aut stagnují (+0,1 %) a prodeje potravin rostou jen velmi mírně (+0,9 %).

**Důvěra domácností** se od února do července zlepšovala, v červenci samotném se hodnotou -6,8 bodu dostala na nejvyšší úroveň od září 2021. **Srpen však přinesl výraznější zhoršení, když index poklesl o 5,1 bodu a dostal se tak v podstatě zpátky na březnovou úroveň**. Dle ČSÚ „ve srovnání s červencem vzrostl podíl spotřebitelů očekávajících pro období příštích dvanácti měsíců zhoršení celkové ekonomické situace v Česku i zhoršení své finanční situace“. Nevidíme pro takový vývoj důvod a očekáváme, že se index v dalších měsících opět vrátí alespoň na červencovou úroveň. **Důvěra firem** se naopak dále zlepšuje, **v srpnu se hodnotou 13,4 bodu dostala nejvýše od června 2022** (15,9 bodu). Je to zásluhou vývoje v segmentu služeb, kde se důvěra dostala na nejvyšší úroveň od dubna 2008.

**Česká měnově-politická inflace v červenci 2025** přidala podobně jako v květnu **0,5 % m/m** (v červnu to bylo 0,3 % m/m), v **r/r vyjádření tedy dosáhla 2,5 %**. **Poptávková inflace** přidala v posledních třech měsících dohromady 1,5 %, což je stejné jako ve stejných třech měsících roku 2019, 2023 či 2024. Meziroční tempo tedy zůstává lehce zvýšené na 2,7 %. **Jediným sektorem se zvýšenou inflací jsou služby**: v prvním pololetí přidaly přes 3 %, v červenci pak 1,4 %; **meziroční tempo jejich růstu počátkem druhého pololetí dosáhlo 4,8 % r/r** (ceny zboží přitom rostly tempem jen 1,4 %). U služeb je vidět rychlé (i když i zde se mírně snižuje) tempo růstu, a to i u ryze poptávkových položek: ceny stravovacích služeb jsou třeba meziročně o 4,5 % vyšší (před rokem však +7,1 %), ceny ubytování o 6,8 % (před rokem ale +8,8 %). Významným přispěvatelem k růstu cenové hladiny se naopak stávají opět ceny nemovitostí, a to skrze imputované nájemné. Imputované nájemné totiž vzrostlo o 4,9 %, což znamenalo cca. 0,2 p. b. příspěvek do celkového růstu cenové hladiny. Ještě před rokem přitom tento subindex meziročně stagnoval.

## Důvěra firem je nejvyšší od léta 2022.

Důvěra českých **spotřebitelů** a **firem** (ČSÚ)Zdroj: ČSÚ, dostupné [ZDE](#).

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## ČR

**ČNB na zasedání v srpnu ponechala sazby beze změny.** Důvodem bylo, že BR ČNB vnímá inflační rizika poslední (srpnové) prognózy jako vychýlená proinflačním směrem. Jde zejména o setrvalý růst cen ve službách, růst imputovaného nájemného (skrze růst cen nemovitostí), obavy z fiskální expanze (po volbách) a přetrvávající rychlý růst mezd.

## POLSKO

**Inflace v tolerančním pásmu a zpomalující růst mezd uvolňují polské centrální bance ruce k dalšímu snižování sazeb.**

**Polská ekonomika přidala** ve druhém čtvrtletí letošního roku **silných 0,8 % q/q** (a tedy 3,4 % r/r). Ve struktuře mezičtvrtletního růstu dominovala poptávka domácností (+1,6 % q/q) a vlády (+1,1 % q/q), v meziročním vyjádření je největším pozitivním přispěvatelem k růstu také poptávka domácností (+2,6 p. b.), negativním pak jsou fixní investice (-0,2 p. b.) a čistý export (-0,4 p. b.).

**Průmyslová produkce** v prvním čtvrtletí letošního roku o 0,4 % q/q poklesla, **ve druhém zejména zásluhou silného dubna (+1 % m/m) přidala 0,7 %**. Koncem prvního pololetí byla produkce nižší meziročně o 0,1 %, za celé první pololetí letošního roku pak byla o 1,4 % vyšší než ve stejném období roku 2024. **Počátek druhého čtvrtletí byl také dobrý:** v červenci produkce vzrostla o 0,9 % m/m, což v meziročním vyjádření znamenalo růst o 1,1 %. Na něm se podílela zejména produkce kapitálového zboží (+11,8 %), klesla naopak produkce energií (-8,9 % r/r).

**Index PMI** se sice v únoru po skoro třech letech vrátil do růstového teritoria, když se dostal na 50,6 a nad hranici 50 bodů setrval až do dubna, pak ale přišlo výrazné zhoršení spojení nejspíš se cly prezidenta Trumpa. **V květnu se totiž index propadl na 47,1 bodu, v červnu dokonce na 44,8 bodu a i v červenci a v srpnu zůstal hluboko pod 50 (45,9, resp. 46,6 bodu).** V srpnu dále (popáté v řadě) klesly nové objednávky, i když pomalejším tempem než v červenci. Soudě z PMI, vyhlídky polského průmyslu jsou v regionu vůbec nejhorší.

**Reálné maloobchodní tržby** v prvním čtvrtletí letošního roku vinou silného poklesu v únoru (-3,2 % m/m) poklesly celkově o 0,7 %. Druhé čtvrtletí už bylo výrazně lepší, tržby přidaly přes 2 % q/q. **Třetí čtvrtletí začalo meziměsíční stagnací, což ale znamená, že meziroční tempo růstu zůstalo stále vcelku dobré (+4,4 %).** Za prvních 7 měsíců tak tržby proti stejnému období minulého roku přidaly 3,3 %, nejvíce zásluhou aut (+10,7 %), vybavení domácností (12,5 %) a oblečení (+9 %). Prodeje potravin však prakticky nerostly, podobně jako jinde v regionu (+0,1 % r/r).

**Míra nezaměstnanosti** je stále velmi nízká, z historických minim však přece jenom už narostla: v červnu dosáhla 5,2 %, což je o 0,3 p. b. více než před rokem, **v červenci pak 5,4 %** (o 0,4 p. b. víc než před rokem). Nárůst nezaměstnanosti byl vidět zejména v průmyslu. Mzdy stále rostou vcelku rychle, ale jejich tempo již zpomalilo z dvouciferných temp, která jsme viděli v minulém roce, na tempa ztatečně pod 10 %: v červnu dosáhlo meziroční **tempo růstu nominálních mezd 9 %, v červenci 7,6 %** (za prvních 7 měsíců pak průměrně 8,4 %).

**Inflace** v květnu dosáhla -0,2 % m/m, v červnu 0,1 % m/m a v červenci 0,3 % m/m, tj. **za prvních 7 měsíců přidala 2,1 %** a počátkem druhého pololetí se tedy hodnotou 3,1 % vrátila do tolerančního pásma polské centrální banky (2,5 % ± 1 p. b.). I u jádrové inflace vidíme slibné náznaky pozitivního vývoje. V prvním pololetí přidala 2,1 %, což bylo sice stále nad cílem polské centrální banky, ale dobrou zprávou je, že dynamika jádrové inflace v prvním pololetí roku 2025 byla přece jenom o něco lepší než v minulém roce (v prvním pololetí 2024 vzrostla jádrová cenová hladina o 2,4 %). V červenci pak jádrová inflace přidala 0,3 % m/m, což bylo také pomalejší než v červenci 2024 (0,4 % m/m), a **předběžná srpnová data** (celková inflace 2,8 %) **naznačují, že by k dalšímu zpomalení** (z 3,1 % v červenci na odhadem 3 %) **mohlo v srpnu dojít i u jádrové inflace** (srpnová data u jádrové inflace zatím k dispozici nejsou).

**Centrální banka** poté, co v květnu snížila sazby o 0,5 p. b. na 5,25 %, překvapila trh i počátkem července, kdy navzdory očekáváním **sazby opět snížila, a to o 0,25 p. b. na 5 %**. Přes léto pak (jak je v Polsku typické) nezasedala, na zářijovém zasedání se vzhledem k příznivému inflačnímu vývoji očekává další snížení sazeb.

## MAĎARSKO

**Inflace dále mírně zpomaluje, ekonomika překvapila mírně silnějším růstem. Průmysl však nadále zůstává slabý.**

**Ekonomika ve druhém čtvrtletí vzrostla dle prvního odhadu mezičtvrtletně po sezonním očištění o 0,4 %, což bylo lepší než očekávání.** V meziročním vyjádření ekonomika po očištění o kalendářní vlivy však v podstatě jenom stagnovala (+0,1 % r/r). Struktura dat ukázala, že na čtvrtletním růstu se podílela poptávka domácností (+1,4 % q/q) a vlády (+1,2 % q/q), na chabém meziročním růstu pak rovněž poptávka domácností (+2,4 p. b.). Negativem na kvartální i meziroční bázi je hrubá tvorba fixního kapitálu (příspěvek -1,7 p. b. k r/r růstu v 2Q25).

**Dynamika maloobchodních tržeb** takovou strukturu naznačovala. V dubnu totiž tržby přidaly 2 % m/m, v květnu sice klesly (-1,3 %), **růstem v červnu (+0,5 % m/m) však zajistily celkově růstové druhé čtvrtletí (+1,2 % q/q).** Za první pololetí jsou tržby vyšší o 3,1 % r/r, nejvíce se dařilo tržbám mimo potravinářský sektor (+4,5 % r/r v prvních 6 měsících letošního roku).

**Míra nezaměstnanosti v posledních třech měsících do července** dosáhla **4,4 %**, což je sice nad historickým minimem z poloviny roku 2022 (3,3 %), ale nadále je to hodnota velmi nízká, nedaleko od plné zaměstnanosti. **Růst**

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

**mezd** (i proto) **stále pokračuje vysokým tempem, byť jeho dynamika proti předcházejícím rokům přece jenom zvolňuje**: průměrné meziroční tempo v prvních 5 měsících letošního roku dosáhlo 9,2 %, **v červnu pak 9,7 %**. Reálné mzdy tedy stále rostou kladným tempem zhruba 4,5–5 %. Tempa jsou to stále velmi vysoká, ale před rokem (13,3 % v červnu 2024) či před dvěma lety (16 %) byla ještě znatelně vyšší.

**Průmyslová produkce zůstává slabá**. I když koncem minulého roku bylo meziroční tempo poklesu bezmála 8 %, letošní tempa v prvním pololetí (meziměsíčně +0,5 %, –1 %, +0,1 %, +1,5 %, –1,3 % a **–1,2 % v červnu**) **stačí pouze na zmírnění meziročního tempa poklesu v červnu na 4,9 % r/r**. Za prvních 6 měsíců je pak produkce nižší o 3,9 %, a to jako důsledek poklesu produkce v elektrotechnickém sektoru (o 14,7 % r/r) či v objemově největším sektoru dopravní techniky (o 3,3 %).

**Celková inflace i inflace jádrová** v prvním pololetí přidaly 2,8 %. Začátkem druhého pololetí přidala celková inflace 0,4 % m/m, jádrová pak také 0,4 % m/m. Meziročně se tedy celková inflace dostala na 4,3 %, jádrová na 4 %. **Hlavním faktorem růstu cen nadále zůstávají služby, i když u nich pozorujeme zpomalení jejich růstové dynamiky. V červenci totiž přidaly 5,3 %** (nájemné +9,5 %, opravy vozidel či obydlí +9,8 %, zdravotní služby +8,3 % atd.), před rokem v červenci přitom rostly služby meziročním tempem +9,1 %, před dvěma roky o 14,6 % r/r.

**Maďarská centrální banka (NBH) si dává od října 2024 pauzu, srpnové zasedání nevyjímaje**. Hlavní sazba tak zůstává na 6,5 %, O/N depozitní a O/N záůjční sazby na 5,5 %, resp. na 7,5 %. Centrální banka opět zopakovala, že „opatrný a trpělivý“ přístup k měnové politice je potřeba, aby se inflace udržitelně vrátila k cíli, a řekla, že k tomu je nutné udržovat „měnové podmínky přísné“ i nadále.

## ROPA (WTI)

Poté, co ohlášení amerických cel ukončilo předchozí nudné pásmové obchodování s ropou a stlačilo její cenu během dubna až pod hranici 60 dolarů za barel (trhy se totiž obávaly, že chaos Trumpovy administrativy vyvolá výrazné zpomalení růstu), se v květnu ropa vrátila lehce nad tuto hranici. V červnu ropa v důsledku úroku Izraele na Írán poskočila na chvíli až přes hranici 75 dolarů za barel, kde nebyla od února, rychle se však vrátila k hranici 65 dolarů za barel, kde červen i skončila. V červenci pak jen kolísala kolem 66–67 dolarů za barel, v srpnu se pak držela mezi 62 a 65 dolary za barel.

## AKCIOVÉ TRHY

**Vyspělé akciové trhy** si v srpnu připsaly **kladné zhodnocení**. Ke kladnému, i když mírně volatilnímu, zhodnocení přispěly **solidní kvartálními výsledky**, pokračující **AI optimismus** a rostoucí **očekávání poklesu úrokových sazeb v USA**. Americký index **S&P500** si připsal pěkných **1,9 %**. Z velkých technologických společností se na základě zveřejněných výsledků nejlépe vedlo akciím Google (**+11 %**). Obecně se však **v srpnu dobře vedlo akciím společností s menší a střední kapitalizací**, kterým by se mělo lépe dařit v prostřední s nižšími úrokovými sazbami. Právě na ekonomickém fóru v Jackson Hole šéf americké centrální banky FED **J. Powell připustil**, že na základě příchozích makrodat, i přes zvýšené inflační tlaky, **může na zářijovém zasedání dojít k snížení základních úrokových sazeb**. Na základě toho si index pro malé společnosti Russell 2000 připsal 7 %. Obecně to vedlo k lepší výkonnosti cyklických sektorů (jako materiály a spotřební zboží) oproti technologickému sektoru. Indikace nižších krátkodobých sazeb také přispěla k **oslabení amerického dolaru**. **Evropské akcie** se nadále vezly **na vlně schválených stimulačních opatření** nejen do obrany a infrastruktury. Na druhou stranu jsou zřetelné **obavy z geopolitiky a rizik vyplývajících ze sektorových daní**. Např. ve Velké Británii klesaly bankovní tituly v reakci na spekulace o možném zavedení bankovní „windfall“ daně. Evropský index DJ STOXX 600 si v srpnu připsal 0,7 %.

V regionu střední Evropy se některým akciím dařilo. **Nejsilněji zastoupený bankovní sektor však zaznamenal určitou korekci**. Impulzem k tomu byly jednak plány současné vlády v Rumunsku a později i v Polsku na zavedení **sektorové daně na banky** s cílem pomoci „vyrovnání“ státních rozpočtů. **Na české burze se diskutovala** plánovaná **IPO skupiny Czechoslovak Group**, která by se v případě duálního listingu mohla tržní kapitalizací zařadit mezi největší společnosti obchodované na českém parketu. Zároveň svým životem žije příběh z kuchyně politické strany **ANO**, která **plánuje od akcionářů vykoupit minoritní podíl ve skupině ČEZ**. Jiný důvod, který by opodstatnil **předražené akcie ČEZ** při současných spotových a forwardových cenách silové elektřiny, není viditelný. Otázkou je, proč by to stát, resp. samotná společnost ČEZ, s ohledem na péči řádného hospodáře, na vyšších cenách dělala. To nezmiňujeme druhotné efekty jako rozvoj kapitálového trhu v ČR (nejen možnost investování na stáří) nebo následné „transparentní“ řízení dané společnosti. Zde stát již po mnoho let selhává v rozvoji akciové trhu a místo, aby některé společnosti ve vlastnictví státu na burzu přiváděl, plánuje opak. Naopak pozitivní příběh se odehrává na akciích nedávné IPO společnosti Doosan, jejíž akcie si v srpnu připsaly +11,2 %. V Polsku se dařilo především akciím ze spotřebitelského sektoru (Rainbow Tours, Żabka), nedařilo se např. polským utilitám a bankám. **Polský index WIG30 ztratil 4,6 %, český index PX** si připsal **1,2 %**.

Rovněž akcie na rozvíjejících se trzích celkově rostly, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 1,2 %. Výkonnost jednotlivých trhů byla poměrně volatilní, obecně pozitivním faktorem byl oslabující dolar. Nejvíce se dařilo čínským domácím akciím (index CSI300), které připsaly dokonce lehce přes 10 %. Důvodem je další odložení amerických cel, pokračující snaha vlády řešit strukturální problémy, a s tím spojené optimističtější nálada a očekávání

## AKCIOVÉ TRHY

investorů. Ostatním asijským trhům se už tolik nevedlo – akcie na Taiwanu a v Hongkongu ještě skončily mírně v plusu, zato korejské již odepisovaly ztráty (–1,8 %) a stejně tak indické (–1,7 %), což bylo v reakci na nově uvalená americká cla ve výši 50 %. Důvodem je nákup ropy z Ruska. Daří se nadále akciím v Latinské Americe, brazilským trhům (+6,3 %) pomohla především příznivá inflační data a posilující domácí měna.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

## DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Evropské výnosy ani během srpna (podobně jako v červenci) žádné výrazné pohyby nezaznamenaly. „Nejvýraznější“ pohyb jsme viděli na desetileté splatnosti, a i to bylo kolem +10 b. b. na 2,79 %. Desetileté výnosy jsou tak jen o deset bodů vyšší než v třeba koncem března 2025.

Ani ve Spojených státech, kde je důvodů, aby investoři požadovali za dluh vyšší výnosy, dost (naposledy třeba rozhodnutí soudu, že většina cel zavedená prezidentem Trumpem nemá oporu v zákoně, což, pokud bude platit, dále podkope příjmy rozpočtu), nedošlo k výraznějším pohybům. Desetiletý výnos v srpnu poklesl o 9 b. b. na 4,3 %, což je mimochodem také stejná hodnota jako koncem března. Na krátkém konci došlo k výraznějšímu pohybu (–30 b. b. na 3,65 %), a to je zřejmě důsledek rostoucích očekávání na pokles sazeb.

## DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISTVÍ

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem srpna v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce 0,2 % (tj. stejně jako v předcházejících třech měsících); u jejich spekulativních protějšků došlo po výraznějším červencovém růstu (+1 %) jen k malé změně (+0,2 %). V případě dolarových instrumentů investičního stupně TRI narostl o 1 %, v případě spekulativních pak o 1,2 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR korigovaly růst v předchozích měsících: po březnu, kdy přidaly 14 % u spekulativních a 18 % u investičních instrumentů a, co vzrostly v dubnu shodně o 7 %, klesly v dalších třech měsících o 22 %, resp. 25 %.

## DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**U české výnosové křivky byly pohyby v srpnu velmi mírné.** Dvouletý výnos poklesl o 7 b. b. na 3,58 %, desetiletý pak o 4 b. b. na 4,35 %.

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

**V Polsku** se křivka v srpnu nezměnila: na krátkém konci klesly výnosy o 2 b. b. na 4,36 %, na desetileté splatnosti naopak o 2 body vzrostly na 5,50 %.

## DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Přestože klesá, turecká inflace je stále velmi vysoká. Po průměrných 58,5 % v roce 2024 se letos očekává zpomalení na 33,8 %, v roce 2026 pak na 22,2 %. V červnu

## INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

2025 inflace činila 35 %, což je sice historicky vysoké číslo, ale výrazně nižší než dříve. Centrální banka (TCMB) po období extrémně přísné politiky zahájila v červenci 2025 opět uvolňování. Klíčová sazba byla snížena z 46 % na 43 % a do konce roku by mohla klesnout do rozmezí 32–40 %. Výhled je tedy postupně uvolňující, protože dezinflační trend a úroveň reálných úrokových sazeb dávají větší prostor k podpoře ekonomiky. Zásadním a opět oživeným rizikem je politické ovlivňování nejen měnové politiky, ale i opozice a jejích kandidátů. Ceny tureckých státních dluhopisů v srpnu rostly při stabilním oslabování měnového kurzu. Začátkem září nicméně negativně reagovaly na další politický zásah do opozičních řad.

### DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ukrajinské státní dluhopisy se cenově držely na vyšších úrovních, když reagovaly vesměs pozitivně na příchozí informace ohledně možného začátku vyjednávání. Ceny se tak držely v rozmezí 50–55 % nominální hodnoty. V závěru měsíce nicméně část předchozích zisků korigovaly v reakci na stále přetrvávající maximalistické požadavky ruské strany.

### MĚNY

**Dolar proti euru** celý srpen jen kolísal v pásmu 1,16–1,17. **Polský zlotý** strávil srpen rovněž jen oscilací v pásmu 4,24–4,28. **Maďarský forint** posílil z úrovně 400 do pásma 395–397. Ani **česká koruna** se trendu ostatních regionálních měn v srpnu nevymykala: celý srpen strávila v pásmu 24,4–24,6.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Vzhledem k tomu, že **ČNB se již dostala do momentu, kdy se sazby přiblížily neutrální úrovni**, z domácího prostředí silnější impulsy k případnému poklesu výnosů na vládních dluhopisech nevidíme. Rozpočet je a zůstane v deficitu, je však nutno říci, že ve výrazně nižším, než v okolních zemích (v Polsku deficit kolem 5,5 % HDP, Slovensko v roce 2024 skoro 6 %, v roce 2025 4,5 %, Maďarsko 4,9 % v minulém roce a necelá 4 % v letošním). Pokud nedojde k výraznému hospodářskému ochlazení v Evropě z titulu celních válek, **očekáváme v ČR solidní ekonomický růst**, živený spotřebou a naakumulovanými úsporami, což by mělo podporovat střednědobá inflační očekávání a držet ČNB na uzdě co se týče dalšího snižování úrokových sazeb. Samozřejmě, české výnosy budou nadále výrazně ovlivňovány vývojem v zahraničí – ve výsledku očekáváme nadále pozitivní sklon výnosové křivky s tendencí k mírně rostoucím výnosům na delších splatnostech. **Střednědobě by se desetiletý výnos měl dle nás pohybovat zhruba v pásmu 4–5 %.**

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

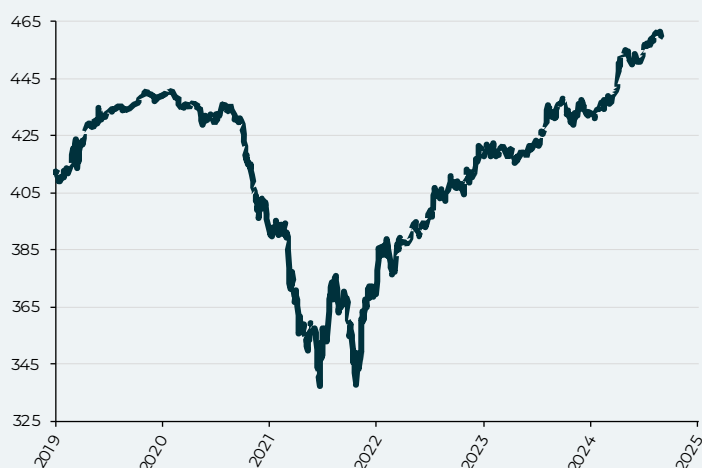
Inflační obrázek se návratem inflace do tolerančního pásma centrální banky a zpomalením dynamiky jádrové inflace zlepšuje. Polská centrální banka tak bude nadále pokračovat ve snižování sazeb, byť vzhledem ke stále napjatému trhu práce a vysokému růstu mezd jen opatrně. Na krátkém konci vidíme prostor pro setrvalý pokles ke 4 %, na delším výnosy s největší pravděpodobností zůstanou v nejbližších měsících kolem 5 %.

### INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

#### BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



#### BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Turecká ekonomika v roce 2025 zpomaluje a nachází se v období přechodu po letech vysoké inflace a napjaté měnové politiky. Po růstu HDP o 5,1 % v roce 2023 a o 3,2 % v roce 2024 se letos očekává expanze jen kolem 2,9 %, tedy nejpomalejší tempo od pandemického roku 2020. Nedávná čísla za druhý kvartál sice překvapila silnějším růstem jak meziročně, tak mezikvartálně, silný vliv měly ale efekt srovnávací základy a zásoby. Domácí poptávka nicméně zpomaluje menším tempem, než by se ve světle předchozí přísné měnové politiky dalo čekat. Zásadní bude udržení rozumného tempa snižování sazeb v kontextu ukotvení inflačních očekávání a udržení kladných reálných úrokových sazeb.

## MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** bude vývoj v dalším období určovat, jak moc chaotická bude další hospodářská politika prezidenta Trumpa. Jelikož Trump rozebírá všechny pilíře, na nichž stála síla dolaru (předvídatelná hospodářská politika, vláda zákona, kooperace se spojenci), dolar je stále fundamentálně příliš silný a také zranitelný (dvojí deficit) a ke všemu se v srpnu přidal i útok na FED (snaha o zbavení se Lisy Cookové, členky FOMC), nevidíme prostor pro setrvalejší posílení. Pokud se dolar někam pohne, pak dále na slabší stranu. Fundamentální hodnota (1,2–1,3 USD/EUR) může být nejbližším cílem.

**Česká koruna** profituje z faktu, že růst je obstojný a ČR má relativně malé makroekonomické nerovnováhy. Koruna tak dle nás zůstane pod hranicí 25 korun za euro. Vychýlení na slabší stranu by vyžadovalo turbulence na světových trzích.

**Polský zlotý** dle očekávání zkorigoval z pětiletých maxim na znatelně slabší úrovně. Stávající úrovně kolem 4,25 vidíme jako mírně slabší, než bychom si představovali. Jelikož dle nás polská centrální banka bude postupovat ve snižování sazeb opatrně, zlotý se dle nás ustálí mezi 4,20 a 4,25 PLN/EUR. Podobně jako pro korunu či forint je rizikem pro oslabení případná další větší nervozita na hlavních trzích.

**Maďarský forint** nemá důvod setrvaleji posilovat: úrokový diferenciál se dost snížil, maďarská ekonomika 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. Dle nás tak nevidíme důvod pro cokoliv jiného než setrvalý pobyt mírně nad hranicí 400 forintů za euro.

## AKCIOVÝ TRH

Stále vidíme **zvýšená rizika** primárně **spojená s novou americkou administrativou pod prezidentem Trumpem** a s tím vytvářenou nejistotou. Velice **nečitelná geopolitická situace** při měnění nastaveného světového řádu přináší spousty rizik. **Celní války** mohou v konečném důsledku nejvíce poškodit samotné USA. **Pokles korporátních zisků** a propad kapitálového trhu negativně dopadne na bohatství Američanů. Proto jsme i na základě dražších hodnotových ukazatelů na americké společnosti ve střednědobém horizontu opatrní. Naopak **prostor pro přesun nejen finančního kapitálu do Evropy** může táhnout místní akcie výše. Hodnotové ukazatele evropských společností jsou výrazně levnější oproti americkým. Zároveň možné snížení byrokracie, revize nastavení energetického trhu, zvyšování výdajů na obranu a snad revize hodnot povedou ke ztraktivnější místních akcií. Nadále jsme ze středně- a dlouhodobého hlediska **pozitivní na střeoevropské akcie**, které se obchodují na úrovni přibližně desetinásobku očekávaného P/E, což z místního trhu dělá jeden z nejlevnějších regionů na světě. Pokud by opravdu došlo k uzavření míru mezi Ukrajinou a Ruskem (což se nám nyní jeví jako méně pravděpodobné) a s bezpečnostními zárukami proti dalšímu napadení ze strany Ruska by se celý akciový region střední Evropy posunul výrazně výše.

## 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](http://www.conseq.cz).

Zjistěte více!



Kontaktujte nás

[wm@conseq.cz](mailto:wm@conseq.cz)

+420 225 988 200

[www.conseq.cz/wm](http://www.conseq.cz/wm)