

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	0,13 %	USA	0,62 %	USD/EUR	0,53 %	Ropa Brent	– 2,87 %
Evropa – DJ Stoxx 600	0,79 %	Evropa	– 0,03 %	CZK/USD	– 1,61 %	Zemní plyn	17,60 %
Japonsko – Nikkei 225	– 4,12 %	ČR	– 0,17 %	CZK/EUR	– 1,00 %	Sil. elektřina	0,29 %
MSCI – Emer. Mark.	– 2,47 %	Polsko	1,18 %	PLN/EUR	– 0,36 %	Zlato	5,55 %
ČR – PX	4,03 %	Maďarsko	0,00 %	HUF/EUR	– 1,66 %	Stříbro	17,21 %
Polsko – WIG30	0,06 %	Turecko*	3,93 %	TRY/EUR	1,49 %	Měď	3,03 %
Maďarsko – BUX	1,99 %	* BofA Merrill Lynch index					

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Všechna data nadále ukazují na pokračující růst ekonomiky, i když jen velmi pozvolným tempem. ECB drží sazby beze změny.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle prvního odhadu ve 3. čtvrtletí 2025 +0,2 % q/q, což je oproti druhému čtvrtletí (+0,1 % q/q) jen minimální zlepšení. Dobrou zprávou ale je, že cla zatím s evropskou ekonomikou moc nezahýbala (cla však efektivně platí jen od srpna, takže se možná ještě jejich efekt projeví). Z velkých zemí jako obvykle nejrychleji ve 3Q25 rostlo Španělsko (+0,6 % q/q), následováno Francií (+0,5 % q/q), jejíž tempo tak bylo nejrychlejší od posledního čtvrtletí 2024. Německá i italská ekonomika jen stagnovaly. Struktura růstu zatím zveřejněna nebyla.

V datech zveřejněných během listopadu 2025 nebylo nic zvláštního: všechno ukazuje na pokračující růst pomalým tempem.

Průmyslová produkce po konečném poklesu ve druhém čtvrtletí o 2,3 % (což byl ale menší pokles než růst o 4 % v prvním čtvrtletí, způsobený předzásobením z USA), **klesla nakonec mírně i ve třetím čtvrtletí, a to o 0,2 % q/q. Meziročně tedy byla v září produkce jen o 1,2 % vyšší.** Vinu na tomto vývoji má zejména Německo, jehož produkce meziročně v září klesla o 0,8 %, a nadále je tak stále zhruba 15 % pod předpandemickou úrovní (míra využití průmyslových kapacit je již přes rok na úrovních, jaké jsme naposledy viděli během Velké finanční krize v letech 2008–9). Zbývající velké země (Španělsko, Francie, Itálie) rostly koncem 3. čtvrtletí prakticky shodným meziročním tempem kolem +1,5 %.

Vývoj v průmyslu v eurozóně tak odpovídá vývoji indexu nákupních manažerů (PMI). Jeho průměrná hodnota ve 3. čtvrtletí dosáhla totiž 50,1 bodu, čemuž zhruba odpovídá meziroční tempo růstu. Ani čtvrté čtvrtletí pak nebude zřejmě lepší: **v říjnu dosáhl index rovných 50 bodů, v listopadu mírně klesl na 49,7 bodu.** Průmysl tak setrvává poblíž stagnace.

Dle **indexu IFO**, který mapuje podmínky **v Německu**, je situace v největší evropské ekonomice charakterizována **rozdílným vývojem ve dvou hlavních složkách indexu** – v hodnocení stávající situace a v očekáváních. Co se týče hodnocení stávající situace, zde jsme už rok a půl na nejnižších úrovních od Velké finanční krize (v listopadu 85,6 bodu). Naopak **subindex očekávání** se v říjnu dostal **nejvýše (91,6 bodu) od února 2022**, tj. od ruského vpádu na Ukrajinu (kdy byl index očekávání 98,2); **v listopadu pak jen o bod poklesl.** Uvidíme, zda se jedná o indikaci skutečného budoucího zlepšení, anebo jen o falešnou naději.

Maloobchodní tržby rostly v první polovině roku stejným čtvrtletním tempem: v prvním čtvrtletí o 0,6 % q/q, ve druhém o 0,7 % q/q. **Ve třetím čtvrtletí tržby poklesly o 0,2 % m/m**, což znamená, že jejich meziroční tempo se v září dostalo na +1 %. To je méně, než by šlo vzhledem k vývoji nominálních mezd a vývoji inflace očekávat. **Míra nezaměstnanosti** již dlouhou dobu jen osciluje kolem historického minima, které po sezonním očištění činí 6,2 %. **V září byla míra nezaměstnanosti kosmeticky (6,3 %) nad touto úrovní**, a tedy na naprosto stejné hodnotě jako byla před rokem. Nejnižší z velkých zemí je nezaměstnanost stále v Německu (ale i zde narostla, na 3,9 % z 3,4 % v září 2024), nejvyšší ve Španělsku (zde ovšem kontinuálně klesá, 10,5 % vs. 11,1 % před rokem).

Mzdy stále rostou solidně. Dle indexu sjednaných mezd, jež sleduje ECB, sice ve třetím čtvrtletí tempo jejich růstu výrazně zpomalilo (ze 4 % ve 2Q25 na 1,9 % ve 3Q25), ale to je spíše odrazem výrazně zvýšené základny z roku 2024 (tempo růstu sjednaných mezd ve 3Q24 dosáhlo historického maxima 5,4 %). Data o vývoji indexu nominálních nákladů práce za třetí čtvrtletí ještě kompletní nemáme, ale dle dat za průmyslový subsektor se nezdá, že by dynamika růstu mezd výrazněji zvolnila: v 1. čtvrtletí rostly mzdy v průmyslu tempem o 0,9 % q/q, ve druhém o 1 %, **ve třetím pak opět tempem +0,9 % q/q** (a tedy +3,5 % r/r). Tato tempa

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

růstu mezd jsou (v průmyslu zcela zřejmě) nad úroveň tempa růstu produktivity práce, neohrožují však dle nás plnění inflačního cíle ECB. Současně však neumožňují ani další pokles sazeb.

V sektoru služeb se situace dále zlepšuje. Poté, co se index PMI ve službách ve třetím čtvrtletí průměrnou hodnotou 51 bodů udržel v teritoriu expanze, se za první dva měsíce čtvrtého čtvrtletí dále zlepšil, a dostal se tak v průměru na skoro 53 bodů (**v listopadu samotném 53,1**). Růst budou tedy i nadále táhnout služby.

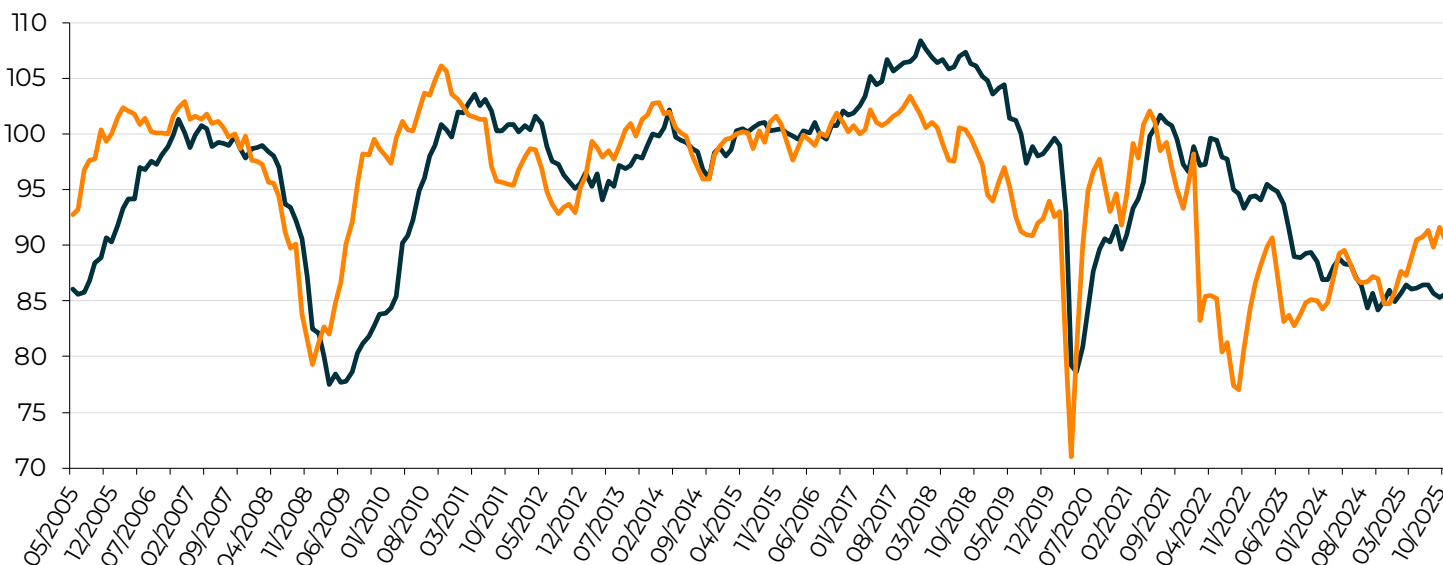
Po dubnovém výrazném zhoršení se v dalších měsících index důvěry domácností mírně zlepšil. Z dubnové hodnoty -16,6 bodu se index důvěry domácností v říjnu a **v listopadu dostal na -14,2 bodu**. To je stejná hodnota jako počátkem roku (-14,1 bodu), ale nadále bohužel také hodnota pod dlouhodobým průměrem (-10,1 bodu).

Jádrová inflace zůstala i v listopadu svou dynamikou na hodnotě (v případě pololetní dynamiky lehce nad hodnotou), která je konzistentní s dlouhodobým plněním inflačního cíle ECB, stanoveným jako celková inflace nacházející se na 2 procentech. V posledních třech měsících do listopadu 2025 totiž jádrová inflace (po sezonním očištění) přidala 0,5 % a za poslední pololetí 1,2 %. **Meziroční celková inflace dosáhla v listopadu 2,2 %, jádrová pak 2,4 %.**

ECB na svém posledním zasedání v říjnu ponechala sazby beze změny na 2 %, což se očekávalo i vzhledem k tomu, co v předchozích měsících Lagardeová říkala: „rizika pro vyšší i nižší inflaci jsou více v rovnováze“, „domácí ekonomika vykazuje známky odolnosti“ (narážka na cla) a „trh práce je solidní“. Na říjnovém zasedání také zopakovala, že ekonomika je dle ní „v dobré pozici“ a ECB udělá všechno, aby to tak zůstalo. Je tak jisté, že v nejbližších měsících se sazby nikam nepohnou.

V německé ekonomice vidíme známky optimismu ohledně budoucnosti.

IFO Index v Německu, očekávání a hodnocení stávající situace (2015=100)



Zdroj: IFO Institute, ke stažení [ZDE](#).

USA

Absence čerstvých makroekonomických dat komplikuje posuzování aktuálního stavu americké ekonomiky.

Růst americké ekonomiky 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), se **ve druhém čtvrtletí vrátil do černých čísel, když dle třetího odhadu dosáhl dokonce +3,8 %** (vs. druhý odhad +3,3 %). Příspěvek poptávky domácností dosáhl skoro 1,7 p. b. (vs. 1,1 p. b. ve druhém odhadu), příspěvek dovozů po -4,7 p. b. v prvním čtvrtletí dosáhl ve druhém +5 p. b. Podobný efekt, jen s opačným průběhem – 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. V podstatě se tak v první polovině roku tyto vlivy vyruly.

Jediným podstatnějším faktorem s vlivem na růst tak byly v prvním pololetí fixní investice: v prvním čtvrtletí

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

přidaly růstu 1,2 p. b., ve druhém 0,7 p. b. Evidentně zde silnou roli hrají výdaje na informační technologie (AI), které v prvním pololetí vzrostly tempem 30 % r/r.

Měsíční makroekonomická data, která měla být zveřejněna během listopadu, v mnoha případech kvůli „odstávce“ („shutdown“) americké federální vlády zveřejněna nebyla. Uvádíme tedy jen poslední dostupná data.

Reálné maloobchodní tržby v prvním pololetí lehce poklesly, když v prvním čtvrtletí stagnovaly a ve druhém klesly o 0,5 %. 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). **Třetí čtvrtletí bylo totiž o něco lepší: tržby** přidaly v červenci 0,5 % m/m a v srpnu 0,3 % m/m, takže i když v září poklesly (–0,2 % m/m), stačilo to na **první letošní růstové čtvrtletí (+0,5 %)**. Meziroční tempo tedy koncem třetího čtvrtletí dosáhlo +1,2 %, což je mimochodem stejně slabé jako v eurozóně.

Trh práce je z historického pohledu nadále silný, ale ochlazuje. Míra nezaměstnanosti dosáhla **v září 4,4 %, což je o 0,3 p. b. více než před rokem** (a o 0,6 p. b. více než před dvěma lety), **výrazně zpomalila tvorba nových pracovních míst.** Zdá se, že se jedná v podstatné části o efekt nejistoty způsobené cly prezidenta Trumpa, která nyní jsou u Nejvyššího soudu: zatímco totiž ještě v prvních 4 měsících letošního roku v soukromém sektoru vzniklo 433 tis. pracovních míst, v dalších pěti měsících už jenom 213 tis. Uvidíme, zda bude mít (nejspíš cla rušící) verdikt NS nějaký dopad, anebo zda už byla „škoda napáchána“ a trh práce se bude i dále mírně zhoršovat. Míra volných pracovních míst se moc nemění. Dle průzkumu JOLTS **v srpnu dosáhla 4,3 %**, 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 nad dvacetiletým předpandemickým průměrem (3,1 %).

Meziroční tempo růstu mezd je stabilizované. Dle dat z průzkumu CES (Current Employment Statistics) meziroční tempo růstu mezd v září dosáhlo 3,8 %, což je tempo pouze o 0,1 p. b. pomalejší než před rokem.

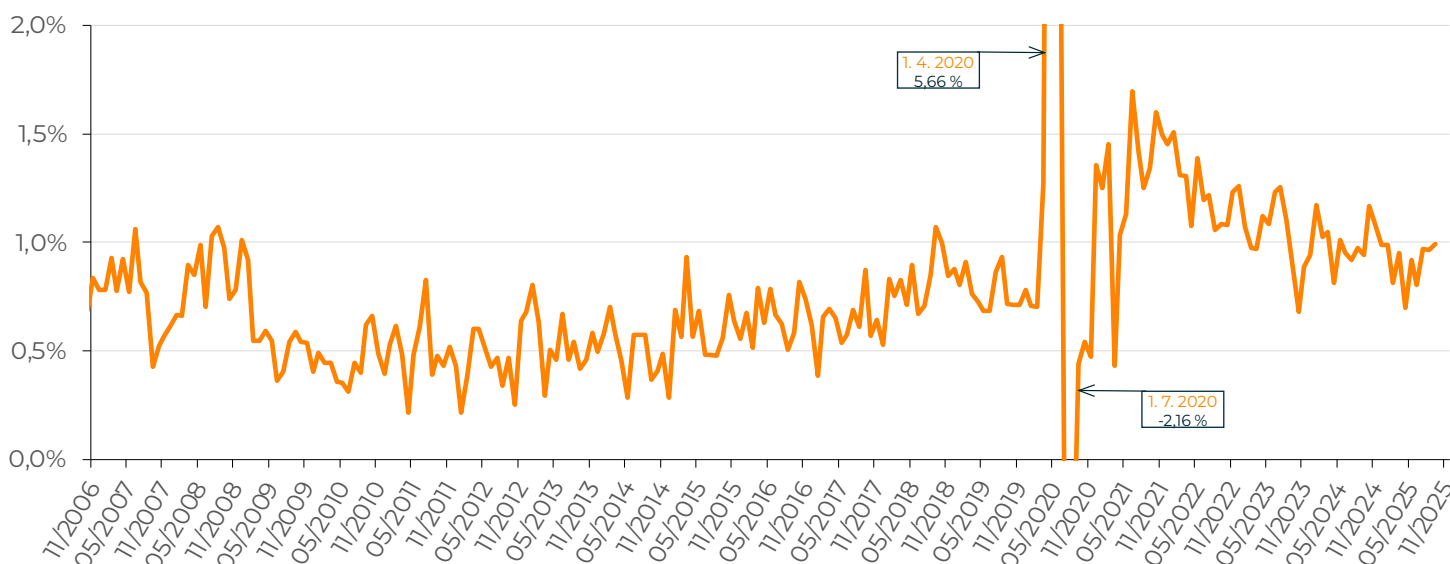
Kvartální dynamika tempa růstu mezd se drží na 1 %, pololetní pak na 1,8 %. Tyto hodnoty jsou tak konzistentní s ročním tempem růstu zhruba 3,5–4 %.

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 (–0,2 % q/q). **Ve třetím čtvrtletí pak přidaly 2,5 % q/q, což znamená, že jejich meziroční tempo dosáhlo 4 %.**

Reálná průmyslová produkce v prvním čtvrtletí přidala 0,7 % q/q, ve druhém pak 0,5 % q/q, **v prvních dvou měsících třetího čtvrtletí však klesla** (–0,2 % m/m v červenci a –0,1 % v srpnu). **Meziroční tempo růstu dosáhlo 0,8 %**, což společně s předchozími roky znamená, že je produkce dokonce o 2,7 % nižší než před sedmi lety. První Trumpova cla tak příliš průmyslu do Ameriky nevrátila a není důvod si myslet, že to s jeho druhým pokusem (i kdyby nakonec prošel Nejvyšším soudem) bude jiné.

Tempo růstu mezd je stabilizované.

Růst americké nominální hodinové mzdy za předchozí čtvrtletí



Zdroj: Bls.gov (dostupné [ZDE](#))

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Jádrová PCE inflace v **posledních 3 měsících do srpna dosáhla 0,73 %**, což nadále indikuje anualizované tempo růstu jádrové inflace lehce nad cílem FEDu. **Meziroční jádrová PCE inflace dosáhla v srpnu 2,9 %, tj. nejrychlejšího tempa od letošního února.** Vzhledem k tomu, že se v cenové hladině ještě nestihla projevit cla a permanentní hrozbou pro cenovou stabilitu zůstává velmi volná fiskální politika, zejména po přijetí „Big Beautiful Billu“, není nemístné čekat, že vyšší inflace v Americe ještě neřekla poslední slovo. **Spotřebitelská CPI inflace, která za září ještě zveřejněna byla (za říjen už ne), dosáhla na sezonně očištěném základě 0,3 % m/m** (a tedy 3 % r/r). Jádrová inflace (bez energií a potravin) vzrostla o 0,2 % m/m (ve dvou předchozích měsících přidala vždy shodně po 0,3 %) a tedy také 3 % meziročně.

Americká centrální banka koncem října opět (podruhé v řadě) snížila sazby; hlavní sazba se tak dostala do pásma 3,75–4 %. Na tiskovce však šéf FEDu Powell tlumil očekávání na další snížení, když řekl, že „*prosincové snížení ani zdaleka není jisté*“. Faktorem proti snížení sazeb je stále vysoká inflace, faktorem pro snížení sazeb pak jistá slabost tvorby pracovních míst. Dodatečným faktorem pro to, aby sazby neklesaly, pak je absence makroekonomických dat (slovy Powella: „*Když jedete v mlze, co uděláte? Zpomalíte.*“).

CEE3

ČR

Důvěra domácností se vrátila na předcovidovou úroveň. Růstu ekonomiky tak bude i nadále nejvíce pomáhat poptávka domácností.

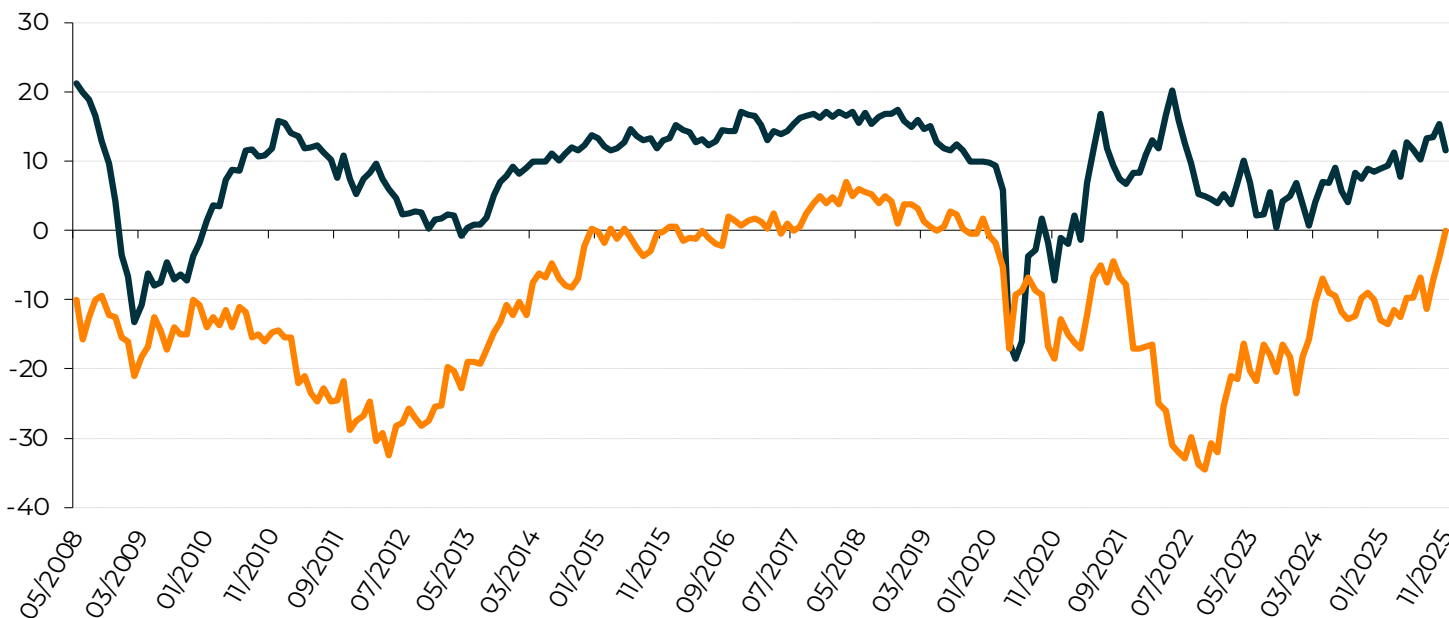
Dle druhého odhadu tempa růstu **HDP za 3. čtvrtletí 2025** dosáhlo tempo růstu **+0,8 % q/q** (a tedy +2,8 % r/r); to bylo tempo o 0,1 p. b. rychlejší než ve čtvrtletí prvním a dvojnásobné oproti předcházejícímu čtvrtletí. Meziroční růst HDP o 2,8 % podpořily zejména výdaje na konečnou spotřebu domácností (+2,1 % r/r) a tvorba hrubého kapitálu (+3,3 % r/r). K mezičtvrtletnímu růstu přispěly poptávka domácností (+0,3 % q/q) a vývoz (+1 %).

Průmyslová produkce, která v prvním pololetí poklesla o 0,4 %, ve třetím čtvrtletí přidala 0,8 %. Meziroční tempo je sice kladné, ale jenom velmi mírně (+1,1 %). K tomuto růstu dle ČSÚ „*nejvíce přispěla odvětví výroba kovových konstrukcí a kovodělných výrobků, výroba pryžových a plastových výrobků a výroba elektrických zařízení*“. Dobrou zprávou je, že **o 4,5 % r/r vzrostla hodnota nových zakázek**, zejména díky růstu (+5,6 %) zakázek ze zahraničí.

Index PMI se v posledních měsících zhoršil. Poté, co v červnu 2025 poprvé od května 2022 překonal hranici 50 bodů (50,2 bodu), v dalších měsících zpomalil, a to na až na 47,2 bodu v říjnu a **47,5 bodu v listopadu.** Zlepšení proti říjnu vyplynulo z menšího poklesu nových objednávek, a to díky prvnímu růstu zahraničních objednávek od února 2022.

Důvěra domácností je na předcovidové úrovni.

Důvěra českých **spotřebitelů** a **firem** (ČSÚ)



Zdroj: ČSÚ, dostupné [ZDE](#).

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Kvartální dynamika **maloobchodních tržeb**, která byla v prvním čtvrtletí skoro procentní (+0,9 %), ve druhém čtvrtletí zpomalila na polovinu (+0,5 % q/q) a **ve třetím čtvrtletí opět na polovinu: tempo kvartálního růstu dosáhlo 0,3 %**. **Meziročně byly tržby vyšší o 2,9 %**, což je o něco méně, než bychom čekali (mzdy rostou sedmiprocentním nominálním tempem, inflace je do tří procent, míra úspor – snad – neroste). Nejvíce se na meziročním růstu podílí tržby u paliv (+10,9 %) a v nepotravinářském segmentu bez aut (+3,3 %). Tržby za potraviny nerostou.

Důvěra domácností se v listopadu dostala nejvýše od prosince 2019, tj. od doby těsně před začátkem covidové pandemie. Důvodem byl růst podílu respondentů očekávajících v příštích 12 měsících zlepšení celkové ekonomické i osobní finanční situace. **Důvěra firem** se v říjnu hodnotou 15,4 bodu dostala nejvýše od června 2022 (15,9 bodu), což bylo zásluhou vývoje v segmentu služeb, kde se důvěra dostala na nejvyšší hodnotu od roku 2008. **V listopadu** však došlo díky zhoršení důvěry ve stavebnictví, v průmyslu, ale (byť mírně) i ve službách, **k poklesu na 11,6 bodu** (nejníže od letošního července).

Česká měnově-politická inflace v posledním čtvrtletí do října stagnovala (v samotném říjnu +0,5 %), její meziroční tempo tak v září dosáhlo +2,3 %. Poptávková inflace v posledním čtvrtletí také stagnovala (říjen: +0,4 %), což je o něco vyšší tempo než v letech 2020 (–0,2 %), a 2023 (–0,2 %), ale stejné jako v roce 2024. Meziroční tempo zůstává lehce zvýšené na +2,8 %. **Jediný problém nadále způsobují služby**: v prvních 10 měsících přidaly 4,5 % a **meziroční tempo jejich růstu v září dosáhlo +4,6 % r/r** (ceny zboží přitom rostly tempem jen +1,3 %).

Na služby jakožto na problematické inflační místo stále poukazuje i ČNB. Ta na zasedání v listopadu, stejně jako v srpnu a v září, ponechala sazby bez změny. Důvodem bylo, že BR ČNB považuje rizika za v souhrnu proinflační: hlavními faktory jsou obava z expanzivní fiskální politiky, stále rychlý růst mezd a setrvalý růst cen služeb.

POLSKO

Inflace pohodlně v tolerančním pásmu a zpomalující růst mezd umožňují polské centrální bance dále snižovat sazby.

Polský **HDP vzrostl ve třetím čtvrtletí o 0,9 % q/q**, což bylo tempo srovnatelné s předchozími dvěma kvartály: v prvním dosáhlo tempo růstu +0,7 % q/q, ve druhém +0,8 % q/q. Meziroční tempo dosáhlo +3,8 %. Na meziročním růstu se výrazně podílely náklady vlády (+1,5 p. b.) a spotřeba domácností (+2 p. b.). Příspěvek fixních investic (+1,1 p. b.) byl v podstatě celý vymazán zásobami (–1 p. b.), které poprvé od druhého čtvrtletí 2024 klesly.

Průmyslová produkce poté, co v prvním pololetí přidala 1,1 %, zaznamenala **velmi silné třetí čtvrtletí**: v červenci produkce po sezonním (ale ne kalendářním) **očistění přidala meziměsíčně 0,9 %, v září dokonce 4,1 % m/m**, což ze třetího čtvrtletí i přes srpnový pokles udělalo nejrychlejší průmyslové čtvrtletí od 2. čtvrtletí 2024. Jelikož se však jedná o data zatížená rozdílným počtem pracovních dní, a tudíž o jednorázový efekt, v dalším čtvrtletí se takový výsledek určitě nezopakuje. **Potvrdila to i říjnová data: produkce klesla o 1 % meziměsíčně**, což znamenalo, že **meziročně byla vyšší jen o 1,1 %**. Za prvních 10 měsíců tak průmyslová produkce přidala 2,8 %, zejména díky zpracovatelskému průmyslu (+3 %).

Index PMI se nejdříve v únoru po skoro třech letech vrátil do růstového teritoria, když překonal 50,6 a nad hranici 50 bodů setrval až do dubna. Pak ale přišlo výrazné zhoršení způsobené nejspíš cly prezidenta Trumpa: v květnu se totiž index propadl na 47,1 bodu, v červnu dokonce na 44,8 bodu. Od té doby se však postupně zlepšuje: **v listopadu se dostal na 49,1 bodu**, a to jako výsledek menšího poklesu skutečné produkce než v říjnu. Nové objednávky nadále klesají, přestože exportní objednávky poprvé od března vzrostly.

Reálné maloobchodní tržby v prvním pololetí přidaly 1,4 %, **ve třetím čtvrtletí však jen stagnovaly** (+0,1 % q/q). V říjnu přidaly 1,9 % m/m, a tedy 5,6 % r/r. V prvních 10 měsících letošního roku tak přidaly tržby 4,3 %, nejvíce v sektorech motorových vozidel (+10,4 %), oblečení (+10,8 %) a vybavení pro domácnost (+15,1 %).

Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká, z historických minim však přece jenom už narostla: v červnu dosáhla 5,2 %, **v říjnu už 5,6 %** (o 0,7 p. b. víc než před rokem). Nárůst nezaměstnanosti byl vidět zejména v průmyslu. Mzdy však přesto stále rostou, i když tempo výrazně zpomalilo a nedosahuje dvouciferných čísel, která jsme viděli v minulém roce: **v říjnu vzrostly mzdy o 6,6 %** (za prvních 10 měsíců pak o 8,1 %).

Inflace v srpnu i v září stagnovala, v říjnu vzrostla jen minimálním tempem (**+0,1 % m/m**), což znamená, že **za prvních 10 měsíců přidala 2,2 %** (vs. +4,1 % za stejné období roku 2024) a říjnovou hodnotou (2,8 %) zůstala pohodlně v tolerančním pásmu polské centrální banky (2,5 % ± 1 p. b.). I u jádrové inflace vidíme pozitivní vývoj. V prvních 10 měsících přidala 2,9 % (v říjnu +0,1 % m/m), což bylo také lepší než ve stejném období v minulém roce (3,8 %).

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

Centrální banka snížila sazby v červenci, v září, v říjnu i v listopadu, a to vždy o 0,25 p. b., na nyníjších 4,25 %. Nová prognóza, představená na posledním zasedání, čeká ve srovnání s červencem lepší inflační vývoj, zatímco u HDP se očekávání nezměnilo. Další snížení je vzhledem k inflačnímu vývoji pravděpodobné, dost možná však až příští rok s novou prognózou (pokud tedy inflace v mezidobí nebude překvapovat směrem dolů, jako tomu bylo v posledních měsících).

MAĎARSKO

Ekonomika neroste, a přestože inflace zpomaluje, centrální banka s ohledem na vládní cenové stropy a vysoká inflační očekávání domácností zůstává v jestřábím módu.

Ekonomika ve třetím čtvrtletí i dle druhého odhadu po sezonním očištění mezičtvrtletně jen stagnovala. Ekonomika tak v podstatě **3 roky neroste**: od čtvrtého čtvrtletí 2022 do třetího čtvrtletí 2025 přidala celkem jen 0,5 %. Struktura dat ukázala, že meziročnímu růstu (o 0,6 %) pomohla nejvíce poptávka domácností (+1,2 p. b.) a změna zásob (+4,3 p. b.), ubrala naopak balance čistého exportu (-3,3 p. b.).

Dynamika maloobchodních tržeb ve třetím čtvrtletí byla vcelku slabá: v červenci tržby poklesly o 0,5 % m/m, v srpnu přidaly 0,8 % m/m a v září stagnovaly, takže **za celé minulé čtvrtletí vzrostly tržby jen o 0,3 % q/q** (+1,2 % ve druhém a +1,3 % v prvním čtvrtletí). **Meziroční tempo v září dosáhlo +3 %**. Za prvních 9 měsíců letošního roku tak tržby přidaly 2,8 % r/r.

Míra nezaměstnanosti v posledních třech měsících do října dosáhla 4,6 %, což je sice nad historickým minimem z poloviny roku 2022 (3,3 %), ale nadále je to hodnota velmi nízká. Za poslední dva roky narostla o 0,5 p. b., za poslední rok se nezměnila.

Růst mezd (i proto) stále pokračuje vysokým tempem, byť jeho dynamika proti předcházejícím rokům přece jenom zvolňuje: průměrné meziroční tempo v prvních 9 měsících letošního roku dosáhlo 9,1 %, **v září pak 9,5 %**. Reálné mzdy tedy stále rostou kladným tempem zhruba o 4–5 %. Nominální tempa jsou to stále velmi vysoká, ale před rokem (+12,5 %) či před dvěma lety (+14,1 %) byla vinou inflace znatelně vyšší.

Průmyslová produkce zůstává slabá, v prvním pololetí 2025 poklesla o 1,3 % q/q, třetí čtvrtletí bylo ale mírně růstové. V červenci i v září totiž produkce rostla (+1,8 % m/m a +1,3 % m/m), a tak i když **v srpnu o 2,3 % klesla**, na růstové třetí čtvrtletí to stačilo. Za prvních 9 měsíců je produkce meziročně nižší o 3,4 %, a to jako důsledek poklesu v elektrotechnickém sektoru (o 13,2 % r/r) či v objemově největším sektoru dopravní techniky (o 4,4 %).

Celková inflace i inflace jádrová v prvních 10 měsících přidaly 2,8 %, resp. 2,9 %. **V říjnu i v září celková inflace i jádrová inflace meziměsíčně stagnovaly**. Meziročně tedy celková inflace zůstala v říjnu na zářijové hodnotě 4,3 %, jádrová dosáhla 4,2 %. **Hlavním faktorem růstu cen** nadále zůstávají **služby, i když u nich pozorujeme zpomalení růstové dynamiky**. **V říjnu** totiž přidaly už jen v podstatě „českých“ **6,7 % r/r** (nájemné +9 %, dovolené +13,2 %, ceny vozidel či obydlí cca +10 % atd.), před rokem přitom rostly meziročním tempem +7,2 %, před dvěma roky o 13,6 % r/r. Je však nutné dodat, že inflaci uměle udržují o cca 1,5 p. b. níže vládou stanovené cenové stropy a inflační očekávání domácností jsou stále velmi vysoká (20 %).

I proto si maďarská centrální banka (NBH) dává od října 2024 pauzu, říjnové 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 se nyní zaměřuje na stabilitu měny.

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 i v září mezi 62 a 66 dolary za barel. Říjen byl o něco zajímavější, když ropa zamířila dokonce pod hranici 60 dolarů (poprvé od dubna–května), a to ze dvou důvodů: pokrok k příměří v Gaze a opětovný nárůst napětí mezi USA a Čínou (Trumpovy hrozby ohledně dalších cel, čínská stopka na vývoz kovů vzácných zemin). To vše trvalo ale jen chvíli, koncem října se ropa opět vrátila nad 60 dolarů za barel. V listopadu pak zůstala těsně pod touto hranicí.

AKCIOVÉ TRHY

Listopad byl pro akciové trhy z hlediska výkonnosti **nevýznamným měsícem**, kdy si americký index S&P500 připsal pouhých +0,5 %, evropský index DJ STOXX 600 pak mírnou ztrátu -0,4 %. Pod povrchem však **narůstala nervozita projevující se vyšší volatilitou**. Zatímco předchozí měsíce byly ve znamení euforie kolem AI a snižování sazeb, v listopadu začali investoři **zpochybňovat vysoké valuace některých velkých technologických firem** napojených na umělou inteligenci. Přestože **výsledková sezona** zůstala solidní a **zisky opět překonaly očekávání**, otázky ohledně návratnosti kapitálově náročných AI projektů vedly k opatrnosti, zejména ve druhém a třetím listopadovém týdnu. Nejsledovanější kvartální hospodářské výsledky byly v případě současného hegemonu AI, výrobce čipů Nvidia. Výsledky dopadly nad očekávání analytiků a dodaly trhům opět důvěru v současný trend AI (nebudeme se o současné tržní hodnotě společnosti).

Výroky členů **FEDu** ohledně vývoje inflace byly různorodé, avšak oslabující trh práce vede trh k očekávání dalšího snižování úrokových sazeb. Na konci roku **2026** mnozí očekávají **základní úrokovou sazbu okolo 3 %**, s pravděpodobným dalším snížením o 25 bazických bodů již v letošním prosinci. Samozřejmě rozhodování bankovní rady FEDu je a bude poznamenáno **shutdownem americké vlády**, který zpozdil nebo znemožnil publikaci klíčových údajů – část inflačních a pracovních statistik nebude vůbec doplněna. Vedle toho některé velké americké maloobchodní řetězce avizovaly, že v prvním pololetí roku 2026 přenesou **vyšší náklady z dovozních tarifů** do koncových cen – tedy že inflační vliv protekcionismu se teprve projeví.

Index STOXX 600 zakončil měsíc v mírné ztrátě, když trhy ztrácely dech po říjnovém růstu a výprodeje technologických titulů se přelily i do evropských IT firem. **S&P 500 se** navzdory zvýšené volatilitě **držel**, zatímco technologický Nasdaq byl mírně pod tlakem. Investoři zůstávají citliví na každá nová makrodata a komentáře FEDu. Celkově byl listopad měsícem přibrzdění, revize očekávání a zvýšené koncentrace rizika u velkých jmen.

Sentiment na trzích **střední Evropy** byl oproti vyspělým trhům o něco pozitivnější. V rámci regionu se **dařilo především atraktivně oceněným akciím bank a pojišťoven**, v Polsku nevalilo ani schválení, již dříve oznámené, sektorové bankovní daně. **Nejvíce se tak dařilo pražské burze** (index PX +4 %), jež je nejvýrazněji exponovaná na finanční sektor. **V Rumunsku** se nejlépe vedlo akciím firmy s českou stopou Premier Energy (+10,8 %), která oznámila menší akvizici. **V Polsku**, v reakci na nevyrovnaný

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

AKCIOVÉ TRHY

globální trh a na něj navázaný růst cen měděného koncentráту, excelovaly akcie těžaře mědi KGHM (+9,2 %). Skvěle si vedly i akcie retailového řetězce potravin Žabka (+8,5 %). Polský index si WIG30 si však, z důvodu ztrátového měsíce pro sektory utilit a spotřebitelského, připsal pouze slabé meziměsíční zhodnocení +0,1 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích si vybraly slabší měsíc. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD zaznamenal první letošní ztrátu, když odepsal 2,5 %, a tedy zaostal za rozvinutými trhy. Kvůli výběru zisků a vyšší nejistotě se pod tlakem se ocitly indexy s (relativně) vyšším zastoupením technologických titulů. Nejvyšší ztráty odepisovaly akciové trhy v Koreji (-4,4 %), Taiwanu (-3 %) a Číně (CSI300 -2,5 %). Indické akcie zůstaly v plusu (+2,1%) díky solidním ekonomickým datům a nižšímu zastoupení technologických společností. Také ostatním asijským trhům (ASEAN) se poměrně dařilo. Nejlépe však dopadly trhy v Latinské Americe (MSCI Latin America USD +5,7), které tak úspěšně nahrazují loňské mamutí ztráty.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY - USA A EMU

Evropské výnosy ani během listopadu (podobně jako v předchozích 4 měsících) žádné výrazné pohyby nezaznamenaly. Dvouleté výnosy byly koncem listopadu o 10 b. b. vyšší než na jeho začátku, desetileté pak o 12 b. b. vyšší. Tyto pohyby tak jen kompenzovaly stejně velké poklesy v říjnu. I když si porovnáme změny oproti konci června, nic velkého nevidíme: dvouleté výnosy za tu dobu vyrostly o 20 b. b. (na 2,06 % koncem října), desetileté o 14 b. b. (na 2,75 %). Ani oproti konci minulého roku příliš velké změny nenastaly: dvouleté výnosy jsou na stejné úrovni jako počátkem roku, desetiletý výnos narostl o 38 b. b.

Ani ve Spojených státech, kde je dost důvodů, aby investoři za riziko rozpustilého fiskálu požadovali vyšší výnosy, nedošlo k výraznějším pohybům. Desetiletý výnos v listopadu dokonce poklesl o 1 b. b. na 4,08 %, dvouletý výnos poklesl o 8 b. b. (na 3,53 %). Oproti konci června jsou desetileté výnosy nižší o 14 b. b. a dvouleté o 19 b. b.

DLUHOPISOVÉ TRHY - FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce přidal koncem listopadu 0,2 % (tj. stejně jako v předcházejících měsících); u jejich spekulativních protějšků došlo po výraznějším červencovém růstu (+1 %) v dalších 4 měsících jen k malým změnám (+0,2 %, +0,4 %, +0,1 % a +0,2 %). V případě dolarových instrumentů investičního stupně TRI během listopadu narostl o 0,8 %, v případě spekulativních pak o 0,5 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR v listopadu klesly: u první kategorie o 3,5 %, u druhé o skoro 4 %. Od počátku roku jsou tak nižší o 8,4 %, resp. o 18,4 %.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

U české výnosové křivky byly pohyby v listopadu podobně jako jinde jen malé. Dvouletý výnos klesl o 6 b. b., a dostal se tak nad 3,55 %, desetiletý výnos narostl o 12 b. b. na 4,6 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku pokračuje snižování sazeb a inflace překvapuje svou mírností, takže jsou **pohyby i na dluhopisech přece jenom o něco větší než jinde**: dvouletý výnos klesl v listopadu o dalších 25 b. b. (a od počátku prázdnin o více než 60 b. b.) na 3,97 %, desetiletý výnos pak o 22 b. b. na 5,18 % (od počátku prázdnin pokles o 35 b. b.).

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Turecké **ekonomické fundamenty zůstávají silné** navzdory postupnému zpomalování aktivity. Ekonomika rostla ve 3Q25 tempem +1,1 % q/q, tedy nad potenciálem, a za prvních devět měsíců roku dosáhl meziroční růst +3,7 %. Hlavní roli sehrála silná domácí poptávka, která i přes očekávání ochlazení dále zrychlila a udržuje výraznou nerovnováhu mezi nabídkou a poptávkou. Průmysl i služby zpomalily, ale zůstaly v růstovém teritoriu, zatímco stavebnictví zrychlilo. Vysoká poptávková dynamika se odráží v přetrvávajícím kladném output gapu, který podle indikátorů zůstává méně dezinflační, než předpokládá centrální banka.

Inflace v posledním měsíci překvapila nižším růstem (+0,87 % m/m), což stáhlo meziroční míru na 31,1 %, avšak jádrová a sezonně očištěná inflace dále ukazují silné poptávkové tlaky. Především u základního zboží je patrné široce rozprostřené zhoršení cenové dynamiky a inflace služeb zůstává stabilně vysoká kolem 2,9 % m/m. Krátkodobé inflační trendy se zlepšují jen minimálně – průměr šesti inflačních indikátorů CBRT klesá velmi pomalu a tříměsíční anualizovaná mediánová inflace zůstává kolem 26–27 %. I přes zklidnění cen výrobců (PPI 27,2 % r/r) zůstávají očekávání podniků ohledně budoucích nákladů výrazně zvýšená.

Centrální banka CBRT tak i nadále postupuje opatrně: navzdory pokračujícím tlakům plánuje podle očekávání trhu i analytiků jen pozvolné snižování sazeb. CBRT pravděpodobně provede další snížení o 100 b. b., ale celkově zůstává ve svém vyznění „jestřábí“ – upozorňuje na poptávková rizika, vysokou inflační setrvačnost a nejistoty spojené s úpravami mezd a regulovaných cen na začátku roku. Pro rok 2025 se očekává inflace kolem 31,5 %, pro rok 2026 pak jen pozvolné zpomalení k 25 %, což potvrzuje, že dezinflační proces bude dlouhý.

MĚNY

Dolar proti euru v listopadu oslabil zpátky přes 1,16. V posledních měsících tak nemá žádný trend. **Polský zlotý** strávil říjen oscilací v úzkém pásmu 4,225–4,25. **Maďarský forint** pokračoval v posilování hnaném neměnnými a vysokými úrokovými sazbami: z úrovně 400 se již v srpnu dostal do pásma 395–397, v září a v říjnu posílil až ke 387 forintům za euro a v listopadu až na dohled hranice 380 forintů za euro. **Česká koruna** v listopadu posílila ke 24,10.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Vzhledem k tomu, že ČNB se již dostala do momentu, kdy sazby dál snižovat už nehodlá (a naopak je možná bude spíše zvyšovat), od centrální banky moc impulsů ke změnám výnosů na vládních dluhopisech nepřijde. Rozpočet je stále v deficitu, s konsolidací je konec (navíc od právě vznikající vlády, která bude z řad nynější opozice, čekat fiskální restrikcí nelze, spíše naopak), to však trhy netrápí: stačí se podívat na deficity v Polsku či v USA. Není tak pravděpodobné, že fiskál bude výrazným hybatelem výnosů. Dle nás tak budou české výnosy ponejvíce sledovat vývoj v zahraničí a pohybovat se na desetileté splatnosti mezi 4 a 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. Na krátkém konci vidíme prostor pro setrvalý pokles dále pod 4 %, na delším výnosy zůstanou v nejbližších měsících kolem 5 %, posléze pak, potvrdí-li se trvanlivost desinflace, klesnou pod tuto hranici.

MĚNY

U kurzu **dolaru proti euru** si trh, zdá se, zvykl, že Trump rozebírá všechny pilíře, na nichž stála síla dolaru (předvídatelná hospodářská politika, vláda zákona, kooperace se spojenci). Jelikož dolar je stále fundamentálně příliš silný a také zranitelný (dvojí deficit), Trump útočí na FED (snaha o zbavení se Lisy Cookové, členky FOMC), nevidíme prostor pro posílení. Naopak, vidíme riziko korekce na drahém akciovém trhu. Pokud se z těchto úrovní tedy dolar někam pohne, pak na slabší stranu. Fundamentální hodnota je 1,25–1,3 USD/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Česká koruna profituje z faktu, že růst je obстоjný a ČR má relativně malé makroekonomické nerovnováhy. Koruna tak dle nás zůstane v pásmu 24–24,50 za euro. Vychýlení na slabší stranu by vyžadovalo turbulence na světových trzích.

Polský zlotý dle očekávání zkorigoval z pětiletých maxim na znatelně slabší úroveň. Jelikož dle nás polská centrální banka bude ještě dále snižovat sazby (a tedy brát zlotému úrokovou výhodu), zlotý se dle nás ustálí mezi 4,20 a 4,25. Podobně jako pro korunu či forint je rizikem pro oslabení případná další větší nervozita na hlavních trzích.

Maďarský forint se stal z úrokového hlediska atraktivní. Maďarská vláda je sice stále problémem, ale centrální banka drží sazby vysoko, což forintu pomáhá. Deficit běžného účtu je jen malý, dle zpráv statistického úřadu z počátku října se [dobře v prvním pololetí vedlo i rozpočtu](#) (deficit jen 0,7 % HDP, meziroční zlepšení o 3,1 p. b.). V dubnu budou v Maďarsku volby, které by mohla vyhrát opozice. Proti tomu ale jde velmi slabá ekonomická výkonnost (prakticky stagnace v posledních 3 letech). Pro další posílení forintu tak už dle nás prostor není.

AKCIOVÝ TRH

Tak jako v listopadu, kdy došlo v průběhu měsíce k poklesům a opětovnému růstu akciových trhů, i v následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu spojenou s příchozími makrodaty, měnovými politikami a zveřejněnými hospodářskými výsledky společností. Právě kvartální výsledky vyznívají prozatím dobře, což vede v některých případech k uzavírání zisku, někde k posunu na nová maxima. Stále vidíme **zvýšená rizika** primárně **spojená s americkou administrativou pod prezidentem Trumpem** a s tím vytvářenou nejistotou. Americké společnosti již například indikují zvyšování cen produktů v příštím roce, a to z důvodu vyprazdňování skladů naplněných za předtarifní ceny. Nadále velice **nečitelná geopolitická situace** při probíhající změně dříve nastaveného světového řádu přináší spousty rizik. **Celní války** v konečném důsledku nejvíce dopadají na samotné USA. Růst nesplacených úvěrů je jedním z důsledků. **Pokles korporátních zisků** některých společností a možný propad akciového trhu může negativně dopadnout na bohatství Američanů. Proto jsme i na základě dražších hodnotových ukazatelů na některé americké společnosti ve střednědobém horizontu opatrní. Naopak **prostor pro další přesun nejen finančního kapitálu do Evropy** může táhnout místní akcie výše. Hodnotové ukazatele evropských společností jsou výrazně levnější oproti americkým. Zároveň očekávané snížení byrokracie, revize nastavení energetického trhu, zvyšování výdajů na obranu a snad revize hodnot povede k zatraktivnění místních akcií. Od druhé poloviny příštího roku ekonomikám a společnostem pomohou letos oznámené vládní balíčky směřované nejen do infrastruktury a obranného průmyslu.

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 tak 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 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.

Zjistěte více!



Kontaktujte nás

wm@conseq.cz

+420 225 988 200

www.conseq.cz/wm