

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	-1,77 %	USA	-0,52 %	USD/EUR	-1,40 %	Ropa Brent	1,52 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-2,79 %	Evropa	0,31 %	CZK/USD	2,19 %	Zemní plyn	5,09 %
Japonsko – Nikkei225	-1,67 %	ČR	-0,88 %	CZK/EUR	0,76 %	Sil. elektřina	-6,93 %
MSCI Emer. Mark.	-6,36 %	Polsko	0,15 %	PLN/EUR	1,60 %	Zlato	-1,19 %
ČR – PX	-1,45 %	Maďarsko	2,52 %	HUF/EUR	-1,53 %	Stříbro	-2,00 %
Polsko – WIG30	-7,07 %	Turecko*	-4,79 %	TRY/EUR	-2,10 %	Měď	-4,53 %
Maďarsko – BUX	4,49 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Ekonomika ve druhém čtvrtletí rostla, předstihové indikátory zejména u firem však naznačují výraznou ekonomickou slabost do dalších měsíců. Otázkou je, zda, resp. do jaké míry se jim dá věřit. Dynamika jádrové inflace je nadále vysoká.**

**Mezičtvrtletní tempo růstu HDP** dosáhlo dle předběžných informací **ve 2. čtvrtletí 2023** tempa **+0,3 %**, což znamenalo, že meziročně ekonomika vzrostla o 0,6 %. Dařilo se zejména Španělsku, jehož ekonomika vzrostla o 0,4 % q/q (tj. stejným tempem jako v přecházejících třech čtvrtletích), ale i Francii, která po shodném růstu o 0,1 % q/q ve 4. čtvrtletí minulého a v 1. čtvrtletí letošního roku přidala ve druhém čtvrtletí 0,5 % q/q (a tedy 0,9 % r/r). Německá ekonomika po dvou předcházejících čtvrtletích mírného poklesu ve druhém čtvrtletí letošního roku stagnovala, italská po silném prvním čtvrtletí (+0,6 % q/q) poklesla o 0,3 %.

Struktura dat je prozatím známá jen u Francie, kde se na růstu nejvíce podepsal růst exportu o 2,6 %, na čemž měla zásluhu akcelerace exportu transportní techniky (+11,2 % q/q) díky dokončení velké zaoceánské lodě. Další složky agregátní poptávky byly slabé: domácí poptávka (po stagnaci v 1Q23) poklesla ve druhém čtvrtletí o 0,4 % q/q, hrubé fixní investice pak o 0,1 % q/q.

Tvrdá data zveřejněná během srpna se týkala ještě druhého čtvrtletí, což znamená, že důležitější byly v srpnu zveřejněné **předstihové indikátory**. A ty byly jako měsíc předtím **slabé**.

**Maloobchodní tržby ve druhém čtvrtletí nakonec i navzdory červnovému poklesu (-0,2 % m/m) vzrostly, a to celkem o 0,4 % q/q.** Největší měrou se na tom mezi velkými ekonomikami podílely Německo (+1,9 % q/q) a Francie (+1,9 % q/q), negativně pak Itálie (-0,7 % q/q) a Španělsko (-1,1 % q/q). Meziročně byly maloobchodní tržby koncem druhého čtvrtletí nižší o 1,4 %, což je vzhledem k okolnostem (zejména vzhledem k inflaci) výborný výsledek.

**Samozřejmě je to zásluhou silného trhu práce. Míra nezaměstnanosti** byla během celého prvního pololetí 2023 poblíž historických minim: **průměrná hodnota dosáhla 6,5 %**. **V červnu a v červenci** pak míra nezaměstnanosti **klesla na historické minimum 6,4 %**. Nejnižší z velkých zemí je míra nezaměstnanosti stále v Německu (od dubna se drží na 2,9 %), nejvyšší ve Španělsku (kde v červenci dosáhla 11,6 %). **K nelibosti ECB, vzhledem ke stavu trhu práce ovšem vcelku pochopitelně, rostou dále mzdy.** Index sjednaných mezd, který sleduje ECB, přidal v 1. i ve 2. čtvrtletí meziročně 4,3 %, což je historicky nejvyšší tempo jeho růstu. Nominální náklady práce pak v prvním čtvrtletí přidaly meziročně 5,3 % (a ve službách 5,5 %), což je sice proti 4. čtvrtletí 2022 zpomalení, ale jenom mírně.

**Průmyslová produkce** během **druhého čtvrtletí přidala 1,7 % q/q** (po poklesu o 2,2 % v 1. čtvrtletí). Meziroční tempo dosáhlo koncem 2. čtvrtletí -1,3 %. Zatímco průmyslová produkce ve 2Q23 poklesla v Německu i ve Španělsku, ve Francii a v Itálii vzrostla. Je tak zřejmé, že se v průmyslu žádná katastrofa nekoná, indexu nákupních manažerů navzdory. A že index PMI není v posledních měsících příliš dobrým vodítkem pro úvahy o tom, co se v evropské průmyslu odehrává.

**Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu totiž **ve druhém čtvrtletí** oproti prvnímu čtvrtletí (ve kterém dosáhl průměrné hodnoty 48,2 bodu) poklesl, když jeho **průměrná hodnota dosáhla 44,7 bodu**. Ani počátkem 3. čtvrtletí se PMI nezlepšuje: **v červenci** poklesl index na **38měsíční minimum 42,7 bodu**, **v srpnu se jen mírně zlepšil (na 43,7 bodu)**. **Výrazně totiž poklesly nové objednávky**: pokud nebereme v potaz pandemii, je jejich pokles nejrychlejší od října 2012. Taková indikovaná slabost by se v dalších měsících měla projevit i v tvrdých datech.

**Zhoršení** jsme zaznamenali v létě i u **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice Eurozóny. Po ruské invazi na Ukrajinu v únoru 2022 se očekávání měřená v rámci tohoto indexu zhroutila a začala klesat; klesala pak v podstatě po celý zbytek minulého roku, až se dostala na říjnové historické minimum 76,5 bodu. Tomuto vývoji však odpovídalo jen velmi pozvolné zhoršování hodnocení stávající situace: firmy prostě byly pesimistické ohledně budoucnosti, byť stávající vývoj tak špatný nebyl. Od listopadu minulého roku se pak index ve složce očekávání začal kontinuálně zlepšovat, v dubnu se dostal na 92,2 bodu, tj. jen 6 bodů pod předinvazní hodnotou z února 2022. **Od května** letošního roku však pozorujeme opětovný návrat pesimismu – z dubnových 91,9 bodu se **subindex očekávání setrvalým**

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

**poklesem dostal až na 82,6 bodu v srpnu**, tj. nejnižší od listopadu 2022. Hodnocení stávající situace v posledních měsících však tentokrát na rozdíl od minulého roku vývoj subindexu očekávání kopíruje: **v srpnu dosáhl index hodnotící stávající situaci nejnižší hodnoty (89 bodů) od srpna 2020.**

**I v sektoru služeb v rámci PMI došlo ke zhoršení.** Poté, co se v dubnu letošního roku hodnotou 56,2 bodu dostal index PMI ve službách nejvýše od dubna 2022, **v dalších měsících jen klesal, v srpnu se dle předběžných dat poprvé od minulého prosince dostal pod 50 bodů: srpnová hodnota 48,3 bodu je nejnižší za 2 ½ roku.** V sektoru služeb podruhé v řadě poklesly objednávky, a to tempem nejrychlejším od května 2013 (s výjimkou covidových uzavírek).

Tato slabost, kterou indikují firmy, se nakonec odzrcadila už i na důvěře domácností, byť prozatím (díky silnému trhu práce i růstu mezd) jen kosmeticky. Od září minulého roku se **důvěra domácností** prakticky nonstop zlepšovala. Z historického minima dosaženého v září 2022 (-28,7 bodu) **se kontinuálním růstem dostala v červenci až na -15,1 bodu.** To sice z historického hlediska bylo stále nízko (dlouhodobý průměr je -10 bodů), ale už nad úrovněmi zaznamenanými 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. **V srpnu** však po dlouhé době došlo k poklesu, byť mírnému: důvěra domácností **poklesla na -16 bodů.** Vzhledem k tomu, co indikuje PMI, očekáváme, že se i tento ukazatel (který spíše hledí dozadu než dopředu) bude v dalších měsících zhoršovat.

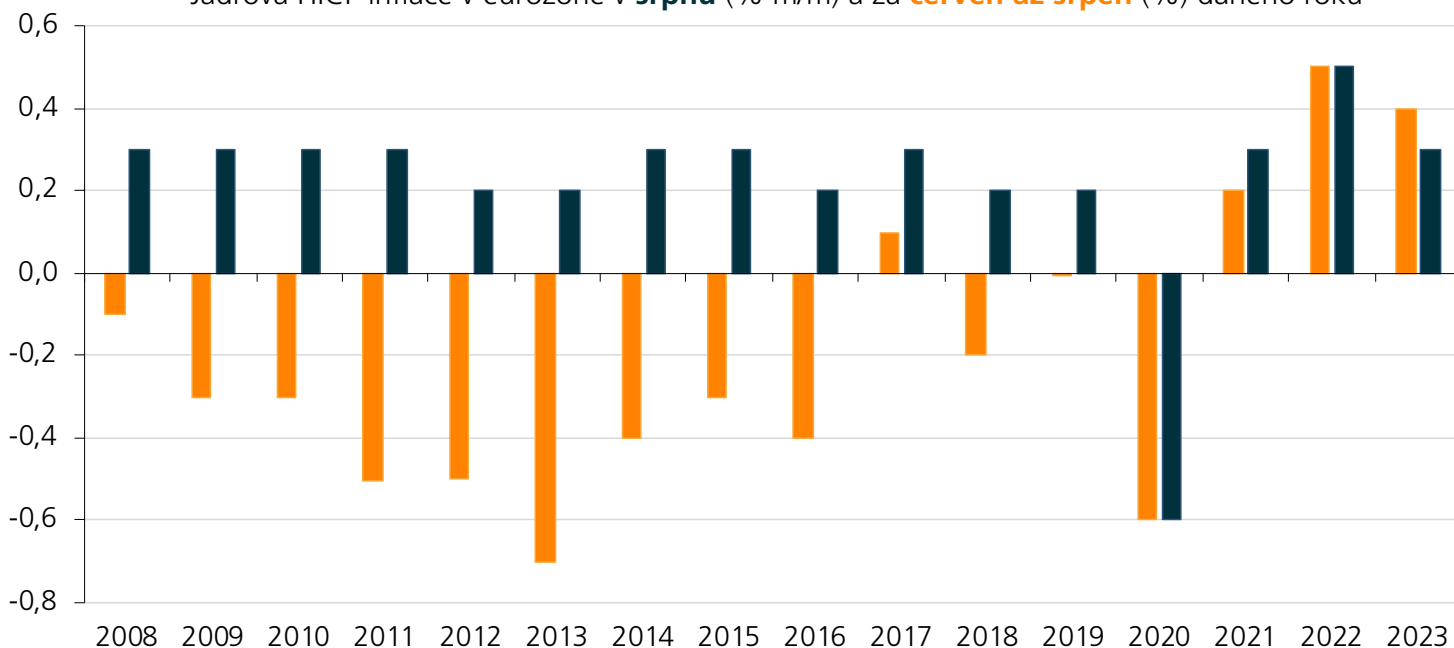
**Inflace sice v srpnu dosáhla typické srpnové dynamiky, v posledních třech měsících je však nadále velmi vysoká.** Jádrová inflace sice v srpnu dosáhla typických srpnových +0,3 % m/m, ale za červen až srpen přidala 0,4 %. To je nezvykle moc, neboť za tyto tři letní měsíce jádrová inflace v dobách, kdy ECB neměla problém s plněním svého inflačního cíle, typicky klesala, a to zhruba o 0,3 % až 0,4 %. **Meziroční tempo** celkové i jádrové inflace dosáhlo **v srpnu +5,3 %.**

**ECB v srpnu nezasedala, v červenci zvýšila sazby o dalších 0,25 p. b. na nejvyšší hodnotu od roku 2001** (tj. depozitní sazbu na 3,75 %). Od Lagardeové zazněl také „příslib“, že ECB bude dále sledovat data a rozhodovat se podle nich. Tiskovka po zasedání byla relativně více holubičí, než tomu bylo při minulých zasedání, na kterých ECB opakovaně tvrdila, že sazby mají před sebou jen jeden směr: nahoru. Na červencovém zasedání naopak Lagardeová řekla, že na zářiovém zasedání můžou jít sazby nahoru nebo také zůstat neměnné.

Rozhodnutí o dalším směřování sazeb nebude jednoduché, neboť signály jsou různé. Zatímco PMI naznačuje, že ekonomika již zpomaluje, u inflace nic takového zatím nepozorujeme, a navíc PMI se v realitě tvrdých čísel v posledním roce příliš neodrážel. Na druhé straně však došlo k prvnímu historickému poklesu měnového agregátu M2 v historii eurozóny. Došlo však také k nárůstu na třináctileté maximum u dlouhodobých inflačních očekávání. Ne, ECB to skutečně nebude mít jednoduché.

## Jádrová inflace v eurozóně nadále moc vysoká

Jádrová HICP inflace v eurozóně v **srpnu** (% m/m) a za **červen až srpen** (%) daného roku



Zdroj: ECB (dostupné ZDE)

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

**Ekonomika stále roste, trh práce ochlazuje, ale prozatím jen pozvolna. FED si ponechává otevřené dveře k dalšímu růstu sazeb.**

**Růst americké ekonomiky ve druhém čtvrtletí zůstal opět kladný**, když anualizované tempo růstu dosáhlo dle druhého odhadu **+2,1 %**. To bylo o 0,3 p. b. méně než dle odhadu prvního, což bylo ale jen důsledkem menšího příspěvku od investic. Ve struktuře růstu opět, podobně jako v prvním čtvrtletí, dominoval příspěvek poptávky domácností (po 2,8 p. b. v 1Q23 přispěla poptávka ve 2Q23 1,1 p. b.), následován příspěvkem fixních investic (0,7 p. b.). Po výrazném poklesu soukromých zásob v 1Q23 (příspěvek -2,1 p. b.) byl jejich příspěvek ve 2Q23 opět záporný, byť jen mírně (-0,1 p. b.). Celkově tak i zveřejněná data o růstu HDP v USA ve druhém čtvrtletí podporují obrázek stále silné americké ekonomiky, růstu sazeb FEDu navzdory.

Měsíční data zveřejněná během srpna 2023 byla smíšená.

**Reálné maloobchodní tržby** poté, co rostly během prvního čtvrtletí, **zůstaly v kladném růstovém tempu** ve druhém čtvrtletí, a i počátkem čtvrtletí třetího. Ve druhém čtvrtletí vzrostly o 0,7 % q/q a **v červenci samotném o 0,6 % m/m**.

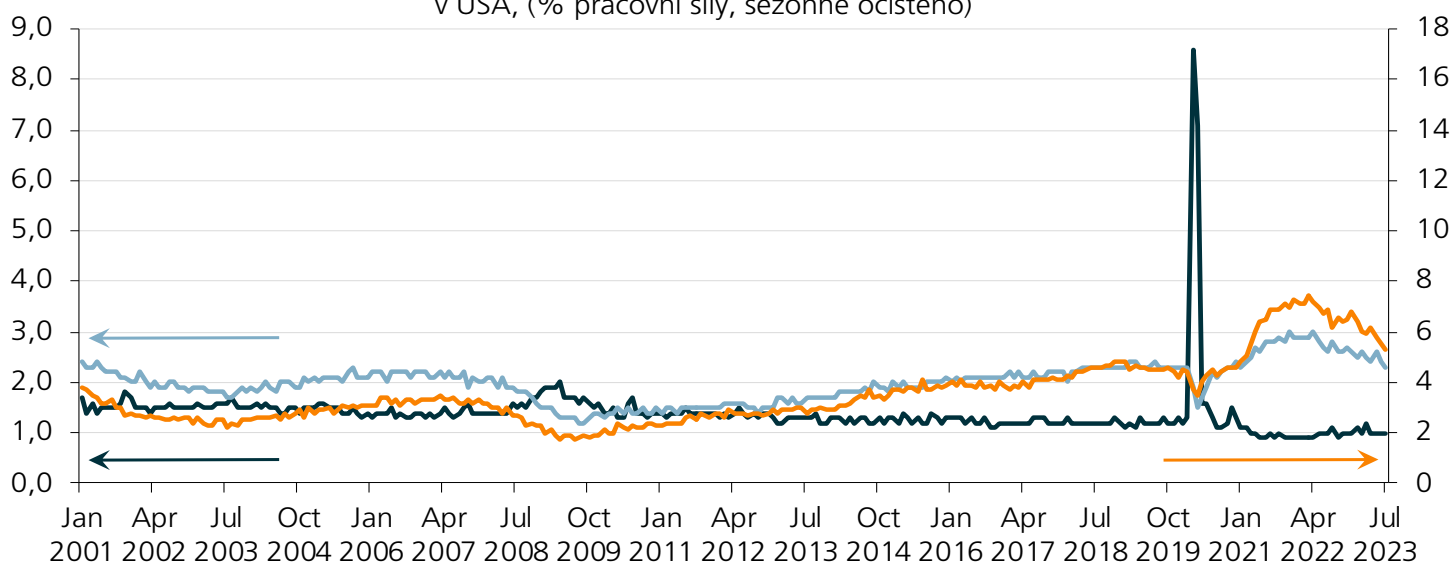
Setrvalou zásluhu na tom, že jsou tržby meziročně nižší jen o 0,1 %, má trh práce, který je stále nejsilnější za 50 let, byť první náznaky jeho ochlazení již v číslech vysledovat lze. **V červenci míra nezaměstnanosti** opět poklesla **na 3,5 %** (stejně jako třeba i před rokem, v červenci 2022), což je jen o 0,1 p. b. více, než bylo dubnové padesátileté minimum. Takto nízká míra nezaměstnanosti se udržela dokonce i v situaci, kdy míra participace na trhu práce od března (červenec nevyjímaje) dosahuje postcovidového maxima (62,6 %). Velmi nízké jsou i další sledované míry nezaměstnanosti – **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 červenci 6,7 % (+0,1 p. b. ve srovnání s dubnem). Stále rovněž pokračuje relativně **rychlá tvorba pracovních míst – v posledních 3 měsících do června** vytvořila ekonomika průměrně **185 tis. míst měsíčně**. To je sice silně pod průměrem druhé poloviny minulého roku (317 tis. měsíčně) i pod průměrem letošního prvního čtvrtletí (234 tis.), ale v souladu se standardními předpandemickými čísly ve fázi expanze: průměr let 2011–2019 byl 190 tis. měsíčně. Dle průzkumu JOLTS **v červenci dále klesla míra volných pracovních míst**, která dosáhla (po sezonním očištění) 5,5 %. To je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022), ale o 2 p. b. výše než dvacetiletý předpandemický průměr. Míra dobrovolných odchodů z práce rovněž zpomalila (avšak stále je nad historickým průměrem), beze změny (a o třetinu pod historickým průměrem) je míra nucených odchodů z práce. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je nadále nízký: z průměrných 255 tis. v červnu a 228 tis. v červenci dosáhl v srpnu 238 tis. To jsou z historického hlediska hodnoty velmi vzdálené typickým recesním úrovním (> 450 tis.).

**Růst mezd** zůstává relativně rychlý, byť i ten pomalinku zvolňuje. Dle dat [Atlantského FEDu](#) (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) dosáhl růst mezd **v červenci 2023 +5,7 % r/r** (vs. +6,7 % v červnu 2022), dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) se ve třech měsících do července dostalo čtvrtletní tempo růstu na +1,1 % (resp. pololetní na +2,1 %), což znamená, že kvartální tempo je stejné jako ve 3. či 4. čtvrtletí 2022. Meziročně bylo pak tempo dle CES +4,2 %.

**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v červenci poklesly o 5,2 % m/m**, což ale bylo po bezmála osmiprocentním růstu ve 2Q23 u této volatilní kategorie, zahrnující i letadla a zbraně, očekávatelné. Lepším ukazatelem jsou objednávky bez těchto

### Růst nominálních mezd ve druhém čtvrtletí opět mírně zrychlil, růst cen tržních služeb zpomalil.

Míra **nucených** a **dobrovolných** odchodů z práce a počet **volných** pracovních míst v USA, (% pracovní síly, sezonně očištěno)



Zdroj: bls.gov (dostupné [ZDE](#)).

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

volatilitních kategorií: u nich mezičtvrtletní tempo růstu ve Q2 2023 dosáhlo 0,8 % a počátkem třetího čtvrtletí tyto objednávky vzrostly o 0,1 % m/m. Meziročně jsou pak o necelé procento vyšší. **Reálná průmyslová produkce si ve druhém čtvrtletí vedla nakonec slabě:** poté, co v prvním čtvrtletí přidala 1,2 %, ztratila ve druhém 0,4 %. V červenci přidala skoro procento meziměsíčně a meziročně tak byla jen o málo (-0,2 %) nižší.

**Jádrová PCE inflace v červnu zpomalila na +0,2 % m/m**, což byla její nejnižší letošní hodnota. Vzhledem k tomu, že v lednu dosáhla +0,5 % m/m a v následujících 4 měsících s minimální volatilitou průměrné měsíční hodnoty +0,33 %, přidala v prvním pololetí více než 2 %. Dobrou zprávou je, že v posledních měsících dále zpomalil **růst cen tržních služeb**, který v posledním čtvrtletí dosáhl +0,8 % (v prvním pololetí to bylo ještě +1,3 %). Zda je to setrvalá dezinflace nebo ne, ještě nelze říct: napjatý trh práce a gigantický deficit rozpočtu spíše naznačují, že nikoliv.

Americká centrální banka v srpnu nezasedala. V červenci, po předcházející krátké červnové pauze, zvýšila sazby, a to na nejvyšší hodnotu za 22 let (do pásma 5,25–5,5 %). V zápisu po zasedání FED sdělil, že inflace je stále „zvýšená“, tvorba pracovních míst v posledních měsících „robustní“ a ekonomická aktivita pokračuje „v růstu mírným tempem“. Ve výhledu pro další zasedání pak FED řekl, že bude pečlivě sledovat a vyhodnocovat data a rozhodne se podle nich. Prezidentka bostonského FEDu Susan Collinsová během srpna pak připustila, že sazby možná ještě budou muset nahoru. A podobně pootevřené dveře k dalšímu růstu sazeb si na pravidelném setkání v Jackson Hole ponechal i prezident FEDu Jay Powell, který v poměrně jestřábím poselství na této konferenci oznámil, že inflace je „stále moc vysoká“ a je připraven „dále zvýšit sazby a držet restriktivní politiku tak dlouho, jak bude nutné pro ujistění se, že se inflace setrvale blíží k inflačnímu cíli“.

## CEE3

## ČR

**Poptávka domácností se zlepšuje, mzdy dále relativně rychle rostou.**

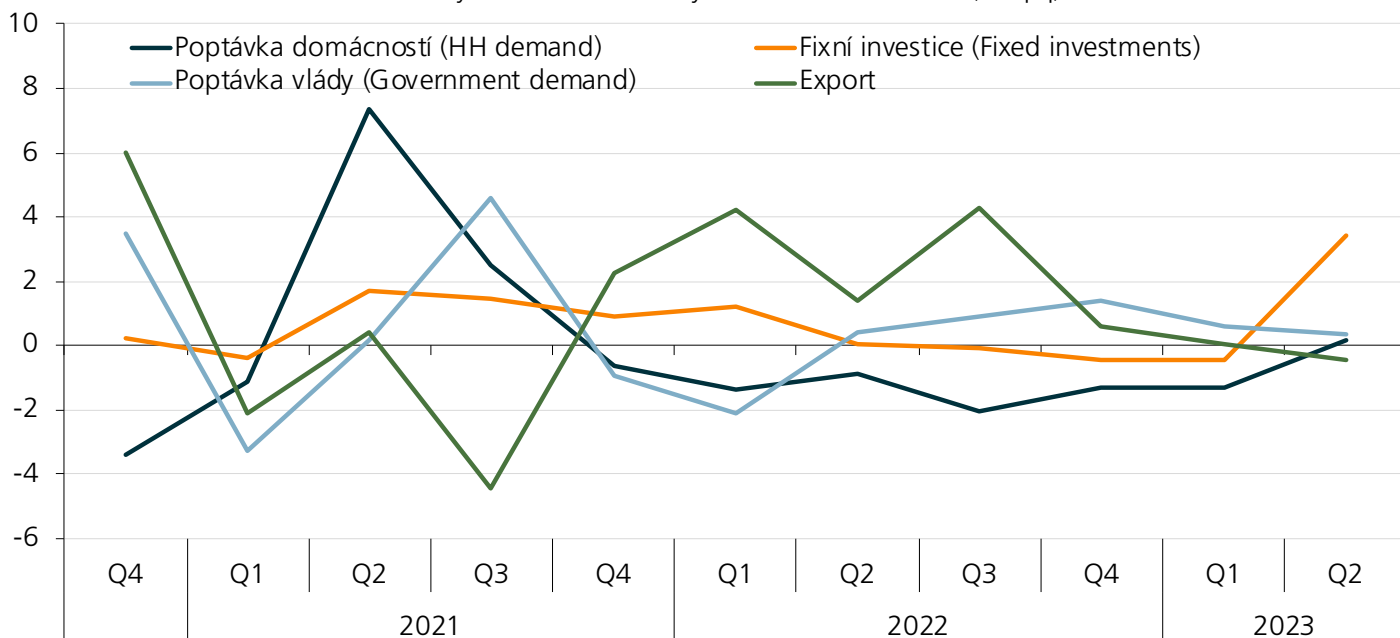
**Růst HDP ve druhém čtvrtletí** dosáhl dle druhého odhadu **+0,1 % q/q (-0,6 % r/r)**. Dle struktury zveřejněné v srpnu se na růstu podílela kromě fixních investic také poptávka domácností, která poprvé od konce roku 2021 mezičtvrtletně vzrostla, a to o 0,3 % q/q. Negativně se na kvartálním růstu podepsal export, který poklesl o 0,5 % q/q. Zatímco samotné tempo růstu nebylo překvapivé, fakt, že se k reálnému růstu vrátila poptávka domácností, už ano.

**Měsíční data zveřejněná během srpna se většinou týkala 2. čtvrtletí.**

**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 **0,5 % q/q**. V prvním pololetí pak produkce vzrostla o 0,2 % a jeho koncem byla meziročně vyšší o necelé procento. Tento vývoj významně kontrastoval s vývojem **indexu PMI**. Ten totiž **ve 2. čtvrtletí setrval hluboko pod 50**, když dosáhl průměrné hodnoty **41,7 bodu**. S takovými hodnotami jsme měli ve 2. čtvrtletí vidět meziroční poklesy produkce o 6–7 %, nikoliv

## Poptávka domácností se po 5 čtvrtletích poklesu vrátila k reálnému růstu

Reálný a sezonně očištěný růst složek HDP v ČR (% q/q)



Zdroj: ČSÚ, dostupné ZDE.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

## ČR

kladná tempa růstu. I když se PMI ve třetím čtvrtletí oproti konci druhého čtvrtletí mírně zlepšil (z červnových 40,8 bodu narostl v červenci na 41,4 bodu, v srpnu na 42,9 bodu), nadále zůstává hluboko pod 50 body, ergo v pásmu kontrakce. Slabost indexu je dle respondentů nadále důsledkem slabých objednávek, zejména ze zahraničí.

Že to v průmyslu není navzdory PMI žádná katastrofa, ukazuje i **index důvěry měřený ČSÚ**. Ta se ani v červenci ani v srpnu u firem po předcházejících dvou měsících poklesu již dále nezhoršovala, spíše naopak. V červenci totiž zůstala proti červnu (2,2 bodu) prakticky nezměněná (2,3 bodu), **v srpnu však překvapivě poskočila nahoru na 5,5 bodu**. **Spotřebitelská důvěra** od března jenom osciluje mezi -16,5 a -21,5 bodů, v srpnu dosáhla -18 bodů (což je skoro na úrovni února 2022, kdy byla -16,5 bodu).

**Vývoj maloobchodních tržeb tomuto vývoji v podstatě odpovídá.** Kromě ledna (+1,4 % m/m) a června (+0,2 % m/m) celkové tržby ve všech zbývajících měsících poklesly: **ve druhém čtvrtletí klesly o procento a v celém prvním pololetí o 0,7 %**. Meziročně byly koncem druhého čtvrtletí tržby nižší o 3,2 %. To, že se poptávka domácností navzdory stále vysoké (v prvních pěti měsících dokonce stále dvouciferné) inflaci drží dobře, je zásluhou trhu práce. **Míra nezaměstnanosti** je totiž nadále (již pátým nebo šestým rokem) **nejnižší v EU**. Díky tomu pokračuje silný růst mezd: v průmyslu v červnu vzrostly mzdy o 9,1 % r/r, ve stavebnictví dokonce o 9,9 %, a to jen za minimálního poklesu zaměstnanosti. Za celou ekonomiku přidaly ve 2Q23 mzdy 7,7 % r/r, za první dvě čtvrtletí letošního roku pak 3,8 % r/r.

**Česká spotřebitelská inflace ve své jádrové složce v červenci přidala 0,97 %, za poslední tři měsíce pak 1,6 %**. I když je počátek léta pod vlivem obvyklé sezonnosti spojené s cenami dovolených, kumulativní inflace za červen a červenec, která činila +1,5 %, je výrazně silnější, než bylo v dobách, kdy česká ekonomika neměla s plněním inflačního cíle problém: průměrná inflace za červen a červenec v letech 2007–2019 činila pouhých +0,5 %. Ano, extrémní hodnoty z let 2020 (+1,7 %), 2021 (+2,4 %) či 2022 (+3,2 %) to už nejsou, ale na setrvalé plnění dvouprocentního inflačního cíle to také zatím nevyjadřuje.

**Na zasedání ČNB v srpnu zůstaly sazby bez změny**, pro růst sazeb již nehlasoval nikdo. V zápisu ze zasedání se však opět objevila obava ze „mzdového vývoje a trhu práce, který bankovní rada označila za nadále velmi přehřátý a generující celou řadu proinflačních rizik.“ Rada se také „jednomyslně vymezila vůči základnímu scénáři prognózy, který předpokládá pokles úrokových sazeb již ve třetím čtvrtletí letošního roku“ a řekla, že její členové „se shodují, že riziko příliš přísné měnové politiky je zřetelně nižší než riziko nedostatečně přísné měnové politiky ve smyslu jejího předčasného uvolnění“. Jinými slovy, sazby chce ČNB držet na 7 % delší dobu.

## POLSKO

**Inflace dále zpomalila, trh práce však zůstává velmi napjatý a růst mezd dvouciferný.**

**Polská ekonomika poklesla ve druhém čtvrtletí mezikvartálně o sezonně očištěných 2,2 %**. Meziroční tempo poklesu pak dosáhlo 0,6 %. Mezičtvrtletně rostly poptávka domácností (+0,6 % q/q) i fixní investice (+2 % q/q), klesly naopak (podobně jako kvartál předtím) zásoby. To může být pozitivní do budoucna, jelikož poptávka domácností rostla již druhé čtvrtletí v řadě a fixní investice rostou neustále. Pokud se totiž poptávka uspokojuje ze zásob, bude jednou nutné tyto zásoby doplnit.

Měsíční data zveřejněná během srpna byla smíšená.

**Průmyslová produkce počátkem třetího čtvrtletí poklesla meziměsíčně o 1 % a meziročně byla nižší o 2 %**. Na meziročním poklesu se nejvíce podílela produkce zboží dlouhodobé spotřeby pro domácnosti (-12,4 %) a produkce energií (-10,5 %), naopak vzrostla produkce kapitálového zboží (+10,2 %). Index **PMI** tomuto vývoji kvalitativně odpovídal – poté, co ve druhém čtvrtletí v **průměru dosáhl 46,2 bodu** došlo začátkem třetího čtvrtletí k jeho dalšímu zhoršení, když vlivem nejprudšího propadu nových objednávek od listopadu a nejvýraznějšího pádu objemu nedokončené výroby za rok poklesl celkový index na 43,5 bodu (tj. nejnižší od minulého listopadu). Vzhledem k uvedenému se v červenci dal očekávat ještě větší než dvouprocentní meziroční pokles produkce. Možná se jej dočkáme v srpnu, jelikož **v srpnu index PMI** vinou všech složek, zejména však složky nových objednávek (které poklesly nejvíce od října 2022), dále **poklesl**, a to na nejnižší hodnotu (**43,1 bodu**) od října minulého roku.

**Reálné maloobchodní tržby počátkem třetího čtvrtletí vzrostly, když m/m přidaly 1,3 %**. To je po jejich růstu o **0,6 % m/m** ve druhém čtvrtletí další pozitivní zpráva. **Míra nezaměstnanosti** je stále velmi nízká, průměrnou hodnotou ve druhém čtvrtletí vyrovnala historické minimum z října 2019 (**5 %**). Počátkem třetího čtvrtletí sice mírně narostla, ale její červencová sezonně očištěná hodnota (5,1 %) je nadále jedna z historicky nejnižších. Nepřekvapí pak tedy určitě to, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd** dosáhl **v červenci** více než **+10 % r/r**.

Dynamika inflace výrazně zpomalila. **Jádrová inflace v červenci** po květnovém růstu o 0,4 % a červnovém růstu o 0,3 % m/m **vzrostla o 0,2 % m/m**, za poslední tři měsíce tedy dohromady o procento. Dle předběžných dat **celková inflace v srpnu stagnovala**, hlavně zásluhou více než procentního m/m poklesu cen potravin (jádrová inflace je zveřejňována až později, společně s finálními čísly inflace). Meziroční tempo v srpnu předběžně dosáhlo +10,1 %.

**Centrální banka v srpnu nezasedala. V červenci ponechala klíčovou referenční sazbu bez změny na 6,75 %**. To nebylo nijak překvapivé, vyjádření před zasedáním to jasně signalizovala. Nová prognóza také nedoznala žádných podstatných změn. Ve srovnání s minulou prognózou je očekávaná inflace v letech 2023 a 2025 stejná a v roce 2024 o něco nižší. Růst v dalších letech byl naopak posunut směrem nahoru. Jádrová inflace je pro rok 2024 odhadována v pásmu +3,7–6,8 %.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

## MAĎARSKO

**Ekonomika nadále klesá, byť se tempo poklesu zmírňuje. Podobně jako jinde v regionu se zmírnila i inflace, byť ve službách zůstává stále velmi silná.**

**Maďarská ekonomika ve 2. čtvrtletí klesla počtvrté v řadě, a to o 0,3 % q/q.** Po poklesech v předcházejících čtvrtletích (–1 % q/q ve 3Q22, –0,6 % q/q ve 4Q22 a –0,4 % q/q ve 1Q23) to však bylo další zlepšení. Překvapivě se na mezičtvrtletním poklesu již nepodílely poptávka domácností, která mezikvartálně stagnovala, ani poptávka vlády (+0,8 % q/q), ale hrubá tvorba fixního kapitálu, která poklesla o 5,8 % q/q, společně s dalším poklesem zásob. Meziroční tempo růstu dosáhlo –2,4 %.

Měsíční data zveřejněná během srpna byla podobně jako v Polsku smíšená.

**Maloobchodní tržby** letos podruhé vzrostly, když po růstu v březnu (+0,8 % m/m) **přidaly v červnu 0,7 % m/m.** Vzhledem k tomu, že v předchozích měsících letošního roku klesly, a to nijak mírně (v lednu o 0,9 % m/m, v únoru o 1,9 % m/m, v dubnu o 0,9 % m/m a v květnu o 0,8 % m/m), je evidentní, že meziroční dynamika nijak slavná nebude. Meziroční tempo poklesu tak koncem druhého čtvrtletí činilo 8,3 %. Je však také pravdou, že dynamika posledních 3 měsíců (dohromady pokles o 1 %) je už mírnější než tempo poklesu v prvním čtvrtletí (–2 % q/q).

Toto zmírňování slabosti maloobchodních tržeb, které pozorujeme, je důsledek stále silného trhu práce a mírnější inflace. **Míra nezaměstnanosti** se v posledním půlroce stabilizovala kolem 4 %, když její průměrná hodnota za květen až červenec dosáhla přesně 4 %. **Růst mezd pokračuje velmi vysokým tempem: v červnu dosáhl 16 % r/r, za první pololetí pak 13,6 % r/r.**

**Maďarská průmyslová produkce** poté, co v prvním čtvrtletí (vinou poklesu v lednu o bezmála 6 %) výrazně poklesla o 5,4 % q/q **poklesla i ve druhém čtvrtletí, a to celkem o 1,8 %.** **Index PMI v Maďarsku** je volatilní natolik, že z něj nic o tom, jak to bude v dalších měsících, dovodit nelze: v dubnu se dostal na bezmála 62 bodů, v květnu pak poklesl na 57,1 bodu a v červnu se zhroutil na 45,7 bodu. **Ve třetím čtvrtletí se jeho hodnota zatím drží kolem 46 bodů** (45,9 v červenci, 46,5 v srpnu).

**Celková inflace letos ve všech měsících kromě května rostla, byť v posledních měsících její dynamika podobně jako jinde v regionu ztlačila.** V lednu meziměsíčně přidala 2,3 %, v únoru i v březnu shodně 0,8 % a v dubnu pak 0,7 %. I když tedy inflace poté poprvé po dlouhé době poklesla (–0,2 % m/m), nemělo to dlouhého trvání a **v červnu a v červenci** se opět vrátila k růstu, byť jen o **0,3 %, resp. 0,2 % m/m.** Že pokles nepřešel do deflace, bylo „zásluhou“ růstu cen služeb o 1,7 %, což společně s minulostí ukazuje na pokračující široce zakořeněné poptávkové tlaky: v březnu služby přidaly 1,9 % a v dubnu 1,7 % m/m, v květnu i v červnu shodně po 0,9 %. To jsou skutečně vysoká tempa růstu. **Meziroční celková inflace dosáhla v červenci 17,6 % a poptávková** inflace (bez nepřímých daní a bez paliv a potravin) pak **17,5 %.** Podobně jako v Polsku anebo v ČR tak i v Maďarsku pozorujeme zvolnění inflace, které ale vzhledem k dalším indikátorům – trh práce, růst mezd vysoce převyšující růst produktivity práce – dle nás nebude stačit, aby se inflace setrvale vrátila k cíli.

**Maďarská centrální banka (NBH) přesto snižuje sazby.** Na svém dubnovém zasedání snížila O/N záůjční sazbu o 450 b. b. na 20,5 %, na dalších 4 zasedáních včetně toho srpnového pak dále shodně vždy o 100 b. b. na nyníšších 16,5 %. I když třináctiprocentní základní sazba zůstala neměnná, pokles jednodenní depozitní sazby z 18 % přes 17 % v květnu, 16 % v červnu a 15 % v červenci na nyníšších 14 % je také dalším uvolněním měnově-politického postoje NBH. Na tiskovce po srpnovém zasedání viceguvernér Virag řekl, že v září nejspíš dojde ke sjednocení jednodenní a základní sazby a započne období, kdy se pokles sazeb více než tržním sentimentem bude řídit daty z reálné ekonomiky (deficit běžného účtu, který se zlepšuje, míra dezinflace atp.).

## ROPA

Ropa během celého července setrvale rostla, dostala se tak z hranice 70 dolarů za barel koncem června až o 10 dolarů výše koncem července. Důvodem byl zejména pokračující relativně silný ekonomický růst a rostoucí přesvědčení trhu, že se americká ekonomika vyhne recesi. To vše se odehrávalo na pozadí očekávání doplňování strategických rezerv v USA a napjatého fyzického trhu s ropou. Během srpna se sice na chvíli vrátila zpátky na dohled 70 dolarové hranice, ale vlivem rozhodnutí Saudské Arábie prodloužit období snížené těžby (o milion barelů denně) nejméně do konce září a dohody z konce měsíce mezi OPEC a Ruskem o omezení těžby se dostala až na 85 dolarů za barel.

## AKCIOVÉ TRHY

V reakci na zvýšené riziko ohledně čínského nemovitostního trhu, tamních slabších zveřejněných ekonomických dat a vysokých úrokových sazeb došlo v srpnu k růstu volatility na kapitálových trzích. Při růstu požadovaných výnosů u státních dluhopisů v USA i Evropě tak akciové trhy při nižší prázdninové likviditě prošly menší korekcí. Globální index MSCI All Country World propadl o 2,8 %, tažen dolů především rozvíjejícími se trhy (index MSCI EM: –6,1 %). Makroekonomická data z USA přicházela slabší, avšak bez nabourání konsenzuálního očekávání hladkého přistání americké ekonomiky. Při snížení kreditního ratingu USA agenturou Fitch z AAA na AA+ a nadále opatrné rétorice guvernéra Powella v Jackson Hole ohledně další trajektorie základních úrokových sazeb docházelo k uzavírání slušných letošních zisků na akciích. Americký index S&P 500 v srpnu klesl o 1,6 %. V mínusu skončily také evropské akcie (index MSCI Europe ex UK: –2,2 %). Jedním z předních kontributorů záporné výkonnosti byly banky – italská vláda oznámila uvalení sektorové daně na banky (0,1 % z Aktiv). Tento krok nemusí být lokálním precedensem.

Srpen byl slabší měsíc i pro středoevropský region. Klesaly především nejlíkvinnější akcie na polském trhu jako například zpracovatel ropy PKN Orlen, banky PKO a Pekao SA, společnosti ze spotřebitelského sektoru Dino Polska, CCC nebo LPP. Hlavním důvodem bylo

## AKCIOVÉ TRHY

ekonomické zpomalování a globální nejistota. Kladné zisky si připsala pojišťovna PZU, těžící z vyšších úrokových sazeb, a utilita Tauron, u které se očekává schválení pozitivního vykoupění špinavých zdrojů polským státem. V rámci regionu se dařilo energetické společnosti OMV, jejíž akcie pozitivně reagovaly na růst cen plynu. Přestože evropské zásobníky plynu jsou již nyní „naplněné“ (ještě v předstihu před 1. listopadem), stávka na třech rafinériích na zkapalněný plyn (LNG) v Austrálii poslala ceny evropského plynu o 23 % meziměsíčně výše.

Akcie na rozvíjejících se trzích zaostaly za ostatními regiony, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal necelých 6,4 %. Všechny hlavní asijské trhy zaznamenaly ztrátu. Tradičně nejdůležitějším faktorem byla Čína – ekonomice se příliš nedaří, problémy realitního (i výrobního) sektoru trvají a investoři se také obávají nedostatečné podpory ze strany vlády. Ta nicméně nějakou formu pomoci připravuje, uvidíme v následujících měsících. Akcie v Hong-Kongu klesly o 8,5 %, v Číně (index CSI 300) pak o 6,2 %. Kolem tří procent odepsaly korejské, indické a tchajwanské akcie. Odklon investorů od rizika byl patrný i na trzích v Latinské Americe, brazilské akcie ztratily přes 5 %, navzdory tomu, že kongres schválil nová rozpočtová pravidla a centrální banka snížila úrokové sazby.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

### DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během srpna nezajímavý, pohyby byly jenom malé. Na krátkém konci v eurozóně i v USA výnosy mírně poklesly – dvouleté výnosy v Německu o cca 9 b. b. pod 3 %, v USA o necelých 5 b. b. na 4,85 %. Na dlouhém konci byl vývoj v eurozóně odlišný od vývoje v USA, ale pohyby byly v obou případech malé: zatímco americké desetileté výnosy vzrostly v srpnu o zhruba 9 b. b. na 4,1 %, výnosy v Německu ve stejném rozsahu poklesly (na 2,45 %).

### DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů byl vývoj v srpnu vcelku klidný. Tzv. total return index (TRI) koncem srpna v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce mírně narostl (o 0,5 % resp. 0,4 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby rozdílnější: u investičních došlo v srpnu k poklesu o 1,2 %, u spekulativních k růstu o 0,2 %. Kreditní prémie po výrazném poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) i v 1Q23 (o 16 %, resp. 19 %) pokračovaly v poklesu i během prvních dvou měsíců druhého pololetí, byť tento pokles byl v důsledku srpnových nárůstů jen mírný: prémie u spekulativních dluhopisů byly koncem srpna oproti konci prvního pololetí o 1 % a u investičních instrumentů o 4,4 % nižší.

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**Česká výnosová křivka v srpnu mírně zvýšila svůj sklon.** Na krátkém konci výnosy zůstaly prakticky neměnné a lehce nad 5,6 % pro dvouletou splatnost, na desetileté splatnosti pak narostly o cca 20 b. b. na 4,45 %. Obchodování bylo typicky prázdninové.

## INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

### MSCI WORLD INDEX



### MSCI EMERGING MARKETS



### CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

**Podobný vývoj jako v ČR jsme v srpnu zaznamenali i v Polsku:** dvouleté výnosy poklesly o 5 b. b. na 5,35 %, sedmileté i desetileté výnosy však o cca 15 b. b. vyrostly, a to na 5,4, resp. 5,6 %. Obchodování bylo rovněž poznamenáno nižší letní likviditou.

## DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ceny ukrajinských státních dluhopisů (zejména v USD) v předcházejících měsících zvolna rostly. V srpnu došlo k určité korekci, nicméně se průběžně potvrzuje, že adaptace tamní ekonomiky, postupné uvolňování měnových restrikcí i měnově politických podmínek (snížení sazeb o 300 b. b. v reakci na klesající inflaci) spolu s růstem devizových rezerv centrální banky, pozvolna postupující úspěšnou ofenzivou a setrvalou podporou zahraničí dávají prostor pro růst cen státních dluhopisů.

## MĚNY

**Dolar proti euru** během srpna mírně posílil a dostal se z počáteční úrovně 1,10 koncem měsíce k hranici 1,08 USD/EUR. Na tomto pohybu se nejvíce podepsalo zjištění trhů, že FED nebude spíchat se snižováním sazeb tak, jak řada investorů původně počítala.

**Středoevropské měny v srpnu žádné velké pohyby nepředvedly. Polský zlotý** v srpnu lehce oslabil ze 4,40 na 4,45 PLN/EUR, obchodování však bylo pozvolné a pomalé. **Maďarský forint** mírně posílil z 390 na 382 forintů za euro. **Česká koruna** se většinu měsíce obchodovala ve velmi úzkém pásmu 24–24,10 CZK/EUR.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## 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. V posledních týdnech se totiž jak FED, tak ECB opět dostaly (po pauze vyvolané kolapsem regionálních bank v USA) do relativně jestřábí nálady a slibují minimálně to, že sazby nepůjdou dolů tak rychle, jak to čeká trh. To by skrze kanál úrokového diferenciálu mělo za jinak stejných podmínek tlačit na slabost koruny, a tudíž na vyšší domácí sazby (resp. potřebu zachování stávajících sazeb po delší dobu).

Naproti tomu došlo v posledních měsících k výraznému zpomalení inflační dynamiky v jádrové složce, což vyvolává očekávání, že se již brzy dočkáme snížení sazeb ČNB. Dle nás je však toto zpomalení vzhledem k tempu růstu mezd a síle trhu práce jen dočasné a inflace tak rychle nezmizí. Očekávání na pokles sazeb jsou tak dle nás i po srpnové korekci nadále přehnaná. Domníváme se proto, že výnosy tak ze současných úrovní zamíří ve druhé polovině roku výše, nad 4,50 %.

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

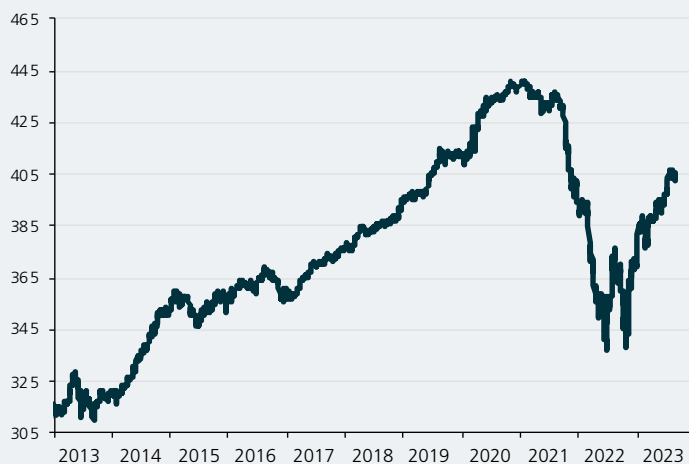
Polské dluhopisy mají spíše nakročeno k dalšímu růstu výnosů. Inflační dynamika je špatná a než ČR připomíná spíše Maďarsko. Podobný jako v Maďarsku (a zcela odpoutaný od růstu produktivity práce) je rovněž růst mezd. Zlotý zůstává i navzdory letošnímu posílení relativně slabý. Dle nás tak inflační problém v Polsku bude mít ještě delšího trvání než v ČR, což by se mělo projevit na posunu delších výnosů na vyšší úrovně.

## INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

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 to byla částka cca 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 pomalejším tempem, než byla relativně optimistická očekávání, nicméně dochází k prvotním úspěchům a prolomení ruských obranných linií. Ratingová agentura Fitch nicméně očekává pokračování konfliktu i v roce 2024 a i přes dobře se vyvíjející ekonomické fundamenty předpokládá prodloužení současných restrukturalizačních opatření pro ukrajinský státní dluh.

## MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** jsme názoru, že hranice 1,10 USD/EUR je zhruba maximum dosažitelné pro euro pro letošní rok. Čekáme sice stále o něco větší utažení politiky ECB než v případě FEDu, ale absolutní rozdíly jsou to již malé. Ve zbytku druhé poloviny roku tak čekáme obchodování bez směru mezi 1,05 a 1,10 USD/EUR.

**Fundamentálně je česká koruna stále zralá na oslabení** – disharmonické vnitřní i vnější vztahy, zahraniční sazby vysoko po delší dobu (zejména u EUR je navíc možné další snížení úrokového diferenciálu mezi CZK a EUR skrze růst sazeb ECB). Čekáme, že nízký úrokový diferenciál mezi ČNB a FEDem, resp. ECB se na koruně nakonec negativně projeví. Čekáme však také, že ČNB bude chtít výraznějšímu oslabení zabránit. Koruna tak v letošním roce dle nás oslabí k úrovním mezi 24,50 a 25 korun za euro.

**Polský zlotý** je makroekonomicky v podobné situaci jako CZK, s výjimkou o něco menšího deficitu běžného účtu platební bilance a, především, s výjimkou centrální banky schopné bránit svou měnu. Očekáváme tak návrat zlotého nad 4,70 PLN/EUR koncem druhé poloviny letošního roku.

**Maďarský forint** je pod tlakem dvojího deficitu (běžného účtu i veřejných financí) a extrémně vysoké inflace. Postupně a dle nás předčasně uvolňování měnové politiky v posledních měsících v Maďarsku by se mělo promítnout do oslabení forintu ve zbytku letošního roku.

## AKCIOVÝ TRH

Na akciové trhy máme nadále z krátkodobého hlediska mírně negativní pohled, do konce roku očekáváme zvýšenou volatilitu zapříčiněnou vybíráním zisků a menším růstem dluhopisových výnosů. 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.

Evropské akcie jsou oproti americkým akciím hodnotově levnější, kdy Evropa může za určitých podmínek těžit ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů a zároveň bude docházet k novým potřebným investicím 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 růstu úrokových sazeb, z kterého těží kapitálově silné banky. Americké akcie nyní těží z boomeru okolo umělé inteligence (AI) a na ni napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google apod. 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 na rozvíjejících se trzích. Asie, tažená čínskou ekonomikou, zažije po současných covidových lock-downech ekonomické oživení. Čínský spotřebitel nebyl tak silně kompenzován jako domácnosti v Evropě nebo USA. Oživení proto nebude rychlé a přijde až v průběhu třetího čtvrtletí letošního roku. Avšak potenciál ekonomického růstu v Číně je i tak vyšší než ve vyspělých ekonomikách. Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož budou lépe využívat aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní strategie. Éra nulových úroků a levných peněz je za námi. 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 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](http://www.conseq.cz).

## KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT

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

+420 225 988 200

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