

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	7,99 %	USA	-1,39 %	USD/EUR	0,82 %	Ropa Brent	7,81 %
Evropa – DJ Stoxx 600	6,28 %	Evropa	0,18 %	CZK/USD	-1,28 %	Zemní plyn	-6,07 %
Japonsko – Nikkei225	6,36 %	ČR	-2,36 %	CZK/EUR	-0,41 %	Sil. elektřina	-17,84 %
MSCI Emer.Mark.	-3,15 %	Polsko	-3,42 %	PLN/EUR	-2,85 %	Zlato	-1,31 %
ČR – PX	5,41 %	Maďarsko	-1,49 %	HUF/EUR	-3,26 %	Stříbro	0,42 %
Polsko – WIG30	11,59 %	Turecko*	0,67 %	TRY/EUR	1,38 %	Měď	-2,04 %
Maďarsko – BUX	8,50 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Inflace dále akceleruje, výhled v průmyslu i ve službách se dále zhoršuje. Trh práce ani i růst ekonomiky však zatím obavy, jichž jsou měkké indikátory plné, nepotvrzují.

První odhad tempa růstu HDP ve 3. čtvrtletí byl opět nad očekávání dobrý. Tempo růstu totiž zůstalo kladné, když **mezičtvrtletně** dosáhlo **+0,2 %**. Z velkých ekonomik se nejlépe dařilo Itálii (+0,5 % q/q), za ní následovalo Německo (+0,3 % q/q) a v těsném závěsu pak Španělsko a Francie, které rostly shodným tempem +0,2 % q/q. Francie byla také jediná země, která zveřejnila již první data o struktuře růstu HDP: jediným negativním přispěvatelem k růstu byl čistý export, neboť došlo k akceleraci tempa dovozů (z 1,2 % q/q ve druhém na 2,2 % q/q ve třetím čtvrtletí), což reflektovalo stále překvapivě silnou domácí poptávku (její příspěvek k mezičtvrtletnímu růstu byl +0,4 p. b.).

Tvrdá data, která byla v EMU v průběhu **října 2022** zveřejněna, jsou samozřejmě obsažena v **datech o růstu HDP ve 3. čtvrtletí**, tudíž jejich informační hodnota není vysoká.

Maloobchodní tržby v polovině třetího čtvrtletí opět poklesly, a to (i vzhledem k revizím července do červených čísel) **potřetí za sebou**. Po poklesu **o procento v červnu a 0,4 % v červenci poklesly v srpnu o 0,3 %**. První data za některé země za září však ukazují na zlepšení situace – **německý maloobchod přidal** dle prvních dat **v září 0,9 % m/m, španělský i francouzský shodně po 0,2 %**. Meziroční tempo růstu v Německu bylo v září záporné (-1 %), ve Španělsku i ve Francii však kladné (+0,2, % resp. 0,8 %). Že se tržbám nadále daří relativně dobře, je samozřejmě dáno tím, že **trh práce je stále ve výtečném stavu**. Sezonně očištěná míra nezaměstnanosti je meziročně nižší o 1 p. b. a drží se pod 7 %: od letošního dubna do srpna včetně byla **míra nezaměstnanosti na nejnižší hodnotě (6,6 %)** v dosavadní historii EMU. Nejnižší z velkých zemí je nezaměstnanost samozřejmě v Německu (3 %), nejvyšší ve Španělsku (12,4 %). **Růst mezd stále zůstává relativně utlumený: index sjednaných mezd**, který sleduje ECB, přidal v prvním čtvrtletí 3 % r/r, ve druhém však už pouze 2,4 % r/r. Scénář přelévání inflace do mezd se dle dat zatím nenaplnuje, první náznaky, že mzdy urychlí, však pozorujeme: **německý IG Metall ohlásil na listopad varovné stávky**, které mají zaměstnavatele přimět k **osmiprocentnímu růstu mezd, piloti Lufthansy dostali 5,5 % a požadují automatickou mzdovou indexaci v roce 2023**.

Průmyslová produkce, po překvapivě silném druhém čtvrtletí, v prvních dvou měsících 3. čtvrtletí poklesla, i když dohromady jenom mírně. V červenci totiž ztratila meziměsíčně 2,3 %, v srpnu však vzrostla o 1,5 % m/m. Meziroční tempo růstu celkové průmyslové produkce dosáhlo v polovině třetího čtvrtletí +1,5 %, ve zpracovatelském sektoru pak dokonce +1,7 %. To je ve světle energetické krize a inflace hodně překvapivý výsledek a neodpovídá pesimismu opakovaně projevovanému firmami v průzkumech.

Tento pesimismus je patrný i v říjnových průzkumech. **Index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu se **v říjnu 2022 dále zhoršil**: ze zářijových 48,4 bodu se v říjnu sesunul na nejnižší hodnotu za 29 měsíců, tj. na **46,6 bodu**. Nejhůř na tom bylo Německo, kde index poklesl na 44,1 bodu, což je s výjimkou pandemie nejslabší výsledek od června 2009. **Důvodem poklesu (nejenom v Německu) byl pokles nových objednávek, který byl nejostřejší od dubna 2009**. Trochu překvapivý pak byl výsledek subindexu zaměstnanosti, který (sice mírně, ale přece) vzrostl. Na straně vstupních nebo výstupních cen došlo jen k marginálnímu zpomalení tempa růstu.

U **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny, se v říjnu žádné velké změny neodehrály. **Subindex**, který hodnotí **stávající situaci**, po zářijovém poklesu (94,5 bodu) pod dlouhodobý průměr (96,7 bodu), **zůstal v říjnu téměř neměnný (94,1 bodu)**. **Subindex** hodnotící **očekávání** se oproti září (75,3 bodu), což bylo na dohled od historického minima (71,9 bodu) z covidového dubna 2020, **marginálně zlepšil (75,6 bodu)**.

V dominantním sektoru služeb se situace v říjnu v eurozóně rovněž dále zhoršila. Index PMI ve službách totiž poklesl

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

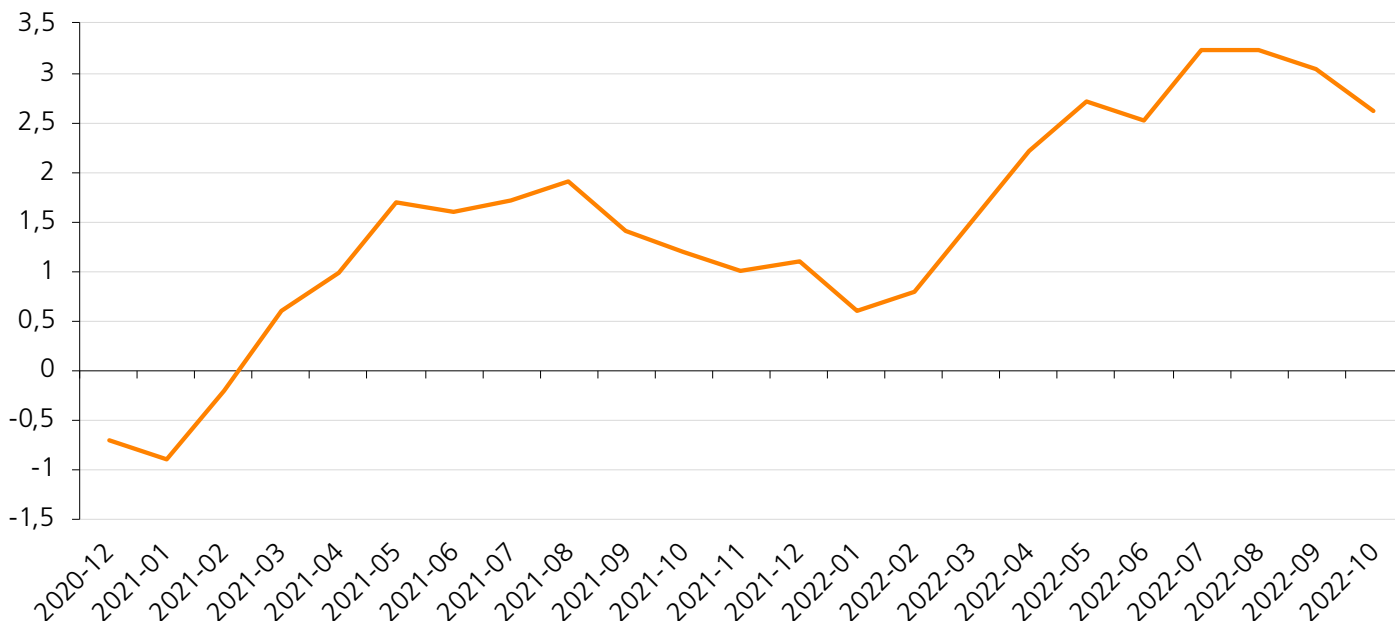
na **nejnižší hodnotu (48,2 bodu) za 20 měsíců**, a to zejména vinou poklesu nových objednávek, které klesly tempem (s výjimkou pandemie) neviděným od června 2013. Že se **ve službách situace** jen tak **nezlepší, dává tušit i spotřebitelská důvěra** měřená Evropskou komisí. Ta se **zářijovým poklesem na -28,8 bodu** dostala na **nové historické minimum** (o více než 4 body níže, než bylo předchozí dno z dubna 2020, -24,7 bodu), což sice **v říjnu** částečně zvrátila (-27,6 bodu), ale nadále **zůstává z historického hlediska bezprecedentně nízko**.

Inflace v říjnu dle předběžných dat svým meziměsíčním růstem o 1,5 % zrychlila **meziročně na 10,7 %**. U ostře sledované **jádrové inflace** došlo ke zrychlení o 0,6 % m/m, což znamenalo, že ze zářijových 4,8 % r/r zrychlila na **říjnových 5 %**. Z velkých zemí byla v září nejvyšší inflace v Německu (11,6 %) a v Itálii (12,8 %), nejnižší pak ve Francii (7,1 %) a Španělsku (7,3 %). Dále také rychle rostou ceny **průmyslových producentů**, jejichž meziroční tempo růstu dokonce v srpnu dále akcelerovalo: poté, co v červenci přidaly 2,9 %, přidaly **v srpnu dalších 3,5 % m/m** a **meziročně se tak dostaly na 32,6 % r/r**. První zářijová data z Německa (+1 % m/m) nebo Itálie (+2,8 % m/m) naznačují, že v eurozóně ani v září nebyl s růstem cen producentů ještě konec.

Navzdory tomuto vpravdě hrozivému a bezprecedentnímu inflačnímu vývoji a prvním znakům, že si trh práce nechce nechat inflační šok líbit a chce jej přetavit do mezd, vyslala **ECB** opatrné signály, že s dalším růstem sazeb to nebude tak horké, jak se před pár měsíci mohlo zdát. **V říjnu sice zvedla sazby opět o 0,75 p. b.** na nejvyšší úroveň od roku 2009 a řekla, že „*musí udělat, co je potřeba*“ ke zkrocení inflace, zároveň však změnila svůj výhled ze „*sazby porostou na dalších několika dalších zasedáních*“, což byla věta v zápisu ze září, na „*očekáváme, že sazby dále porostou*“ v říjnu. Trhy si to vyložily (dle nás nesprávně), jako že se blíží vrchol a možná dokonce obrát v sazbách. Inflace, trh práce ani jiná data však nic takového nepodporují.

Jádrová inflace v eurozóně je stále velmi vysoko.

Jádrová inflace v EMU v posledním půlroce, % kumulativně



Zdroj: Eurostat, dostupné ZDE

USA

FED pokračuje v agresivním utahování měnové politiky, jádrová inflace nezpomaluje. Reálná ekonomika se ve třetím čtvrtletí vynořila z technické recese.

Po technické recesi v první polovině roku se americká ekonomika **ve třetím čtvrtletí** vrátila do černých růstových čísel, když **vzrostla** anualizovaným **reálným tempem 2,6 %**. Ve struktuře dominoval příspěvek čistého exportu, který dosáhl bezmála 2,8 p. b., následován domácí poptávkou, která přidala k anualizovanému růstu 1 p. b. Podruhé v řadě poklesly fixní investice (-1,6 p. b.), což je vcelku překvapivé při pohledu na měsíční data o objednávkách zboží dlouhodobé spotřeby. Celkově se však potvrdilo co jsme psali v minulých vydáních tohoto materiálu, tj. že neexistuje žádný náznak, že by recese v minulých dvou čtvrtletích (-1,6 % v prvním a -0,6 % ve druhém) byla cokoliv jiného než pouhá technická záležitost.

Měsíční data zveřejněná během října 2022 byla smíšená.

Reálné maloobchodní tržby, po (nahoru revidovaném) růstu v srpnu o 0,3 % m/m, v září opět poklesly (-0,4 % m/m), jako

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

ostatně právě s výjimkou srpna v každém měsíci od května. To při pohledu na inflaci asi není tak překvapivé. Překvapivé ale trochu může být, že je jich meziroční tempo bylo v obou letních měsících kladné (+1,4 % v červenci a +1,1 % v srpnu) a i po zářijovém meziměsíčním poklesu zůstalo nulové. To však bylo způsobeno hlavně vysokými tempy růstu z konce minulého a začátku letošního roku, kdy se ekonomika znovu otevírala po pandemických uzavírkách.

Na trhu práce je všechno při starém. **V září míra nezaměstnanosti** poklesla ze srpnových 3,7 % (kam se dostala jen díky růstu míry participace na nejvyšší hodnotu - 62,4 % - od března 2020 - 62,6 %) na **3,5 %**. 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 září 6,7 %. Pokračuje rovněž rychlá tvorba pracovních míst – **za červenc a až září vytvořila americká ekonomika 1 mil. nových pracovních míst v soukromém sektoru (v září samotném 288 tis.)**. Průzkum JOLTS zase ukázal, že počet volných pracovních míst zůstává velmi vysoký – zatímco před pandemií se toto číslo pohybovalo kolem 6–7 mil., dnes je na **úrovni bezmála 11 mil.** Všechna tato data tak indikují jediné – velmi napjatý trh práce.

U mezd nadále zaznamenáváme odlišné signály podle toho, ze kterého průzkumu použijeme data. Dle dat **Atlantského Fedu** (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) vzrostly mzdy v září 2022 o 6,3 % r/r, zatímco dle dat z tzv. Current Employment Statistics, na něž jsme se v minulých vydáních tohoto materiálu často odvolávali, je v posledním pololetí růst „jen“ 2,24 % (5 % r/r). Dlužno dodat, že **růst nákladů na zaměstnance** (tzv. Employment Cost index, neboli ECI) dosáhl ve třetím čtvrtletí 1,2 % q/q (5 % meziročně). I zde se však jedná o průzkum, nikoliv agregátní data za celou ekonomiku. Celkově však tempo růstu mezd – což je vzhledem ke shora popsanému stupni napjatosti pro nás trochu překvapivé – neakceleruje.

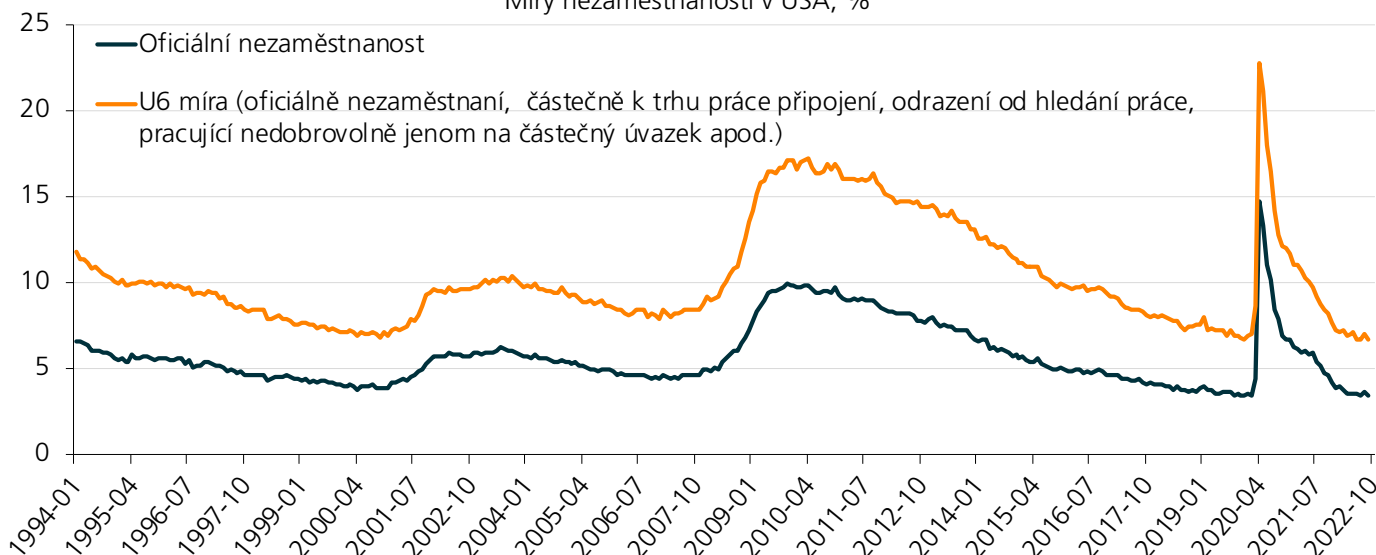
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby koncem třetího čtvrtletí meziměsíčně vzrostly (+0,4 % m/m). Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, máme také vcelku dobrý obrázek: **růst v červenci o 0,7 %, v srpnu o 0,8 % a pokles v září o 0,7 %**. Jedná se sice o čísla nominální, ale to, že meziročně jsou objednávky vyšší o 8,3 %, je i z pohledu reálného (tj. že se vlastně jedná o stagnaci) v současnosti velmi dobrý výsledek. Není to ale zas takovým překvapením, stále si totiž dobře vede **průmyslová produkce**. Ta se (reálným) **růstem o 0,4 % v září** dostala na **meziroční tempo reálného růstu 5,3 %**.

Poté, co v červenci **jádrová (PCE) inflace** zpomalila – zatímco v posledních čtyřech měsících do května 2022 včetně rostla vždy o 0,3 % m/m, v červenci meziměsíčně stagnovala – jsme byli **v srpnu i v září** svědky opětovné reakcelace. V obou měsících totiž jádrová inflace **přidala 0,5 % m/m**, což znamenalo, že se **meziroční tempo** jádrové PCE inflace dostalo na **+5,1 %**. **Celková PCE inflace** vzrostla o 0,3 % m/m, **meziročně** se tak dostala na **+6,2 %**.

Že tato reakcelace inflace přinese další výrazný růst sazeb FEDu bylo jasné. Na zasedání počátkem listopadu tak FED opět zvýšil sazby a opět o tři čtvrté procentního bodu. I když FED zopakoval sdělení z předcházejících dvou setkání, že v budoucnu bude postupovat pomalejším tempem (a že ke zpomalení tempa růstu sazeb dojde nejspíš na některém z nadcházejících dvou zasedání), listopadové zasedání bylo ještě jasnější. Prezident FEDu Powell na tiskové konferenci totiž vyloučil, že by se s utahováním sazeb mělo přestat, řekl, že *"ekonomika bude potřebovat dlouhé období nízkého růstu a vyšší nezaměstnanosti ke zkrocení inflace"*, přičemž dodal, že chce vidět kladné reálné úrokové sazby napříč celou křivkou. A nakonec ještě přidal predikci, že vrchol sazeb bude vyšší, než předpokládali členové FOMC v září (4,6 %). Trh tak začal očekávat vrchol sazeb v tomto cyklu na úrovni 5,2 %.

Trh práce zůstává stále napjatý

Míry nezaměstnanosti v USA, %



Zdroj: BLS, dostupné ZDE

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Ekonomika vykazuje první znaky ochlazování, trhu práce ani jádrové inflace se to zatím však moc netýká. ČNB zůstává tváří vysoké inflaci, stále napjatému trhu práce i rostoucím očekáváním zahraničních sazeb nečinná. Prozatím.

Růst HDP ve třetím čtvrtletí dosáhl dle prvních dat **-0,4 % q/q**, což v meziročním vyjádření znamenalo kladné tempo +1,6 %. Strukturální data prozatím zveřejněna nebyla, ale dle Českého statistického úřadu mohla za mezičtvrtletní pokles zejména slabší poptávka domácností. Naopak, zahraniční poptávka měla vliv pozitivní.

Měsíční data zveřejněná během října 2022 byla s výjimkou průmyslu slabá.

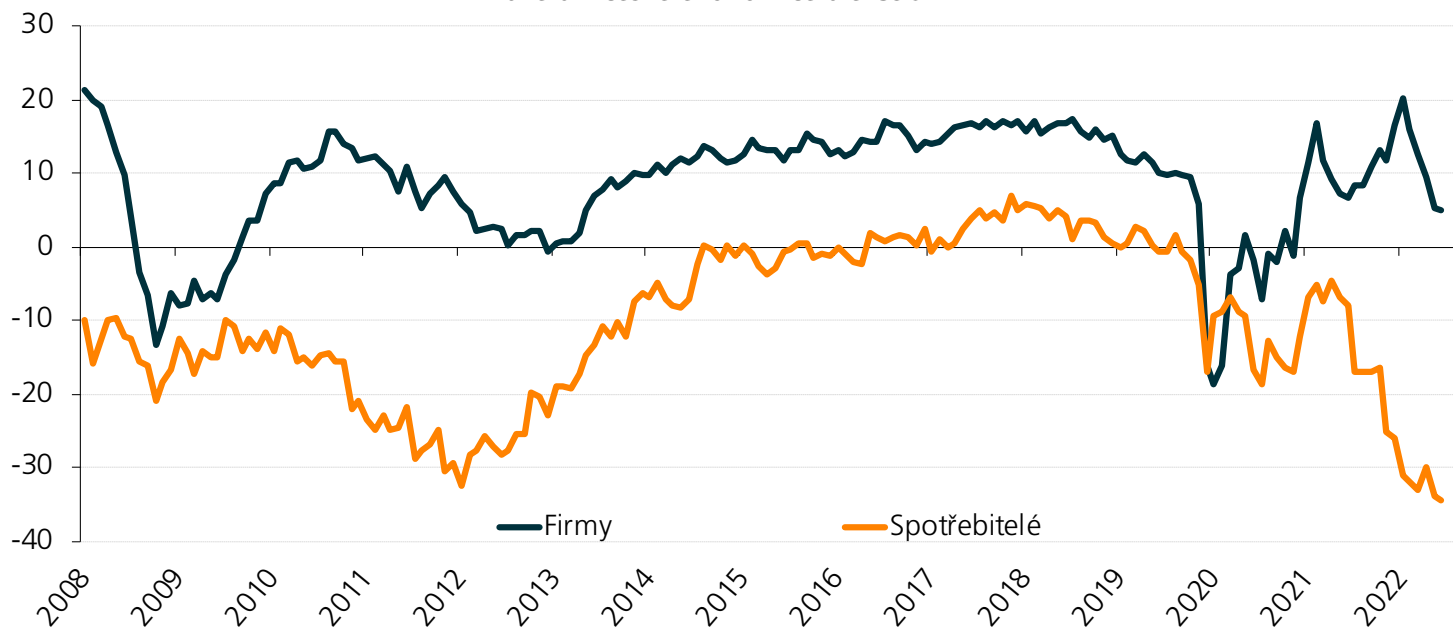
Průmyslová produkce v srpnu 2022 opět vzrostla. Po silném květnovém a červnovém růstu (+2 % a +1,8 % m/m) poklesla sice v červenci o 0,2 % m/m, ale **v srpnu přidala 0,8 % m/m**. Její meziroční tempo se tak dostalo na +7,2 %, což je nejlepší meziroční výsledek od července 2021. Na meziročním tempu růstu se nejvíce podílela výroba automobilů (příspěvek +6,4 p. b.), elektrických zařízení (+0,6 p. b.) a jiných strojů (+0,6 p. b.). Že není v průmyslu situace (zatím) nijak katastrofální, ukazuje i fakt, že meziročně de facto stagnoval počet zaměstnanců (zaměstnanost -0,1 % r/r) a jejich mzdy přidaly 8,8 % r/r. S tímto popisem situace ale příliš nekoresponduje vývoj **indexu PMI**. Tento index se totiž poté, co se v červnu (poprvé od srpna 2020) dostal pod hranici 50 bodů, dále propadá. V září se tak dostal na 44,7 bodu a **v říjnu dokonce na 41,7 bodu**, což bylo nejnižší od května 2020. Důvodem poklesu byl jak pokles stávající produkce (nejrychlejší od května 2020), tak pokles nových objednávek (nejrychlejší od dubna 2020). Dále však rostly ceny vstupů i výstupů, i když v obou případech pomalejším tempem než v minulých měsících.

Negativně vyznívá i (zářijový) **průzkum důvěry ČSÚ u firem** – dle konjunkturálního průzkumu ČSÚ totiž důvěra firem od června klesá, říjen nebyl výjimkou. **V říjnu totiž důvěra klesla nejnižší (5,0 bodu) od března 2021. U domácností je situace ještě horší** a odpovídá tomu, jak by člověk v situaci (více než dvě desetiletí neviděné) inflace čekal – jejich důvěra se propadá, v říjnu až na **nové historické minimum -34,5 bodu**. Vývoj **maloobchodních tržeb začíná pesimismu odpovídat** – v posledních třech měsících do srpna klesly tržby reálné o 2,6 %, pokles v posledních 6 měsících dosáhl 5,2 %. Dá se přitom čekat, že tržby budou mít tendenci slábnout i nadále.

Česká spotřebitelská inflace v září přidala 0,8 % m/m, což bylo podruhé v řadě od prosince, kdy meziměsíční inflace rostla tempem pod procentem. **Růst v jádrovém okruhu** (tj. bez potravin, paliv a nepřímých daní) **dosáhl v září 0,3 % m/m**, což bylo nejméně od prosince. Zde je ale potřeba si uvědomit, že zářijová meziměsíční data jsou vždy ovlivněná dovolenými, které vždy v září sezonně klesají – zářijová jádrová inflace je proto často výrazně záporná (v roce 2020: -0,8 % m/m, v roce 2019: -0,9 % m/m, v roce 2018: -0,7 % m/m). Jinými slovy, kladný výsledek letošní zářijové jádrové inflace ukazuje, že inflační poptávkové tlaky jsou nadále výrazné a přetrvávající.

Důvěra domácností na historickém minimu, maloobchodní tržby slábnou

Důvěra v české ekonomice dle ČSÚ



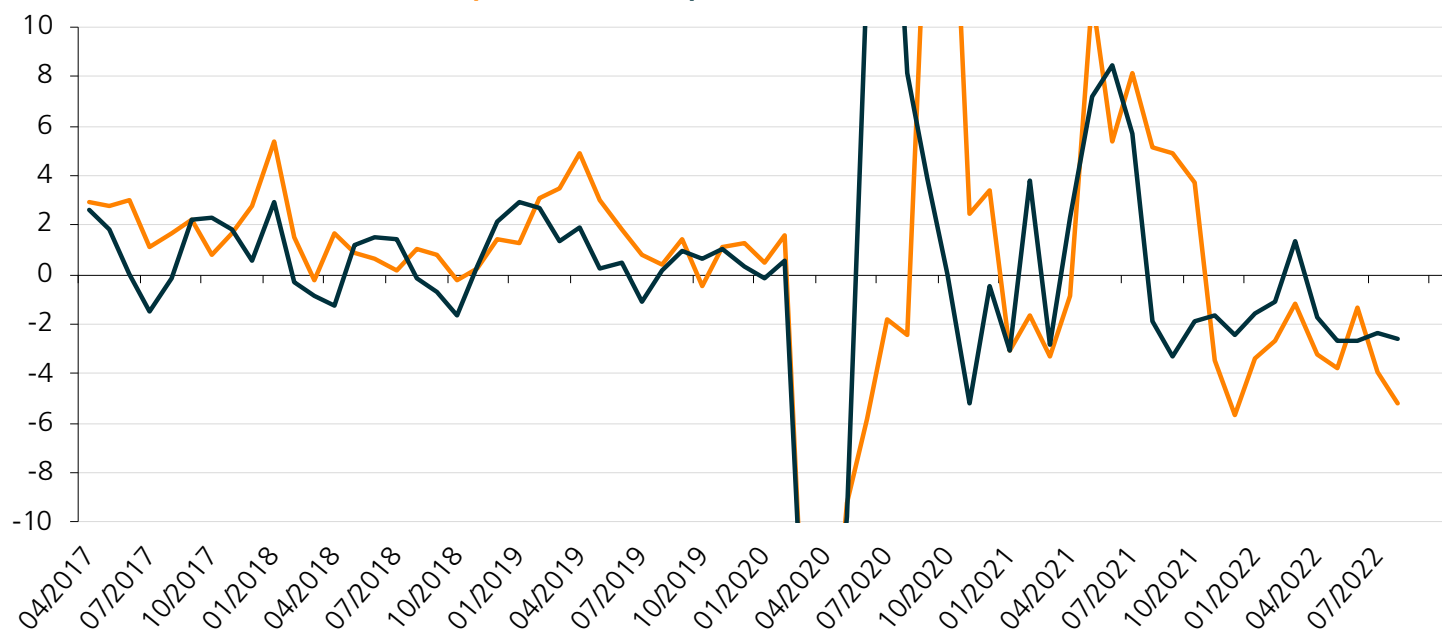
Zdroj: Databáze ČSÚ ZDE

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3
ČR

Kde jistou stabilizaci vidíme, jsou ceny producentů, ale zase jen u cen, na které ČNB vliv nemá: ceny zemědělských producentů poklesly v srpnu o 2,3 % m/m a v září o 1,3 %. Ceny v průmyslu však opět rostly, když po srpnovém poklesu o 0,1 % m/m přidaly v září 1,2 %, a nadále rychle rostou i **ceny tržních služeb: ty v říjnu přidaly 1,5 % m/m, což bylo nejvíce od února**. Meziročně pak jejich tempo dosáhlo +6,8 %. I to naznačuje, že poptávkové tlaky neustupují.

Na zasedání ČNB počátkem listopadu zůstaly sazby stabilní na 7 %. Od [letní prognózy](#) se nově představená [podzimní prognóza](#) příliš neliší ve výsledku inflace pro příští rok – zatímco letní prognóza čekala průměrnou inflaci na úrovni 9,5 %, nová podzimní ji vidí na úrovni 9,1 %. Liší se však způsob, jak se česká ekonomika má ke stejnému výsledku dostat. Ten nový způsob je přitom bolestivější. Zatímco v létě ČNB tvrdila, že sazby budou v příštím roce klesat (průměrný PRIBOR v roce 2023 měl být zhruba 5 %) a ekonomika se vyhne recesi (růst HDP se čekal kladných 1,1 %), dnes je všechno jinak. ČNB čeká průměrný PRIBOR v roce 2023 na 7 % (a dokonce na 5 % i v roce 2024) a **v příštím roce kontrakci ekonomiky** o necelé procento. Přidejme k tomu očekávání silnější koruny, kterou ČNB evidentně chce držet pod 25 korunami za euro celý rok 2023, a je jasné, co se nám ČNB snaží sdělit: že inflace je mnohem perzistentnější, než si doposud myslela, a že sazby budou muset zůstat vysoko mnohem déle. Považme ještě, že se i u podzimní prognózy jedná o model s prodlouženým horizontem měnové politiky a s předpokladem ukotvených inflačních očekávání, což jsou v obou případech přinejmenším kontroverzní předpoklady, a je jasné, kam ČNB míří – k výrazně vyšším sazbám.

Kumulativní celkový růst (v %) reálných maloobchodních tržeb
v **posledních 6** a v **posledních 3** měsících v ČR



Zdroj: Databáze ČSÚ [ZDE](#).

POLSKO

Ekonomika sice zpomaluje, ale zdaleka se nejedná o náraz do zdi. Inflace dále akceleruje, centrální banka však jen pozoruje situaci a měnovou politiku již nezprísňuje.

Nová data o růstu HDP za třetí čtvrtletí prozatím zveřejněna nebyla. Došlo pouze k mírné revizi směrem dolů u dat za druhé čtvrtletí, kde byl růst revidován z -2,1 % q/q na -2,4 % q/q. Podle měsíčních dat, včetně těch, která byla zveřejněna v průběhu října, lze očekávat, že růst sice nebyl tak slabý jako ve druhém čtvrtletí, ale že daleko od mezičtvrtletní stagnace také nebude.

Průmyslová produkce zaznamenala po dvou měsících meziměsíčního růstu (+0,5 % v červenci a +0,3 % v srpnu) **koncem třetího čtvrtletí stagnaci**. Meziroční tempo růstu však zůstalo výrazně kladné, když dosáhlo +10,6 %. Jako obvykle s tím nekoresponduje vývoj **indexu PMI**. Ten se totiž v srpnu zhroutil na 40,9 bodu, což bylo nejslabší číslo za 27 měsíců, a ani v září se o moc nezlepšil (43 bodů). **I říjnový výsledek (42 bodů)**, šestý v řadě pod 50, neindikuje, že by se průmyslové produkci mělo dařit (vzhledem k tomu, jak „dobře“ predikoval výsledky produkce tento index v minulosti, je však namístě nahlížet na něj s opatrností). V rámci říjnového indexu se stejně jako u českého PMI zhoršil jak index nových objednávek, tak index stávající produkce. Vstupní i výstupní ceny rostly, ty výstupní dokonce nejrychleji od července.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

POLSKO

Reálné maloobchodní tržby meziměsíčně v září klesly. Po růstu o 1,2 % v červenci a o 1 % m/m v srpnu **poklesly** totiž v září o **2,8 % m/m**, jejich **meziroční tempo** však i tak zůstalo kladné (**+4,1 %**). Za prvních 9 měsíců tak byly tržby o 6,8 % vyšší ve srovnání se stejným obdobím roku 2021, což sice zčásti reflektuje bazický efekt, ale uvážíme-li, že (sezonně očištěný a reálný) m/m růst v lednu, únoru i v březnu dosáhl shodně 1,4 % (a že i červenec a srpen byly nad procentem meziměsíčně, viz výše), je jasné, že na silném meziročním tempu růstu má svůj podíl solidní měsíční tempo růstu poptávky domácností v letošním roce.

Není divu – tržbám pomáhá trh práce, na němž nedošlo zatím k žádným změnám. **Míra nezaměstnanosti** je stále velmi nízká, v září se pohybovala jen lehce nad 5 % (přesněji, po revizích předchozích dat, na **5,3 %**). Určitě pak tedy nepřekvapí, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd** dosáhl v září **14,5 %**, což znamená, že i navzdory vysoké inflaci **zůstává reálný růst mezd jen mírně záporný**.

Ve shora popsaném makroekonomickém prostředí se nepřekvapivě „daří“ inflaci. V říjnu dle předběžných dat vzrostla **celková inflace na 17,9 %** (vs. 17,2 % v září), což indikuje, že i poptávková inflace nejspíš dále zrychlila ze zářijových finálních hodnot (10,7 %). **Meziměsíční růst** celkové inflace dosáhl v říjnu opět velmi rychlých **1,8 % m/m**. Dobrou zprávou je, že se v září skoro zastavil **růst cen producentů**, když **meziměsíčně ceny přidaly 0,2 %**, nejméně od prosince 2020. Meziroční růst cen producentů dokonce v září poklesl z 25,3 % na 24,5 %.

Centrální banka po zvýšení sazeb v září o 0,25 p. b. na 6,75 %, v říjnu **sazby nezměnila**. V [komuniké](#) po zasedání řekla, že má dosavadní utažení měnové politiky za dostatečné, a to i s ohledem na to, že většinu inflace pokládá nadále za inflaci způsobenou exogenními šoky mimo dosah měnové politiky. Trhy si to nemyslí, což (jak vysvětlíme níže), způsobilo v říjnu výprodej na polském dluhopisovém trhu.

MAĎARSKO

Inflace s nejrychlejším letošním meziměsíčním růstem a následné oslabení forintu přinutilo maďarskou centrální banku k mimořádnému utažení měnové politiky.

V Maďarsku, stejně jako v Polsku, data o růstu HDP ve třetím čtvrtletí zatím k dispozici nejsou.

Maloobchodní tržby poté, co v červenci poprvé od března meziměsíčně vzrostly (+0,5 %), v srpnu opět **poklesly**, byť jenom mírně (o 0,2 %). Meziročně po zohlednění kalendářních a sezonních efektů byly tržby vyšší o 4,5 %, v posledních třech měsících do srpna pak ztratily procento. To, že se poptávce relativně daří i navzdory tomu, že inflace dosahuje 20 %, je zásluha zejména trhu práce. Míra nezaměstnanosti je totiž stále velmi nízká – i když ze dna ve druhém čtvrtletí (3,2 %) se ve třetím čtvrtletí zvedla na 3,6 %, z historického hlediska jsou to velmi nízké hodnoty. Samozřejmě, že napjatý trh práce a státní zásahy vedou k rychlému růstu mezd a platů v ekonomice: **tempo růstu nominálních mezd dosáhlo v září 16,6 % r/r**. Zatřetí, fiskální transfery (vratky daní pro rodiny s dětmi, extra důchody) a stropy na ceny některých komodit (paliva, potraviny) dále podpořily domácí poptávku.

Maďarská průmyslová produkce přidala v červenci 1 % a v srpnu 0,1 % m/m, zaznamenala tak čtvrtý kladný měsíc v řadě (a šestý kladný měsíc v letošním roce). Pokles jsme zaznamenaly i jen v březnu (o 0,2 % m/m) a v dubnu (o 1,5 % m/m). **Meziroční tempo** se uprostřed třetího čtvrtletí dostalo na **9,3 %**. Dařilo se všem složkám produkce, dále narostla (podobně jako v ČR) produkce aut.

Celková inflace se meziměsíčními tempy růstu (v každém měsíci letošního roku nejméně +1 % m/m, nejvíce **+4,1 % m/m právě v září**, což je nejrychlejší tempo od roku 1993), vyšplhala v září meziročně **na 20,1 %**. Bezprecedentní růst inflace v září nebyl způsoben jen tím, že vzrostly regulované ceny (ty od 1. srpna přidaly 62 %), poptávková inflace (tj. jadrová inflace bez potravin) přidala 1,2 % m/m a dostala se na 15,4 %, což ukazuje, že inflační problém v maďarské ekonomice nyní již není jenom vinou externích šoků. To ostatně naznačují růst mezd i trh práce.

Vzhledem k takovému inflačnímu vývoji a slabosti forintu (více níže) **byla maďarská centrální banka donucena k drastickému zvýšení sazeb**. V polovině října totiž pod tlakem padajícího forintu zavedla jednodenní depozitní facilitu, kterou nastavila na 18 % (a rozšířila horní okraj pásma až na 25 %, což jí umožňuje sazby dále zvýšit, shledá-li to potřebným), čímž de facto pohřbila relevanci všech dalších sazeb ve svém instrumentáriu (týdenní, 90denní). MNB také rozhodla o poskytování cizoměnové likvidity na platby za energie, čímž rovněž hodlá pomáhat forintu.

ROPA

Po měsících pozvolného růstu se cena ropy vlivem útoku Ruska na Ukrajinu dostala v 1. čtvrtletí 2022 na hodnoty neviděné více než 10 let. Barel ropy se počátkem března obchodoval za 113 dolarů a během měsíce se podíval i na hranici 120 dolarů. Koncem března poklesla jeho cena na úroveň 100 dolarů a v úzkém rozpětí ± 5 USD kolem této úrovně pak oscillovala i během dubna. Od počátku května do zhruba poloviny června cena opět rostla, a to až ke 120 USD za barel. V obavách, že utahování politik centrálních bank přivodí světové ekonomice zpomalení nebo dokonce recesi, však v červnu klesla do pásma 105 až 110 dolarů za barel a od té doby se drží většinou mezi 80 a 90 dolary za barel. Nejinak tomu bylo i v říjnu.

AKCIOVÉ TRHY

Akciovým vyspělým trhům se v říjnu dařilo. Americký index S&P 500 vzrostl o 8 %, evropský index DJ STOXX600 o 6,3 % a japonský index Nikkei225 o 6,4 %. Mezi hlavní důvody růstu akcií můžeme zařadit dřívější přeprodanost akciových trhů, pokles cen plynu a utlumení očekávání ohledně dalšího zvyšování úrokových sazeb americkou centrální bankou FED. K dobrému zhodnocení akciových trhů přispěla také započatá výsledková sezóna za 3. čtvrtletí, kdy došlo k opětovnému překonání odhadů analytiků na úrovni tržeb i čistých zisků. Horší tržby než očekávané případně komprese ziskových marží se však vyskytly, a to například i u největších společností jako Microsoft nebo Meta (Facebook). Celkově se v letošním roce nedaří, a zřejmě v následujících měsících ani nebude dařit, společně s nízkými ziskovými maržemi a vysokým zadlužením, jejichž citlivost dluhových nákladů na úrokové sazby je vysoká.

Střední Evropa kopírovala pozitivní dění na vyspělých akciových trzích. Dařilo se především akciím bank (Komerční banka +13 %, Erste Bank +11 %, mBank +34 %, PKO Bank +19 %), které v minulých měsících výrazně propadly. Dřívější propady byly razantní, a to i přes výrazný růst úrokových sazeb v České republice, Polsku nebo Maďarsku. Se zhoršující se ekonomickou situací se však nedařilo akciím průmyslových podniků a utilit (Enea, PGE, Tauron, ČEZ) ani ropným společnostem (PKN Orlen), kterým hrozí zavedení (pokud již neproběhlo) sektorových daní nebo stropu na ceny elektřiny, plynu či paliv. Sektorové daně hrozí také bankovnímu sektoru, avšak výrazná část dopadu je již po propadech cen akcií zacena a při současných hodnotových ukazatelích nabízí zajímavý potenciál. Český index PX v říjnu vzrostl o 5,4 %, polský index WIG30 o 11,6 % a rumunský index BET o 1,5 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích na růst vyspělých trhů nenavázaly. Souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal přes 3,1 %, a z loňských maxim ztrácí již přes 40 %. Hlavní pozornost se jednoznačně upínala na Čínu, kde byl na sjezdu vládní strany zvolen na bezprecedentní třetí pětileté období stávající prezident Xi. Navíc nově zvolené nejužší vedení zahrnuje lidi blízké prezidentovi, nová vláda tak může rozhodovat prakticky bez jakékoliv opozice. Trhy v Číně a Hong-Kongu prudce klesaly, zahraniční investoři dávají najevo obavy, zda budou dostatečně hájeni jejich zájmy a nakolik vládní politika ovlivní ekonomický růst. Negativní sentiment utvrdilo pokračování v politice nulové tolerance vůči nemoci COVID-19. Akcie na Taiwanu rovněž v návaznosti na stupňující se napětí s Čínou zamířily dolů. Naopak například indické a korejské akcie rostly, následovaly tak optimizmus z vyspělých trhů. Ve výborných výsledcích pokračují akcie Latinské Ameriky. Brazílské prezidentské volby těsně vyhrál levicový staronový prezident Lula, čímž skončila nejistota doprovázející vyhrčenou kampaň. Nejlépe se dařilo tureckým akciím (index ISE30 +25 %), a to i přes inflaci atakující 85 % a neortodoxní politiku tamní centrální banky, která dále snížila sazby už na 9,5 %.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během října podobný – výnosy narostly. Ve Spojených státech byl růst výnosů rychlejší a výraznější, když na krátkém (2 roky) i dlouhém konci (10 let) narostly výnosy o zhruba 20 b. b. na 4,5 %, resp. 4 % procenta. Křivka tak zůstává inverzní.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

V eurozóně byly pohyby mírnější, ale i zde se krátký konec zvýšil o bezmála 20 b. b. na 1,95 %. Dlouhý konec zůstal beze změn na 2,15 %. Vzhledem k jestřábím centrálním bankám, zejména FEDu, zkraje listopadu však lze očekávat, že výnosy dále vyrostou.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů byl vývoj v říjnu rozdílný. Tzv. total return index (TRI) v případě korporátních dluhopisů spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci září vzrostl o 1,9 %, u dolarových dokonce o 3,1 %. Vzhledem k říjnovému vývoji dluhopisových trhů vládních instrumentů to byl překvapivý výsledek. V případě investičního stupně byl vývoj jiný a odpovídal tomu, co se dělo u vládních protějšků – u dolarových instrumentů poklesl TRI o 1 %, na instrumentech denominovaných v EUR pak o 0,2 %. Kreditní prémie u investičních dluhopisů denominovaných v EUR po výrazném srpnovém i zářijovém nárůstu (u spekulativních o 25 %, u investičních o 34 %) v říjnu poklesly, a to o 35 % u spekulativních a o 15,5 % u investičních.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka v říjnu kopírovala vývoj v zahraničí. Nejvíce vlivem růstu výnosů v zahraničí i stále neutuchající inflace narostly dlouhé výnosy, desetiletka se tak dostala až na dohled 6 % a oproti konci září tak výnosy narostly o 50 b. b. Ještě o něco vyšší nárůsty (+60 b. b.) byly pak u pětiletých a sedmiletých splatností. Na krátkém konci se kvůli netečnosti ČNB moc nestalo, v říjnu se dvouletý výnos vrátil na 6,1 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská výnosová křivka během října prošla dramatickým posunem nahoru. Výrazný další růst inflace ve spojitosti s polskou centrální bankou, která už, podobně jako ČNB, nechce sazby dvouciferné inflaci navzdory dále zvyšovat, vedl k výraznému výprodeji podél celé křivky. Jak dvouleté, tak desetileté splatnosti (a vlastně i všechny další mezi nimi) narostly o 1,2 p. b. na 8,7 %, resp. 8,4 %.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

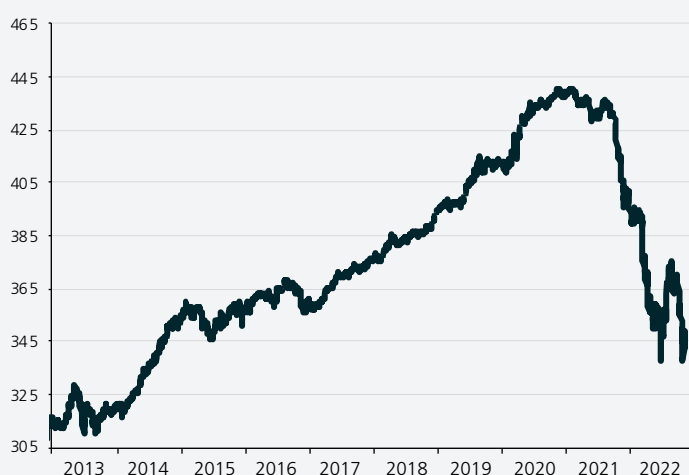
Zatímco během července a srpna válečná fronta nikterak nepostoupila, v září došlo k realizaci úspěšné protiofenzivy v Charkovském regionu, který ukrajinská armáda téměř celý ovládla. Díky úspěšnému zapojení nové techniky se Ukrajině podařilo výrazným způsobem narušit logistiku a zázemí hluboko za frontovou linií. Vážnou zásobování, nedostatek munice, roztříštěnost struktury ruských jednotek (dobrovolníci, milice, profesionální žoldnéři) a rostoucí demotivace přispěly k rychlému postupu ukrajinských sil na východ až k hranicím Luhanské oblasti. Ukrajině se zatím podařilo získat zpět cca 15 % území zabraného po únoru 2022. Rusko nadále okupuje necelých 20 % země ((celý Krym, Cherson a Luhanskou oblast a cca 60–70 % Doněcka a Záporoží; cca 110 tis. km²) země. Postup ukrajinské armády pokračoval i v říjnu, nicméně pomalejším tempem. Hlavním cílem je nyní město Cherson a stabilizace situace před zimou. Ruská armáda pokračuje v masivních raketových útocích na civilní a energetickou infrastrukturu. Ty se částečně daří eliminovat pomocí dodávané západní techniky. S prodlužující se dobou konfliktu je nyní největším rizikem změna postoje západu a pokles intenzity materiální podpory a změna diplomatického stanoviska.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

MĚNY

Dolar proti euru po předcházejícím posílení v říjnu své zisky konsolidoval. Prakticky celý měsíc tak osciloval mezi 0,97 a 1 USD/EUR, z tohoto pásma se dostal až vlivem (jen krátkodobé a nedůvodné) změny tržního očekávání, že FED si brzy dá v utahování politiky pauzu. Koncem října tak na chvíli dosáhl 1,01, poté se však pod vlivem ještě rábiho zasedání FEDu, který trh vyvedl z omylu, vrátil zpátky mezi 0,97 a 0,98 USD/EUR.

Středoevropským měnám se v říjnu vedlo různě. Polský zlotý nejdřív v první dekádě oslabil až na dohled 4,9, po zásahu maďarské centrální banky posílil ve zbytku měsíce až ke 4,70 PLN/EUR. U **maďarského forintu** jsme nejdřív viděli oslabení až na nové historické minimum (434 HUF/EUR) a po panickém utišení politiky o 5 p. b. posílení, nejdřív ke 410 a posléze až pod 405 HUF/EUR. Jedinou stabilní měnou byla opět **česká koruna**, jejíž kurz osciloval mezi 24,4 a 24,60 CZK/EUR. Na takovém nevolatilním vývoji zcela jistě měla svůj podíl Česká národní banka.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme stále nejméně trojici důvodů.

Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády. V červnu představená rozpočtová strategie ČR plánuje na další roky deficity přesahující 300 mld. korun ročně a je dost možné, že to bude kvůli neadresnému charakteru pomoci (s energiemi, s inflací atd.) ještě více. Vláda sice plánuje tzv. „válečnou daň“ (zvláštní zdanění některých subjektů), ale zatím žádný zákon schválený není a celou díru ve veřejných financích to stejně ani zdaleka nepokryje. O nabídku dluhopisů se tak trh bát nemusí. S pokračujícím zadlužováním samozřejmě roste i kreditní riziko.

Zadruhé, Česká republika má stále velmi vysokou inflaci. I když se Bankovní rada v srpnu, v září i v říjnu rozhodla pro stabilitu sazeb, domníváme se, že realita velmi vysoké inflace, živene i napjatým trhem práce, obrovskými strukturálními deficity a růstem mezd daleko přesahujícím růst produktivity práce nakonec zvítězí a sazby ještě zamíří nahoru.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v zahraničí a FED i eurozóna utahují měnovou politiku. Je sice možné, že velké centrální banky pojedou v módu stop/go, ale trend k výrazně přísnější politice přetrvává. To bude pro regionální měny negativní; ze slabosti jejich měn totiž pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby. Ano, ČNB může nějakou dobu intervenovat, ale ani její rezervy nejsou bezendné.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopný absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se nadále domníváme, že české dluhopisy budou ještě výnosově růst a že jejich cenové dno jsme prozatím neviděli.

DLUHOPISOVÝ TRH PLSKO

I polské dluhopisy mají i po říjnovém výprodeji ještě potenciál k dalšímu růstu výnosů. Inflace je velmi vysoko, zlotý zůstává slabý, polská vláda svými antiinflačními balíčky prohluje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů). Centrální banka tak dost možná bude dotlačena k dalšímu růstu sazeb.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ceny ukrajinských státních dluhopisů v říjnu zvolna klesaly. Raketové útoky na energetickou infrastrukturu, intenzivní boje v jihovýchodní oblasti a vidina trvání současného stavu po celou zimu negativně ovlivnily tržní sentiment.

Západ je nadále silně zaměstnán dopady energetické krize, vyvolané sníženými či přerušeny dodávkami plynu, což narušuje soustředění na bezproblémové a rychlé uskutečnění podpory. S blížící se zimou energetická nouze ještě zesílí, což bude živit populistické strany, erodovat politickou soudržnost Evropy a nahrávat snaze Ruska o vyřešení situace a vylepšovat jeho vyjednávací pozici. Aktuální podoba konfliktu a rostoucí rizika útoku na kritickou evropskou infrastrukturu nicméně jakákoliv diplomatická jednání výrazně komplikují. Díky vojenským neúspěchům sice probíhají změny ve vnitřních strukturách ruské armády a mezi politickými špičkami v Moskvě, výraznější trhliny nicméně zatím nejsou, případně jde o nepotvrzené spekulace. Je pravděpodobné, že s kupíci se neúspěchy se bude ruská armáda častěji uchýlovat k použití hrubé síly formou raketometů či balistických střel a zároveň bude pro ukrajinskou armádu těžší udržet stávající tempo postupu.

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** se domníváme, že se Evropě podaří současnou energetickou krizi zvládnout (za cenu regulace, ale jinak to nejde), že ECB bude muset být v utahování v budoucnu agresivnější než FED a že očekávání toho, kam se sazby dostanou, budou v příštím roce růst u ECB rychleji než u FEDu. Protože je to právě (očekávané) relativní nastavení měnových politik, které nejvíce v minulosti hýbalo kurzem, myslíme si, že v příštím roce dojde k návratu kurzu směrem k 1,05 EUR/USD.

Fundamentálně je česká koruna zralá na oslabení – jsou zde výrazně negativnější reálné úrokové sazby než v USA nebo v eurozóně,

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

perzistentní inflace, k dalšímu růstu sazeb chladně odměřená ČNB, velký deficit běžného účtu platební bilance i obrovské deficity veřejných financí. Nebyť ČNB, koruna by dnes zcela jistě byla nad 25 korunami za euro. V příštím čtvrtletí, možná dvou, navíc čekáme postupně se dále smršťující úrokový diferenciál mezi ČNB a FEDem či ECB, což povede ke tlaku na korunu. Koruna tak v **příštím roce v nejlepším** zůstane tam, kde je (bude-li ji bránit ČNB), anebo oslabí, s nemalou pravděpodobností i dosti výrazně (přes 25,50 CZK/EUR).

Polský zlotý je makroekonomicky v podobné situaci jako CZK, s výjimkou o něco menšího deficitu běžného účtu platební bilance a (hlavně) centrální banky odhodlané a schopné bránit svou měnu. Očekáváme tak přetrvávající tlak i na polský zlotý a v dohledné době jeho oscilaci mezi 4,8 a 5 PLN/EUR.

Maďarský forint je také pod tlakem dvojího deficitu (běžného účtu i veřejných financí), vysoké inflace, a také špatné politické situace, způsobené afinitou Orbánova režimu k Rusku. To samozřejmě vyvolává pnutí mezi EU a Maďarskem. Extrémní utažení politiky v říjnu sice měnu stabilizovalo kolem úrovně 400 HUF/EUR, ale na výraznější trendové posílení to nevypadá a dle nás k němu v první polovině roku určitě nedojde.

AKCIOVÝ TRH

Pohyby akciových trhů budou i v následujících měsících výrazně volatilní. Klesající kupní síla domácností, očekávané zpomalení/propady ekonomik, vyšší úrokové sazby a nadále zpřetrhané dodavatelské řetězce povedou krátkodobě k poklesu zisků jednotlivých společností. Razance ekonomického zpomalení a dopad na ziskovost společností je v tuto dobu velice těžko odhadnutelná, avšak výrazná část negativního scénáře je již, po propadech dluhopisů a akcií, zaceněna. I tentokrát věříme, že po slabším období nakonec vyjdou ekonomiky, domácnosti i akciové trhy z dlouhodobého hlediska silnější a zdravější než tomu bylo před krizí. V budoucích měsících očekáváme další korekci cen plynu i elektřiny. K poklesu cen elektřiny povede ukončení oprav některých francouzských jaderných elektráren, lepší vodní situace u norských a rumunských vodních elektráren nebo více větru, kterého bylo v minulých měsících málo. Přispěje také nižší poptávka z důvodu oslabení ekonomické aktivity. Ceny plynu budou v zimních měsících silně volatilní, převážně z důvodu výkyvu počasí. Obecně slabší makro prostředí povede ke slabosti cen průmyslových a energetických komodit.

Mnoho akcií spadlo bezdůvodně pod své vnitřní hodnoty a tak preferujeme aktivní výběr akcií před pasivním zainvestováním. Lépe by si mohla vést, od Evropy vzdálenější, americká ekonomika. Evropa naopak může ve střednědobém horizontu získat ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů, přičemž zároveň bude docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem.

Důležitá upozornění:

Před rozhodnutím investovat do podílového fondu by měl potenciální investor věnovat pozornost sdělení klíčových informací a statutu (prospektu) fondu. Informace uvedené v této zprávě mají pouze informační charakter a jejich účelem není nahradit sdělení klíčových informací nebo statut (prospekt) ani poskytnout jeho kompletní shrnutí. Údaje o minulých kurzech a výnosech uvedené v tomto dokumentu nelze považovat za indikátor budoucího vývoje. Hodnota investice do podílových fondů může s časem jak stoupat, tak i klesat. Conseq Investment Management, a.s., ani jiná osoba nezaručují návratnost původně investované částky, nepřebírají odpovědnost za jednání učiněná na podkladě údajů uvedených v tomto dokumentu ani za přesnost a úplnost těchto údajů a doporučují investorům konzultovat investiční záměry s odbornými poradci. Další informace, sdělení klíčových informací, kopie statutu (prospektu) fondu a poslední výroční a pololetní zprávy můžete (zdarma) získat v sídle společnosti Conseq Investment Management, a.s., nebo na www.conseq.cz.

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT



wm@conseq.cz



+420 225 988 200

www.conseq.cz/wm