

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	3,11 %	USA	-0,35 %	USD/EUR	0,81 %	Ropa Brent	14,23 %
Evropa – DJ Stoxx 600	2,04 %	Evropa	-0,16 %	CZK/USD	-0,27 %	Zemní plyn	-5,86 %
Japonsko – Nikkei225	-0,05 %	ČR	1,81 %	CZK/EUR	0,54 %	Sil. elektřina	0,70 %
MSCI Emer. Mark.	5,80 %	Polsko	1,81 %	PLN/EUR	-0,69 %	Zlato	2,13 %
ČR – PX	6,69 %	Maďarsko	-0,21 %	HUF/EUR	3,84 %	Stříbro	9,48 %
Polsko – WIG30	6,66 %	Turecko*	-5,54 %	TRY/EUR	4,38 %	Měď	5,96 %
Maďarsko – BUX	5,68 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika ve druhém čtvrtletí rostla, předstihové indikátory však naznačují výraznou ekonomickou slabost do dalších měsíců. Jádrová inflace ale prozatím moc nezpomaluje.

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

Předstihové indikátory zveřejněné **během července** byly slabé, tvrdá data spíše smíšená (byť s ohledem na to, že už je dostupné HDP za 2Q23, **nejsou tvrdá data tak důležitá**).

Maloobchodní tržby poté, co začátkem druhého čtvrtletí poklesly o 0,1 % m/m, v květnu jenom stagnovaly a meziroční tempo poklesu tak dosáhlo 2,8 %. Nejvýrazněji se na meziročním tempu poklesu podílí Německo (-3,6 %) a Itálie (-4,7 %), pozitivním překvapením jsou španělské tržby (+7,3 %).

Míra nezaměstnanosti zůstala během celého prvního čtvrtletí 2023 na historických minimech a nejinak tomu bylo i během čtvrtletí druhého: **průměrná hodnota dosáhla 6,4 %**. Nejnižší z velkých zemí je míra nezaměstnanosti stále v Německu (v květnu dosáhla 2,9 %), nejvyšší ve Španělsku (12,7 %). **K nelibosti ECB, vzhledem ke stavu trhu práce ovšem vcelku pochopitelně, rostou dále mzdy**. Index sjednaných mezd, který sleduje ECB, přidal v 1. 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 mírné.

Průmyslová produkce počátkem druhého čtvrtletí přidala procento a v květnu pak další 0,2 % m/m. Meziročně byla průmyslová produkce v eurozóně koncem května vyšší o 1,2 %. Všechny velké země zaznamenaly kladná meziroční tempa růstu: německý průmysl přidal v květnu 0,2 % r/r, francouzský a německý shodně 1,4 % a španělský 1,6 %. I z toho je zřejmé, že se minimálně v průmyslu žádná katastrofa nekoná, indexu nákupních manažerů navzdory.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu totiž **ve druhém čtvrtletí** oproti prvnímu čtvrtletí (ve kterém dosáhl průměrné hodnoty 48,2 bodu) **poklesl. Průměrná hodnota PMI** ve druhém čtvrtletí dosáhla **44,7 bodu, v červenci** pak dokonce poklesl index na 38 měsíční minimum **42,7 bodu. Červencový pokles** byl důsledkem poklesu stávající produkce (potřetí v řadě, a nejsilnějším tempem od října) i poklesu nových objednávek, jehož tempo bylo jedno **z nejvyšších od roku 2009**. Nejvýrazněji od roku 2009 (vyjma COVIDU-19) poklesl objem nahromaděné nedodělané práce a nákupy vstupů. Zdá se tedy, že v průmyslu se skutečně rozmáhá slabost – uvidíme, zda ji potvrdí i tvrdá data z letních měsíců.

Zhoršení jsme zaznamenali v **červenci** i u **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny. Po ruské invazi na Ukrajinu v únoru 2022 se očekávání zhroutila a klesala v podstatě po celý zbytek 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 jen zlepšoval, v dubnu se dostal na 92,2 bodu, tj., jen 6 bodů pod předinvační hodnotou z února 2022. Od května však pozorujeme opětovný návrat pesimismu – v květnu se **index očekávání zhoršil** na 88,6 bodu, v červnu na 83,6 bodu a **v červenci na 83,5 bodu**. Hodnocení stávající situace v červnu a **v červenci**, na rozdíl od minulého roku, kopírovalo očekávání: v červenci dosáhl index hodnotící stávající situaci **nejnižší hodnoty** (91,3 bodu) od **ledna 2021**.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

I v sektoru služeb v rámci PMI došlo ke zhoršení. Poté, co se v **dubnu svou hodnotou (56,2 bodu)** dostal index PMI ve službách nejnižší od dubna 2022, v **dalších měsících jen klesal**, v červenci dle předběžných dat na dohled hranice 50 bodů (přesněji **na 51,1 bodu**). V sektoru služeb poprvé za 7 měsíců poklesly objednávky.

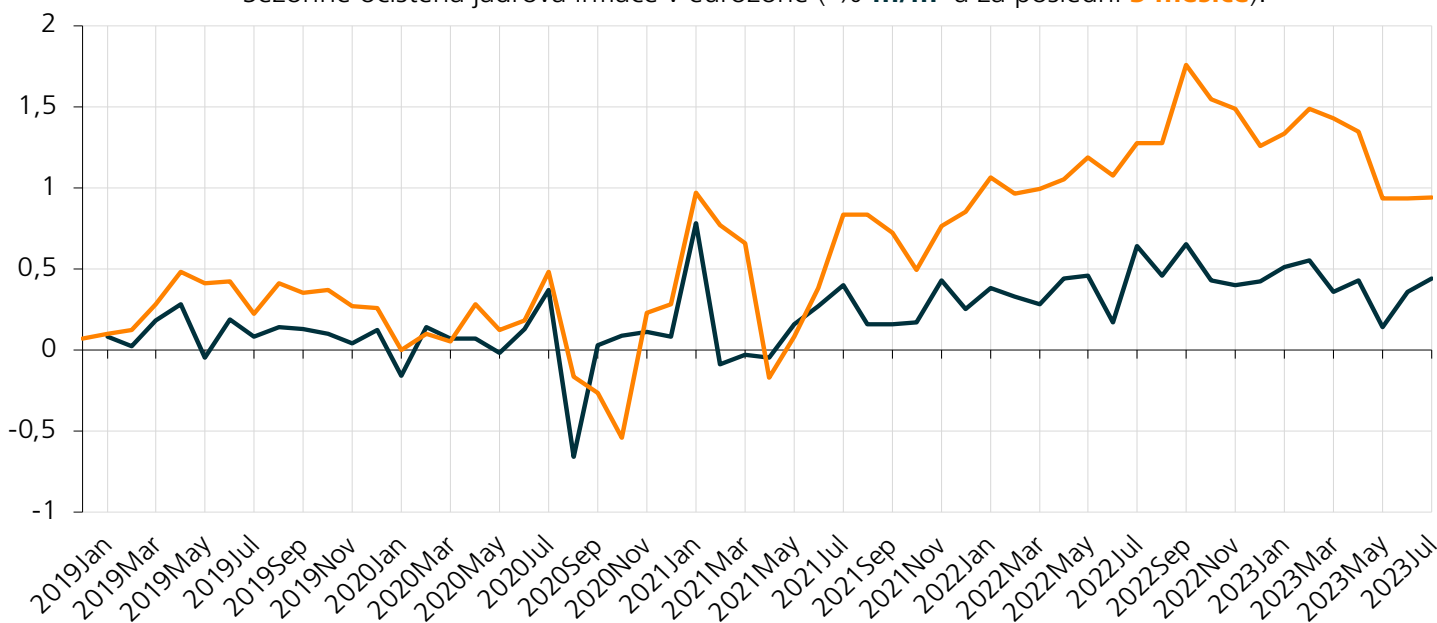
Žádné náznaky pesimismu u domácností naopak prozatím neindikuje **index spotřebitelské důvěry měřený** Eurostatem. Od září minulého roku se totiž důvěra domácností prakticky nepřetržitě zlepšuje. Z historického minima dosaženého v září 2022 (-28,7 bodu) se kontinuálním růstem dostala **v červenci až na -15,1 bodu**. To je sice z historického hlediska stále nízko (dlouhodobý průměr je -10 bodů), ale už nad úrovněmi zaznamenanými během finanční krize v letech 2008 až 2009 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.

Inflační dynamika zůstává nadále vysoká. Sezonně **očistěná jádrová inflace** přidala v červenci dle předběžných dat 0,44 % m/m, **v posledních 3 měsících** tedy 0,97 % **a v posledním pololetí** dokonce **2,3 %**. Služby po růstu o 0,6 % v červnu přidaly v červenci 1,4 % m/m, zejména díky růstu v Německu (+1,5 %).

ECB 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. Tisková konference po zasedání byla relativně více holubičí, než tomu bylo u 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 mohou jít sazby nahoru nebo také zůstat neměnné. Zatímco PMI naznačuje, že ekonomika již zpomaluje, u inflace nic takového nepozorujeme, a navíc PMI se v realitě tvrdých čísel v posledním roce příliš neodrážel.

Jádrová inflace v eurozóně nezpomaluje

Sezonně očistěná jádrová inflace v eurozóně (% m/m a za poslední **3 měsíce**).



Zdroj: ECB (dostupné [ZDE](#))

USA

Stále silná ekonomika přivedla FED v červenci k dalšímu růstu sazeb.

Růst americké ekonomiky ve druhém čtvrtletí zůstal opět kladný, když aktualizované tempo růstu dosáhlo **2,4 %**. 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 (0,8 p. b.). Po výrazném poklesu soukromých zásob v 1Q23 (příspěvek -2,1 p. b.) byl jejich příspěvek ve 2Q23 mírně kladný (+0,14 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 července 2023 byla opět silná.

Reálné maloobchodní tržby poté, co rostly během prvního čtvrtletí, zůstaly v kladném růstovém tempu i ve druhém čtvrtletí. Ano, měsíční tempa růstu nebyla nijak zázračná, ale stačila na kvartální růst o 0,5 %. Setrvalou zásluhu na tom, že jsou tržby meziročně nižší jen o 1,6 %, má trh práce, který je sice stále nejsilnější za 50 let, byť první náznaky jeho ochlazení (zatím jen kosmetické) již v číslech vysledovat lze. **V červnu míra nezaměstnanosti** opět poklesla **na 3,6 %** (stejně jako třeba v únoru 2022), což je o 0,2 p. b. více než

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

bylo dubnové padesátileté minimum. Takto nízká míra nezaměstnanosti se udržela dokonce i v situaci, kdy míra participace na trhu práce od března (červen 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 květnu 6,9 % (+0,3 p. b. ve srovnání s dubnem). Stále rovněž pokračuje rychlá tvorba pracovních míst – **v posledních 3 měsících do června** vytvořila ekonomika průměrně **200 tis. míst měsíčně**. To je sice pod průměrem druhé poloviny minulého roku (317 tis. měsíčně), ale také v souladu s tím, co byla v dobách před pandemií standardní čísla ve fázi expanze: průměr let 2011–2019 byl 190 tis. měsíčně. Dle průzkumu JOLTS v květnu a červnu **mírně klesla míra volných pracovních míst**, která v obou měsících dosáhla (po sezónním očištění) 5,8 %. To je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022), ale o 1,5 p. b. výše než byl předpandemický normál. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** v červenci překvapivě opět poklesl: z průměrných 255 tis. v červnu na 228 tis. v prvních třech týdnech července, za které máme data. To jsou z historického hlediska hodnoty velmi daleké typickým recesním úrovním (> 450 tis.).

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

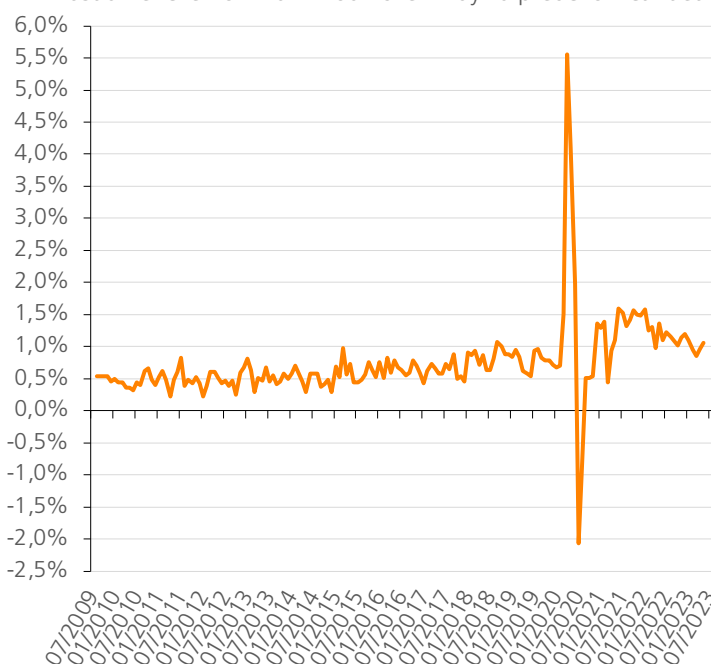
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby ve druhém čtvrtletí letošního roku přidaly 8 % q/q, což je velmi vysoké tempo růstu, ale u této volatilní kategorie, zahrnující i letadla a zbraně, není až tak neobvyklé. Lepším ukazatelem jsou objednávky bez těchto volatilních kategorií, u nichž mezičtvrtletní tempo růstu dosáhlo 1,4 % a meziroční tempo koncem druhého čtvrtletí pak 1,9 %. **Reálná průmyslová produkce si ve druhém čtvrtletí vedla nakonec slabě**: poté, co v prvním čtvrtletí přidala 1,2 %, ztratila ve druhém 0,4 %. Meziročně tak byla koncem 2. čtvrtletí o 0,4 % 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 desinflace nebo ne, je zatím brzo říci: napjatý trh práce a gigantický deficit rozpočtu spíše říkají, že nikoliv.

Americká centrální banka po krátké pauze v červnu opět v červenci zvýšila sazby, a to na nejvyšší hodnotu za 22 let (do pásma 5,25 - 5,5 %). V zápisu po zasedání FED řekl, že inflace je stále „zvýšená“, tvorba pracovních míst v posledních měsících „robustní“ a že ekonomická aktivita pokračuje „v růstu mírným tempem“. Pro další zasedání pak FED řekl, že bude pečlivě sledovat a vyhodnocovat data a že se rozhodne podle nich.

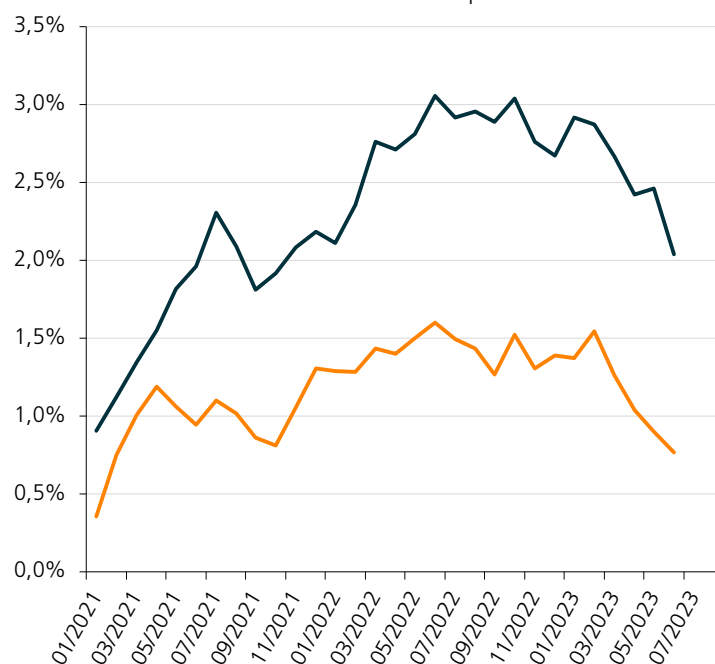
Růst nominálních mezd ve druhém čtvrtletí opět mírně zrychlil, růst cen tržních služeb zpomalil.

Růst americké nominální hodinové mzdy za předchozí čtvrtletí



Zdroj: bls.gov (mzdy, dostupné ZDE)

Americká PCE inflace v tržních službách v posledních 3 a 6 měsících



Zdroj: bea.gov (inflace, dostupné ZDE)

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

V červenci zveřejněná data byla dobrá, dynamika jádrové inflace opět zrychlila.

Růst HDP ve druhém čtvrtletí dosáhl dle prvního odhadu **0,1 % q/q (-0,6 % r/r)**. Struktura zveřejněna zatím nebyla, ČSÚ jenom řekl, že ke kvartálnímu růstu „*přispěla domácí poptávka, přičemž výdaje na konečnou spotřebu domácností stagnovaly.*“ Meziročně samozřejmě poptávka domácností růst táhla dolů, podobně jako investice, ale důležité je, že na kvartální bázi již poptávka domácností růstu neškodí. Zde se potvrzuje to, co indikovaly maloobchodní tržby: že největší propad poptávky byl po invazi a že se zhruba od podzimu poptávka zlepšuje.

Měsíční data zveřejněná během července byla dobrá.

Průmyslová produkce počátkem druhého čtvrtletí zaznamenala výrazný pokles, když poklesla o 1,9 % m/m. Jak jsme psali v minulém vydání, takové poklesy nejsou nic výjimečného (v říjnu 2022 i v lednu 2023 poklesla produkce dokonce o více než 3 % m/m). Že v průmyslu není situace nijak katastrofální potvrdil pak květen, kdy **produkce vzrostla o 1,6 % m/m**.

Meziroční tempo je nadále kladné (+1,4 %), s čímž nadále ostře kontrastuje vývoj indexu **PMI**. Ten totiž **ve 2. čtvrtletí** setrval hluboko pod 50, když **dosáhl průměrné hodnoty 41,7 bodu**. S takovými hodnotami bychom měli nyní vidět meziroční poklesy produkce o 6–7 %, nikoliv kladná tempa růstu. Ani počátkem třetího čtvrtletí se PMI příliš nezlepšil, když v červenci z červnových 40,8 bodu narostl jen velmi mírně na 41,4 bodu.

V červenci se důvěra firem po předcházejících dvou měsících poklesu již dále nezhoršovala, když dle ČSÚ zůstala proti červnu (2,2 bodu) prakticky nezměněná (2,3 bodu). Naopak, a celkem překvapivě, se po dvou předcházejících poklesech rychlým skokem nahoru **zlepšila spotřebitelská důvěra**, která se svou červencovou hodnotou (-16,5 bodu) vrátila na dubnové postinvazní maximum (na stejnou hodnotu jakou měla v únoru 2022).

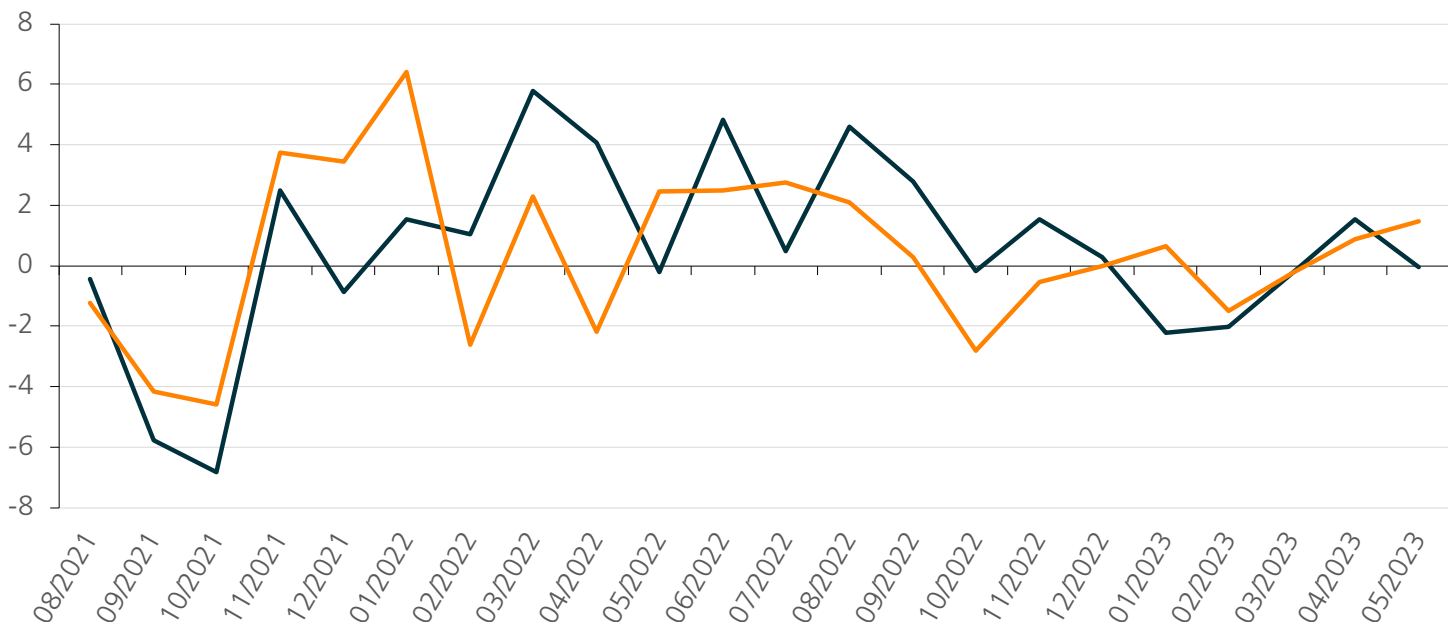
Vývoj maloobchodních tržeb tomuto vývoji odpovídá. Kromě ledna (+1,4 % m/m) a května (+0,4 % m/m) sice tržby v každém ze zbývajících tří měsíců poklesly, ale i tak jsou v letošním roce do konce května proti konci minulého roku nižší jen o 0,5 % a meziročně nižší o 3,8 %. To ukazuje, že poptávka domácností se navzdory stále vysoké (v prvních pěti měsících dokonce stále dvouciferné) inflaci, drží dobře. Ano, je to zásluhou trhu práce, díky němuž vzrostly v prvním čtvrtletí mzdy a na němž panuje plná zaměstnanost.

Česká spotřebitelská inflace ve své jádrové složce v červnu přidala 0,5 %, což je výrazně více, než kolik červnová jádrová inflace bývala v předpandemických letech. V červnech předpandemických let totiž rostly ceny v průměru o 0,1 % m/m. Za celé první pololetí jádrová inflace přidala 2,5 procenta a pod povrchem je stále vidět inflační pnutí: ceny v hotelech a restauracích kupř. i ve druhém čtvrtletí rostly kvartálním tempem 2,5 %. **Meziroční tempo jádrové inflace zpomalilo na 7,5 %.**

Na zasedání ČNB v červnu zůstaly sazby beze změny, za růst o 0,25 p. b. hlasovala dvojice členů BR ČNB (Holub, Kubelková). V záznamu ze zasedání z července byl patrný rozpor mezi těmi členy BR, kteří vnímají riziko pramenící z napjatého trhu práce jako významné (Procházka, Kubelková, Holub) a zbytkem, kteří se trhu práce jakožto potenciálního generátoru inflačních tlaků zas tolik neobávají.

Vývoj průmyslové produkce nadále neodpovídá předstihovým indikátorům.

Kumulativní celkový růst reálné průmyslové produkce v posledních **6** a **3** měsících v ČR



Zdroj: ČSÚ, dostupné ZDE.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

POLSKO

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

Data o růstu ekonomiky za druhé čtvrtletí prozatím zveřejněna nebyla, stane se tak až v polovině srpna. Vzhledem k tomu, že vlivem silného růstu vládních výdajů v 1. čtvrtletí bylo mezičtvrtletní tempo výrazně kladné (+3,8 % q/q), a kvůli měsíčním datům z druhého čtvrtletí, je však mezičtvrtletní pokles ve druhém čtvrtletí v podstatě hotovou záležitostí.

Průmyslová produkce ve druhém čtvrtletí totiž poklesla o 0,5 %. Kromě růstu v únoru tak letos poklesla v každém měsíci. Za celé první pololetí byla oproti konci roku nižší o 4 % a **meziročně** koncem druhého čtvrtletí **nižší po očištění o 1 %**. Index **PMI** tomuto vývoji víceméně odpovídal – po prvním čtvrtletí, kdy průměrně dosáhl 48,1 bodu, se ve druhém zhoršil, když **v průměru dosáhl 46,2 bodu**. Začátkem třetího čtvrtletí došlo k 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.

Reálné maloobchodní tržby ve druhém čtvrtletí mírně vzrostly. Jeho počátkem po sezónním očištění reálně vzrostly o 1,1 % m/m, stejně velkým rozsahem v květnu poklesly a tedy jejich růst o **0,6 % m/m v červnu** je růstem za celé druhé čtvrtletí. **Míra nezaměstnanosti** je stále velmi nízká, svou průměrnou hodnotou za druhé čtvrtletí (5 %) vyrovnala historické minimum z **října 2019 (5 %)**. Nepřekvapí pak tedy určitě to, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd dosáhl v červnu bezmála 12 % r/r**.

Inflace sice výrazně zpomalila, ale nemizí. **Jádrová inflace v červnu** po květnovém růstu o 0,4 % **přidala 0,3 % m/m**, za celé první pololetí tedy jádrová cenová hladina vzrostla o 5,5 %. Dle předběžných dat **celková inflace v červenci poklesla o 0,2 % m/m**, hlavně zásluhou více než procentního m/m poklesu ceny potravin (jádrová inflace je zveřejňována až později, společně s finálními čísly inflace). Meziroční tempo v červenci předběžně dosáhlo 10,8 %.

Centrální banka na svém zasedání 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 posunutý směrem nahoru. Jádrová inflace je pro rok 2024 odhadována v pásmu 3,7–6,8 %.

MAĎARSKO

Slabá měsíční data z reálné ekonomiky indikují rychlé ochlazování maďarské ekonomiky. Inflace, zejména ve službách, však neutichá.

Ani v Maďarsku nebyla prozatím k dispozici data o růstu ve druhém čtvrtletí. Připomeňme jen, že v **1. čtvrtletí maďarská ekonomika poklesla** potřetí v řadě, a to **o 0,3 % q/q**, a že meziroční tempo jejího poklesu dosáhlo v prvním čtvrtletí 0,9 %.

Měsíční data zveřejněná během **července** byla slabá a naznačují, že ekonomika nejspíš klesá i počtvrté v řadě.

Maloobchodní tržby letos totiž kromě března (+0,7 % m/m) jenom **klesají**. V lednu o 0,8 % m/m, v únoru o 1,9 % m/m, v dubnu o 0,9 % m/m a **v květnu o 0,8 % m/m**. Za poslední tři měsíce **do května tak maloobchodní tržby poklesly o 1 %** a za poslední pololetí dokonce o 6,7 %.

Tato akcelerující slabost reálných maloobchodních tržeb v posledních měsících je přitom vzhledem k dalším datům trochu zvláštní: ve druhém pololetí 2022, kdy byla inflační vlna na vrcholu, totiž tržby poklesly „jen“ o 5,5 %. Navíc, meziroční **tempo růstu nominálních mezd** je nadále velmi vysoké, v červnu dosáhlo 18 %. **Míra nezaměstnanosti** se stabilizovala kolem 4 %, když její průměrná hodnota druhé letošní čtvrtletí **dosáhla 3,9 %**.

Maďarská průmyslová produkce poté, co prvním čtvrtletí výrazně poklesla (o 4,7 % q/q), **poklesla i v prvních dvou měsících druhého čtvrtletí**, a to celkem **o procento**. Jakkoliv to není žádný prediktor příštího vývoje, pro úplnost uvádíme, že **index PMI v Maďarsku** je volatilní natolik, že z něj nic 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.

Celková inflace letos v každém měsíci kromě května rostla. V lednu meziměsíčně přidala 2,3 %, v únoru i v březnu shodně 0,8 % a v dubnu pak 0,7 %. I když tedy poté poprvé po dlouhé době poklesla (–0,2 % m/m), nemělo to dlouhého trvání a **inflace se v červnu opět vrátila k růstu**, byť jen **o 0,3 % m/m**. Bylo to zejména „zásluhou“ růstu cen služeb o 0,9 % (v březnu služby přidaly 1,9 % a v dubnu 1,7 % m/m). Na pokračující široce zakořeněné poptávkové tlaky ukazuje kupříkladu vývoj cen služeb: 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 červnu 20,1 %** a poptávková inflace (bez nepřímých daní a bez paliv a potravin) pak 17,8 %. 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 produktivitu práce) dle nás nebude stačit, aby se inflace vrátila k cíli.

Maďarská centrální banka (NBH) ale už dále nezvyšuje sazby, spíše naopak. Na svém dubnovém zasedání snížila O/N záůjční sazbu o 450 b. b. na 20,5 %, na květnovém, červnovém i červencovém pak dále shodně vždy o 100 b. b. na nyníšších 17,5 %. I když třináctiprocentní základní sazba zůstala neměnná, pokles jednodenní depozitní sazby z 18 % přes 17 % v květnu a 16 % v červnu na nyníšších 15 % je také dalším uvolněním měnově-politického postoje NBH.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

ROPA

Ropa během celého července setrvala 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.

AKCIOVÉ TRHY

V červenci se vyspělým akciovým trhům dařilo. Akcie pokračovaly v růstovém trendu z první poloviny roku, kdy investoři kladně reagovali na dobrá ekonomická data a zveřejněné výsledky hospodaření společností za druhé čtvrtletí. Překonání odhadů analytiků proběhlo ve většině sektorů. Bankám pomohl růst úrokových výnosů při nízkých odpisech nesplacených úvěrů, v rámci technologického sektoru přišla největší pozitivní překvapení z oboru polovodičů. Dobré výsledky doručily velice sledované Mega Caps (Microsoft, Google, Meta). Americký akciový index S&P 500 si meziměsíčně připsal +3,1 % a evropský index DJ STOXX 600 +2 %.

Velice se dařilo středoevropským akciím. Výrazná pozitivní výkonnost byla v podstatě podobná u všech trhů. Polský index WIG30 si meziměsíčně připsal +6,7 %, český index PX +6,7 %, rumunský index BET +6 %, maďarský index BUX +5,7 % a slovinský index SBITOP pak slabší 2,1 %. Za tak výrazným zhodnocením můžeme hledat spoustu důvodů. Jedním z nich je proběhlé úspěšné velké rumunské IPO společnosti Hidroelectrica, vyrábějící elektřinu pomocí vodních elektráren, které přitáhlo pozornost mezinárodní investorů na náš region. Dalším stimulem byla solidní ekonomická čísla, včetně zveřejněné inflace za červen, na základě kterých se trh připravuje na snižování úrokových sazeb centrálními bankami. Také podvážení zahraničních investorů na středoevropských trzích sehrálo svou roli. Nesmíme opomenout i zveřejněné dobré výsledky hospodaření společností za druhé čtvrtletí, zvláště co se bankovního sektoru týká.

Akcie na rozvíjejících se trzích překonaly v červenci rozvinuté trhy, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal slušných 5,8 %. Do centra pozornosti se opět dostala Čína, jelikož ochabující ekonomika zůstává za očekávání politbyra i zahraničních investorů. Tamní vláda se proto rozhodla zakročit, a oznámila několik opatření na podporu spotřeby, realitního sektoru či zmírnění dluhové zátěže místních samospráv. Zatím se však jedná o relativně mírné stimuly s tím, že další mohou následovat. Akcie reagovaly růstem. Sentiment také podpořila série návštěv vysokých amerických činitelů. Menší zisky pak připsávaly ostatní trhy jako je Indie, Taiwan a Korea. Dařilo se i trhům v Latinské Americe, především díky posilujícím měnám (vysoké úrokové sazby) a vyšším cenám komodit.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během července kvalitativně stejný. Na krátkém konci výnosy mírně poklesly – dvouleté výnosy v Německu

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



DLUHOPISOVÉ TRHY

o 15 b. b., ve USA o 2 b. b. – na dlouhém pak narostly. Americké desetileté výnosy byly koncem července necelá 4 %, jejich desetileté německé protějšky pak skoro 2,5 %. Obecně byl tento vývoj odrazem nevýrazného posunu v očekáváních budoucího směřování měnových politik FEDu a ECB, kdy trh poměrně silně věří scénáři, ve kterém jsou měnověpolitické sazby nyní v podstatě na vrcholu a v horizontu několika málo kvartálů jako první FED přistoupí k jejich postupné redukci.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISE

Na trhu korporátních dluhopisů vývoj byl v červenci 2023, stejně jako 2 měsíce předtím, stabilní a setrvale příznivý. Tzv. total return index (TRI) koncem července v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci června mírně narostl (1 %, resp. 0,4 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby stejnosměrné jako v červnu: u investičních došlo v červenci k růstu o 0,2 %, u spekulativních o 1,4 %. Kreditní prémie po výrazném poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) klesly i letos: v 1Q23 o 16 %, resp. 19 %. Pokles pokračoval i počátkem třetího čtvrtletí, kdy prémie u spekulativních poklesly o 8 a u investičních instrumentů o 5 %.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka v červenci doznala vlivem snižující se meziroční inflace poklesu, a to vcelku výrazného. Na krátkém konci výnosy poklesly o 16 b. b. na 5,5 %, na dlouhém dokonce o 25 b. b. na 4,1 %. To, že jádrová inflace na měsíční bázi v červnu akcelerovala, že je stále gigantický deficit státního rozpočtu nebo napjatý trh práce, že centrální bankéři upozorňují, že sazby tak rychle dolů nepůjdou, nemělo žádný vliv.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Kvalitativně stejné, kvantitativně větší pohyby ve srovnání s ČR jsme v červenci zaznamenali i v Polsku: dvouleté výnosy poklesly pod 5,4 %, sedmileté výnosy pod 5,3 % a desetileté o 35 b. b. na 5,4 %. I v Polsku byla důvodem inflace (zpomalení meziměsíčních temp růstu jádrové inflace), navíc se opět objevily holubičí komentáře centrální banky.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ukrajinská ofenziva probíhá pomaleji s větším ruským odporem. Západní podpora nicméně prozatím neutichá. Světová banka uvolnila 1,5 mld. USD rozpočtové pomoci Ukrajině. Stejnou částku v červenci poskytla i Evropská komise. Zároveň na červencovém summitu NATO došlo k potvrzení západní podpory po tak dlouhou dobu, jak bude nutné.

Centrální banka snížila sazby o 300 bps při vylepšení očekávaného ekonomického vývoje a vzhledem k pokračujícímu poklesu inflace šlo o zahájení cyklu snižování sazeb. Ukrajinský parlament také schválil sadu zákonů potřebných pro budoucí případné zahájení přístupových rozhovorů do EU.

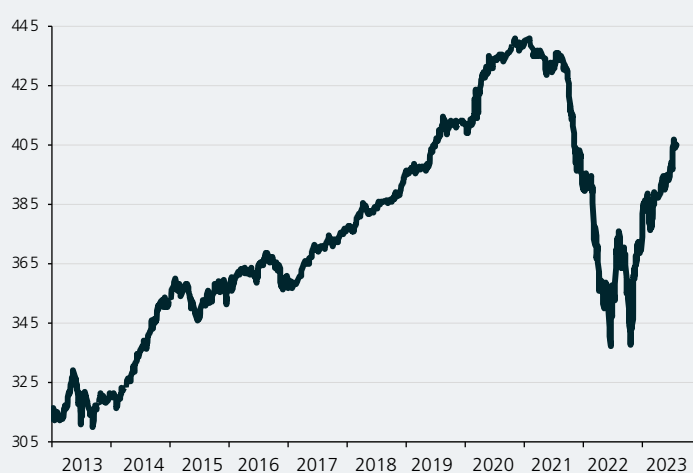
Ceny ukrajinských státních dluhopisů zvolna pokračovaly v růstu, nicméně o něco pomalejším tempem, než v červnu. Kratší splatnosti se dostaly nad 30 %, delší konec křivky se pohybuje na cenách kolem 28 - 29 % nominální hodnoty.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

Dolar proti euru se v první polovině července nejdřív podíval až nad 1,12 USD/EUR, a to jako důsledek přesvědčení trhu, umocněného nižší červnovou inflací, že červnová pauza, kterou si FED v utahování vzal, bude konečná. Relativně neutrální zasedání v červenci, které vedlo ke zvýšení sazeb a další růst nikterak nevyvoloučilo, pak vrátilo dolar tam, kde byl počátkem července: na 1,09 USD/EUR.

Středoevropským měnám se v červnu vedlo stejně. Polský zlotý v červenci mírně posílil, měsíc zakončil na 4,40. **Maďarský forint** oslabil zpátky ke 385 HUF/USD s tím, jak pokračovalo snižování sazeb a slábla ekonomika. Ani **česká koruna** si nevedla dobře a vlivem rostoucích očekávání na pokles sazeb oslabila přes 24 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 jestřábí nálady a slibují další utažení politiky nad to, co od nich očekává trh. To by skrze kanál úrokového diferenciálu mělo samo o sobě tlačit na slabší úroveň kurz koruny, a tudíž působit ve směru vyšších domácích sazeb (resp. potřebu 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 ze strany ČNB. Dle nás je však toto zpomalení vzhledem k tempu růstu mezd a síle trhu práce jen dočasné a inflace velmi pravděpodobně tak rychle nezmizí. Očekávání na pokles sazeb jsou tudíž dle nás přehnaná. Výnosy českých státních dluhopisů by proto ze stávajících hodnot (desetileté na 4,20 %) měly zamířit ve druhé polovině roku zpátky minimálně nad 4,50 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polské dluhopisy mají také 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 postupném návratu delších výnosů na vyšší úroveň. Prozatím tomu nicméně brání pokles celkové inflace, holubičí centrální banka a zvyšování expozice v polských vládních dluhopisech donedávna podvážených zahraničních investorů.

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 se částka pohybovala okolo 30 mld. USD. Pro letošní rok je v současné chvíli naplánováno již cca 42 mld. USD zahraniční pomoci a byl schválen nový program Mezinárodního měnového fondu. Jakákoliv obnova bude ale otázkou mnoha let či spíše desetiletí. Postupně realizovaná protiofenziva ukrajinské armády probíhá výrazně pomalejším tempem, než bylo očekáváno. Pozitivem je přístup americké administrativy a nově i té německé, které jsou v čele států, dodávajících Ukrajině modernější techniku. Právě to, spolu s finanční pomocí, může být tím, co současnou podobu konfliktu výrazně promění. 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** se domníváme, že euro příliš přes hranici 1,10 USD/EUR v letošním roce neposílí. Čekáme sice o něco větší utažení politiky ECB než u FEDu, ale absolutní rozdíly jsou to dnes již malé. Ve druhé polovině roku čekáme obchodování bez významnějšího směru v pásmu 1,05 až 1,12 USD/EUR.

Fundamentálně je česká koruna stále zralá na oslabení – disharmonické vnitřní i vnější vztahy, růst sazeb v zahraničí, který může (zejména u ECB) dále pokračovat. Čekáme, že zejména postupně se dále smršťující úrokový diferenciál mezi ČNB na jedné straně a FEDem s ECB na straně druhé, se na koruně podepíše negativně. Čekáme však také, že ČNB bude výraznějšímu oslabení chtít bránit. Koruna tak v **letošním** roce dle nás oslabí na úroveň mezi 24,50 a 25 CZK/EUR.

Polský zlotý je makroekonomicky v podobné situaci jako CZK, s výjimkou o něco menšího deficitu běžného účtu platební bilance ale, na druhou stranu, bez aktivnější obrany ze strany centrální banky. Očekáváme tak spíše oslabení a návrat zlotého nad 4,70 za euro ve druhé polovině letošního roku.

Maďarský forint je pod tlakem dvojího deficitu (běžného účtu i veřejných financí), extrémně vysoké inflace, a také špatné politické situace. Postupné a dle nás předčasné uvolňování měnové politiky v posledních měsících v Maďarsku by se mělo projevit v slábnoucím kurzu forintu v 2. polovině roku.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

AKCIOVÝ TRH

Na akciové trhy máme nyní z krátkodobého hlediska mírně negativní pohled, kdy do druhé poloviny roku očekáváme zvýšenou volatilitu zapříčiněnou vybíráním zisků a 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 skrže 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, přičemž bude zároveň docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Navíc nyní dochází k výrazným snižování nákladů 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, ze kterého budou těžit kapitálově silné banky. Americké akcie nyní těží z boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ní napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google, ... Dle nás je však současná akciová rally přehnaná a v následujících měsících dojde k určité korekci. Zbylé sektory jsou dle nás hodnoceny více atraktivně, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů od začátku roku, přičemž se obchodují na zajímavých úrovních. Nadále však věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a na rozvíjejících se trzích. Asie, tažená čínskou ekonomikou, zažije po nedávných covidových uzavírkách ekonomické oživení. Čínský spotřebitel nebyl tak silně kompenzován jako domácnosti v Evropě nebo US. Oživení proto nebude rychlé a přijde až v průběhu 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.

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT

wm@conseq.cz

+420 225 988 200

www.conseq.cz/wm