

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	8,92 %	USA	3,47 %	USD/EUR	2,96 %	Ropa Brent	-5,24 %
Evropa – DJ Stoxx 600	6,45 %	Evropa	3,01 %	CZK/USD	-3,91 %	Zemní plyn	-21,62 %
Japonsko – Nikkei225	8,52 %	ČR	1,86 %	CZK/EUR	-1,04 %	Sil. elektřina	-13,34 %
MSCI Emer. Mark.	7,86 %	Polsko	0,39 %	PLN/EUR	-2,28 %	Zlato	2,20 %
ČR – PX	1,66 %	Maďarsko	3,71 %	HUF/EUR	-0,62 %	Stříbro	10,20 %
Polsko – WIG30	4,34 %	Turecko*	-0,06 %	TRY/EUR	5,13 %	Měď	4,45 %
Maďarsko – BUX	3,29 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Makroekonomická data jsou slabá – poklesl průmysl i maloobchod – předstihové indikátory však už indikují stabilizaci situace. Inflace dále zpomaluje.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle prvního odhadu ve **3. čtvrtletí 2023** tempa **-0,1 %**, což znamenalo, že meziročně ekonomika vzrostla o 0,1 %. Dle druhého odhadu, jenž některé země zveřejnily již koncem listopadu, z velkých ekonomik dosáhlo nejlepšího výsledku Španělsko (+0,3 % q/q), následováno Itálií (+0,1 % q/q); Francouzská ekonomika dle druhého odhadu o 0,1 % nerostla, nýbrž ve stejném rozsahu poklesla. Německá ekonomika poklesla o 0,1 %. Struktura mezičtvrtletního růstu zatím za EMU zveřejněna nebyla, stane se tak až v první prosincové dekádě.

Tvrdá data zveřejněná během listopadu byla slabá.

Maloobchodní tržby poté, co v prvním čtvrtletí přidaly 0,3 % q/q a ve druhém 0,8 % q/q, **ve třetím čtvrtletí klesly**. V červenci odepsaly 0,1 %, v srpnu 0,7 % a **v září 0,3 % m/m. Meziroční tempo poklesu dosáhlo koncem 3. čtvrtletí 2,9 %**. Z velkých ekonomik se nejhůře v srpnu vedlo tržbám v Německu (-1,2 % m/m) a ve Francii (-2,8 % m/m). Dle prvních dat se zdá, že ani začátek posledního letošního čtvrtletí není žádná sláva: německý maloobchod sice v říjnu přidal 1,1 % m/m, ale francouzský i španělský poklesly (-1 %, resp. -0,4 % m/m).

Trh práce zůstává nadále silný. Míra nezaměstnanosti ve třetím čtvrtletí dosáhla **historicky nejnižších hodnot** (v srpnu historické minimum 6,4 %, v září pak 6,5 %). Nejnižší z velkých zemí je míra nezaměstnanosti stále v Německu (3 %), nejvyšší ve Španělsku (kde v září dosáhla 12 %). **K nelibosti ECB, vzhledem ke stavu trhu práce ovšem vcelku pochopitelně, rostou dále poměrně rychle mzdy**. Index sjednaných mezd, který sleduje ECB, přidal ve 3. čtvrtletí meziročně 4,7 %, což je nové historicky nejvyšší tempo jeho růstu. Nominální náklady práce v prvním čtvrtletí přidaly meziročně 5,3 % (a ve službách 5,5 %), ve druhém pak 4,5 % (ve službách 4,8 %). Kvartální dynamika nominálních nákladů práce činí zhruba + 1 %.

Průmyslová produkce během třetího čtvrtletí výrazně poklesla, když byla v září oproti konci druhého čtvrtletí nižší o 1,8 %. Největší „zásluhu“ na tomto nelichotivém výsledku má Německo, jehož průmysl ve třetím čtvrtletí poklesl o 2,5 %, ale nedařilo se ani průmyslové produkci ve Francii (-0,3 % q/q) či v Itálii (-0,8 % q/q). Naproti tomu (a překvapivě) rostla produkce ve Španělsku (+1,2 % q/q). Meziročně jsou všechny velké země v mínusu, s výjimkou Francie (+0,8 %) v mínusu.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu pak naznačuje, že s poklesy ještě nemusí být konec. PMI totiž ve třetím čtvrtletí dosáhl v průměru 43,2 bodu (oproti 44,7 bodu ve druhém čtvrtletí či 48,2 ve čtvrtletí prvním) a ani říjnová či listopadová hodnota (43,1 bodu, resp. 44,2) nenaznačují, že by se průmyslová dynamika měla ve 4. čtvrtletí obrátit k lepšímu. Vzhledem k tomu, že **subindexy nových objednávek i outputu se v listopadu zlepšily**, se však zdá, že se **situace již stabilizovala**. V listopadu se také na tříměsíční maximum zlepšila podnikatelská důvěra. Nejlepší je dle PMI situace ve Španělsku (46,3 bodu), nejhorší v Německu (42,6 bodu).

Stabilizaci jsme během 4. čtvrtletí zaznamenali také u indexu IFO, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny. Po výrazných poklesech subindexu očekávání i subindexu hodnocení stávající situace, jejichž jsme byli svědky od jara letošního roku, se situace v posledních třech měsících stabilizovala. **Index očekávání** se ze srpnového dna 82,8 bodu dostal **v listopadu o 2,5 bodu výš, index hodnotící stávající situaci** se ze zářijového dna (88,7 bodu) **rovněž o něco málo zlepšil** (89,4 bodu).

V sektoru služeb v rámci PMI je situace ve srovnání s průmyslem znatelně lepší a také, zdá se, stabilizovaná. Poté, co se v dubnu letošního roku svou hodnotou (56,2 bodu) dostal **index PMI** ve službách nejvýše od dubna 2022, v dalších měsících jen klesal až na srpnových 47,9 bodu. V posledních třech měsících pak kolem této hranice osciluje, **v listopadu dosáhl 48,2 bodu**. To indikuje mírný pokles v sektoru. **Firmy reportují slabé nové objednávky**, i když v listopadu se tento ukazatel oproti přechozím měsícům mírně zlepšil.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Důvěra domácností se také stabilizovala, byť tady k žádnému předchozímu dramatickému zhoršení ani nestihlo dojít. Ano, nepřetržitě zlepšování od historického minima ze září 2022 (–28,6 bodu) do letošního července (–15,3 bodu) už nepokračuje, ale **listopadová hodnota (–16,9 bodu)** ukazuje, že domácnosti jsou celkem v klidu. Vzhledem ke shora popsanému vývoji mezd a míry nezaměstnanosti se ani není čemu divit.

Navíc dále zpomaluje inflace. Jádrová inflace v listopadu po sezonním očistění dokonce poprvé od dubna 2021 zaznamenala meziměsíční pokles (–0,15 % m/m), což znamená, že za poslední tři měsíce přidala jen 0,1 % a za poslední pololetí 1,15 %. Meziroční tempo celkové inflace dosáhlo v listopadu 2,4 %, jádrová zůstala stále vcelku vysoko, byť i ta klesla (na 3,6 %). Zdá se, že na vývoji cen se slábnutí ekonomiky projevuje.

ECB v listopadu nezasedala (nejbližší zasedání je 14. 12.). Vyjádření centrálních bankéřů během listopadu byla vesměs určená trhům, které očekávají brzký začátek snižování sazeb. Christine Lagardeová i Isabela Schnabelová kupříkladu řekly, že poslední „míle“ v desinflačním procesu je ještě před námi, že to bude fáze obtížná a v nejbližším období bude proces desinflace přerušen s tím, jak vyprší opatření, která doposud tlumila růst cen energií.

Index sjednaných mezd roste téměř pětiprocentním tempem.

Index sjednaných mezd ECB, % r/r



Zdroj: ECB (dostupné ZDE)

USA

Trh práce dále mírně ochlazuje, slabší 4. čtvrtletí indikují data z průmyslu i maloobchodu. FED opakuje trhům, že sazby hned tak (a ani rychle) dolů nepůjdou.

Růst americké ekonomiky ve třetím čtvrtletí byl dle druhého odhadu o 0,3 p. b. rychlejší než dle odhadu prvního: jeho anualizované **mezičtvrtletní tempo růstu** dosáhlo **+5,2 %**, nejvíce od 4. čtvrtletí 2021. Na růstu se podílely všechny komponenty agregátní poptávky: poptávka domácností přidala 2,4 p. b., hrubé fixní investice 1,8 p. b., vláda 0,9 p. b. Pod povrchem už všechno tak dobré není: u fixních investic se na pozitivním příspěvku podílely hlavně zásoby (+1,4 p. b.), což ale do budoucna nejspíš opakovatelné není. Ve světle pětiprocentních sazeb se totiž nezdá velmi pravděpodobné, že by růst zásob byl projevem velké důvěry firem v rostoucí poptávku. Výrazně (na dohled 3 %) také poklesla míra úspor domácností, která tak je zhruba o 2 p. b. nižší než předpandemický standard. Zdá se tedy, že opakování takto silného čtvrtletí se jen tak nedočkáme.

Měsíční data zveřejněná během listopadu 2023 to naznačují.

Reálné maloobchodní tržby poté, co rostly během prvního (+0,3 % q/q), druhého čtvrtletí (+0,6 %) i třetího čtvrtletí (+1 % q/q) v říjnu poklesly, i když jen mírně (–0,2 % m/m). Meziroční tempo jejich růstu bylo v říjnu už jen mírně záporné (–0,7 %).

Setrvalou zásluhu na dobrém vývoji maloobchodních tržeb má trh práce, který je v historickém měřítku stále velmi silný, i když některé náznaky ochlazení již vidíme. Kupříkladu pozorujeme další **růst míry nezaměstnanosti**, která **v říjnu** narostla o 0,1 p. b. na **3,9 %**, což je oproti

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

minimu z července (3,5 %) znatelné zvýšení. Navíc díky poklesu míry participace v říjnu o 0,1 p. b. (na 62,7 %) je zjevné, že trh slábne (v červenci byla míra participace 62,6 %). V říjnu narostly i další sledované míry nezaměstnanosti – kupř. **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) **narostla v říjnu na 7,2 %** (v září 7 %, v červenci 6,8 %).

Zpomalila také tvorba pracovních míst: poté, co v září v soukromém sektoru vzniklo 246 tis. míst, v říjnu to bylo jen 99 tis. Na průměru posledního čtvrtletí i posledního pololetí je tento ukazatel však stabilní, kolem 150 tis. měsíčně, což je jen lehce pod úrovní standardního tempa let 2011–2019 (průměr 190 tis. měsíčně).

Dle průzkumu JOLTS **v září** zůstala **míra volných** pracovních míst na hodnotě z předchozího měsíce, tj. **5,7 %** (vs. červenec: 5,4 %). To je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022), ale také stále o skoro 2 p. b. nad dvacetiletým předpandemickým průměrem. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti je stále nízký:** v září i v říjnu dosáhl průměrně 210 tis., v listopadu 220 tis., což je z historického hlediska hodnota velmi daleká typickým recesním úrovním (> 450 tis.).

Růst mezd zpomaluje. Dle dat [Atlantského FEDu](#) (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) dosáhl růst mezd v září i v **říjnu 2023 5,2 % r/r** (vs. 6,4 % v říjnu 2022), dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) se ve třech měsících do října dostalo čtvrtletní tempo růstu na +0,8 % (resp. pololetní na +2 %). Meziročně bylo pak tempo dle CES +4,1 %.

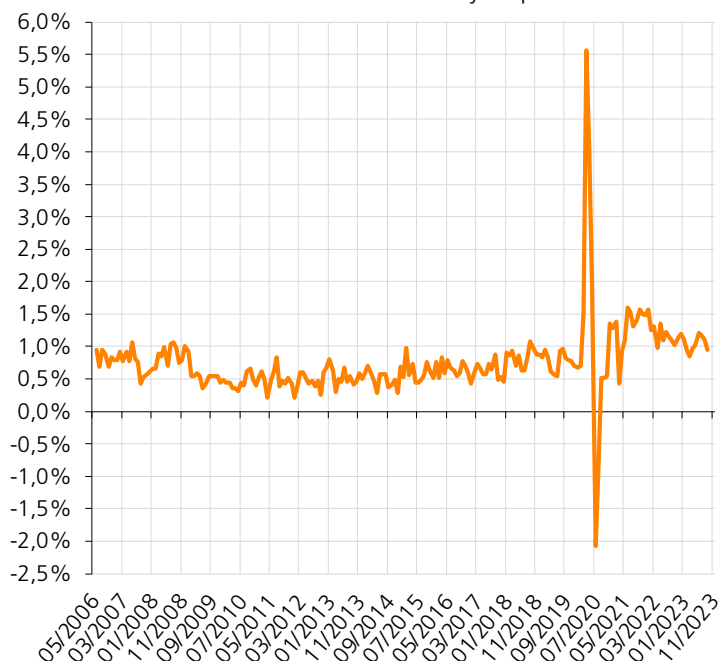
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby se v říjnu výrazně propadly (–5,4 % m/m), což ale vzhledem k silnému září (+4 % m/m) není překvapením. Jedná se o velmi volatilní kategorii, takže lepším ukazatelem investičního apetitu firem jsou objednávky bez letadel a zbrojní techniky: u nich mezičtvrtletní tempo ve 2Q23 dosáhlo +0,7 % q/q, ve 3Q23 pak +0,4 % q/q. Ani počátek 4. čtvrtletí není nijak zlý, objednávky totiž v říjnu oproti září klesly jen o 0,1 % m/m. Meziročně jsou pak tyto objednávky o 0,6 % vyšší. **Reálná průmyslová produkce** po silném třetím čtvrtletí, v němž přidala 1 %, **v říjnu o 0,6 % m/m poklesla. Meziročně je tak o 0,7 % nižší.**

Jádrová PCE inflace poté, co v září urychlila na 0,3 % m/m (nejrychlejší tempo od letošního května) **v říjnu opět zpomalila na 0,2 % m/m**. Za poslední tři měsíce tedy přidala 0,6 %, což je nadále dynamika mírně nad cílem FEDu. Horší zprávou pro americkou centrální banku však je, že po deceleraci v předcházejících měsících pozorujeme opětovnou reakceleraci tempa růst cen tržních služeb, jež za tři měsíce do října činilo +1 % (vs. +0,7 % ve třech měsících do srpna). Je to důsledek zejména růstu cen služeb v sektoru pohostinství a ubytování (+1,5 %), zdravotnictví (+1,4 %) a dopravy (+1,2 %).

Americká centrální banka ponechala v listopadu podruhé v řadě sazby bez změny (v pásmu 5,25–5,5 %). Během listopadu se pak, podobně jako bankéři z ECB, věnovala přesvědčování trhů (vesměs marnému), že boj s inflací neskončil (slovy Powella: „Bylo předčasné říct s přesvědčením, že jsme již dosáhli dostatečně restriktivního postoje“).

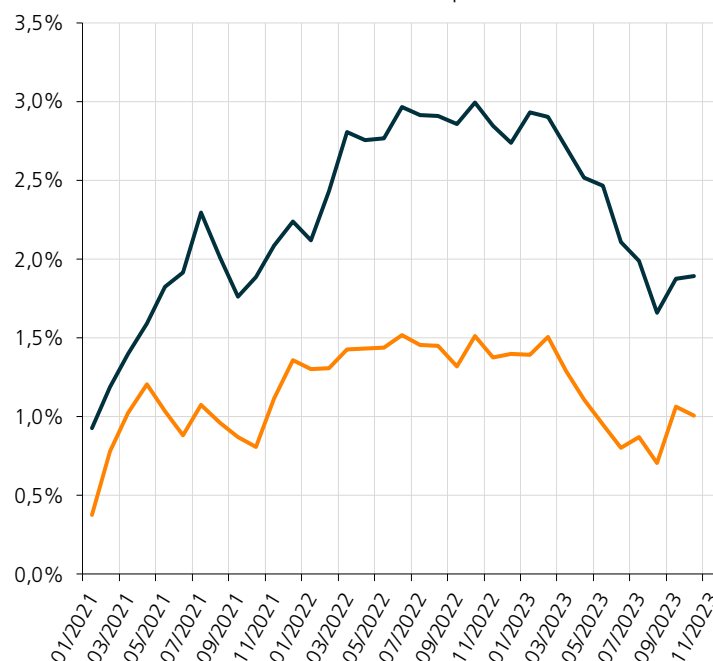
Růst mezd osciluje kolem 1 % mezičtvrtletně, inflace v tržních službách reakceleruje.

Růst americké nominální hodinové mzdy za předchozí čtvrtletí



Zdroj: BLS.gov pro mzdy (dostupné [ZDE](#))

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



Zdroj: BEA.gov pro PCE (dostupné [ZDE](#))

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Průmysl i maloobchod jsou slabé, předstihové indikátory nenaznačují brzké otočení trendu. ČNB se obává lednového přecenění a sazby zatím nesnižuje.

Tempo růstu HDP ve třetím čtvrtletí dosáhlo dle druhého odhadu **-0,5 % q/q (-0,7 % r/r)**. Dle struktury růstu zveřejněné počátkem prosince se na mezičtvrtletním poklesu podílely skoro všechny složky poptávky: poptávka domácností klesla o 0,3 % q/q (po revidovaném růstu o 0,6 % q/q ve 2Q23), ve stejném rozsahu klesla i hrubá tvorba fixních investic, o 1,2 % q/q klesl (kvůli slabému vývozu zboží) export. Jedinou rostoucí složkou poptávky tak byla vláda (+1,2 % q/q, šestý q/q růst v řadě). Česká ekonomika tak v prvních 3 čtvrtletích 2023 byla totožná (reálně 3 968 mld. v cenách roku 2015) jako ve stejném období roku 2019.

Měsíční data zveřejněná během listopadu byla opět slabá.

Průmyslová produkce poté, co během druhého čtvrtletí zaznamenala mírný růst (+0,3 % q/q), ve třetím výrazně poklesla. Vinou výrazného poklesu **v červenci a v září (-2,6 % m/m a -1,8 % m/m) poklesla za celé třetí čtvrtletí o 4,3 %**. Částečným důvodem této slabosti byl (slovy ČSÚ) „pokles výroby a rozvodu elektřiny a plynu, kde se projeví delší letní odstávky“, ale z čísel ze zpracovatelského průmyslu (-5,2 % ve 3Q23) je jasné, že jen teplé počasí a odstávky za špatná průmyslová čísla nemohou. Dle ČSÚ je nyní slabá produkce v sektoru výroby stavebních hmot či plastových výrobků pro stavebnictví, což reflektuje útlum ve stavebnictví jako celku.

Vývoj v posledním čtvrtletí tak již tolik nekontrastuje s vývojem indexu PMI. Ten totiž i ve 3. čtvrtletí setrval hluboko pod 50 body, když dosáhl průměrné hodnoty 42 bodu (a stejnou hodnotu pak zaznamenal i za říjen). Pod hladinou 50 bodů se tak index nachází nepřetržitě od června 2022, v letošním roce dosáhl za prvních 10 měsíců průměru 42,8 bodu. S takovými hodnotami jsme měli již dávno (a nikoliv až ve 3. čtvrtletí) pozorovat meziroční poklesy produkce o 6–7 %. **Ve čtvrtém čtvrtletí PMI zůstává nízká: v říjnu dosáhl 42 bodů, v listopadu se (zásluhou menšího poklesu subindexů produkce, nových objednávek i zaměstnanosti) zlepšil na 43,2 bodu.**

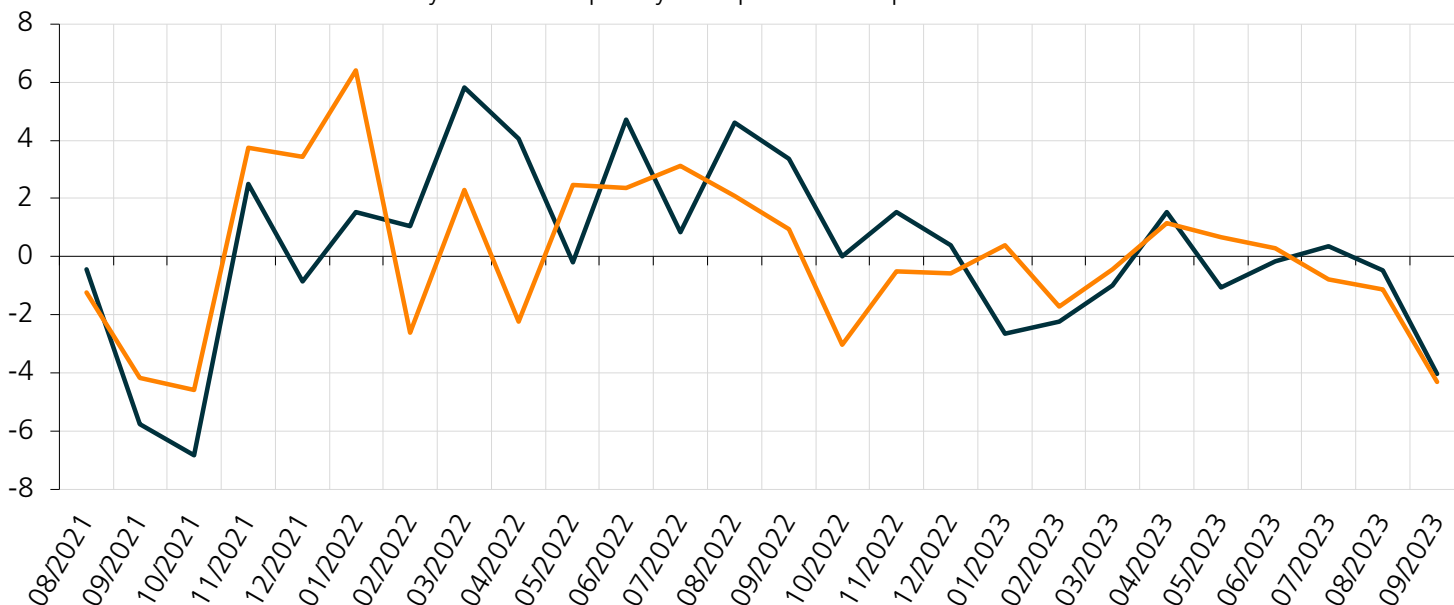
Podobný obrázek ukazuje i **index důvěry měřený ČSÚ**. Poté, co jsme od května minulého roku pozorovali zhoršování (ze zhruba +20 bodů v květnu 2022 na nulu v září roku letošního), se v posledních měsících situace stabilizovala. Index tak ani po shora popsaném zeslábnutí nedosahuje hodnot (-10 bodů), které jsme viděli kupříkladu po kolapsu Lehman Brothers, nebo hodnot z dluhové krize eurozóny 2012–2013 (kolem 0). **V říjnu se index dokonce zlepšil na +4,2 bodu, v listopadu na 5 bodů. Spotřebitelská důvěra** od dubna, kdy se dostala na před-invační hodnotu z února 2022, osciluje kolem -20 bodů (listopad: -18,3 bodů).

Maloobchodní tržby, které v červnu a v červenci vzrostly (shodně o +0,4 % m/m), v dalších dvou měsících klesly: v srpnu o 0,1 % m/m a v září dokonce o 0,8 %. Pokračuje tak slabý vývoj vesměs bez trendu: **v posledních třech měsících tržby poklesly o 0,5 %**, v posledním pololetí o 1,3 %. Meziročně jsou tržby o 2,3 % nižší (u aut ale kupříkladu o 3,2 % vyšší). **Míra nezaměstnanosti** je nadále (již pátým nebo šestým rokem) **nejnižší v EU**.

Česká spotřebitelská inflace ve své jádrové složce dosáhla za poslední tři měsíce (do října) -0,15 %. To je kvartální tempo na jedné straně výrazně nižší než ve stejných třech měsících roku 2021 (2,5 %) nebo 2022 (2,4 %), ale také tempo shodné s tempem těchto tří měsíců v roce 2020, kdy ekonomika začala mít problémy s plněním inflačního cíle.

Průmyslová produkce ve třetím čtvrtletí výrazně poklesla

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



Zdroj: ČSÚ (dostupné ZDE)

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

ČR

Typická kvartální hodnota růstu jádrové cenové hladiny v měsících srpen až říjen v letech 2007–2019, kdy jsme s inflací problém neměli, byla $-0,3\%$. Nadále to tedy vypadá tak, že jádrová inflace spíše než na 2% bude i v příštím roce vyšší ($3,5\%$).

Po zasedání ČNB počátkem listopadu zůstaly sazby bez změny, i když poprvé za dlouhou dobu dvojice členů BR hlasovala za jejich pokles o 25 b. b. Většina Bankovní rady však byla proti, a to hlavně v důsledku rizik nové prognózy. Prognóza po poklesu sazeb volala, ale bankovní rada rizika vyhodnotila jako „výrazná a jdoucí proinflačním směrem“. Bankovní rada vnímá jak riziko z trhu práce („Proinflačním rizikem je zejména hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání, což by se mohlo projevit ve zvýšených mzdových požadavcích a také ve výraznějším přecenění na začátku příštího roku.“) tak z fiskální politiky („Proinflačním rizikem je i případné delší působení expanzivní fiskální politiky.“). První pokles sazeb tak možná přijde až v příštím roce, kdy se ukáže, jak výrazné lednové přecenění skutečně bylo. Takovému scénáři nahrává nejen zmínka o tom, že „makroekonomické náklady delšího ponechání sazeb na stávající úrovni oproti základnímu scénáři by při nenaplnění proinflačních rizik byly nízké“ ale i to, že „trajektorie úrokových sazeb se tak nejspíše bude v nadcházejících čtvrtletích nacházet výše oproti základnímu scénáři prognózy“.

POLSKO

Inflace v posledních dvou měsících opět zrychlila, rychle rostou mzdy i poptávka domácností. Polská centrální banka přestala se snižováním sazeb.

Polská ekonomika vzrostla ve 3Q23 o $1,5\%$ q/q ($+0,6\%$ r/r). Během listopadu ale došlo také k výrazným revizím minulých čísel: v souhrnu za 6 čtvrtletí od 1. čtvrtletí 2022 do 2. čtvrtletí 2023 je nyní ekonomika celkově větší o cca 2% , než jaká byla dle dat v tom samém období z konce srpna. Ve struktuře byla nejdůležitějším faktorem růstu poptávka domácností, která vzrostla o $2,3\%$ q/q, následována poptávkou vlády a firem (shodně $+1\%$ q/q).

Průmyslová produkce se dále zlepšuje, ve **třetím čtvrtletí** přidala díky silnému růstu v srpnu ($+1\%$ m/m) a v září ($+0,9\%$) **celkem 1%** ; v prvním čtvrtletí přitom poklesla o $3,5\%$ q/q, ve druhém o $0,5\%$ q/q. Meziročně byla v září produkce po očištění o kalendářní vlivy nižší o $1,1\%$.

Index PMI tomuto meziročnímu vývoji kvalitativně (byť ne nutně kvantitativně) odpovídal – poté, co ve druhém čtvrtletí v průměru dosáhl 46,2 bodu, došlo ve třetím čtvrtletí k jeho dalšímu zhoršení, když jeho průměrná hodnota dosáhla 43,5 bodu. Ve čtvrtém čtvrtletí se situace rychle zlepšuje: říjnová hodnota 44,5 bodu byla ještě pouze malým zlepšením, ale **zlepšení v listopadu (na 48,7 bodu) bylo** s výjimkou pandemického oživení v měsících květen až červenec 2020 **největším meziměsíčním skokem za 25 let**. Výrazně totiž narostl subindex nových objednávek (domácích i zahraničních): i když stále – již 21 měsíců v řadě – klesají, v listopadu tak činily nejmírnějším tempem za celé toto období. Na nejvyšší úroveň od února 2022 narostla důvěra podnikatelů, v čemž nespíš sehrálo roli vítězství opozice ve volbách.

Reálné maloobchodní tržby v říjnu opět silně vzrostly a navázaly tak na velmi silné třetí čtvrtletí (v němž přidaly skoro 5% q/q), když **počátkem 4. čtvrtletí přidaly $2,1\%$ m/m**. To znamenalo, že v říjnu byly o $2,8\%$ vyšší, než byly před rokem, a o $2,6\%$ nižší za prvních 10 měsíců letošního roku ve srovnání se stejným obdobím roku předcházejícího. Dynamika posledních měsíců je velice dobrá, byť pro centrální banku může být takové oživení poptávky domácností problematické, zejména s ohledem na pokles sazeb v předcházejících měsících.

Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká, svou průměrnou hodnotou ve druhém čtvrtletí (5%) vyrovnala historické minimum z října 2019 (5%). Během třetího čtvrtletí sice mírně narostla a **počátkem 4. čtvrtletí dosáhla $5,2\%$** , ale to je stále **jedna z historicky nejnižších hodnot**. Nepřekvapí pak tedy určitě to, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd dosáhl v říjnu $12,8\%$ r/r**.

Dynamika jádrové inflace ve třetím čtvrtletí dále zvolnila. Zatímco jádrová inflace vzrostla v prvním čtvrtletí letošního roku o $3,5\%$ q/q a ve druhém o $1,9\%$ q/q, ve třetím už jen o $0,4\%$ m/m. Otázkou však je, zda je tato desinflace definitivní nebo zda inflace opět urychlí: růst maloobchodu i pokračující růst mezd daleko překračující růst produktivity práce takovou možnost určitě nevylučují. **Jistou odpověď dává již říjen, kdy jádrová inflace opět urychlila na $0,6\%$ m/m** (nejvíce od dubna) a vzhledem k tomu, že dle předběžných dat za **listopad celková inflace opět rychle vzrostla ($+0,8\%$ m/m, nejvíce od března)**, očekáváme, že i data o listopadové jádrové inflaci, jež budou zveřejněna až s finálními inflačními čísly, nebudou pro centrální banku příjemným čtením.

Centrální banka poté, co v září překvapila trhy nečekaně velkým snížením sazeb o 75 b. b. a co pokračovala ve snižování sazeb i v říjnu, **v listopadu navzdory očekáváním ponechala sazby bez změny na $5,75\%$** . Nová prognóza přinesla jen malé změny výhledu HDP i inflace.

MAĎARSKO

Ekonomika se vynořila z recese, trh práce však slábne a inflace dále zpomaluje.

Po poklesech či stagnaci v předcházejících čtvrtletích ($-1,1\%$ q/q ve 3Q22 $-0,8\%$ ve 4Q22, $-0,2\%$ q/q v 1Q23 a 0% q/q ve 2Q23) **ve 3Q23 ekonomika ukončila recesi a vzrostla o $0,9\%$ q/q** ($-0,4\%$ r/r). Ve struktuře **dominovala poptávka domácností** ($+1,5\%$ q/q, ale jen zásluhou nepeněžních transferů od vlády, které vzrostly o $1,2\%$ q/q) **i vlády** ($+1\%$ q/q), poklesla naopak hrubá tvorba fixního kapitálu ($-2,8\%$ q/q).

Maloobchodní tržby v červenci i v srpnu klesly ($-0,2\%$, resp. $-0,5\%$ m/m), v září však mírně vzrostly ($+0,1\%$ m/m), což

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

MAĎARSKO

znamená, že z pohledu poptávky domácností byl třetí kvartál letošním nejlepším: maloobchod totiž v prvním čtvrtletí poklesl o 2,1 % q/q, ve druhém o 1 % q/q a ve třetím jen o 0,6 % q/q.

Míra nezaměstnanosti dále pozvolna roste: zatímco ve druhém čtvrtletí byla ještě 3,9 %, v posledních třech měsících do října již 4,3 %, tj. nejvíce od 1. čtvrtletí 2021. **Růst mezd však i tak pokračuje velmi vysokým tempem:** v září dosáhl růst mezd +14,1 % r/r, za první tři letošní čtvrtletí pak rovných +14 % r/r. Poprvé od srpna 2022 vzrostly v září letošního roku i reálné mzdy, a to o 1,7 % r/r.

Maďarská průmyslová produkce poklesla v prvním (o 5,4 % q/q) i ve druhém čtvrtletí (o 1,8 %), **třetí čtvrtletí** však bylo, podobně jako u maloobchodních tržeb, letošním nejlepším: produkce **přidala 1,2 % q/q**. Meziroční tempo poklesu průmyslu bylo v září – 5,8 %. Ne všechny složky průmyslu ale klesají: výroba dopravní techniky (cca +5 % r/r) a elektrických zařízení (cca +15 % r/r) je meziročně kladná.

Celková inflace v posledních měsících ztlačila. V prvním čtvrtletí vzrostla cenová hladina o skoro 4 %, ve druhém o necelé procento. Ve třetím čtvrtletí oproti druhému v důsledku růstu v červenci o 0,2 % m/m, v srpnu o 0,7 % m/m a v září o 0,4 % růst cen akceleroval, ale to bylo primárně zásluhou cen potravin a paliv. To ostatně ukazoval vývoj jádrové inflace, která v červenci i v srpnu přidala 0,2 % m/m a v září ve stejném rozsahu klesla. **Počátkem 4. čtvrtletí celková inflace klesla o 0,1 % m/m a jádrová přidala 0,3 % m/m, desinflační proces tak pokračuje. Meziroční celková inflace je 9,9 %, jádrová pak 10,9 %.**

Maďarská centrální banka (NBH) v listopadu snížila sazby, a to o 75 b. b. na 11,5 %. Důvodem dle viceguvernéra Viraga byl pokračující desinflační proces a pokles zranitelnosti maďarské ekonomiky (zlepšení běžného účtu platební bilance). Ani v plánech do budoucna se nic nezměnilo: jednociferné sazby má být dosaženo v únoru příštího roku.

ROPA

Po útoku hnutí Hamás na Izrael počátkem října a s tím, jak Izrael začal připravovat pozemní invazi do Gazy, cena ropy ve volatilním obchodování vystoupala v první polovině měsíce až na 90 dolarů za barel. Posléze, když se ukázalo, že dodávky z regionu prozatím v důsledku války ohrožené nejsou, se cena opět vrátila na dohled 80 dolarů za barel. V listopadu pokračovalo volatilní obchodování s tendencí k poklesu ceny, ropa se tak dostala až na 75 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

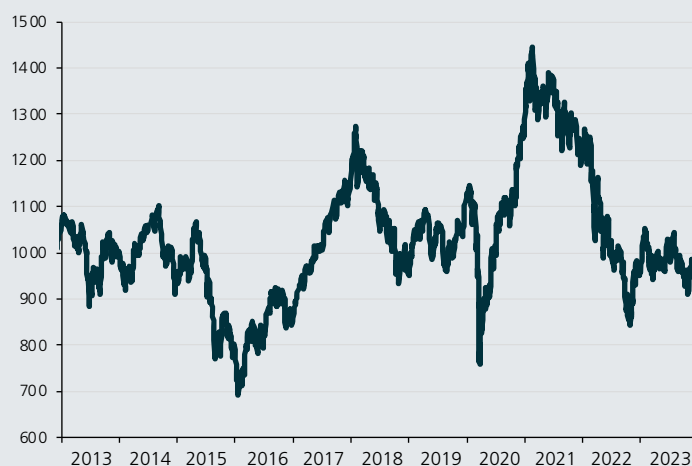
Po třech měsících negativního zhodnocení si akciové trhy v listopadu připsaly velmi slušné zhodnocení. Celosvětový index MSCI World přidal meziměsíčně 8 %, index S&P500 7,8 % a NASDAQ dokonce 8,7 %. Z vyspělých trhů zůstala pozadu Evropa, která si připsala skromnější ale také slušné meziměsíční zhodnocení 6,4 %. Velmi silný růst akcií prakticky napříč všemi regiony byl tažen především inflačními daty. Jak v USA tak v Evropě bylo jasně patrné polevování inflačních tlaků a to dokonce ještě ve větší míře, než jak byla nastavena očekávání ekonomických expertů. Trhy tak nyní předpokládají, že cyklus utahování měnových politik je už u svého konce a s klesající

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

AKCIOVÉ TRHY

inflací budou moci centrální bankéři přistoupit k pozvolnému snižování sazeb. Následkem toho došlo k poklesu výnosů u státních dluhopisů, což pozitivně působilo na růst akciových trhů. Za námi je také celá výsledková sezóna, která vyzněla opět celkově o něco lépe, než jaké byly odhady analytiků. Největšího pozitivního překvapení na americkém trhu dosáhly sektory spotřebního zboží, komunikací a finančních služeb.

Po dobrých výsledcích z přechozích měsíců (v porovnání s rozvinutými trhy) si tento měsíc připsal střeoevropský region o něco slabší zhodnocení. Prim opět hrála polská akciová burza (+ 6 %), která nadále těžila z pozitivního sentimentu po tamních parlamentních volbách. Očekává se, že dřívější opozici, která už podepsala koaliční smlouvu, se podaří sestavit novou vládu a bude mít většinu v nově složeném parlamentu. Od nové vlády se pak očekávají výraznější personální změny ve státem ovládaných společnostech, změny v médiích, soudnictví, menší množství zásahů do chodů společností nebo obnovení přílivu peněz z evropských fondů. Výrazně pozitivně tak reagovaly především polostátní společnosti jako banky PKO, PEKAO, pojišťovna PZU nebo energetická společnost PKN Orlen. Veliký otazník vyvstává nad plány ohledně rozdělení polských utilit na čisté a špinavé zdroje. V listopadu se nejvíc dařilo polským retailerům, společnostem CCC a Pepco, které korigovaly ztráty z předchozích měsíců. Český index PX připsal pouze 1,5 %, když se nejlépe dařilo společnosti Pilulka, která je ovšem za letošní rok ve ztrátě přesahující 60 %. Dále se dařilo bance Erste, která přidala 8 %. Pozitivní zhodnocení zaznamenal také rumunský akciový trh (index BET +3,2 %).

Akcíím na rozvíjejících se trzích se také v dařilo, těžily z pozitivního globálního sentimentu a zaznamenaly nejlepší měsíc v roce, když souhrnný index MSCI Emerging Markets připsal 7,9 %. Čínské akcie však nadále zaostávají, nejisté vyhlídky druhé největší ekonomiky světa, problémy realitního sektoru a nedostatečná podpora vlády – to vše nadále odrazuje investory od větších nákupů. Domácí akcie (A-Shares) skončily dokonce ve ztrátě 2,1 %, burza v Hong-Kongu pak odepsala 0,4 %. Ostatní asijské trhy však připsaly zisky. Technologické tituly pomohly korejským (+11,3 %) a taiwanským (+9 %) akciím, slušné zhodnocení zaznamenaly i akcie v Indii (+4,9 %). Posilující domácí měny a klesající inflace pomohly k růstu akciím v Latinské Americe (celkový index +13 % v USD). Brazílské trhy nadto podpořila tamní centrální banka, jež dále snížila úrokové sazby.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

V listopadu se vývoj na americké výnosové křivce oproti říjnu a září otočil, a celá křivka zamířila dolů. Na krátkém konci výnosy poklesly o 40 b. b. (tj. lehce pod 4,7 %), na střední části i na dlouhém konci byl pokles ještě větší, zhruba o 60 b. b.: pětileté výnosy tak poklesly na 4,25 %, sedmileté i desetileté lehce nad 4,3 %. Důvodem byla rychle sílící očekávání investorů, že nad inflací je vyhráno a již brzo nás čeká pokles sazeb FEDu. V eurozóně byl vývoj obdobný, i zde celá křivka poklesla, byť v menším rozsahu než v USA: na krátkém konci klesly německé výnosy o 20 b. b. na 2,8 %, na dlouhém o 35 b. b. na 2,45 %.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

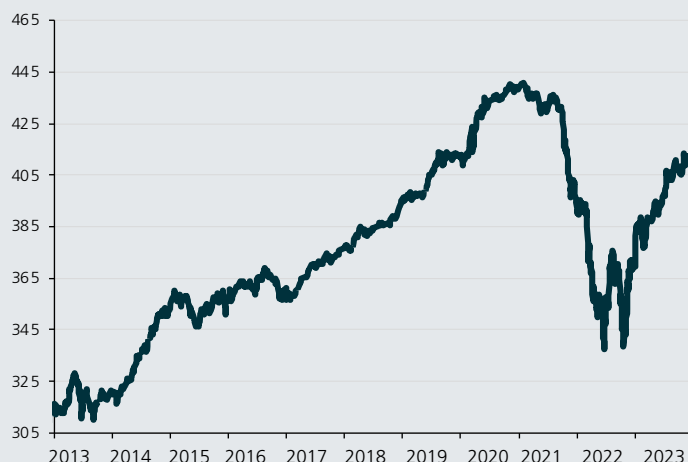
Tzv. total return index (TRI) koncem listopadu v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce narostl jenom mírně (+0,4 %, stejně jako mezi říjnem a zářím), u spekulativních protějšků došlo k většímu růstu (o 2,7 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby (vzhledem k vývoji na americké křivce vcelku pochopitelně) větší: u investičních došlo v listopadu k přerušení (a umazání) série poklesů v předchozích 3 měsících (–1,2 % v srpnu, –3,4 % v září a –2,5 % v říjnu): TRI vzrostl o 7,5 %. U spekulativních dluhopisů listopadový růst TRI (+4,6 %) rovněž vymazal předchozí poklesy (celkem o 2,3 % v předchozích 3 měsících). Kreditní prémie, které v srpnu – září na evropských investičních, resp. spekulativních instrumentech vzrostly o 26 %, resp. o 18 %, v listopadu rovněž zamířily dolů, a to o 21 %, resp. 17 %.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka v listopadu zvýšila svůj sklon. Na krátkém (dvouletém) konci poté, co ČNB sazby snížila, výnosy narostly zpátky na 5,6 %, na delším konci vlivem slabších růstových i inflačních dat zhruba o 30 b. b. poklesly: sedmiletý i desetiletý výnos se tak dostal na 4,3 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Vývoj na polské křivce byl podobný jako v ČR: dvouleté výnosy v listopadu s tím, jak polská centrální banka už dále sazby nesnižovala, mírně narostly (+20 b. b. na 5,4 %), na desetileté splatnosti pak vlivem umírněných inflačních dat mírně (asi o 15 b. b. na 5,5 %) poklesly.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Kombinace výrazně slabších výsledků ukrajinské protiofenzívy, stále evidentnější patová situace na bojišti, nového konfliktu mezi Hamásem a Izraelem společně se snahou republikánů podmínit hlasování o dalších financích změnami v národní imigrační politice vedly ke zhoršení sentimentu směrem k ukrajinským státním dluhopisům a výraznému ochlazení dalších očekávání.

Adaptace ukrajinské ekonomiky, postupné uvolnění měnových restrikcí i měnově politických podmínek (pokračující snižování sazeb v reakci na klesající inflaci) spolu s růstem devizových rezerv centrální banky a podporou zahraničí dávají sice prostor pro růst cen státních dluhopisů, situace nicméně není ani zdaleka přespříliš optimistická. 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 protiofenzíva ukrajinské armády v podstatě skončila s nástupem zimy a zaostala za očekáváním některých západních zemí. S prodlužující se dobou trvání konfliktu se více projevojuje možnost Ruska posílat na frontu stále nové vojáky, klesající podpora pro další boje na straně ukrajinského národa a schopnost Ruska udržovat zákopovou válku s minimálním postupem, ale s velkými ztrátami. Ceny ukrajinských státních dluhopisů tak v listopadu stagnovaly či klesaly.

MĚNY

Dolar proti euru během listopadu výrazně oslabil, a to v důsledku výrazného poklesu výnosů (spekulace na dřívější začátek snižování sazeb) v USA. Kurz se tak z hodnoty kolem 1,06 počátkem listopadu dostal až nad 1,10 USD/EUR na jeho konci. **Polský zlotý** poté, co v říjnu zásluhou výsledku parlamentních voleb setřásl nervozitu z (překvapivě velkého) zářijového i (očekávaného) říjnového snížení sazeb, pokračoval v posilování i v listopadu. Dostal se tak proti euru až pod hranici 4,35. **Česká koruna** v listopadu rovněž posílila, a to až na hranici 24,30 CZK/EUR. Dařilo se také **maďarskému forintu**, který i navzdory klesajícím sazbám posílil až pod hranici 380 forintů za euro.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na jedné straně nadále trvá výrazná vnitřní (rozpočtová) i vnější nerovnováha i smršťující se úrokový diferencál, což jsou faktory působící proti poklesu českých výnosů. Naproti tomu došlo v posledních měsících k výraznému zpomalení inflační dynamiky v jádrové složce, což vyvolává očekávání, že je na dohled začátek snižování sazeb ČNB, kterýžto proces bude dle trhu rychlý (trh čeká pokles sazeb v ročním horizontu o cca 2,5 p. b.). Dle nás bude hodně záviset a tom, k jak velkému přecenění v lednu 2024 dojde, ale dle nás hrozí spíše menší pokles sazeb ČNB v příštím roce, než jaké očekává trh. Pro výraznější pokles delších výnosů tak v nejbližším pololetí nevidíme prostor, u desetiletých výnosů čekáme oscilaci zhruba mezi 4 a 4,75 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Ani v Polsku dle nás inflační problém vyřešen není (nejnižší nezaměstnanost v historii, dvouciferné tempo růstu mezd, uvolněná fiskální politika) a předčasné uvolnění sazeb, což je ostatně vidět i z posledních čísel o maloobchodě a z říjnové a listopadové inflace. Zatím se tak, zdá se, potvrzuje naše očekávání z minulého měsíce, že dojde k opětovnému urychlení inflace, což společně s tím, jak vysoko setrvávají zahraniční výnosy, limituje, stejně jako u nás, výhled na znatelnější pokles výnosů v nejbližším pololetí.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

V případě Ukrajiny dochází dále ke zpomalení přísunu zahraniční pomoci, listopad už je pryč a prosinec skoro také... jak to dopadlo? V USA klesá podpora veřejnosti i shoda politiků. Vnitropolitická debata okolo odvrácení amerického dluhového stropu vedla ke stopce pro uvolnění dalšího amerického financování. Historická změna na postu předsedy Sněmovny reprezentantů dále komplikuje jednání a ochotu pro další automatické financování. Probíhající konflikt Izraele a Hamasu pak třští pozornost i další západní aktivitu.

Sílí tak hlasy o nutnosti začít mírová vyjednávání. Ukrajinský generál Zalužnyj shrnul minulý měsíc současný stav jako patový bez šance jedné či druhé strany na průlom (v ostrém kontrastu se souběžnými vyjádřeními prezidenta Zelenského, který pat nevidí a jednání odmítá). Kapacitní i politické zdroje západu tak naráží na svoje limity. Stejně tak se bez výraznějšího postupu bude těžko obhajovat další pokračování konfliktu, který stojí životy spousty ukrajinských vojáků a de facto trvá od roku 2014.

Ratingová agentura Fitch očekává pokračování konfliktu i v roce 2024 a i přes dobře se vyvíjející ekonomické fundamenty předpokládá prodloužení současných opatření pro ukrajinský státní dluh či nové návrhy na podobu další restrukturalizace.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

MĚNY

U kurzu **dolaru proti euru** se na našem očekávání nic nemění, nadále vidíme jako fundamentálně (tj., vzhledem k očekávanému vývoji měnových politik ECB a FEDu) odůvodnitelné setrvání kurzu zhruba v pásmu 1,05–1,10 USD/EUR.

Fundamentálně je česká koruna stále zralá na oslabení – disharmonické vnitřní i vnější vztahy či zahraniční sazby na vysokých úrovních po delší dobu nejsou tím, co by mělo korunu tlačit na silnější úroveň, spíše naopak. **Čekáme však také, že ČNB bude chtít výraznějšímu oslabení zabránit.** Koruna tak dle nás oslabí maximálně na 25 korun za euro.

Polský zlotý nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka bere i berličku v podobě úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. Dle nás tak zlotý zůstává zranitelný a současné hodnoty (4,35 pln/eur) vidíme jako maximum. Pokud se zlotý někam v příštích měsících vydá, pak dle nás na slabší úroveň.

Maďarský forint také nemá žádný důvod posilovat: úrokový diferencál se smršťuje, politika vůči EU zůstává konfrontační, růst ekonomiky je slabý, deficit běžného účtu (5 % HDP) i rozpočtu (>5 %) velký. Podobně jako u zlotého, pokud se dočkáme výraznějšího pohybu, pak směrem ke slabším úrovním.

AKCIOVÝ TRH

Na akciové trhy máme z krátkodobého hlediska mírně negativní pohled, když v následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu z důvodu vyšších dluhopisových výnosů a geopolitických rizik. 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. Delší období s vysokými úrokovými sazbami by však měl negativní vliv na ocenění akcií.

Evropské akcie jsou oproti americkým, hodnotově levnější, Evropa může za určitých podmínek těžit ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů, přičemž zároveň budou potřeba nové investice 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 z růstu úrokových sazeb, ze kterého získávají kapitálově silné banky. Americké akcie nyní těží z boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ni 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 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 rozvíjejících se trzích. Po současné ekonomické „slabosti“ zažije Asie oživení. Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož lépe využijí aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní strategie. Éra nulových úroků a levných peněz je pryč. 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