



## Klíčové události a ukazatele

- **ČR:** Index cen průmyslových výrobců v srpnu -0,4 % m/m a +1,1 % r/r.
- **Eurozóna:** Spotřebitelské ceny HICP v srpnu finálně +0,1 % m/m a +2,2 % r/r a v jádrové složce +0,3 % m/m a +2,8 % r/r.
- **Německo:** Index ekonomického sentimentu ZEW v září poklesl na 3,6 ze srpnových 19,2 bodu.
- **Polsko:** Průmyslová produkce v srpnu -0,8 % m/m a +0,6 % r/r (sezónně očištěno).
- **USA:** Americká centrální banka (Fed) snížila hlavní úrokovou sazbu o 50 bodů do rozmezí 4,75 – 5,00 %. Maloobchodní tržby v srpnu +0,1 % m/m a +2,1 % r/r.

## Očekávané události a ukazatele

- **ČR:** Zasedání bankovní rady České národní banky. Konjunkturální průzkumy (září).
- **Eurozóna:** Indexy PMI ve službách a ve výrobě (září) – předběžné odhady.
- **Německo:** Index podnikatelského klimatu Ifo (září).
- **Polsko:** Maloobchodní tržby (srpen).
- **USA:** Spotřebitelská důvěra CB (září). Hrubý domácí produkt (2. čtvrtletí) – finálně. Jádrová PCE inflace (srpen).

## Měnové kurzy

### Vývoj v tomto týdnu

Měna BID	Open	Max	Min	Close	Změna	v %
EUR/CZK	25,13	25,17	25,04	25,08	0,05	-0,18%
USD/CZK	22,69	22,71	22,38	22,47	0,22	-1,00%
PLN/CZK	5,871	5,893	5,846	5,863	0,01	-0,14%
GBP/CZK	29,72	29,94	29,66	29,84	-0,12	0,40%
EUR/PLN	4,293	4,296	4,264	4,277	0,02	-0,36%
EUR/USD	1,1081	1,1189	1,1067	1,1164	-0,01	0,74%
EUR/HUF	395,77	396,01	392,29	394,20	1,57	-0,40%

### Predikce vývoje

Měna BID	Aktuální	1M	3M	6M	12M
EUR/CZK	25,08	25,20	25,00	24,80	24,50
USD/CZK	22,47	22,30	21,93	21,57	21,30
PLN/CZK	5,86	5,86	5,75	5,64	5,44
EUR/USD	1,116	1,13	1,14	1,15	1,15

## Úrokové sazby

### Fixing úrokových sazeb

Typ sazby	1W	1M	3M	6M	12 M
PRIBOR	4,52	4,47	4,31	4,05	3,73
LIBOR USD	-	5,07534	5,07514	4,87206	-
EURIBOR	3,420	3,398	3,458	3,239	2,921

### Další jednání CB a očekávání

Banka	Datum	Aktuální	3M	6M	12M
ČNB	25.9.	4,50	4,25	3,75	3,25
ECB	17.10.	3,50	3,00	2,75	2,25
FED	7.11.	5,00	4,50	4,00	3,50

# Vývoj EUR/CZK

- Koruna vůči euru v první polovině týdne sice mírně posílila, ale výraznější zisky si nepřipsala a ve druhé půlce týdne se obchodování postupně stabilizovalo kolem hladiny 25,10 CZK/EUR. Koruna zatím nedokázala výrazněji těžit ze skutečnosti, že americký Fed v tomto týdnu snížil úrokové sazby o 50 bodů. V příštím týdnu zasedá bankovní rada České národní banky (ČNB), která velmi pravděpodobně sníží úrokové sazby o 25 bodů. Nepředpokládám, že by mělo zasedání ČNB výraznější okamžitý dopad na korunu kromě krátkodobě vyšší volatility v průběhu středečního odpoledne.
- Jednou z mála tuzemských makrostatistik v tomto týdnu byly srpnové ceny výrobců. **Ceny průmyslových výrobců v srpnu - 0,4 % m/m a +1,1 % r/r.** Meziměsíčně nižší byly ceny v odvětví koks a rafinovaných ropných produktů, ceny chemických látek a přípravků, základních farmaceutických výrobků či ceny elektřiny, plynu, páry a klimatizovaného vzduchu. Vzrostly naopak ceny potravinářských výrobků. Ceny zemědělských výrobců v srpnu -1,4 % a -0,5 % r/r. Měřeno vůči bazickému roku 2020 ceny zemědělských výrobců v posledním roce de facto stagnují. To se v posledním zhruba roce promítá i do meziročního poklesu cen potravin, které tlačí celkovou spotřebitelskou inflaci dolů. A zatím nejsou žádné zřetelné náznaky toho, že by se měly ceny zemědělských výrobců začít rychle zvyšovat. V meziročním srovnání v srpnu ceny v rostlinné výrobě klesly o 3,6 % a ceny v živočišné výrobě byly vyšší o 3,2 %. Ceny stavebních prací v srpnu +0,1 % m/m a +1,7 % r/r. Ceny tržních služeb pro podniky +0,5 % m/m a +3,4 % r/r.
- **Hlavní makroekonomickou událostí příštího týdne bude zasedání bankovní rady ČNB, které se uskuteční ve středu (25/9). ČNB téměř jistě sníží úrokové sazby o 25 bazických bodů (tj. snížení hlavní sazby na 4,25 % ze současných 4,50 %).** Tento krok je finančním trhem očekáván, a proto by nemělo dojít k výraznější tržní reakci. Na zářijovém zasedání ČNB nebude zveřejněna nová makroekonomická prognóza a důležitá tak bude komunikace ČNB – tisková konference s guvernérem A. Michlem, prezentace k měnověpolitickému rozhodnutí ČNB a následně se zpožděním i záznam ze zasedání. Nepředpokládám, že se od guvernéra Michla dozvíme detailnější náčrt vývoje sazeb pro 4. čtvrtletí. Ve hře je snížení sazeb o 25 či o 50 bodů v souhrnu za celé 4. čtvrtletí, tj. v závěru letošního roku hlavní sazba buď na 4 % nebo 3,75 %. To znamená pod aktuální prognózou ČNB, která pro 4. čtvrtletí ukazuje 2týdenní repo sazbu na 4,50 %. Proinflační rizika, která ČNB zmiňuje, sice zůstávají ve hře (např. vyšší setrvačnost inflace ve službách), ale i vzhledem k mírně nižší dynamice růstu mezd ve 2. čtvrtletí celkové proinflační tlaky pozvolna odeznívají. Navíc ve 3. čtvrtletí to vypadá na výrazně slabší hospodářský růst ve vnějším prostředí v čele s Německem (růst HDP eurozóny podle mě jen +0,1 % k/k) a slabší bude pravděpodobně i výkon tuzemské ekonomiky kvůli vnějšímu prostředí a povodním.
- Z centrálních bankéřů se k měnové politice v tomto týdnu vyjádřil např. T. Holub, podle kterého by bylo nyní předčasné ukončit cyklus snižování úrokových sazeb, a to i s ohledem na slabý růst domácí ekonomiky. Holub nevidí žádné riziko rychlého obnovení popotávkových inflačních tlaků a bude se rozhodovat mezi snížením sazeb o 25 či 50 bodů. Holub patří společně s viceguvernérem J. Fraitem k těm centrálním bankéřům, kteří argumentují pro o něco rychlejší snižování sazeb než většina bankovní rady. Snížení sazeb avizoval i J. Kubíček, podle kterého prostor pro pokles sazeb pořád existuje. **Celkově by podle mě byl jakýkoliv jiný výsledek, než snížení sazeb o 25 bodů, velkým překvapením.**

## EUR/CZK

### Vývoj za uplynulý měsíc



### Vývoj za poslední týden



## Vývoj USD/CZK

- Koruna vůči americkému dolaru v souhrnu za celý týden posílila a v pátek dopoledne se obchodovalo pod hladinou 22,50 CZK/USD. Koruna však nedokázala výrazněji těžit ze skutečnosti, že americký Fed snížil úrokové sazby o 50 bodů a v nové prognóze avizoval rychlejší snižování sazeb v horizontu nadcházejících čtvrtletích. Na základě zářijového zasedání Fedu se podle mě zvyšuje pravděpodobnost, že na dolaru dochází k obratu a dolar bude dále oslabovat. Zároveň jsem přistoupil

k výraznější úpravě FX prognózy na USDCZK – horizont 1 měsíce (1M) – 22,3 CZK/USD, 3M – 21,9 CZK/USD, 6M – 21,6 CZK/USD a 12M – 21,3 CZK/USD (viz tabulka).

- Klíčovou makroekonomickou událostí tohoto týdne bylo jednoznačně zasedání amerického Fedu. Fed zahájil cyklus uvolňování měnové politiky snížením hlavní úrokové sazby (FFR) rovnou o 50 bodů do rozmezí 4,75 – 5,00 %. Finanční trh sice na konci minulého týdne velmi rychle zacenil 50 bodové snížení do tržních sazeb v návaznosti na článek ve Wall Street Journal, ale i přes to jsem předpokládal, že Fed nakonec sníží sazby jen o 25 bodů, protože čísla z americké ekonomiky, včetně těch z pracovního trhu, zůstávají velmi solidní.
- V tiskové zprávě Fed obecně snížení sazeb obhajoval tím, že získal větší důvěru, že se inflace vrací ke 2 % a že se inflace a pracovní trh dostávají do rovnováhy. Na tiskové konferenci šéf Fedu J. Powell snížení sazeb o 50 bodů vysvětloval tak, že od zasedání Fedu na konci července byly zveřejněny dva důležité měsíční reporty z pracovního trhu, které ukázaly jeho ochlazování. Pracovní trh je podle Powella stále v solidním stavu a Fed chce, aby to tak zůstalo, proto se rozhodl jednat preventivně 50 bodovým snížením. Další vývoj sazeb bude podle Powella nepřekvapivě odvislý od příchozích statistik (data-dependent and meeting-by-meeting přístup). Pokud vyjdu z nové prognózy Fedu, tak ta pro zbytek letošního roku naznačuje další snížení sazeb o 50 bodů do rozmezí 4,25 – 4,50 %. V příštím roce (2025) poté snížení sazeb v souhrnu o 100 bodů do rozmezí 3,25 – 3,50 %. V obou případech se jedná o docela výrazný posun oproti červnové prognóze (2024 – rozmezí 5 – 5,25 % a 2025 – rozmezí 4 – 4,25 %). Finanční trh to však vidí v tržních úrokových sazbách trochu jinak – rozmezí 3 – 3,25 % již v červenci 2025. Právě tím si lze vysvětlit, proč dolar v reakci na výsledek zasedání Fedu výrazněji neoslabil. Nová prognóza Fedu se vlastně jen o něco více sladila s očekáváními finančního trhu.
- Celkově nová makroekonomická prognóza Fedu doznala výraznější změny oproti červnové prognóze. HDP letos mírně nižší růst (2 % místo 2,1 %) a pro rok 2025 (2 % a 2 %, tj. beze změny). Míra nezaměstnanosti letos výše na 4,4 % oproti 4,0 % a v roce 2025 4,4 % místo 4,2 %. A PCE inflace letos níže na 2,3 % místo 2,6 % a v roce 2025 2,1 % místo 2,3 %. Suma sumárum snížení sazeb o 50 bodů a rychlejší snižování sazeb letos a v příštím roce (podle nové prognózy) podle mě vytváří prostor k dalšímu oslabování dolaru, obzvláště pokud by se čísla z pracovního trhu dále zhoršovala.
- Z amerických makroekonomických statistik v tomto týdnu. Maloobchodní tržby v srpnu +0,1 % m/m a +2,1 % r/r a v kontrolní skupině +0,3 % m/m (navíc revize července na +0,4 % m/m). Na základě červencového a srpnového maloobchodu lze říci, že spotřeba amerických domácností zůstává solidní a je dobrým základem pro pokračující růst HDP ve 3. čtvrtletí. Průmyslová produkce v srpnu +0,8 % m/m a 0 % r/r. Nové týdenní žádosti o podporu v nezaměstnanosti do 14/9 činily jen 219 tis., což je nejnižší hodnota od letošního května.

## USD/CZK

### Vývoj za uplynulý měsíc



### Vývoj za poslední týden



## Vývoj PLN/CZK

- Koruna vůči polskému zlotému v tomto týdnu mírně posílila. Obchodování se odehrávalo v relativně těsném rozmezí 5,86 – 5,89 CZK/PLN. Z dlouhodobějšího nadhledu (měsíce) nadále předpokládám posilování koruny směrem k úrovni 5,50 CZK/PLN.
- Krátce k polským statistikám zveřejněným v tomto týdnu. Růst mezd v polském soukromém sektoru v srpnu zrychlil na 11,1 % r/r (tržní odhad 10,8 % r/r, v červenci 10,6 % r/r). I přes toto zvýšení je patrné, že tempo růstu od začátku letošního roku stále zpomaluje. Zaměstnanost pak v srpnu klesla o 0,5 % r/r (v červenci -0,4 % r/r). I přes pokles pracovních míst (v srpnu cca o 20 tis.) však i nadále polský trh práce zůstává v dobré kondici, zejména díky relativně silné domácí poptávce v sektoru služeb. Polskému průmyslu se v srpnu kvůli slabé zahraniční poptávce nedařilo, produkce klesla o 1,5 % r/r (tržní odhad -0,2 % r/r). Polská spotřebitelská inflace v jádrové složce v srpnu dále zvolnila na 3,7 % r/r.

# PLN/CZK

## Vývoj za uplynulý měsíc



## Vývoj za poslední týden



# Vývoj EUR/USD

- Vývoj na hlavním měnovém páru byl v tomto týdnu ovlivněn vyčkáváním na výsledek zasedání amerického Fedu. Proto se v první polovině týdne obchodovalo v úzkém rozmezí 1,111 - 1,114 USD/EUR a o něco výraznější pohyby přišly na eurodolar až ve středu večer po zasedání Fedu. [Výsledek zasedání amerického Fedu však zatím eurodolaru jasnější směr nedal a v pátek dopoledne se obchodovalo v blízkosti hladiny 1,116 USD/EUR.](#)
- Fed (více k zasedání Fedu v oddílu USDCZK) nastartoval cyklus uvolňování měnové politiky snížením sazeb o 50 bodů, tj. poklesem hlavní sazby (FFR) do rozmezí 4,75 - 5,00 %. Pokud vyjdu z předpokladu, že Fed ve 4. čtvrtletí sníží sazby souhrnně o 50 bodů, tak na konci letošního roku bude hlavní sazba v rozmezí 4,25 - 4,50 %. Z pohledu dalšího vývoje na EURUSD je nyní klíčové, jak rychle budou centrální banky (Fed versus ECB - relativní měnová politika) snižovat úrokové sazby v horizontu nadcházejících čtvrtletí. Když vyjdu z prognóz centrálních bank, tak Fed do konce roku 2025 sníží celkově sazby o 150 bodů, zatímco Evropská centrální banka (ECB) jen o 125 bodů (25 bodů na čtvrtletí). Finanční trh přitom očekává, že Fed bude úrokové sazby snižovat rychleji než avizuje jeho prognóza. To by ceteris paribus znamenalo, že se ještě o něco sníží úrokový diferenciál mezi dolarovými a eurovými sazbami, což by mělo vést k oslabování dolaru.
- Pokud by navíc chodila slabší čísla z amerického pracovního trhu, tak by Fed mohl snižování sazeb zrychlit, což by ještě silněji tlačilo na oslabování dolaru. Rizikem je samozřejmě i vývoj v eurozóně. Nikde totiž není psáno, že evropská ekonomika výrazněji nezpomalí, inflační tlaky budou odeznívat rychleji a ECB zareaguje rychlejším snižováním sazeb, než se nyní očekává. [Suma sumárum na základě zářijového zasedání Fedu se podle mě zvyšuje pravděpodobnost, že na eurodolaru dochází k obratu a dolar bude dále oslabovat směrem k hladině 1,15 USD/EUR a výše. Zároveň jsem přistoupil k výraznější úpravě FX prognózy na EURUSD - horizont 1 měsíce \(1M\) - 1,13 USD/EUR, 3M - 1,14 USD/EUR, 6M - 1,15 USD/EUR a 12M - 1,15 USD/EUR \(viz tabulka\).](#)
- Krátce ke statistikám v eurozóně. V eurozóně růst mezd ve 2. čtvrtletí zpomalil na 4,5 % r/r z 5,2 % r/r v 1. čtvrtletí letošního roku. Právě mzdy jsou pro Evropskou centrální banku (ECB) jednou z důležitých proměnných při rozhodování o nastavení měnové politiky. V zahraničním obchodu se zbožím v eurozóně v červenci export +10,2 % r/r, import +4,0 % r/r a obchodní bilance přebytková ve výši 21,2 mld. eur. Index ekonomického sentimentu ZEW v Německu v září výrazně poklesl v obou složkách - v hodnocení současných podmínek (-84,5 bodu) i v indexu důvěry (3,6 bodu). Spotřebitelské ceny HICP v srpnu finálně +0,1 % m/m a +2,2 % r/r a v jádrové složce +0,3 % m/m a +2,8 % r/r. Vyšší dynamika i nadále přetrvává ve službách (necelá polovina spotřebního koše) +0,4 % m/m a +4,1 % r/r. Podle prognózy ECB by měla HICP inflace v závěru letošního roku dočasně zrychlit a v průběhu příštího roku pozvolna klesat až na 2 % ve 4. čtvrtletí 2025. Jádrová inflace se však na 2 % podle ECB dostane až v roce 2026.

# EUR/USD

## Vývoj za uplynulý měsíc



## Vývoj za poslední týden



Informace obsažené v tomto dokumentu jsou poskytovány společností AKCENTA CZ a.s. a slouží výhradně pro informační účely. Nejedná se o žádnou pobídku k nákupu či prodeji měn, finančních nebo kapitálových nástrojů. AKCENTA CZ a.s. poskytuje tyto informace v dobré víře ze zdrojů, které považuje za důvěryhodné. Zároveň nečiní žádné prohlášení ohledně přesnosti nebo úplnosti těchto informací a nepřebírá za obsah těchto informací žádnou právní zodpovědnost ani za případnou ztrátu nebo škodu, kterou by klient mohl utrpět. Bez předchozího souhlasu AKCENTA CZ a.s. nelze tento dokument ani jeho části kopírovat nebo dále šířit. (c) AKCENTA CZ a.s.