

# VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	3,10 %	USA	0,64 %	USD/EUR	-0,14 %	Ropa Brent	4,62 %
Evropa – DJ Stoxx 600	3,65 %	Evropa	1,04 %	CZK/USD	-0,24 %	Zemní plyn	-5,22 %
Japonsko – Nikkei225	3,07 %	ČR	-0,35 %	CZK/EUR	-0,48 %	Sil. elektřina	9,35 %
MSCI Emer. Mark.	2,18 %	Polsko	-0,05 %	PLN/EUR	-0,56 %	Zlato	7,92 %
ČR – PX	3,98 %	Maďarsko	-1,78 %	HUF/EUR	0,33 %	Stříbro	9,93 %
Polsko – WIG30	0,08 %	Turecko*	0,11 %	TRY/EUR	3,79 %	Měď	4,28 %
Maďarsko – BUX	-0,84 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**ECB naznačuje, že první snížení sazeb by mohlo přijít v červnu, setrvalost inflace ve službách však vyzývá k opatrnosti. Růstová data jsou nadále slabá.**

**Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny** dosáhlo dle finálního odhadu ve **4. čtvrtletí 2023 0 %**, což znamenalo, že meziročně ekonomika vzrostla jen nejmenším možným kladným tempem (+0,1 %). O moc lepší to ale nebylo ani ve zbytku minulého roku: v prvním i ve druhém čtvrtletí ekonomika rostla o 0,1 % q/q, ve třetím ve stejném rozsahu poklesla. Celý minulý rok tak ekonomika jen stagnovala.

Ve čtvrtém čtvrtletí (stejně jako ve čtvrtletích předcházejících) se na mezičtvrtletním růstu nejpozitivněji podílela hrubá tvorba fixního kapitálu (+0,2 p. b.), nejvíce negativně pak čistý export (-0,3 p. b.). V meziročním srovnání to u pozitivních faktorů bylo stejné (hrubá tvorba fixního kapitálu +0,3 p. b.), nejvíce negativně k růstu přispěly zásoby (-0,6 p. b.). První data za růst ekonomiky EMU v prvním čtvrtletí budou zveřejněna koncem dubna.

Tvrdá data zveřejněná během března byla slabá.

**Maloobchodní tržby začaly** letošní rok velice **opatrně**, v lednu totiž přidaly jen 0,1 % m/m, což znamenalo, že po poklesu v minulém roce (po revizi nakonec) o 0,7 % se zatím o žádném výrazném oživení vlivem nižší inflace mluvit nedá.

**Oporou maloobchodu ale zkraje roku byl (a nejspíš alespoň v prvním pololetí i bude) stále silný trh práce. Míra nezaměstnanosti**, jež v minulém roce dosáhla průměru 6,5 %, setrvala **v prvních dvou měsících 2024 poblíž historických minim a v únoru byla 6,5 %**. Nejnižší z velkých zemí je stále v Německu (3,2 %), nejvyšší ve Španělsku (kde ovšem klesla v únoru 2024 na 11,5 %, což je o 1,4 p. b. nižší hodnota než ve stejném měsíci roku 2023).

**K nelibosti ECB, vzhledem ke stavu trhu práce ovšem vcelku pochopitelně, rostou dále poměrně rychle mzdy.** Index **sjednaných mezd**, který sleduje ECB, **přidal ve 4. čtvrtletí meziročně 4,5 %**, což je jen mírně (o 0,2 p. b.) pod historicky nejvyšším tempem jeho meziročního růstu dosaženým ve třetím čtvrtletí. Nominální náklady práce sice na meziročním srovnání zvolnily na 4,2 % (ve službách pak na 4,5 %), ale je to primárně důsledek velmi vysoké kvartální dynamiky v posledním čtvrtletí 2022 (+2,7 % q/q): mezičtvrtletní tempo růstu ve 4. čtvrtletí dosáhlo 1 %, což je v souladu s prvním (1,2 %), druhým (1 %) nebo třetím čtvrtletím (1,3 %).

**Průmyslová produkce** začala letošní rok výrazným poklesem, a to o 3,2 % m/m, což je sice velmi vysoké tempo poklesu, ale stojí za ním jen pokles produkce v Irsku o 29 % m/m. Irská data jsou však notoricky volatilní vinou zakázkové výroby a outsourcingu (naposledy kupříkladu v březnu 2023 poklesla produkce o 30 %, teď v prosinci zase vzrostla o 19 % m/m). Při pohledu na čísla z Německa či Španělska to zdaleka tak hrozné není (+0,6 % a +0,9 % m/m), meziročně je německá produkce dokonce v plusu (+1 %), podobně jako produkce ve Španělsku (+1,5 %). Francie i Itálie sice zaostávají (-1,6 %, resp. -1,2 % r/r), ale ani to nejsou žádná tragická čísla. Letos asi průmyslu lehce pomůže oživení poptávky domácností s návratem mezd k reálnému růstu, ale dražší energie či obtížný přechod na elektrická vozidla v automobilovém sektoru ale budou i nadále brzdit.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu také zatím nenaznačuje, že by se průmysl měl vrátit k růstu: **v 1. čtvrtletí 2024 byl jeho průměr 46,4 bodu**. To je sice lepší než ve druhém, třetím i čtvrtém čtvrtletí minulého roku, ale stále je to pod hranici oddělující expanzi od kontrakce. U **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny, také **nevidíme moc zlepšení**: index očekávání se sice svou hodnotou **v březnu (87,5 bodu)** dostal nejvýše od května minulého roku, ale hodnocení stávající situace zůstává stále **nejnižší od léta 2020**.

**V sektoru služeb je dle indexu PMI situace** ve srovnání s průmyslem **znatelně lepší**. **V únoru totiž index poskočil** nad 50 bodů a **v březnu se výsledkem 51,1 bodu** dokonce dostal nejvýše za 9 měsíců, a to v důsledku prvního růstu nových objednávek od minulého června a stabilizované aktivity. Pro ECB je určitě nepřijemným zjištěním, že jsou stále silné inflační tlaky ve službách: poté, co bylo tempo **únorového růstu** cen ve službách (s výjimkou nedávné inflační epizody) nejrychlejší od září 2000, sice inflace ve službách mírně v březnu zpomalila, ale i tak je **z historického hlediska výrazně zvýšená**.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

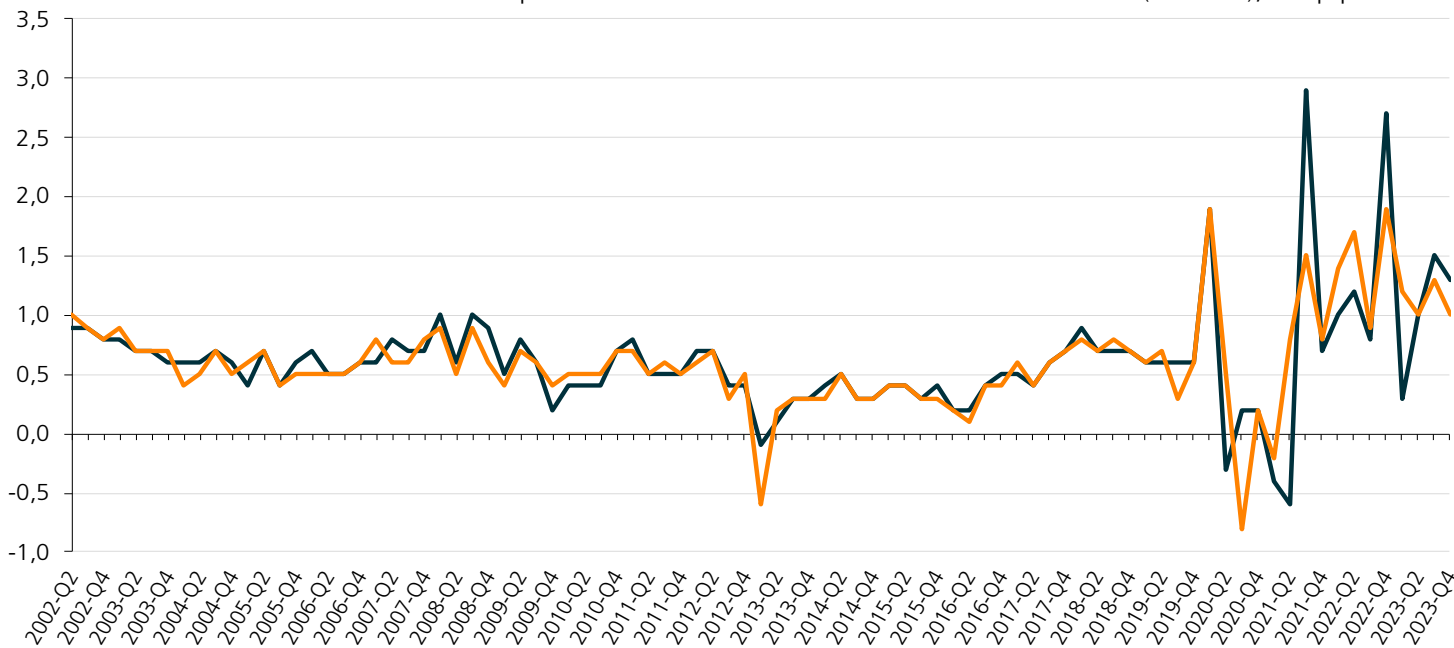
**Reálný růst mezd a nejnižší nezaměstnanost se podepisují na důvěře domácností.** Ta sice zdaleka ještě není na úrovni z doby před invazí (v únoru 2022  $-9,4$  bodu), ale svou stávající hodnotou ( $-14,9$  bodu v březnu 2024) je již vysoko nade dnem ze září 2022 ( $-28,6$  bodu). Další zlepšení by mělo přijít s **právě počínajícím kladným tempem růstu reálných mezd**, byť jeho tempo se asi letos už nijak dramaticky nezlepší.

**Inflace totiž již nezpomaluje.** Jádrová inflace v posledních třech měsících do února 2024 přidala  $0,9$  %, což je v anualizovaném vyjádření znatelně nad cílem ECB a také je to nejrychlejší kvartální tempo od června až srpna minulého roku. Potvrdí-li se, co naznačují průzkumy PMI (že inflace ve službách zůstává vysoká), meziroční tempo jádrové inflace nejspíš urychlí. **Meziroční celková inflace dosáhla v únoru  $2,6$  %, jádrová  $3,1$  %.** Dle [předběžných březnových dat](#) přidala v březnu celková inflace meziměsíčně  $0,8$  % ( $2,4$  % r/r), jádrová pak  $1,1$  % (a tedy meziročně  $2,9$  %). Růst cen služeb však dosáhl  $0,8$  % m/m ( $4$  % r/r).

**ECB v březnu ponechala sazby bez změny.** Na tiskovce však naznačila, že bude-li se situace vyvíjet dobře, první snížení sazeb by mohlo přijít v červnu. Uvidíme, zda vývoj cenové hladiny, zejména ve službách, takový krok již v červnu skutečně umožní.

### Nominální náklady práce stále rostou anualizovaným tempem cca $4$ %.

Index nominálních nákladů práce v **celé ekonomice** a ve **službách** v eurozóně (EMU-20), % q/q



Zdroj: ECB Eurostat (dostupné [ZDE](#))

## USA

**Ekonomika je stále v dobrém stavu, inflace ve službách nezvolňuje. Americká centrální banka nadále letos čeká trojí snížení sazeb.**

**Růst americké ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí 2023 byl i dle finálních dat velmi dobrý:** anualizované mezičtvrtletní tempo růstu sice bylo pomalejší než tempo  $+4,9$  % ve třetím čtvrtletí, ale **růst o  $3,4$  %** (vs.  $3,2$  % ve druhém odhadu) byl (právě s výjimkou zmiňovaného třetího čtvrtletí) nejrychlejší od konce roku 2021. Na růstu se podílely všechny komponenty agregátní poptávky: poptávka domácností (po  $+2,1$  p. b. ve třetím) přidala k růstu ve čtvrtém čtvrtletí dokonce  $2,2$  p. b., hrubé investice  $0,2$  p. b., vláda  $0,8$  p. b. (3Q23:  $+1$  p. b.).

Měsíční data zveřejněná během března 2024 ale pokračování tohoto tempa v 1. čtvrtletí 2024 neindikují.

**Reálné maloobchodní tržby** nezačaly rok 2024 nejlépe, když **zaznamenaly výrazný pokles o  $1,4$  % m/m v lednu** a jen minimální, skoro **nezpozorovatelný růst** (o  $0,1$  %) **v únoru**. Lednový pokles byl kromě sektoru pohostinství téměř uniformní, nejvíce klesly prodeje stavebních materiálů a zahradního vybavení. Je možné, že se na slabých tržbách projevilo i chladné počasí v části USA, ale jak ukazuje i samotný únor, jediným důvodem to, zcela určitě nebylo.

**Trh práce je stále relativně silný, náznaky slábnutí ale lze vypožorovat.** Míra nezaměstnanosti se sice **v únoru** vrátila na  **$3,9$  %** (kde byla naposledy v říjnu minulého roku a předtím v lednu 2022), z historického hlediska je to však velmi nízká hodnota (byť o  $0,3$  p. b. vyšší než v únoru 2023). Historicky nízké jsou i další 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) byla a v únoru zhruba stejná ( **$7,3$  %**) jako v říjnu ( $7,2$  %), a **o  $0,5$  p. b. vyšší než před rokem**. Zkraje roku také urychlila tvorba pracovních míst: **400 tis. nových pracovních míst v soukromém sektoru za první dva měsíce letošního roku je v měsíčním průměru víc měsíční průměr v roce 2023 (192 tis.)**.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

Dle průzkumu JOLTS **míra volných pracovních míst**, jež poklesla na podzim minulého roku na 5,3 %, setrvává na těchto úrovních i počátkem roku 2024. To je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022) nebo hodnota před rokem (6,4 %), ale také stále o skoro 2 p. b. výše než dvacetiletý předpandemický průměr. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je stále nízký: v prvním čtvrtletí činil 210 tis., což je z historického hlediska hodnota velmi vzdálená typickým recesním úrovním (> 450 tis.).

**Růst mezd zpomaluje, ale je stále relativně rychlý.** Dle dat [Atlantského FEDu](#) (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) růst mezd **v únoru 2024** dosáhl **5 % r/r** (vs. 6,1 % v únoru 2023), dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) se ve třech měsících do února dostalo čtvrtletní tempo růstu na 1 %, anualizovaně tedy stále lehce nad 4 %.

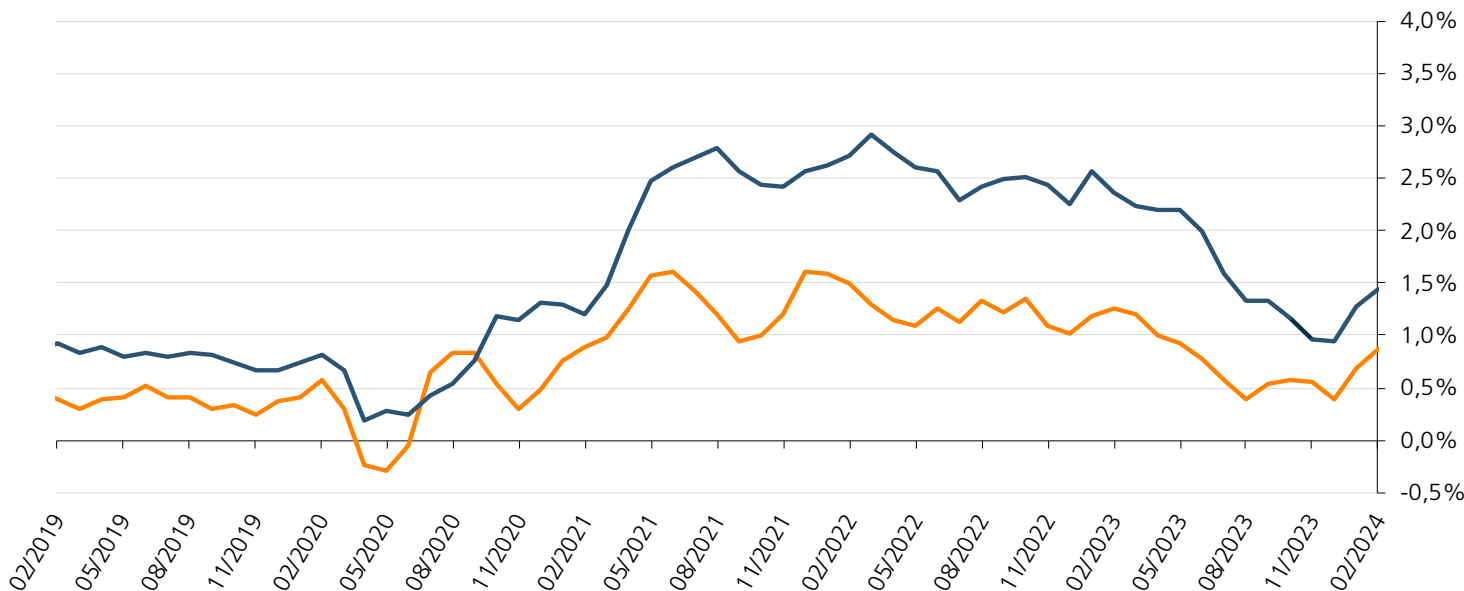
**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** letos v lednu poklesly o skoro 7 % m/m, **v únoru pak o 1,3 % vzrostly**. I jenom tyto dva měsíce dobře ilustrují, o jak velmi volatilní kategorii se jedná, takže lepším (jelikož méně volatilním) ukazatelem investičního apetitu firem jsou objednávky bez letadel a zbrojní techniky: po čtvrtém čtvrtletí, v němž mezičtvrtletně klesly o 0,3 % q/q, v prvních dvou měsících letošního roku zatím přidaly 0,4 %, a meziročně jsou tak o 0,6 % vyšší. **Reálná průmyslová produkce**, která ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku nakonec po revizích klesla o 0,6 %, **klesá i v prvních dvou měsících letošního roku**: za leden a únor klesla o 0,4 % a meziročně byla ke konci února jen o málo (o 0,2 %) nižší než před rokem a nepatrně (o 0,6 %) vyšší než v únoru před dvěma roky.

**Jádrová PCE cenová hladina** vzrostla **v posledních třech měsících** do února 2024 o **0,9 %**. To bylo nejrychlejší čtvrtletní tempo růstu od prvního čtvrtletí 2023 (+1 %). Ještě horší zprávou pro americkou centrální banku však je, že po deceleraci v předcházejících měsících **pozorujeme opětovnou reakceleraci tempa růst cen tržních služeb**: ve třech měsících do února 2024 činilo tempo jejich růstu 1,1 % (vs. kupříkladu 0,7 % ve třech měsících do srpna minulého roku).

Americká centrální banka **v březnu ponechala sazby bez změny**. V nově představené prognóze očekává centrální banka výrazně vyšší hospodářský růst (2,1 % letos, 2 % v roce 2025 vs. 1,4 % a 1,8 % v prognóze z prosince), ale jen o málo vyšší jádrovou PCE inflaci pro letošek (2,6 % vs. 2,4 % v prognóze z prosince). I přes rychlejší růst tak FOMC nadále čeká, že FED letos sníží sazby celkem třikrát, a to proto, že (slovy Powella) „*inlace je nadále na sice občas hrboilaté, ale přece jenom cestě ke 2 %*“.

## Tempo růstu jádrové cenové hladiny urychlilo.

Americká jádrová PCE inflace za poslední **čtvrtletí** a za poslední **pololetí**



Zdroj: St. Louis FED (dostupné [ZDE](#))

## CEE3

## ČR

**Poptávka domácností ožívá, průmyslu se stále nedaří. Centrální banka se obává slabší koruny i růstu cen služeb, a sazby tak chce snižovat velmi opatrně.**

Dle finálního odhadu růstu za 4Q23 vzrostla ekonomika v posledním čtvrtletí minulého roku o 0,4 % q/q (a tedy +0,2 % r/r). **Za celý minulý rok však poklesla oproti roku 2022 o 0,2 % a byla tak reálně dokonce o 0,1 % menší než v roce 2019**. To je účet nejenom za pandemii, ale hlavně za inflaci. Ve struktuře růstu v minulém roce byla největším negativním přispěvatelem celkem nepřekvapivě poptávka domácností (-3,1 % r/r, což znamenalo, že byla o 1,9 % nižší než v roce 2017) a celkové hrubé investice (-7 %, ale jen díky zásobám). Pozitivním faktorem růstu byl čistý export (export +3,1 %, import -0,4 %) a samozřejmě poptávka vlády (+3 %). Jedinou novou informací v březnu bylo, že **míra úspor domácností neklesá**: v posledním čtvrtletí dosáhla 19,4 %, za celý minulý rok tak v průměru 18,5 % (tj. o 6,4 p. b. více, než byl předpandemický průměr let 2005–2019).

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### CEE3

#### ČR

Měsíční data zveřejněná během března byla smíšená.

**Průmyslová produkce** ve čtvrtém čtvrtletí díky výbornému říjnu (+2,9 % m/m) i prosinci (+2,8 % m/m) přidala přes 4 %, což bylo nejlepší kvartální tempo od počátku roku 2021. **Letošní rok začala produkce** meziměsíčním **poklesem o 2,3 %**; tříměsíční (-1,1 %) ani půlroční (+0,6 %) dynamika tak nadále nejsou nijak dobré. Meziroční tempo v lednu 2024 dosáhlo stagnace (za celý rok 2023 tak byla produkce nižší o 0,4 %). Jediným sektorem, který se významně podílí na meziročním růstu (s příspěvkem ve výši 1,2 p. b.), je automobilový sektor.

Počátek roku tak odpovídá tomu, co ukazuje index **PMI: v lednu** jsme totiž nezaznamenali žádné výraznější zlepšení, když index dosáhl **43 bodů**. **Další dva měsíce už byly ale lepší: v únoru 44,3 bodu a v březnu 46,2 bodu** (což je nejlepší od srpna 2022). Ano, zlepšení (na němž se podílí zejména pomalejší pokles nových objednávek) to oproti 4. čtvrtletí jistě je, ale i tak je průmysl dle PMI stále v pásmu kontrakce.

**Index důvěry firem měřený ČSÚ** je **bez trendu**: od června minulého roku se důvěra firem pohybuje v úzkém pásmu mezi 0 a 7 body. **V březnu tento index důvěry firem dosáhl 4,1 bodu**. **Spotřebitelská důvěra** se naopak po prosincovém propadu na -23,5 bodu a dle očekávání (ve světle zpomalující inflace, neexistující nezaměstnanosti a solidního růstu mezd byl prosincový pesimismus zvláštní) během prvních tří měsíců letošního roku výrazně **zlepšila**, a to až **na -10,5 bodu v březnu**. To je nejlepší hodnota tohoto ukazatele od října 2021 (-7,8 bodu).

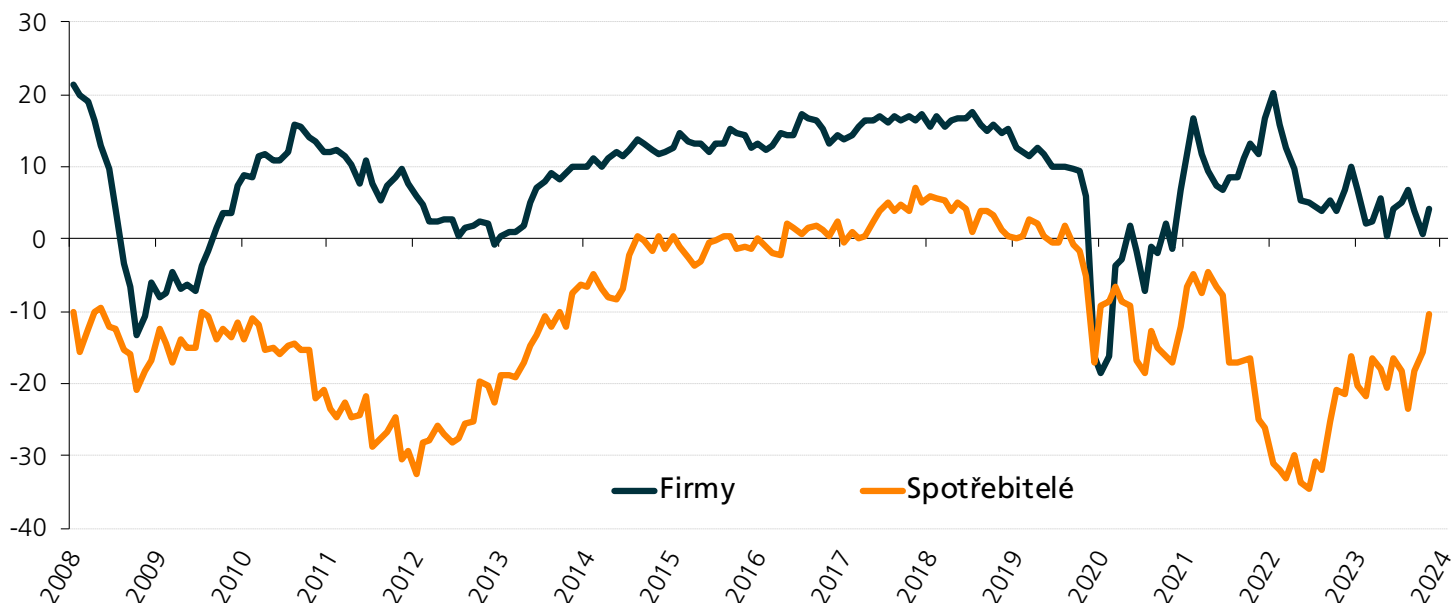
**Maloobchodní tržby** poté, co si ve 4. čtvrtletí vedly dobře (+1,3 %, nejrychlejší kvartální tempo od třech měsíců mezi prosincem 2022 a únorem 2023), začaly dobře i letošní rok. **V lednu totiž počtvrté v řadě vzrostly, a to o 0,6 % m/m**, což v meziročním vyjádření znamenalo, že přidaly 2,1 %. Dobře si přitom vedly všechny kategorie: auta přidala 3,4 % r/r, prodeje mimo aut a potravin 2 % r/r. Zdá se, že po létech neúživé poptávky se s odezíváním inflace vrací spotřebitelům apetit. Pomoci by mu letos měly také klesající sazby, které by měly snížit stále velmi vysokou (skoro dvacetiprocentní) míru úspor domácností.

**Česká spotřebitelská inflace vzrostla v lednu o 1,5 % m/m a v únoru o 0,2 % m/m, u jádrové složky pak o 0,2 % resp. 0,5 % m/m**. Kvartální tempo jádrové složky inflace (0,8 %) tak je v souladu s tempem let 2014–2019, kdy ČR plnila inflační cíl. Jedinou kaňkou na jinak překvapivě rychlém procesu desinflace je vývoj cen služeb, jejichž dynamika je vysoká: služby v únoru vzrostly meziročně o 5,2 % (ceny zboží přitom jen o 0,2 %).

Tento vývoj umožnil další snížení sazeb: **ČNB v březnu snížila sazby o 50 b. b. na 5,75 %** (Tomáš Holub i Jan Frait chtěli snížit sazby o 75 b. b.). Rizika, která centrální banka vidí, jdou nadále spíše proinflačním směrem: tímto směrem dle BR ČNB působí mzdový vývoj (byť oproti obavám z minulého roku i ve srovnání s Maďarskem i Polskem je docela umírněný) a slabší koruna. Někteří členové Bankovní rady se rovněž obávají vývoje cen ve službách. Celkově se Bankovní rada kloní k opatrnému a pozvolnému snižování sazeb.

### Důvěra domácností se notně zlepšila.

Důvěra v české ekonomice dle ČSÚ



Zdroj: ČSÚ, dostupné [ZDE](#).

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

## POLSKO

**Silný reálný růst mezd, napjatý trh práce a oživení poptávky domácností nedovoluje polské centrální bance snižovat sazby, klesající inflaci navzdory.**

**Polská ekonomika vzrostla v roce 2023 jen o slabé 0,2 %.** Na tomto anemickém růstu se přitom podílela v podstatě jen hrubá tvorba fixního kapitálu (růst o 8 % r/r byla zásluhou dočerpávání peněz z EU); spotřeba domácností klesla o 1 %.

**Průmyslová produkce** poté, co ve 4. čtvrtletí zásluhou silného růstu v prosinci (+2,9 % m/m), vzrostla o 2 %, **začala rok 2024 mírným lednovým poklesem o 0,2 % m/m a podobně mírným únorovým poklesem o 0,1 % m/m.** Meziročně bylo tempo růstu v lednu (+0,1 % ) i v únoru (+1,1 %) však po delší době kladné. Na únorovém meziročním výsledku se podílela hlavně produkce kapitálového zboží (+11,5 %), poklesla pak produkce energie (−1,8 % r/r) a zboží dlouhodobé spotřeby pro domácnosti (−0,1 %).

Index **PMI** tomuto meziročnímu vývoji kvalitativně (byť ne nutně kvantitativně) odpovídal: ve čtvrtém čtvrtletí dosáhla průměrná hodnota 46,9 bodu, **počátkem roku 2024** došlo k dalšímu **mírnému zlepšení** (47,1 v lednu, 47,9 bodu v únoru, **48 v březnu**), což je sice od května 2022 bez přerušení pod 50 body, ale tendence ke zlepšování zde viditelná je. Zlepšení v 1. čtvrtletí bylo dáno zejména pomalejším poklesem nových objednávek.

**Reálné maloobchodní tržby** poté, co měly velmi silné třetí čtvrtletí (skoro +5 % q/q) a poté, co si v závěrečném čtvrtletí minulého roku vybraly oddechový čas (v listopadu meziměsíčně poklesly o 0,8 % a v prosinci dokonce o 2,9 % m/m), **zkraje roku opět rostly: v lednu přidaly 0,4 % m/m, v únoru dokonce 2,9 %.** V meziročním srovnání dosáhlo tempo růstu maloobchodu v únoru 6,1 %, za první dva měsíce roku pak jsou tržby meziročně vyšší o 4,6 %. Daří se prodejem vozidel (+20,8 % r/r) i paliv (+13,8 %).

**Je evidentní, že maloobchodu pomáhá trh práce. Míra nezaměstnanosti** je stále velmi nízká, v únoru 2024 se po sezonním očištění nacházela na **historickém minimu 5,0 %**. Nepřekvapí pak tedy určitě ani to, že dále rostou mzdy – meziroční tempo **růstu nominálních mezd** dosáhlo **v únoru 2024 12,9 %**. To vzhledem k poklesu meziroční inflace (v únoru byla 2,8 %) znamená, že r/r tempo růstu reálných mezd je nyní velmi výrazné, dokonce dvouciferné.

**Dynamika cenového vývoje však naznačuje, že inflace letos urychlí někam do pásma 4–5 %.** **Počátkem 1. čtvrtletí 2024** vzrostla celková cenová hladina o **0,4 % m/m (leden) a 0,3 % (únor)**. Po výrazně desinflačním období od května do září, kdy meziměsíční inflace nerostla (0 % v květnu i v červnu, −0,2 %, v červenci, 0 % a v srpnu −0,4 % v září), od října pozorujeme urychlování její dynamiky. **Jádrová inflace** přidala v posledních třech měsících (prosinec–únor) dokonce **1,2 %**, což je nejrychlejší kvartální tempo od června minulého roku. Podobně jako v ČR i v Polsku **cenový růst táhnou** převážně **služby**, které meziročně rostou o 7 % (a v únoru přidaly 1 % m/m); inflaci pak tlumí růst cen zboží (0,1 % m/m v únoru, 1,4 % r/r). Letos ale vyprší opatření tlumící ceny zboží z oblasti nepřímých daní, takže nebudou-li obnovena, i meziroční dynamika cen zboží urychlí.

**Centrální banka** poté, co v září překvapila trhy nečekaně velkým snížením sazeb o 0,75 p. b. a pokračovala ve snižování sazeb i v říjnu, vzhledem k reakcelaci inflace **ponechala od listopadu (letošní rok nevyjímaje) sazby bez změny na 5,75 %**. Na tiskovce po dubnovém zasedání zaznělo, že centrální banka není přesvědčená, že inflační situace je pod kontrolou, tj. že inflace zůstane setrvale na cíli. Trápí jí silný trh práce, velmi rychlý (skoro dvouciferný reálný) růst mezd a obecná nejistota, co se s cenami stane ve druhém pololetí.

## MAĎARSKO

**Zpomalení inflace umožňuje maďarské centrální bance dále snižovat sazby.**

**Tempo růstu HDP dosáhlo koncem 4. čtvrtletí dle finálních dat v mezičtvrtletním i v meziročním srovnání „jen“ stagnace, což bylo mírně slabší, než naznačovala měsíční data.** Dle struktury dat ekonomice ve čtvrtém čtvrtletí pomáhal toliko čistý export, který k r/r růstu přidal 4 p. b., nejvíce negativně pak zapůsobil pokles zásob (−3,5 p. b.). Vzhledem k faktu, že se k meziročně kladnému příspěvku (+0,8 p. b.) s poklesem inflace a s neutichajícím růstem nominálních mezd vrátila poptávka domácností, je to také dost možná dobrá zpráva pro další čtvrtletí. Ekonomika za celý minulý rok však poklesla o 0,8 %.

**Maloobchodní tržby** v prvním čtvrtletí minulého roku poklesly o 1,2 % q/q, ve druhém o 1 % q/q a ve třetím jen o 0,5 % q/q. Ve **čtvrtém čtvrtletí** tuto tendenci ke zlepšování přetavily konečně již v **růst**, když tempo jejich růstu dosáhlo 2,1 %, což bylo nejrychlejší kvartální tempo od tří měsíců březen–květen 2022. **Zkraje nového roku se však tržbám nedaří: v lednu stagnovaly, v únoru poklesly o 0,6 % m/m.**

Možná se v tržbách začíná projevovat slábnutí trhu práce. **Míra nezaměstnanosti** totiž dále pozvolna roste: zatímco ve druhém čtvrtletí byla ještě 3,9 %, v posledním čtvrtletí minulého roku už 4,5 %, a **v únoru dokonce vzrostla na 4,6 %**. **Růst mezd však i tak pokračuje velmi vysokým tempem:** za celý rok 2023 dosáhl růst mezd +14,2 % r/r, **v lednu 2024 pak 14,6 %**. Od října 2023 (což je poprvé od srpna 2022) rostou také reálné mzdy, v lednu dokonce dvouciferným tempem. To zavání, podobně jako v Polsku, znovuočinněním inflačních tlaků.

**Průmyslová produkce za celý minulý rok poklesla o 5,5 %**, což bylo v největší míře v důsledku poklesu produkce v energetice (−23 %); zpracovatelský průmysl poklesl „jen“ o 4,3 %. V lednu 2024 produkce nejdříve poklesla o 1,1 % m/m, **v únoru však tento pokles vymazala růstem o 3,5 % m/m**, který byl způsoben zejména silným růstem produkce v automobilovém sektoru. Za první dva měsíce letošního roku je však ve srovnání s prvními dvěma měsíce roku 2023 produkce nižší o 0,9 %.

## MAĎARSKO

**Celková inflace v lednu i v únoru 2024 přidala meziměsíčně vždy 0,7 %, což v meziročním vyjádření (3,7 %) znamenalo nejpomalejší tempo růstu cen od března 2021.** Jádrová inflace v lednu dosáhla 0,4 % m/m a v únoru 0,2 % m/m, v meziročním vyjádření sice zůstává poměrně vysoko (5,1 %), ale i zde je vidět výrazná normalizace: meziroční tempo jádrové inflace je nejnižší od října 2021. Vzhledem k vysokému reálnému růstu mezd je však otázkou, zda nás v nejbližších měsících nečeká opětovné urychlení cenové dynamiky.

**Maďarská centrální banka (NBH) od listopadu snižuje sazby** (v listopadu, v prosinci i v lednu vždy o 75 b. b., v únoru o 1 p. b.) a **březen nebyl výjimkou**: na březnovém zasedání se centrální banka vrátila k tempu snižování o 0,75 p. b., sazby se tak dostaly na **8,25 %**. Na tiskovce po zasedání viceguvernér Virag zopakoval zprávu z předcházejícího zasedání, že rychlejší desinflace umožňuje snižovat sazby, dodal však, že tempo růstu mezd a nejistota ohledně budoucnosti znamenají, že další snižování sazeb bude pomalejší, po půlprocentních nebo menších krocích („očekávání, že sazby budou koncem první poloviny letošního roku 6–7 %, jsou realistická“). Nová prognóza přinesla nižší očekávanou inflaci pro letošní rok (3,5–5%) a inflaci prakticky na zamýšleném cíli (2,5–3,5 %) v roce 2025 i 2026.

## ROPA

Cena ropy se v březnu vyšplhala na nejvyšší hodnotu od října (od vypuknutí konfliktu v Gaze), když koncem března dosáhla hodnoty jen lehce pod 90 dolary za barel. Důvodem březnového růstu byla očekávání, že OPEC+ nezmění těžební kvóty před červnovým zasedáním, pokračující útoky na ruskou energetickou infrastrukturu a klesající počet aktivních těžebních souprav v USA.

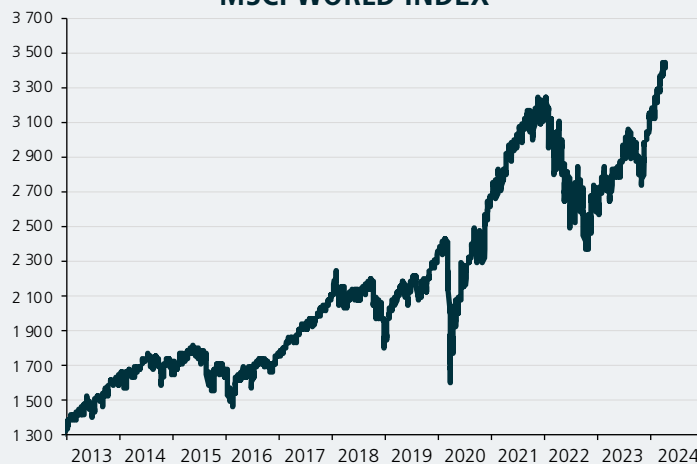
## AKCIOVÉ TRHY

Akciovým trhům se v březnu dařilo díky neklesající vlně pozitivního sentimentu ohledně budoucího vývoje a očekávání tzv. „soft landingu“, tedy snížení inflace bez způsobení recese. Evropská centrální banka i FED ponechaly základní sazby beze změny (americký FED už na pátém zasedání v řadě). Trh se tak více věnoval projevům některých centrálních bankéřů, kteří naznačili, že snižování sazeb nebude tak rychlé, jak se ještě začátkem roku předpokládalo. To koresponduje se smíšenými inflačními daty – core inflace sice nadále klesá, ale headline inflace mírně vzrostla, a to především díky sektoru služeb. I přesto americký akciový index S&P 500 přidal za měsíc 3,1 %. Obecně se nejvíce dařilo sektoru základních materiálů a energetickému sektoru. Naopak se nedařilo společnosti Tesla, jež díky špatným výsledkům umazala 13 %. Nečekaný krok přišel od Švýcarské centrální banky, která jako první z vyspělých trhů na svém zasedání snížila sazby o 25 p. b. Evropská inflace pokračuje v sestupné tendenci i přes stále napjatý trh práce. Široký evropský index DJ STOXX 600 připsal 3,7%.

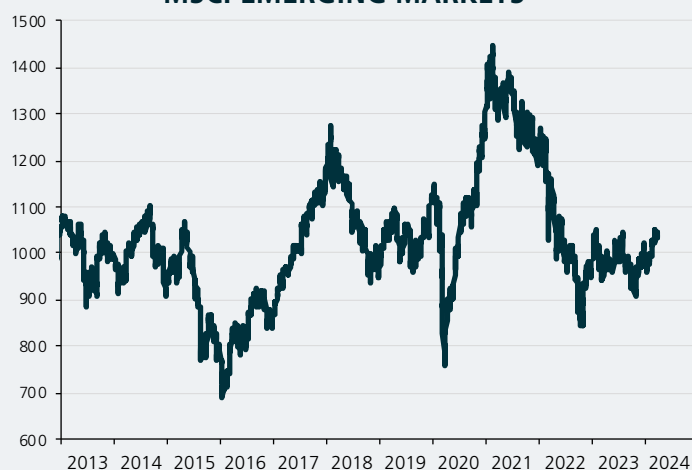
Akcii obchodovaným na burzách středoevropského regionu se dařilo smíšeně. Velmi dobře si vedly rumunské akcie, které si připsaly 6,5 %. Trh táhl bankovní sektor a také těžba a zpracování ropy a zemního plynu. Dobře se vedlo rovněž českému indexu PX, který v březnu přidal téměř 4 %. Jednoznačným vítězem pak byla společnost Erste bank, která vzrostla o více než 11 %. Za růstem stály dobré výsledky, příslibená štedrá dividenda a ohlášené další kolo odkupu akcií. Příliš se nedařilo akciím v Polsku. Tamní index WIG skončil na černé nule. Špatnou výkonnost indexu ovlivnila primárně aféra kolem společnosti LPP. Aktivistická skupina Hindenburg, která se zaměřuje na odhalování podvodů

## INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## AKCIOVÉ TRHY

a následné shortování akcií, vydala zprávu, ve které obvinila společnost LPP z pouze fiktivního stažení společnosti z ruského trhu. V reakci na zveřejnění této zprávy se akcie propadly o více než 30 %. Společnost v následujících dnech vydala prohlášení, kde zprávu popřela a některé sporné body se pokusila vysvětlit. Investoři vysvětlení vesměs přijali a ve zbytku měsíce akcie odmazaly polovinu ztráty a zakončily měsíc na -14 %. Tato kauza vrhla špatné světlo na celý region a i z toho důvodu region jako celek v porovnání s ostatními zaostal.

Také akcie na rozvíjejících se trzích zakončily první kvartál na pozitivní notě, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD zhodnotil v březnu o 2,2 %. Vývoj byl relativně poklidný a většina trhů připisovala drobné zisky. Nejvíce se dařilo (technologickým) akciím na Taiwanu (+9 %), které nadále těží z nákupní horečky týkající se akcií spojených s umělou inteligencí (AI) a výrobou čipů. Čínské akcie uzavřely měsíc lehce v plusu, klíčový bude celkový vývoj tamní ekonomiky a případné schválení větší vládní podpory, což zatím investoři marně vyhlížejí. Turecké akcie také skončily v černém (+1,7 %), ačkoliv slábnoucí turecká lira vlivem rostoucí nejistoty před komunálními volbami zisky odmazala. Akcie v Latinské Americe zůstaly v březnu rovněž lehce na nulou, hlavně díky silnému růstu trhů v Mexiku.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

### DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

V březnu nedošlo na americké výnosové křivce k žádným výraznějším čistým pohybům: desetiletý výnos byl koncem března navlas stejný (4,2 %) jako na jeho začátku, na krátkém konci dvouletý výnos vyrostl o cca 10 b. b. na 4,6 %. V eurozóně jsme také nezaznamenali žádné výraznější pohyby; v důsledku slabších růstových dat i náznakům ECB, že sazby začne brzy snižovat, však výnosy mírně poklesly: na dvouleté splatnosti o 5 b. b. na 2,85 %, na desetileté o 10 b. b. na 2,3 %.

### DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) koncem března v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce narostl jenom mírně (+0,4 %, stejně jako v předcházejících měsících); u jejich spekulativních protějšků se meziměsíčně nezměnil.

V případě dolarových instrumentů došlo jak u investičních, tak u spekulativních dluhopisů k růstu, a to o 1,6 %, resp. o 1,2 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po překvapivém poklesu v únoru (-8,5 %, resp. -6,9 %) pokračovaly v tomto trendu i v březnu, kdy poklesly o 1,8 %, resp. 2,7 %.

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**Česká výnosová křivka v březnu stejně jako v únoru ignorovala vývoj v zahraničí a výnosově narostla.** Opatrná ČNB, která naznačuje, že sazby sice snižovat bude, ale pomaleji, než čeká trh, poslala výnosy mírně výš: dvouletý výnos vzrostl o 15 b. b. na 3,8 %, desetiletý se růstem o 20 b. b. vrátil zpátky nad 4 %.

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

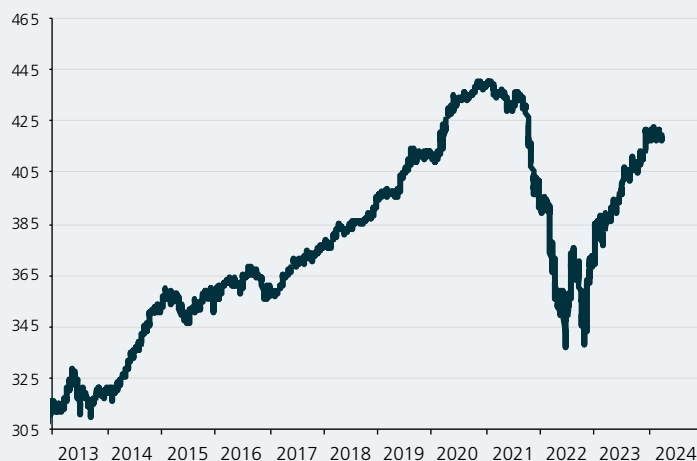
**Vývoj na polské křivce byl v březnu úplně stejný jako v ČR:** dvouleté výnosy vzrostly o 15 b. b. na 5,15 %, desetileté o 20 b. b. poklesly (na 5,45 %).

## INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

### BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



### BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

## DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v březnu cenově stagnovaly či mírně rostly. Dolarové státní dluhopisy pak pokračovaly v únorovém růstu v důsledku spekulací o zveřejnění návrhu na restrukturalizaci cizoměnového ukrajinského státního dluhu pod taktovkou IMF a před uplynutím dříve domluveného dvouletého prodloužení splatnosti. Z cen okolo 20–25 % nominální hodnoty se již od února setrvale posouvaly na dosah 40% úrovně. Scénáře, implikované DSA programem Mezinárodního měnového fondu, ukazují varianty restrukturalizace od téměř stoprocentního odepsání cizoměnového dluhu po cca 40% odpis. Je zde nicméně vysoká citlivost na vstupní parametry, zejména v podobě úrovně HDP, nastaveného cílového poměru dluhu a celkové výpůjční potřeby a dluhové služby. Objem restrukturalizovatelného zahraničního dluhu je cca 28,5 mld USD (20 % celkového dluhu). Trh se aktuálně kloní spíše k mírnější a postupně variantě s prodloužením splatnosti a redukcí kuponových plateb.

## MĚNY

**Dolar proti euru** se během celého března, stejně jako tomu bylo měsíc předtím, pohyboval ve velmi úzkém pásmu 1,075–1,095, většinu času pak jen velmi těsně kolem úrovně 1,085 USD/EUR. **Polský zlotý** podobně jako v prosinci, v lednu či během února i v březnu jen kolísá v úzkém pásmu mezi 4,275 a 4,325 PLN/EUR. **Česká koruna** v březnu také kolísala bez trendu, a to kolem úrovně 25,30 CZK/EUR. **Maďarský forint** zůstal pod tlakem klesajících sazeb: po stobodovém snížení sazeb v únoru oslabil k hranici 395 forintů za dolar, kde po dalším březnovém snížení sazeb i zůstal.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

## DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Mírná inflace ve spojitosti se slabým ekonomickým růstem (ekonomika je na úrovni roku 2019) vyostřila tržní očekávání na rychlý pokles sazeb. Naproti tomu však klesající úrokový diferenciál oslabuje korunu, což ČNB vyhodnocuje jako proinflační riziko a tlumí trh v jeho očekáváních na uvolnění měnové politiky. Nadto se ČNB nechce vrátit do éry velmi nízkých sazeb z minulých dekád. K tomu je potřeba připočítat stále velký deficit rozpočtu, který zvyšuje emisi dluhopisů. Dohromady to dle nás dává obrázek výnosů mezi 3,5 % a 4 % na krátkém konci výnosové křivky a s odpovídající premií pro delší splatnosti. Ta dle našeho názoru neleží níže než 50 až 100 bodů nad krátkodobými sazbami.

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení sazeb již sazby dále nesnižuje – stále napjatý trh práce, silný růst mezd a ve čtvrtém čtvrtletí i urychlující jádrová inflace způsobily, že si dává pauzu. To se podepisuje i na výnosech, které zůstávají stabilní. S obnovením cyklu snižování sazeb (otázkou je, kdy k němu dojde), lze čekat mírný pokles výnosů, na dlouhém konci pak do pásma 4,8–5 %.

## DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ofenziva ukrajinské armády skončila s nástupem zimy a v souvislosti s problémy s dostatkem munice je aktuální situace spíše defenzivního charakteru. Ruská armáda dosahuje marginálních zisků, celkový stav je ale bez větších územních postupů. Po prvotním odražení ruského útoku v roce 2022 mělo Rusko dostatek času na vybudování masivních obranných opevnění (aktuální délka přesahuje 5 tis. km). Jejich udržení či zpomalení ukrajinského postupu bylo ale dosaženo jen za cenu velkých ruských ztrát. Z pohledu osvobození území a zejména naplnění očekávání západních spojenců jde o neúspěch. Z pohledu vyčerpání ruské armády byla ofenziva bezprostředně úspěšná, nicméně dlouhodobá početní výhoda je na straně agresora, který si může dovést dlouhodobě udržovat konflikt a využívat nejednoty západu a klesající podpory veřejnosti. Rusko aktuálně kontroluje cca 109,000 km<sup>2</sup> (18 % Ukrajiny), na vrcholu invaze v březnu 2022 šlo o 25 %. Nicméně ze 40 % se jedná o území obsazená již v letech 2014–2015. Současný stav je tak velmi podobný jako po agresii v r. 2014. I nadále se očekávají útoky Ruska na strategickou infrastrukturu a civilní cíle, nový tlak Ruska a případná odpověď ukrajinské armády, která prozatím ze západní techniky nenasadila vše. Bez další podpory (zejména letecké a raketové/dělostřelecké převahy) bude ale těžký posun vpřed a na mnoha místech se bude tlak Ruska zvyšovat.

Prim stále hraje politický vývoj. Nové americké financování bylo prozatím odsunuto v důsledku vnitropolitických neshod, nicméně pravděpodobnost jeho schválení vzrostla. Evropské peníze byly naopak i přes prvotní nesouhlas Maďarska odblokovány, dojednány byly i nové dodávky munice a zdá se, že zejména shoda o navýšení muničního zásobování je v Evropě velmi silná. Zejména iniciativa vedená Českou republikou povede k bezprostředním dodávkám 200 tis. ks nové munice a navýšení výrobních kapacit na cca 1,5 mil. nábojů za rok. Aktuálně potřebuje ukrajinská armáda pro udržení pozic cca 3 tis. ks munice denně, přičemž dostupných je cca 2 tis. Pro větší ofenzivu by byla třeba dostupnost 8–10 tis. ks munice za den.

## 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 v pásmu 1,05–1,10 USD/EUR.

**Fundamentálně je česká koruna nyní zhruba na úrovních, kde bychom ji vzhledem k výhledu úrokových sazeb, neduživému růstu ekonomiky a fiskální politice čekali.** Respektive, šlo by čekat i další oslabení (každé ke 26), ale předpokládáme, že mu bude ČNB bránit, a to nejspíš tím, že zvolí skutečné tempo snižování sazeb a bude tlumit očekávání trhu v tomto ohledu. Proto čekáme pohyb v pásmu 25–25,50 CZK/EUR.



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

**Polský zlotý** nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka sebrala minulý rok na podzim i berličku v podobě (vyšších) úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. Dle nás tak zlotý zůstává zranitelný a hodnoty 4,30–4,35 PLN/EUR vidíme jako maximum možného. Pokud se někam v příštích měsících vydá, pak dle nás na slabší úrovně.

**Maďarský forint** také nemá žádný důvod posilovat: úrokový diferencál se smršťuje, politika vůči EU zůstává konfrontační, růst ekonomiky je slabý, deficit běžného účtu i rozpočtu jsou velké. Podobně jako u zlotého, pokud se dočkáme výraznějšího pohybu, pak spíše ještě ke slabším úrovním.

## AKCIOVÝ TRH

Po uplynulých růstových měsících na akciových trzích jsme nyní z krátkodobého hlediska neutrální. V následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu spojenou s pohyby na požadovaných dluhopisových výnosech, geopolitickými riziky a přichozími makroekonomickými daty. Několik měsíců s vyššími úrokovými sazbami si již u některých společností a spotřebitelů vybírá svou daň, což představuje pro centrální banky velice složitou situaci při balancování mezi ekonomickou aktivitou a inflačními tlaky. To s velice důležitým následným nastavováním základních úrokových sazeb. V roce 2024 nás čeká také mnoho důležitých voleb a s tím spojených geopolitických tenzí. Sociální nepokoje rostou ve většině zemí, tažené dezinformacemi a různými populisty.

Mnoho společností se již přenastavilo na vyšší 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 stále rostoucí mzdy. Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přírážku. Proto máme na jednotlivé akciové trhy různá výkonostní očekávání. Delší období s vysokými úrokovými sazbami by však mělo 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 cen komodit a energií. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levný. Navíc nadále pozitivní momentum očekáváme po nedávných polských parlamentních volbách, které pomohly k uvolnění financí z evropských fondů. 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 rallye přehnaná a v následujících měsících dojde k určité korekci. Zbylé sektory jsou dle nás hodnoceny atraktivněji, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů v minulých měsících 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.

## Důležitá upozornění:

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

## KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT



wm@conseq.cz



+420 225 988 200

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