

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	-1,42 %	USA	2,16 %	USD/EUR	0,13 %	Ropa Brent	-4,66 %
Evropa – DJ Stoxx 600	3,27 %	Evropa	0,70 %	CZK/USD	-0,56 %	Zemní plyn	25,95 %
Japonsko – Nikkei225	-6,11 %	ČR	0,18 %	CZK/EUR	-0,42 %	Sil. elektřina	-11,80 %
MSCI Emer. Mark.	0,35 %	Polsko	0,76 %	PLN/EUR	-0,43 %	Zlato	1,28 %
ČR – PX	5,59 %	Maďarsko	0,40 %	HUF/EUR	-1,26 %	Stříbro	-3,24 %
Polsko – WIG30	6,11 %	Turecko*	0,18 %	TRY/EUR	2,01 %	Měď	4,53 %
Maďarsko – BUX	1,93 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Průmysl i maloobchod jsou nadále slabé, centrální banka bude dále snižovat sazby.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle druhého odhadu ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku +0,1 %, což bylo nejslabší tempo od 4. čtvrtletí 2023. Za celý rok tedy tempo růstu činilo +0,7 %. Z velkých zemí se ve čtvrtém čtvrtletí nedařilo Německu (-0,2 % q/q) ani Francii (-0,1 % q/q, nejslabší tempo od 1Q23), dobře si naopak vedlo Španělsko (potřetí v řadě +0,8 % q/q, a tedy +3,5 % meziročně); Itálie stagnovala. Struktura růstu byla prozatím zveřejněna, jak je obvyklé, jenom pro Francii. Mezičtvrtletnímu růstu tam ve 4. čtvrtletí nejvíce pomohla poptávka domácností (+0,4 % q/q), naopak poklesly hrubá tvorba fixního kapitálu (-0,1 % q/q) a exporty (-0,2 % q/q, po -0,8 % q/q ve 3Q23). Možná tak aspoň ve Francii je růst reálných mezd (mírnou) podporou pro spotřebu domácností. Je však také zřejmé, že exportnímu odvětví (průmysl) se dobře nevede; s cly, kterými hrozí prezident Trump kdekomu včetně EU, se to samozřejmě asi hned tak nezlepší.

Data zveřejněná během února 2025 byla slabá, slabosti vévodil průmysl, jenž poklesem ve 4. čtvrtletí uzavřel celý špatný rok 2024.

Maloobchodní tržby poté, co počátkem 4. čtvrtletí poklesly o 0,3 % m/m, **v listopadu jenom stagnovaly a v prosinci dokonce opět poklesly (-0,2 % m/m).** Meziroční tempo růstu dosáhlo +1,9 %. Že to ani v lednu nebude nijak slavné, ukazují první data z některých zemí: německé maloobchodní tržby přidaly zkraje roku jen skoro neviditelných 0,1 % m/m, francouzské dokonce ve stejném rozsahu poklesly. Evropský spotřebitel se tak prozatím moc neprobouzí, byť by mu to trh práce i růst mezd (a nízká inflace) měly dovolovat.

Míra nezaměstnanosti se od srpna 2024 nachází na 6,3 %, což je s výjimkou listopadu (kdy byla dokonce ještě nižší: 6,2 %) historicky nejnižší úroveň. Nejnižší z velkých zemí byla v prosinci nezaměstnanost stále v Německu (3,4 %), nejvyšší ve Španělsku (10,6 %). Relativně rychlý pokles zaznamenala míra nezaměstnanosti v Itálii, kde ještě v říjnu 2023 byla 7,8 %, koncem roku 2024 však už jen 6,2 %.

Z historického hlediska stále **rostou vcelku rychle mzdy.** Jednou z ilustrací tohoto vývoje je **meziroční tempo růstu sjednaných mezd,** což je ukazatel, který centrální banka bedlivě sleduje: po růstu o 4,8 % v prvním čtvrtletí a zvolnění na 3,6 % ve druhém čtvrtletí pak **ve třetím čtvrtletí tempo dosáhlo 5,4 %,** což bylo nejvíce v historii EMU. **Ve čtvrtém čtvrtletí se sice tempo opět vrátilo níž (4,1 %), zůstalo však poměrně vysoké.** Klíčové ale samozřejmě bude až první čtvrtletí letošního roku, jelikož ECB tvrdí, že data v roce 2024 reflektují minulou inflaci a snahu zaměstnanců o její reálné vykompenzování.

Průmyslové produkci se po slabém druhém (-0,5 % q/q) i třetím čtvrtletí (-1 %) minulého roku nevedlo nakonec vinou poklesu v prosinci (-1,1 % m/m) o moc lépe ani ve čtvrtém čtvrtletí. Vinou slabosti Německa, které ve finálním čtvrtletí minulého roku pokleslo o skoro 3 % (a v prosinci bylo tedy o 4 % níže meziročně), a Itálie, která v posledním čtvrtletí klesla o 2,8 % (-7 % r/r v prosinci), bylo celé poslední čtvrtletí minulého roku záporné **(-0,5 % q/q).** Meziroční tempo zůstalo v záporu, když v prosinci dosáhlo -2 %.

A **index nákupních manažerů (PMI)** ve zpracovatelském průmyslu neukazuje, že by se na slabosti průmyslu mělo v blízké budoucnosti něco příliš změnit: od návratu do růstového teritoria (tj. nad 50 bodů) je nadále velmi vzdálený. **Počátek nového roku sice zaznamenal nejlepší výsledky od května minulého roku** (v lednu 46,6 bodu, **v únoru 47,6 bodu**), ale i tak je to nadále **výrazně pod hranicí 50 bodů.** PMI v průmyslu se pod touto hranicí nachází nepřetržitě od července 2022. Nejslabší z velkých ekonomik je situace v Německu (46,5 bodu) a ve Francii (45,8 bodu), nejlepší ve Španělsku (49,7 bodu). V Německu jsme však zaznamenali v únoru 25měsíční maximum, ve Francii devítiměsíční maximum. Naopak Španělsko kleslo na nejnižší hodnotu za 13 měsíců. Důvodem obecného zlepšení byl nejslabší pokles nových objednávek za bezmála tři roky. Situace tak sice stále není dobrá, ale je nejméně zlá za poslední dva roky.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

U **indexu IFO**, který mapuje podmínky v Německu samotném, jsme prozatím **nezaznamenali signály, že se věci obracejí k lepšímu**. Koncem čtvrtého čtvrtletí klesl **subindex očekávání až na nejnižší úroveň (84,4 bodu) od ledna 2024**, a v lednu 2025 zaznamenal další pokles (84,3 bodu). Únorová hodnota se sice lehce zlepšila (85,4 bodu), ale i tak jsou očekávání nejslabší od února 2024. Hodnocení stávající situace je také slabé: oproti první polovině minulého roku, kdy dosáhlo v průměru 88 bodů, se v 1. čtvrtletí letošního roku pohybuje o 3 body níže: **v lednu i v únoru dosáhl tento subindex 85,2 bodu**. Tyto hodnoty jsou tak stále velmi vzdálené historickým průměrům nebo hodnotám, na nichž by šlo očekávat kladná tempa růstu v německém průmyslu.

V sektoru služeb je dle indexu PMI situace ve srovnání s průmyslem lepší. V listopadu se sice index, jenž se od února minulého roku nacházel nad hranicí 50 bodů, dostal do teritoria kontrakce, když dosáhl 49,5 bodu, tento „výlet“ však neměl dlouhého trvání. V prosinci se index PMI ve službách totiž vrátil nad 50 a v letošním roce je nad touto hranicí: **v lednu 2025 51,3 bodu, v únoru 50,7 bodu**. Nic z indexu PMI v průmyslu či ve službách tedy neindikuje, že bychom se v prvním čtvrtletí letošního roku měli dočkat výrazně rychlejšího tempa růstu ekonomiky, než jaké jsme viděli v minulém roce.

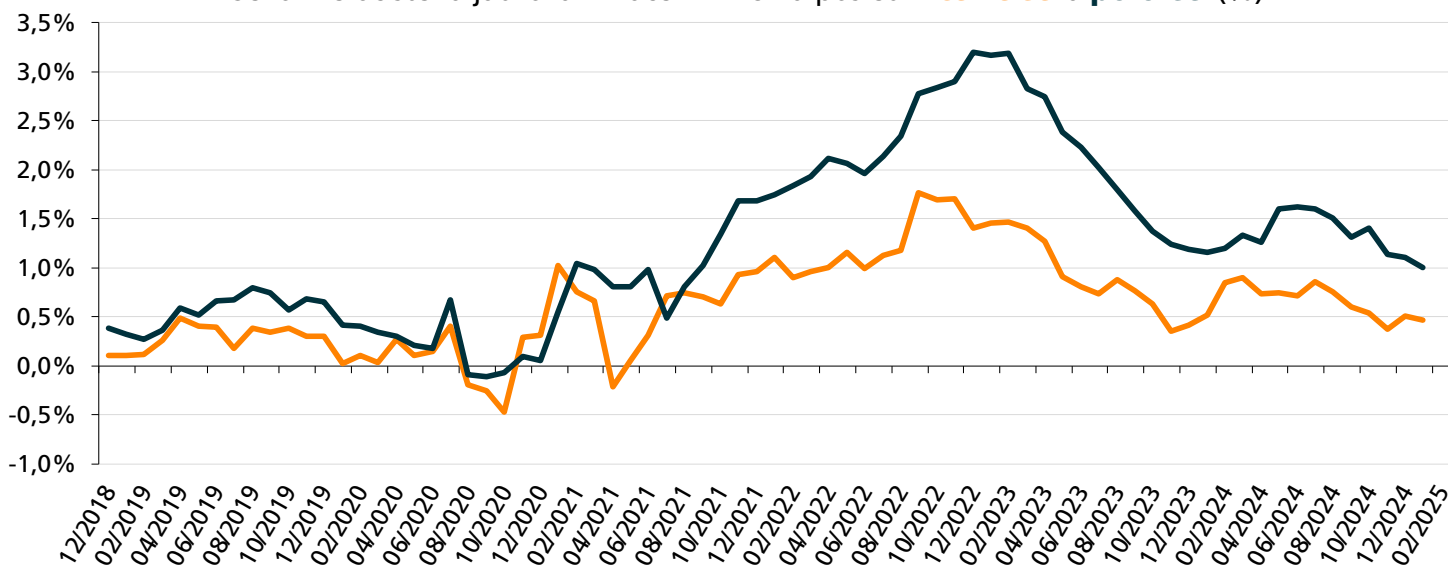
Jisté zhoršení jsme koncem minulého roku zaznamenali u důvěry domácností, a to i navzdory tomu, že reálné mzdy rostou a nezaměstnanost je na historickém minimu. Důvěra domácností se v prosinci dostala na -14,5 bodu, což byla nejnižší hodnota od dubna 2024. **V lednu i v únoru pak zaznamenala kosmetické zlepšení (-14,2 a -13,6 bodu)**, což sice znamená, že je nadále výrazně nade dnem ze září 2022 (-28,6 bodu), a tedy poblíž hodnot z února 2022, tj. z doby před válkou na Ukrajině, ale že také je daleko od hodnot z let 2014–2019 a pod historickým průměrem (-10,5 bodu).

Jádrová inflace se již dostala na úroveň, které (nestane-li se v nejadrovém cenovém okruhu něco nepředvídatelného) jsou consistentní s plněním inflačního cíle ECB, stanovený jako celková inflace nacházející se „poblíž, ale pod 2 procenty“. V posledních třech měsících do ledna 2025 totiž jádrová inflace přidala pouze 0,5 % a za poslední pololetí 1 %. **Meziroční celková inflace dosáhla v lednu 2,5 %, jádrová pak 2,7 %**.

ECB v únoru nezasedala. Na svém zasedání v lednu jednomyslně (a popáté od léta 2024, kdy se snižováním sazeb začala) snížila úrokovou sazbu (na 2,75 %). Akcentovala tak ekonomický „protivitr“ v podobě pokračující kontrakce v průmyslu, slabé spotřebitelské důvěry a hrozby obchodní války iniciované prezidentem Trumpem. Zmínka, že měnová politika je nadále restriktivní, indikuje, že ECB se stále nachází nad svou neutrální sazbou. Vzhledem k holubičímu poselství tak pro letošní rok není otázkou, zda bude ECB ve snižování pokračovat, ale o kolik.

Jádrová inflace je pod kontrolou.

Sezonně očištěná jádrová inflace v EMU za poslední **čtvrtletí a pololetí (%)**.



Zdroj: ECB, dostupné [ZDE](#).

USA

Solidní růst ekonomiky, napjatý trh práce a nejistota kolem hospodářské politiky staronového amerického prezidenta stále nedovolují centrální bance pokračovat ve snižování sazeb.

Růst americké ekonomiky zůstal i ve čtvrtém čtvrtletí 2024 silný. Tempo růstu dle druhého odhadu (+2,3 %) sice nebylo tak silné jako ve druhém či ve třetím čtvrtletí (+3 % a +3,1 %), ale bylo silnější než v 1. čtvrtletí 2024 (+1,6 %). **Na růstu se jako obvykle nejvíce podílely poptávka domácností** (příspěvek +2,8 p. b., nejvyšší od 1. čtvrtletí 2023) a **vláda** (+0,5 p. b.); negativem byly hrubé fixní investice (-1,1 p. b.)

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Měsíční makroekonomická data zveřejněná během února 2025 byla smíšená.

Reálné maloobchodní tržby po solidním 3. čtvrtletí, v němž přidaly 1,5 %, rostly i ve čtvrtém čtvrtletí, v němž přidaly přes 1 %. Meziroční tempo růstu dosáhlo v prosinci 1 %. **O to větší bylo lednové překvapení, když tržby poklesly o 1,3 %, což byl jejich největší pokles od února 2023.** Dle nás to však není důvod pro obavy o amerického spotřebitele: v lednu bylo v částech USA velmi mrazivo, v Los Angeles, což je druhá největší metropolitní oblast USA, pak naopak řádily požáry.

Trh práce je z historického pohledu nadále silný, i když přece jenom mírně ochladil. Míra nezaměstnanosti už nedosahuje hodnot pod 4 %, jaké jsme vidali až do konce prvního čtvrtletí 2024, ale nachází se na anebo těsně nad touto hranicí: v prosinci 4,1 %, **v lednu 2025 rovná 4 %.** Lednová hodnota je tak o 0,3 p. b. vyšší než před rokem. Vyšší než před rokem 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 v lednu 2024 7,2 %, **v lednu 2025 pak 7,5 %.**

Dle průzkumu JOLTS pokračuje pozvolný pokles míry volných pracovních míst v americké ekonomice. Ze zářijové hodnoty 4,4 % sice v dalších dvou měsících tato míra narostla na 4,7 % (v říjnu), resp. na 4,9 % (v listopadu), **koncem roku se však vrátila na 4,5 %.** Tato hodnota je sice znatelně nižší, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022), a je i nižší, než byla před rokem (5,3 % v 12/2023), stále však citelně přesahuje dvacetiletý předpandemický průměr (3,1 %). **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je stále nízký: celý minulý rok byl v průměru 223 tis., **v prvních dvou letošních měsících prozatím 218 tis.**

Meziroční tempo růstu mezd je od druhé poloviny minulého roku stabilizované. Dle dat z průzkumu CES (Current Employment Statistics) meziroční tempo růstu mezd v lednu dosáhlo 4,1 %, což je tempo pouze o 0,2 p. b. pomalejší než ve stejném měsíci roku 2023. **Kvartální dynamika dosáhla ve třech měsících do ledna 1,1 %** a pololetní 2,3 %, takže i tato dynamika ukazuje, že r/r tempo růstu bude i nadále zřejmě lehce nad 4 %.

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a zbraní) se v minulém roce moc nezměnily: v prosinci byly jen o 0,7 % vyšší než v prosinci 2023. Ačkoliv to vůbec nekoresponduje s daty o HDP, dle kterých hrubé fixní investice růstu ubíraly, **ve čtvrtém čtvrtletí objednávky zboží dlouhodobé spotřeby překvapivě přidaly (po revizi) 0,9 %**, což bylo jejich nejsilnější čtvrtletní tempo od srpna 2022. Solidním tempem začaly i první čtvrtletí letošního roku, když přidaly 1,9 %.

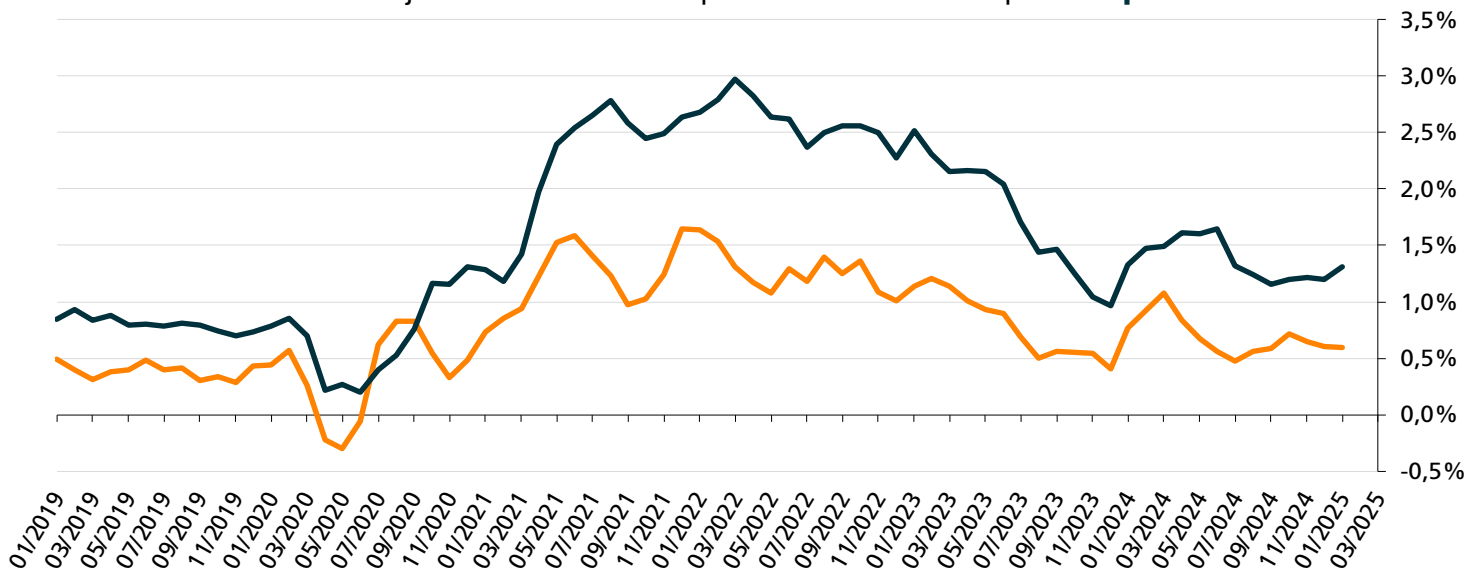
Reálná průmyslová produkce, která ve čtvrtém čtvrtletí v důsledku silného růstu v prosinci (+1 % m/m) za celé čtvrtletí přidala 0,4 %, **začala dobře i první letošní čtvrtletí: v lednu přidala 0,5 % m/m.** Meziroční tempo dosáhlo +2 %, což také znamená, že produkce je o 2 % větší než počátkem roku 2018, tj. před prvními cly, která zavedl tehdejší (a v listopadu minulého roku opět zvolený) prezident Trump a díky kterým se měl americký průmysl vrátit na výsluní. Ani další vlna cel, kterou prezident Trump permanentně hrozí, nebude mít jiný dopad.

Ovlivní však inflaci. **Ta je prozatím vcelku umírněná: jádrová PCE inflace v lednu přidala 0,3 % m/m**, což znamená, že za poslední tři měsíce přidala jen 0,6 % a za poslední pololetí 1,3 %. Kvartální i pololetní dynamika jsou tak (ve světle silného růstu ekonomiky, velkého deficitu i velmi nízké nezaměstnanosti) vcelku překvapivě v souladu s cílem FEDu.

Centrální banka v únoru nezasedala. Vzhledem k silným makroekonomickým fundamentům a případným proinflačním dopadům cel ponechala na lednovém zasedání sazby bez změny. Centrální banka tak ignorovala výzvy prezidenta Trumpa, aby sazby výrazně snížila. Nebude však moct ignorovat proinflační dopady případného uvedení cel do praxe, které se pohybují mezi 0,5 a 1 p. b.

Jádrová inflace je umírněná.

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



Zdroj: FRED (dostupné [ZDE](#))

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Poptávka domácností pomohla růstu v minulém roce, nadále je však pod předpandemickou úrovní.

Dle druhého odhadu růstu **HDP za 4. čtvrtletí** dosáhlo jeho tempo **+0,7 % q/q** (a tedy **+1,8 % r/r**); obojí je zlepšení o 0,2 p. b. oproti prvnímu odhadu. Za celý minulý rok tak HDP vzrostl o 1 % a oproti roku 2019 je tak o 2,3 % vyšší. Zatímco celkový HDP tedy už překonal předpandemický rok 2019, u spotřeby domácností tomu tak není: v roce 2024 byla o 3,2 % nižší. Ano, toto způsobuje nezvládnutá inflace. Ve struktuře růstu ve 4Q24 dominovala poptávka domácností (+1,5 % q/q), která byla jediným významným pozitivním přispěvatelem k růstu. Fixní investice poklesly o 1,5 % q/q, export o 1,5 % a import o 1,8 %.

Průmyslová produkce nezopakovala růstové třetí čtvrtletí (+0,5 % q/q), když **v posledním čtvrtletí minulého roku** vinou poklesů v listopadu a v říjnu i navzdory prosincovému růstu (o 1,6 % m/m) celkově **poklesla (-0,7 % q/q)**. Meziroční tempo poklesu dosáhlo po očistění o kalendářní vlivy -3 %. Dle ČSÚ k prosincovému poklesu nejvíce přispěla „výroba motorových vozidel, v níž se projevil především vliv vysoké srovnávací základny z předchozího roku; poklesla však i produkce elektrických zařízení, zejména komponentů pro automobilový sektor“. V sektoru klesá zaměstnanost, počet zaměstnanců se meziročně snížil o 2 %. Nové zakázky nerostou – v prosinci 2024 byly v běžných cenách stejně jako v prosinci 2023. Klesají zejména objednávky v automobilovém sektoru a ve výrobě elektrických zařízení. Evidentně tak na český průmysl doléhá situace v německém průmyslu.

Shora popsaný vývoj tak odpovídá tomu, co ukazoval **index PMI**: ve čtvrtém čtvrtletí dosáhl index PMI jen 46 bodů. **Na začátku roku 2025 útlum z konce 2024 polevuje.** Lednová hodnota indexu 46,6 bodu a ani **únorová hodnota 47,7 bodu** sice zatím nenaznačují, že by v průmyslu mělo dojít k návratu ke kladným tempům růstu, ale únorová hodnota je nejlepší od června 2022. Důvodem zlepšení je pomalejší pokles nových objednávek a vyšší důvěra v budoucnost.

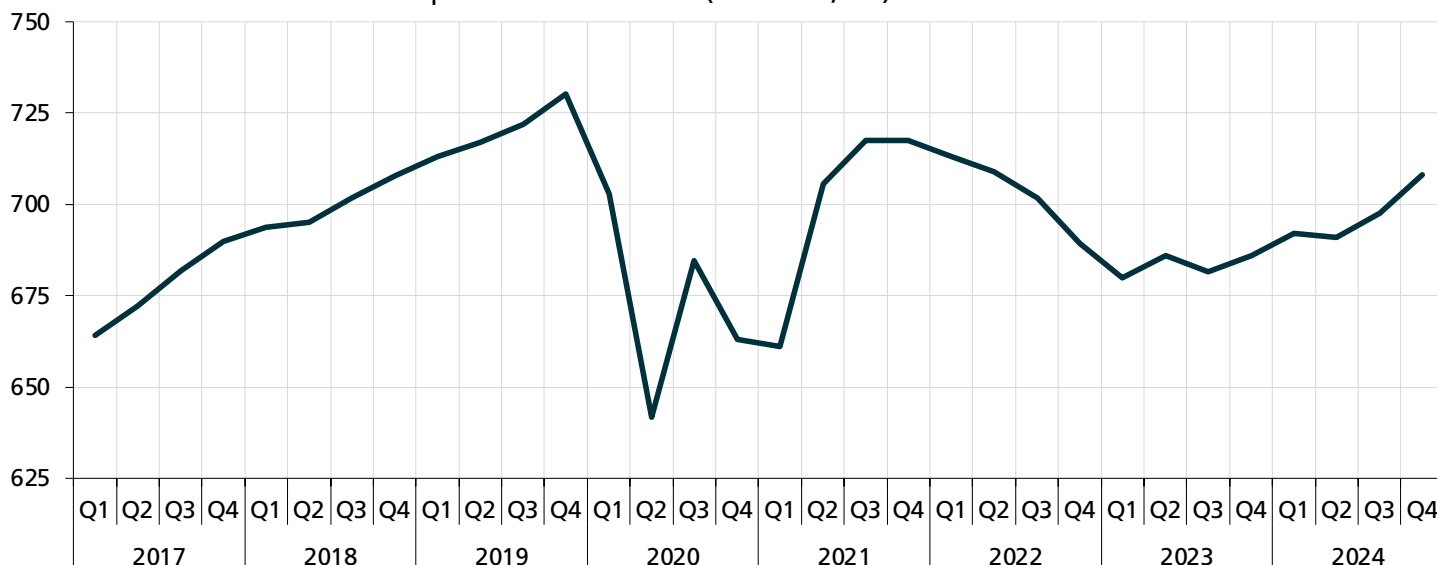
Mírné zlepšení vidíme i u indexu důvěry firem měřeném ČSÚ. Ten již rok a půl sice **kolísá beze směru** v pásmu mezi 0 a 10 body, od podzimu 2024 se však drží u horního okraje tohoto pásma: **v únoru dosáhl 9,4 bodu, což je nejvíce od dubna 2023.** Nadále tak je sice zřetelně pod hodnotami (13–15 bodů), na kterých se tento ukazatel pohyboval v letech 2014–2019, ale jisté mírné zlepšení situace to oproti první polovině minulého roku je.

Spotřebitelská důvěra od prvního čtvrtletí minulého roku kolísá kolem -10 bodů, v letošním roce se však zhoršuje. V lednu se dostala na -13 bodů, **v únoru na -13,5 bodu**, což je nejnižší od dubna 2024 (-15,8 bodu). Pokles byl primárně důsledkem rostoucích obav domácností z budoucí ekonomické situace.

Maloobchodní tržby rostly v minulém roce v každém čtvrtletí s výjimkou stagnace ve druhém. Výjimkou nebylo ani čtvrté čtvrtletí minulého roku, v němž tempo kvartálního růstu (**+0,9 % q/q**) bylo v minulém roce druhé nejrychlejší. Růstu ve 4Q24 pomohly prodeje ve všech sektorech vyjma aut. **Celkové tržby byly v prosinci o 3,3 % vyšší než před rokem, jádrové tržby (bez aut a bez paliv) pak dokonce o 7,1 %.** Růst nominálních mezd v kombinaci s nízkou inflací se tak evidentně projevuje. Pro tržby by bylo další vzpruhou, kdyby klesla velmi vysoká míra úspor, která je stále výrazně vyšší než před pandemií.

Poptávka domácností je nadále pod úrovní z konce roku 2019.

Reálná spotřeba domácností (CZK mld., SO) v daném čtvrtletí.



Zdroj: ČSÚ, dostupné [ZDE](#).

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR

Česká měnově-politická inflace v lednu 2025 přidala 1,2 % m/m, v **meziročním vyjádření tedy počátkem roku dosáhla 2,6 %**. Nadále tak zůstává spíše poblíž horního okraje tolerančního pásma. Poptávková inflace dosáhla 2,5 % a její kvartální dynamika je v souladu s předpandemickými lety. Jediným neuhašeným ohništěm inflace jsou služby: ty totiž v lednu vzrostly o 4,7 % r/r, zboží přitom jen tempem +1,7 %. U služeb to není přitom jen důsledkem položek jako jsou vodné, stočné či nájemné, kde lze argumentovat, že zde hrají prim vlivy regulatorní, ale i důsledkem ryze poptávkových položek: ceny stravovacích služeb jsou třeba meziročně o 5,2 % vyšší, ceny ubytování o 8,7 %.

ČNB se po pauze, kterou si vybrala v prosinci (sazby koncem roku zůstaly na 4 %), v únoru vrátila ke snižování sazeb. Základní sazbu tak snížila na 3,75 %, což dle hodnocení členů BR znamená, že měnové podmínky jsou stále „*mírně restriktivní*“. Že to s dalším snižováním ale bude velmi opatrné, naznačují vyjádření bankéřů, že se obávají napjatého trhu práce i silného růstu maloobchodu koncem minulého roku, což jsou obojí proinflační rizika. Stejně tak je pro ně problémem „*větší než předpokládaná setrvačnost růstu cen služeb a cen potravin*“. Mezi protiinflační faktory zařadili bankéři „*zhoršení globální hospodářské aktivity a slabší výkon německé ekonomiky*“. Dle nás se tak dočkáme letos už jen maximálně jednoho snížení sazeb.

POLSKO

Ekonomika se vrátila k růstu, centrální banka je však kvůli inflaci nadále opatrná a se snižováním sazeb vyčkává.

Polská ekonomika **přidala v posledním čtvrtletí minulého roku výrazně více, než byl původní odhad**, když tempo jejího růstu dosáhlo po sezonním očistění +1,3 % q/q (+3,2 % r/r). Ve srovnání se třetím čtvrtletím (nakonec +0,1 % q/q) to bylo vítané zlepšení. Růstu ve 4Q24 nejvíce pomohla poptávka domácností (+1,4 % q/q), následována exportem (+1,4 % q/q) a vládou (+0,9 q/q). Vinou zásob došlo k poklesu hrubé tvorby fixního kapitálu (−1 % q/q).

Za celý rok 2024 ekonomika vzrostla o 2,9 %, což je v souladu s tím, co se před rokem ohledně tempa růstu pro rok 2024 očekávalo. V roce 2023 byl přitom růst jen zanedbatelně malý (+0,1 %). Růstu v minulém roce nejvíce pomohla poptávka domácností, která po mírném poklesu v roce 2023 vzrostla o 3,1 % (a nebyť slabého 3Q24 ovlivněného záplavami, by byla vzrostla ještě více), a spotřeba vlády, která k růstu přispěla v rozsahu 1,3 p. b. Na růstu se pozitivně projeví rovněž zásoby a fixní investice. Jediným negativním přispěvatelem k růstu byl čistý export, což ale vzhledem k síle domácí poptávky není překvapením.

Měsíční data zveřejněná v únoru byla dobrá.

Průmyslová produkce ve třetím čtvrtletí vinou poklesu v každém z jeho měsíců klesla o více než procento, **ve čtvrtém čtvrtletí pak přidala 0,6 % q/q**. Říjnové tempo růstu totiž dosáhlo 4,6 % m/m, jež pak sice další dva měsíce snižovaly, ale nedokázaly celkové tempo za čtvrtletí stáhnout úplně k nule. Za **celý minulý rok** však průmysl podobně jako jinde v regionu nic velkého nepřinesl: **produkce vzrostla o 0,3 %**.

V lednu 2025 pak produkce **přidala 0,5 % m/m** a 0,3 % r/r. Na růstu se negativně podepsal pokles produkce kapitálového zboží (−6,1 %) a energií (−15,1 %), pozitivně pak všechny další kategorie (zboží dlouhodobé spotřeby a krátkodobé spotřeby +3,3 %, resp. +4,6 %).

Dobré zprávy přinesl index PMI. Ten se totiž poprvé po skoro třech letech vrátil v únoru do růstového teritoria, když se zásluhou růstu produkce i nových objednávek (což byla shoda, jež nastala poprvé za tři roky) index dostal na 50,6 bodu (vs. 48,8 bodu).

Reálné maloobchodní tržby za celý rok 2024 vzrostly o 2,7 % (po stejně velkém poklesu v roce 2023), nejvíce se jim dařilo ve druhém pololetí. Největší vliv na celoroční výsledek v minulém roce měly prodeje motorových vozidel (+19,6 %) a paliv (+7,2 %). Počátkem letošního roku tržby dále rostou: **v lednu přidaly 0,6 % m/m a 4,8 % r/r**. Meziročnímu růstu dále nejvíce pomáhají prodeje aut (+22 %), oblečení (+8 %) a vybavení pro domácnosti (+14 %).

Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká: od poloviny roku 2023 se drží ve velmi úzkém pásmu 5–5,2 %. Nejinak tomu bylo ve čtvrtém čtvrtletí (v říjnu 5 % a v listopadu i prosinci 5,1 %) a stejně je tomu i v roce 2025: **v lednu se dostala na 5,2 %**. A nadále stále velmi rychle rostou mzdy – **meziroční tempo růstu nominálních mezd dosáhlo v lednu 2025 9,2 %** (na téměř 8500 PLN, tj. přes 51 tis. CZK). Tempo růstu reálných mezd je tak sice už jen jednociferné, ale nízké není.

Inflace počátkem roku překvapila negativně. Podle předběžných dat totiž v **lednu přidala 5,3 % r/r**, což bylo výrazně nad konsenzuálním očekáváním trhu (5 %). Na meziměsíčním základě vzrostly ceny o rovné 1 %, což bylo výrazně rychlejší než např. v lednu roku 2024 (+0,4 %). Inflace je tak mimo toleranční pásmo centrální banky (2,5 % ± 1 p. b.) již od léta minulého roku.

Centrální banka poté, co ještě kdysi v září roku 2023 překvapila trhy nečekaně velkým snížením sazeb o 0,75 p. b. a pokračovala ve snižování sazeb i o měsíc později, ponechala vzhledem k rostoucím mzdám a oživení ekonomiky **sazby od té doby, poslední zasedání nevyjímaje, beze změny na 5,75 %**. Centrální banka opět ve svém vyjádření po únorovém zasedání opět akcentovala inflační rizika: ceny energií a potravin, fiskální politika, mzdy, jádrová inflace a ceny služeb. Otázka prvního snížení sazeb tak zůstává otevřená a nezdá se, že by k němu mělo dojít v nejbližších měsících.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Ekonomika se ve čtvrtém čtvrtletí vymanila z recese.

Po **technické recesi** ve druhém a třetím čtvrtletí ($-0,2\%$ a $-0,6\%$ q/q) se maďarská ekonomika vrátila ve čtvrtém čtvrtletí k růstu, který byl navíc rychlejší, než se očekávalo. Ekonomika totiž ve čtvrtém čtvrtletí vzrostla o $0,5\%$ q/q (a tedy $0,4\%$ r/r), očekávání přitom bylo poloviční. Za celý rok však byl růst zklamáním: ekonomika vzrostla o $0,5\%$, což je třetina tempa, které se očekávalo **před rokem**. V struktuře růstu ve 4Q24 dominovala poptávka domácností ($+1,6\%$ q/q), klesla však hrubá tvorba fixního kapitálu ($-1,6\%$ q/q).

Dynamika maloobchodních tržeb se ve 4Q24 oproti třetímu čtvrtletí zlepšila: v říjnu přidaly tržby $1,2\%$ m/m, v listopadu $0,5\%$ m/m, a tak i když **v prosinci klesly ($-1,2\%$ m/m)**, byly za celé čtvrté čtvrtletí (a tedy i pro HDP) pozitivní. Pokles v prosinci, který je neobvyklý, vysvětlil statistický úřad posunem vánočních nákupů již do listopadu a větší mírou turismu směrem z Maďarska. Meziroční tempo růstu tak koncem roku dosáhlo $+0,1\%$ a **za celý minulý rok přidaly tržby $2,6\%$** .

Z makroekonomického hlediska nevidíme důvody, aby maloobchodní tržby nerostly. **Míra nezaměstnanosti v posledních třech měsících do ledna dosáhla $4,4\%$** , což je sice hmatatelně více než bylo historické minimum z poloviny roku 2022 ($3,3\%$), ale nadále je to hodnota velmi nízká, nedaleko od plné zaměstnanosti. **Růst mezd** (proto) také **stále pokračuje velmi vysokým tempem**: za první pololetí minulého roku vzrostly mzdy o 14% , od té doby rostou tempem kolem 12% , **v prosinci samotném o 11%** . Reálné mzdy tedy také rostou vysokým tempem.

Průmyslová produkce kopíruje vývoj průmyslu v jiných zemích regionu. Klesla totiž v každém čtvrtletí roku 2024: o $1,7\%$ v prvním čtvrtletí, o $1,5\%$ ve druhém, o $1,1\%$ ve třetím a o $1,4\%$ ve čtvrtém. **Za celý minulý rok tak produkce poklesla o $5,7\%$** . Důvodem slabosti průmyslu v roce 2024 byl objemově největší segment dopravní techniky a segment elektrotechnický (poklesy o přibližně 9% a $13,6\%$). Na Maďarsko tak dolehla, podobně jako na nás, slabost Německa a zejména problémy v jeho automobilovém sektoru. Ačkoliv je vazba mezi PMI a průmyslem v případě Maďarska hodně rozvolněná, stojí za zmínku, že **v únoru se maďarský PMI se svými 51 body** dostal, podobně jako ten polský, nad hranici oddělující expanzi od kontrakce.

Celková inflace v lednu 2025 meziměsíčně vzrostla o $1,5\%$, což znamenalo, že její meziroční tempo poskočilo na $5,5\%$. To bylo výrazně nad očekáváním trhu ($4,8\%$). **Jádrová inflace**, která ve druhém pololetí minulého roku vykazovala **pomalejší dynamiku** (od července do října přidala jen 1% , v listopadu i v prosinci však shodně po $0,5\%$), se s lednovým přeceněním o $1,4\%$ také výrazně meziročně zvedla. Zatímco v prosinci byla $4,7\%$, **v lednu se dostala na $5,8\%$** . Hlavním faktorem růstu cen jsou (na domácí poptávku citlivé) služby, které v lednu přidaly $8,5\%$ (telekomunikační služby $+15\%$, nájemné $+12\%$, dovolené $+7,2\%$). Je tak dle nás evidentní, že inflace v Maďarsku opět ožívá. Ve světle dat o růstu mezd ale není divu a dlouho jsme na tuto skutečnost upozorňovali.

Maďarská centrální banka (NBH) si dává od října 2024 pauzu. Hlavní sazba tak zůstává na $6,5\%$, O/N depozitní a O/N záůjční sazby na $5,5\%$, resp. na $7,5\%$. Na tiskovce po posledním zasedání viceguvernér Virág reagoval na vyšší lednovou inflaci slovy, že skutečně vidí riziko, že inflace zůstane vyšší po delší dobu. Nelíbí se mu vývoj cen služeb ani rostoucí inflační očekávání, která se opět začínají ztelně odchylovat od tolerančního pásma centrální banky. **Dle nás to centrální bance neumožní snižovat sazby a možnost jejich opětovného růstu se pomalu stává reálným rizikem.** V březnu bude publikována nová inflační zpráva, z níž bude patrné, jak si centrální banka představuje další vývoj.

ROPA (WTI)

Poté, co v předcházejících několika měsících cena ropy oscilovala kolem 70 dolarů za barel, se v lednu dostala na chvíli na 80 dolarů, což byla nejvyšší úroveň od srpna 2024. Důvodů bylo několik: stále silný růst v USA, utahování amerických sankcí na ruskou ropu a větší než očekávaný pokles zásob v Americe. Tento efekt však posléze vyrchl s tím, jak prezident Trump uvalil (a posléze na měsíc pozastavil platnost) cel na Mexiko a Kanadu. Ropa se tak vrátila na dohled 70 dolarů na barel. V únoru pak dále klesla pod tuto hranici.

AKCIOVÉ TRHY

Po silném začátku roku a inauguraci amerického prezidenta Donalda Trumpa, došlo v únoru ke zmírnění optimismu ohledně americké ekonomiky a výhledu na hospodaření amerických společností. Rostoucí nejistota kolem dopadů politické agendy nové administrativy oslabil důvěru firem i spotřebitelů a znovu oživila obavy ze zpomalení růstu. Hrozba celních válek USA s různými zeměmi, tlak na Dánsko ohledně Grónska, ambice na ovládnutí panamského průplavu nebo neoprávněné rétorické invetivy vůči spojencům vedly k oslabení amerického dolaru a výkonnostního zaostání tamních akcií (index S&P 500 $-1,4\%$) například vůči evropským akciím (index DJ STOXX 600 $+3,3\%$).

Technologický sektor zažil zvýšenou volatilitu, zejména v souvislosti s očekávanými hospodářskými výsledky společnosti Nvidia. Investoři pečlivě sledovali její čtvrtletní výsledky, jelikož se očekávalo, že ovlivní sentiment vůči akciím spojeným s umělou inteligencí i širšímu akciovému trhu. Nvidia nakonec překonala prognózy, když její tržby ve čtvrtletí končícím v lednu meziročně vzrostly téměř o 80% na 39,3 miliardy USD, a to díky silné poptávce po nejnovější generaci čipů Blackwell v rámci rozmachu AI. Společnost však zároveň vydala výhled, podle kterého očekává pokles hrubé marže v prvním čtvrtletí 2025 o 2% na 71% , což vedlo k propadnutí jejich akcií hned od prvního obchodního dne po zveřejnění výsledků.

AKCIOVÉ TRHY

Evropské finanční společnosti si udržely silný růst a staly se nejvýkonnějším sektorem v Evropě. Dařilo se i jiným sektorům jako telekomunikačnímu, chemickému nebo obrannému průmyslu. Zároveň však geopolitické napětí v průběhu února eskalovalo poté, co prezident Trump zaujal smířlivější postoj vůči Rusku v otázce konfliktu na Ukrajině, což narušilo dlouholeté spojení mezi USA a Evropou a oslabilo tradiční diplomatické vazby. Navzdory zvýšenému geopolitickému napětí však evropské trhy prokázaly odolnost, přičemž investoři přesouvali kapitál do evropských aktiv a zlata jako bezpečných útočišť.

Přes pomalý pokrok v mírových jednáních na Ukrajině a protichůdné zprávy o clech si středoevropské trhy udržují překvapivě silnou výkonnost. Dříve přehnaně negativní sentiment zvláště na polské akcie se vyčerpal a tamní akcie si tak za první dva měsíce letošního roku připisují již +17 % (index WIG 30). Další růst bude nyní záviset na konkrétním pokroku v mírových jednáních a na pokračujícím zlepšování firemních zisků. Neúspěšné jednání mezi USA a Ukrajinou spolu s horováním Elona Muska pro vystoupení USA z NATO by mohly nejen zpomalit mírový proces, ale také oslabit geopolitickou bezpečnostní síť regionu, což představuje nové riziko pro trhy CEE. Nejlépe se v měsíci únoru dařilo akciím bank (Komerční banka, Erste Bank, mBank, PEKAO), pojišťoven (PZU a VIG) a ve spotřebitelském sektoru (LPP, Dino Polska, CCC). Nejvyšší výkonnost v rámci středoevropského trhu si na základě optimistických očekávání ohledně ukončení války na Ukrajině připsal polský trh, ostatní akciové burzy skončily za ním. Český index PX si tak připsal +5,6 %, maďarský index BUX +1,9 % a rumunský index BET +3,1 %.

Akcíím na rozvíjejících se trzích se v únoru relativně dařilo, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil mírně nad nulou a připsal +0,35 %. Asijské trhy byly poměrně volatilní, do popředí se dostává hrozba rozpoutání celní války Trumpovou administrativou. Čínským akciím se dařilo, a to hlavně technologickým titulům (Hongkong +13,4 %, domácí index CSI300 +1,9 %). Pokrok v oblasti AI a optimismus ohledně vládních stimulů dává investorům tolik potřebnou důvěru v tamní ekonomiku. Hrozba cel naopak stáhla dolů akcie na Taiwanu (-4,1 %), indické akcie (-5,6 %) pak brzdí zpomalující ekonomika. Indická centrální banka reagovala snížením základní úrokové sazby poprvé po necelých pěti letech. Také v Brazílii investoři vyprodávali akcie po zveřejnění horších ekonomických dat. Naopak mexické akcie rostly (+2,2 %), jelikož převládl optimismus po odkladu amerických cel o jeden měsíc.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Pohyby na výnosových křivkách v Evropě nebyly během února nijak výrazné. Dvouletý i desetiletý německý výnos poklesly, ale jenom velmi mírně: dvouletý o 9 b. b., desetiletý o 5 b. b. Na opačném břehu Atlantiku došlo v únoru k výraznějším pohybům: dvouletý výnos se vrátil pod 4 %, desetiletá splatnost klesla o 30 b. b. na 4,2 %. Trh totiž vlivem slabších makroekonomických dat (zejména v maloobchodu) a chaosu způsobeném prezidentem Trumpem začal spekulovat, že v USA dojde k výraznějšímu uvolnění měnové politiky.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem února v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci ledna zhruba stejně (0,2 %) jako v předcházejících měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 1 % (vs. 0,8 % v prosinci a 0,5 % v lednu). V případě dolarových instrumentů investičního stupně přidal TRI v únoru 2,3 %, v případě instrumentů spekulativních pak 0,7 %. Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po lednovém poklesu (u obou kategorií o 8 %) v únoru mírně vzrostly (kolem 1 %). I nadále se nicméně drží na historicky relativně nízkých úrovních kolem 300 b. b. v případě neinvestičního stupně a cca 55 b.b. u dluhopisů s investičním ratingem.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

U české výnosové křivky byly pohyby v únoru opačné než v Německu. Dvouletý výnos vzrostl o 18 b. b. nad 3,5 %, podobné pohyby jsme zaznamenali i na pětileté a sedmileté splatnosti. U desetiletého výnosu také došlo k růstu, ale jen o 7 b. b. na 4,05 %. Důvodem byla relativně silnější makrodata (lepší maloobchod, lepší HDP, zlepšení u PMI).

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku křivka doznala jen velmi mírných změn: na krátkém konci výnosy zůstaly stabilní kolem 5,25 %, na dlouhém poklesly o 10 b. b. na 5,75 %.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Turecká ekonomika nadále zpomaluje. Zatímco v prvním kvartále 2024 turecké hospodářství díky vládním výdajům a investicím akcelerovalo (i přes následnou revizi z 2,4 % na 1,4 % q/q), zaznamenali jsme ve druhém čtvrtletí z původní mezikvartální stagnace nakonec revizi do mínusu (2q24z 0,1 % na -0,2 % q/q) a stejný pokles i ve čtvrtletí třetím. Pro letošní rok se počítá s (na turecké poměry) slabým růstem mezi 2 a 3 %. Stále vysoce inflační prostředí, s menšími vládními výdaji na podporu domácností a silně restriktivní úrokové sazby se tak postupně silněji propisují do spotřebitelské aktivity. Centrální bance se prostřednictvím regulačních opatření daří snižovat poptávku domácích střídatelů po dolarové likviditě a celkově omezovat tlak na tureckou liru i tlumit kreditní aktivitu tamních bank.

Podle našich i obecných předpokladů zpomaluje také inflační dynamika. Jak meziroční, tak meziměsíční čísla vykazují výrazně nižší nárůsty, než tomu bylo v minulosti. Zatímco ještě v květnu byla meziroční úroveň turecké inflace 75 %, v srpnu jsme mohli zaznamenat už „jen“ 52 % r/r a v září poprvé od července 2023 i číslo pod padesátkou (49,4 %). Listopadová úroveň činila 47,1 %. Prosincové číslo pak po delší době ukázalo silnější zpomalení a meziroční inflace zakončila rok na 44,4 %. Tento vývoj pokračuje i nadále. Lednová inflace sice zklamala, únorové číslo ale bylo opět nižší a dovoluje tak centrální bance na pozitivní inflační vývoj reagovat snižováním základní úrokové sazby. Po osmi měsících stability klesá základní úroková sazba z 50 % na aktuálních 42,5 %. Další případné snižování bude i nadále závislé na pokračování udržitelného zpomalování inflace.

Ceny tureckých státních dluhopisů zaznamenaly korekci předchozího růstu. Negativně se vedlo také měnovému kurzu, který pozvolna oslabil.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY**DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA**

Po vítězství Donalda Trumpa v prezidentských volbách zaujala americká administrativa relativně konstruktivní přístup ve vztahu k Ukrajině. To se ale diametrálně změnilo na konci února při schůzce amerického a ukrajinského prezidenta, na které mělo dojít v podstatě jen k formálnímu podpisu rámcové dohody a nerostných surovinách. Schůzka se změnila v diplomatické fiasko a otevřenou hádku před novináři. Došlo tak k významnému zhoršení vztahů mezi Ukrajinou a USA. Po napjaté schůzce prezidenta Zelenského s Donaldem Trumpem a jeho týmem ve Washingtonu Trumpova administrativa pozastavila veškerou vojenskou pomoc Ukrajině, včetně sdílení zpravodajských informací. Tento krok má údajně sloužit jako tlak na Kyjev, aby se ochotněji zapojil do mírových jednání s Ruskem. Viceprezident JD Vance nicméně prohlásil, že USA jsou ochotné obnovit jednání s Ukrajinou. Navzdory tomuto vývoji mají Evropští lídři v úmyslu sehrát aktivnější roli v zajištění bezpečnosti Ukrajiny a usilují o obnovení vztahů mezi Kyjevem a Washingtonem.

Britský premiér Keir Starmer představil čtyřbodový plán na zajištění budoucího míru na Ukrajině. Klíčovými body jsou pokračující vojenská pomoc Ukrajině, její účast na mírových jednáních, vytvoření odstrašujících mechanismů proti nové ruské invazi a zformování „koalice ochotných“ pro bezpečnostní záruky. Spojené království zároveň přislíbilo v přepočtu téměř 5 miliard dolarů na vojenskou podporu Ukrajiny, přičemž 2 miliardy budou použity na výrobu a nákup více než 5 000 protiletectvých střel. Francouzský prezident Emmanuel Macron pak přišel s návrhem na měsíční příměří, které by zakázalo útoky na infrastrukturu, ale nepožadovalo by zastavení bojů na zemi kvůli složitému monitorování fronty. V neposlední řadě pak nový německý kancléř Merz představil víceletý fiskální plán investic do průmyslu, infrastruktury a obrany.

Důsledky pozastavení americké pomoci jsou zatím omezené, protože poslední zásilka byla odeslána v lednu. Nicméně dlouhodobější zmrazení by mohlo vážně ovlivnit ukrajinskou obranyschopnost, zejména pokud jde o systémy protivzdušné obrany, které Evropa nemůže plně nahradit. Zároveň Rusko může situaci využít k eskalaci útoků s cílem vyčerpat ukrajinské síly. Evropa se snaží udržet vojenskou pomoc, zatímco USA pod Trumpem tlačí Ukrajinu do jednání s Ruskem a pozastavením pomoci zvyšují její zranitelnost. Ukrajinské státní dluhopisy v USD tak únor zakončily ještě v klidu. Břežnový vývoj ale na základě výše popsaných událostí přinesl 3–5% pokles cen.

MĚNY

Dolar proti euru poté, co leden strávil bez trendu v pásmu mezi 1,02 a 1,05, v únoru rovněž nic zásadnějšího nepředvedl. Většinu měsíce se pohyboval mezi 1,04 a 1,05 USD/EUR. **Polský zlotý** během ledna výrazně posílil, dostal se dokonce až na nejvyšší hodnotu od roku 2018 (4,20). Tento trend pak pokračoval i v únoru, kde se dostal až na 4,15 PLN/EUR. Důvodem je evidentně silná polská ekonomika, kde moment snížení sazeb ještě nenastal a část bankovní rady je přesvědčená, že nastane až v hloubi druhého pololetí. **Česká koruna** během února na chvíli posílila pod 25, koncem měsíce se však vrátila ke 25,10 CZK/EUR, kde byla i koncem ledna. **Maďarský forint** dále posílil a dostal se k hranici 400 forintů za euro.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ**DLUHOPISOVÝ TRH ČR**

Vzhledem k tomu, že ČNB se již dostala do momentu, kdy se sazby přiblížily neutrální úrovni, z domácího prostředí moc impulsů ke změnám výnosů na vládních dluhopisech nevidíme. Ano, rozpočet je stále v deficitu, ale podíváme-li se kolem sebe (v Polsku deficit kolem 5,5 % HDP; Slovensko v roce 2024 skoro 6 %, v roce 2025 4,5 %; Maďarsko 5 % v minulém roce a necelá 4 % v letošním) a uvážíme-li, že ani permanentní šestiprocentní či sedmiprocentní deficit v USA bolest hlavy dluhopisovým trhům nezpůsobují, je pravděpodobnější, že fiskál výrazným hybatelem výnosů nebude. Dle nás tak budou české výnosy ponejvíce sledovat vývoj v zahraničí a pohybovat se na desetileté splatnosti v pásmu 3,5–4,5 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská centrální banka je ohledně časování prvního snížení sazeb rozpolcená na dva tábory: jedni si myslí, že čas nastane již v první polovině roku, a druhý tábor, čítající i guvernéra, je přesvědčen, že se tak stane až později. Všichni se nicméně shodují, že pokles sazeb razantní nebude. Pokles výnosů kvůli poklesu domácích sazeb tak výrazný nebude, na druhé straně je zde ale vývoj fiskálu, který je z regionu nejhorší. Polské výnosy tak budou jen kolísat, ale zřetelně níž oproti stávajícím úrovním se v první polovině 2025 nedostanou.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Vzhledem k materializaci vrcholu inflačních tlaků s poklesem inflace blíž 40 % a kladným reálným úrokovým sazbám, předpokládáme stabilizaci vývoje měnového kurzu (díky udržování kladné reálné úrokové sazby v kombinaci se zpřísněním regulatorních požadavků mezibankovního trhu týkajících se likvidity) a další nárůst aktivity zahraničních investorů. Základním předpokladem je absence politicky motivovaných zásahů do složení centrální banky i personální stabilita na ministerstvu financí (zásadní postavou, na které stojí důvěra trhů, je ministr financí Mehmet Şimşek).

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Situace zejména na jižní frontě zůstává špatná. Postup ruské armády se sice aktuálně vyčerpal, projevuje se ale materiálová, muniční i výrazná početní převaha Rusů, na jejichž straně je i čas – čím déle bude současná podoba konfliktu bez výraznějších posunů trvat, tím lépe pro stranu agresora. Nová americká administrativa po prvotních optimistických očekáváních zcela otočila a de facto svými kroky aktivně brání Ukrajině v jakékoliv obraně. Nicméně primárním cílem je, zdá se, snaha o začátek jednání o příměří. Při pohledu do budoucna bude kromě možného startu vyjednávání důležité pokračování finanční podpory a případné poskytnutí 50 mld. USD ze zabavených ruských aktiv. Významnou změnou je pak sjednocení evropských států a, co se obrany týče, snížení jejich závislosti na USA.

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** čekáme, že se v nejbližších měsících vrátí výrazněji nad 1,05. Posttrumpovská euforie dle nás nevydrží a ukáže se, že spíše než zlatý věk, přináší Trumpova hospodářská politika Americe nejistotu a chaos. Nadto, velká divergence měnových politik ECB a FEDu, která je dnes zanesená zejména na americké straně, bude podle nás revidována směrem k o něco většímu očekávanému rozsahu snížení amerických sazeb. To vše posune dolar na slabší úroveň.

Česká koruna dle nás zůstane v nejbližších měsících bez výraznějšího trendu a bude, podobně jako v posledních měsících, jen oscilovat v pásmu 25–25,50 CZK/EUR. Sazby se blíží neutrální úrovni a výrazněji již neklesnou, což je pro korunu v prostředí poklesu sazeb ECB a FEDu pozitivní. Na druhé straně však platí, že česká ekonomika je růstově jedna z nejslabších v rámci EU a doléhá na ni úzké propojení s Německem. Pomocť koruně na silnější úroveň by mohla snad jen jestřábí ČNB a případné menší snížení sazeb FEDu či ECB, než jaké nyní trh očekává (což bude problém zejména u FEDu, kde jsou očekávání velmi mírná); na slabší úroveň by ji mohl poslat nárůst volatility a nervozity na finančních trzích. Nic z těchto faktorů však nemá dle nás dostatečnou intenzitu, aby se z takového případného pohybu stal alespoň několikátýdenní trend.

Polský zlotý dle nás ze stávajících pětiletých maxim nejspíš mírně zkoriguje do pásma 4,20–4,25 PLN/EUR. Pravděpodobněji je pak pobyt na silnějších úrovních tohoto pásma, protože polská centrální banka je i navzdory rozpolcenosti v průměru stále dost jestřábí. Podobně jako pro korunu či forint jsou jedinými riziky pro oslabení případná tržní slabost a nervozita na hlavních trzích.

Maďarský forint nemá důvod setrvaleji posilovat: úrokový diferenciál se dost smrštil a maďarské sazby nejsou dnes nijak dramaticky vzdálené od sazeb v USA. Navíc, maďarská ekonomika roste jen pozvolna, průmysl strádá pod tíhou vývoje v Německu a z politického hlediska je Maďarsko také problémem. Maďarský forint je tak dle nás v případě zhoršení situace na trzích nejzranitelnější regionální měnou. Po většinu nejbližších měsíců tak čekáme setrvalý pobyt nad hranicí 400 forintů za euro. Podporou forintu bude, že sazby už dále neklesají a že setrvale vyšší inflace postupně zvyšuje pravděpodobnost, že by mohly naopak posílit.

AKCIOVÝ TRH

Na akciové trhy máme z krátkodobého pohledu neutrální výhled, ze střednědobého mírně pozitivní. Krátkodobě vidíme zvýšená rizika primárně spojená s novou administrativou pod americkým prezidentem Trumpem. Velice nečitelná geopolitická situace při měnění dříve nastaveného světového řádu přináší spousty rizik. Ne každý handl skončí úspěchem nebo „vyjitím do ztracena“. Celní války mířené i na spojence mohou v konečném důsledku nejvíce dopadnout na samotné USA, kdy nejistota budoucích objednávek může vést k pozastavení investic nebo propouštění lidí. Pokles korporátních zisků a propad kapitálového trhu negativně dopadne na bohatství Američanů, atd. Proto jsme i na základě dražších hodnotových ukazatelů na americké společnosti negativní. Naopak prostor pro přesun nejen finančního kapitálu do Evropy může táhnout místní akcie výše. Hodnotové ukazatele evropských společností jsou výrazně levnější oproti americkým. Zároveň možné snížení byrokracie, revize nastavení energetického trhu, výdaje na obranu a snad revize hodnot povede k zatraktivnění místních akcií.

Nadále jsme pozitivní na středoevropské akcie, které se obchodují na úrovni přibližně 9násobku očekávaného P/E, což stále představuje dvouciferný diskont oproti období 2015–2019. Prognózy zisků (EPS) byly od začátku roku mírně revidovány směrem dolů – o 2 % pro rok 2025 a méně než o 1 % pro rok 2026. Zajímavě však došlo k pozitivním revizím u polských bank. Pokud by opravdu došlo k uzavření míru mezi Ukrajinou a Ruskem, s bezpečnostními zárukami proti dalšímu napadení ze strany Ruska, tak by se celý akciový region střední Evropy posunul výrazně výše.

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


wmm@conseq.cz


+420 225 988 200


www.conseq.cz/wm