Duben 2025

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

CONSEQ
JIŽ OD 1994

AKCIOVÉ INDEXY	
USA – S&P 500	–0,76 %
Evropa – DJ Stoxx 600	–1,21 %
Japonsko – Nikkei225	1,20 %
MSCI Emer. Mark.	1,04 %
ČR – PX	–4,14 %
Polsko – WIG30	2,72 %
Maďarsko – BUX	3,96 %

DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays	
USA	0,63 %
Evropa	1,96 %
ČR	1,48 %
Polsko	2,88 %
Maďarsko	2,26 %
Turecko*	0,23 %

* BofA Merrill Lynch index

MĚNY (pokles = posílení)	
USD/EUR	4,74 %
CZK/USD	–4,60 %
CZK/EUR	–0,07 %
PLN/EUR	2,16 %
HUF/EUR	0,44 %
TRY/EUR	6,69 %

KOMODITY	
Ropa Brent	–15,55 %
Zemní plyn	–19,25 %
Sil. elektřina	–3,37 %
Zlato	6,29 %
Stříbro	–6,01 %
Měď	–5,55 %

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Předstihové indikátory se vlivem chaosu, který působí prezident Trump, zhoršily.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle prvního odhadu **v 1. čtvrtletí 2025 +0,4 % q/q**, což je oproti poslednímu čtvrtletí minulého roku tempo dvounásobné. Meziroční tempo pak dosáhlo +1,2 %. Z velkých zemí rostlo nejrychleji Španělsko (+0,6 % q/q), následováno Itálií a Německem (+0,3 %, resp. +0,2 % q/q), nejpomaleji rostla Francie (+0,1 % q/q). Francie také jako obvykle zveřejnila společně s prvním odhadem i strukturu růstu. Domácí poptávka pouze stagnovala, pozitivní efekt tvorby zásob (příspěvek +0,5 p. b. k q/q růstu) byl skoro celý kompenzován negativním příspěvkem (–0,4 p. b.) čistého exportu. Růstová data za nejbližší čtvrtletí však budou vinou cel (i přes pozastavení „recipročních" cel jsou totiž základní cla vyšší, než byla koncem minulého roku) nejspíše horší.

V datech zveřejněných během dubna 2025 bylo nejdůležitější **mírné zhoršení předstihových indikátorů**.

Maloobchodní tržby po poklesu v posledním čtvrtletí minulého roku (o 0,3 % q/q) zaznamenaly v prvních dvou měsících roku letošního stejně velký růst (+0,3 %). Meziroční tempo růstu tedy dosáhlo v únoru +2,3 %. Nejlépe se mezi velkými zeměmi daří překvapivě Německu (+4,3 % r/r), nejhůře Itálii (–1,1 % r/r), a to i navzdory tomu, že v Itálii poklesla nezaměstnanost a klesá inflace.

Míra nezaměstnanosti klesla v únoru 2025 na historicky nejnižší úroveň, když po sezonním očistění dosáhla 6,1 %. 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 únoru 2024 byla 7,3 %, o rok později už jen 5,9 %.

Z historického hlediska stále **rostou vcelku rychle mzdy, byť jejich tempo koncem minulého roku zpomalilo**. **Kvartální tempo** růstu indexu nominálních nákladů práce **zpomalilo ve 4Q24 na +0,8 % q/q, což bylo nejpomalejší tempo od 2. čtvrtletí 2023**. Meziroční tempo zůstává po předchozích kvartálech, v nichž rostly nominální náklady práce o více než procento čtvrtletně, samozřejmě nadále relativně vysoké (+4,1 %).

I další ukazatel – meziroční **tempo růstu sjednaných mezd**, což je ukazatel, který bedlivě sleduje centrální banka – zvolnil. Zatímco ve třetím čtvrtletí tempo růstu dosáhlo +5,4 %, což bylo nejvíce v historii EMU, **ve čtvrtém čtvrtletí se tempo vrátilo níž (+4,1 %)**. Klíčové ale samozřejmě bude až první čtvrtletí letošního roku, jelikož ECB tvrdí, že data z roku 2024 stále ještě reflektují minulou inflaci a snahu zaměstnanců o její reálné vykompenzování, a že se v letošním roce situace uklidní.

Průmyslová produkce v posledním čtvrtletí minulého roku sice poklesla (–0,5 % q/q), **letošní rok ale začala dobře.** V lednu totiž přidala 0,6 % m/m, a to zásluhou Německa (+1,9 % m/m) a Itálie (+2,5 % m/m), **v únoru** pak byl růst ještě výraznější, **+1,1 % m/m**, když se na něm podílely tentokrát Španělsko a Německo (+0,9 % a +0,7 % m/m). Toto meziměsíční oživení je sice příjemné, meziročně jsou však čísla ve velkých zemích nadále v záporu: nejvíce u Německa (–3,7 %), nejméně u Francie (–0,3 %).

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu ukazuje náznaky **zlepšování**. Koncem prvního čtvrtletí totiž zaznamenal nejlepší výsledek (48,6 bodu) od ledna 2023 a počátkem druhého se dokonce index ještě o malinko (na **dubnových 48,7 bodu**) zlepšil, což znamená, že je **nejvýše od května 2022**. To je sice nadále pod hranicí 50 bodů, ale už nijak výrazně. To bylo vcelku překvapivé vzhledem k chaosu ohledně cel z USA, ale je možné, že se jedná jenom o přechodný efekt (růst indexu totiž byl hlavně zásluhou růstu nynější produkce, nikoliv zásluhou více vpřed hledících ukazatelů, jako jsou nové objednávky). Je také možné, že sentimentu pomohlo ohlášení zvýšených výdajů na zbrojení.

U **indexu IFO**, který mapuje podmínky v Německu samotném, jsme také zaznamenali **signály, že se věci obracejí k lepšímu**. V letošním roce se IFO z hodnot z konce minulého roku (82,8 v prosinci, 83,6 v průměru za celé 4. čtvrtletí) **zlepšil na dubnových 85,4 bodu**. Důvodem je mírné zlepšení očekávání: stávající situace se sice nezměnila, výhled narostl na 87,9 bodu (vs. 84,7 koncem roku, ale také vs. 89,2 bodu v březnu). Na IFO tak nejspíš působí dva protichůdné vlivy: na jedné straně Trumpova cla, na druhé straně ohlášení výrazného růstu výdajů na zbrojení.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

V sektoru služeb je dle indexu PMI situace ve srovnání s průmyslem lepší, byť v dubnu došlo k jistému zhoršení. Zatímco v prvním čtvrtletí se index držel nad 50 (leden: 51,3 bodu, únor: 50,6 bodu, březen: 51 bodů), počátkem 2. čtvrtletí došlo k návratu pod hranici 50 bodů, a tedy na pětiměsíční minimum (**duben: 49,7 bodu**). Poprvé od února 2024 klesla totiž stávající aktivita, což stačilo na to, aby se celý index vrátil do teritoria (mírné) kontrakce.

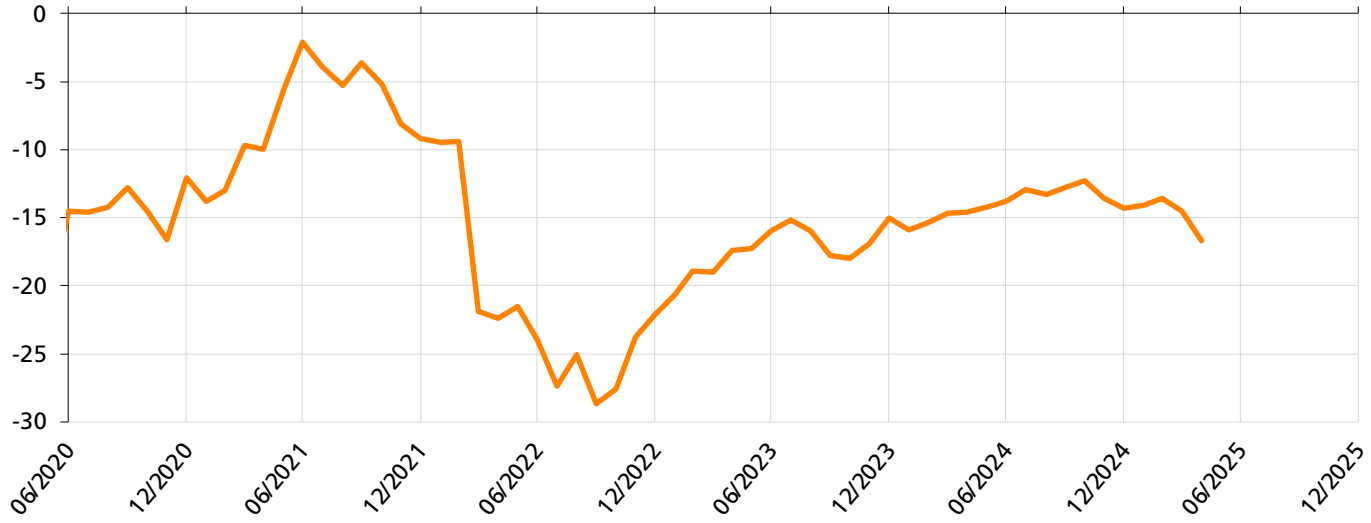
Výrazné zhoršení jsme v říjnu zaznamenali u důvěry domácností. Ta i navzdory tomu, že reálné mzdy rostou a nezaměstnanost je na historickém minimu, slábla už od lokálního maxima z října 2024 (–12,3 bodu). **V dubnu** (z březnových –13,6 bodu) na **–16,7 bodu** se **dostala nejníže od listopadu 2023**. Důvěra domácností se zhoršila ve všech oblastech: výhled příští finanční situace, ochota činit větší nákupy i obecná ekonomická situace v zemi. To vše je evidentně důsledek chaosu v Americe.

Jádrová inflace se již před časem dostala na úrovně, které (nestane-li se v nejádrovém cenovém okruhu něco negativního) jsou konzistentní s plněním inflačního cíle ECB, stanoveného jako celková inflace nacházející se *„poblíž, ale pod 2 procenty"*. V posledních třech měsících do března 2025 totiž jádrová inflace přidala pouze 0,6 % a za poslední pololetí 1,1 %. **Meziroční celková inflace dosáhla v březnu 2,2 %, jádrová pak 2,4 %.**

ECB v dubnu opět snížila (–0,25 p. b. na 2,25 %). Poté, co Trumpova cla hrozí zpomalit ekonomiku eurozóny, nebylo vůbec překvapením, že ECB opustila relativně jestřábí rétoriku z minula a sazby snížila. Lagardeová řekla, že vidí *„výjimečnou nejistotu"*, které ekonomika čelí, a že jejím původcem jsou *„nové bariéry v obchodě"*. I prohlášení po zasedání bylo holubičí.

Spotřebitelská důvěra se zhoršila.

Spotřebitelská důvěra v EMU



***Zdroj**: EC, dostupné ZDE.*

USA

Extrémní růst dovozu stáhl americkou ekonomiku do červených čísel. A zhoršující se měkké indikátory hrozí, že v červených číslech i zůstane.

Růst americké ekonomiky se v prvním čtvrtletí propadl do červených čísel: (anualizované) tempo poklesu dosáhlo –0,3 %, což bylo poprvé od prvního čtvrtletí 2022, kdy HDP poklesl. Důvod byl jediný: dramatický nárůst dovozů do USA, který stáhl jinak solidní čísla do záporu. Příspěvek dovozů k HDP totiž dosáhl –5 p. b., což je druhý nejhorší výsledek od roku 1970 (horší bylo jen post-covidové otevírání ekonomiky ve 3. čtvrtletí 2020, kdy byl příspěvek –7,5 p. b.). Zbylá data byla dobrá: fixní investice přidaly 1,3 p. b., poptávka domácností 1,2 p. b. (to bylo ovšem nejméně od 2. čtvrtletí 2022). Zde je však namístě očekávat výrazné zhoršení ve druhém a třetím čtvrtletí, a to jako důsledek růstu nervozity firem kvůli chaosu kolem cel.

Měsíční makroekonomická data zveřejněná během dubna 2025 byla smíšená: tvrdá data jsou nadále dobrá, předstihové indikátory a důvěra se zhoršily.

Reálné maloobchodní tržby po solidním třetím (+1,2 % q/q) i čtvrtém (+1,2 % q/q) čtvrtletí minulého roku zaznamenaly v prvním čtvrtletí letošního roku stagnaci. Ta byla důsledkem výrazného poklesu (–1,3 % m/m) v lednu a mírného poklesu v únoru (–0,2 % m/m), které ani **růst v březnu (+1,5 % m/m)** nedokázal zvrátit. Mnohem důležitější však budou data za duben a květen: chaos prvních měsíců vlády nového prezidenta totiž výrazně narušil spotřebitelskou důvěru. Jedna ilustrace za všechny: obavy ze ztráty zaměstnání (zjišťované v rámci průzkumu prováděného Michiganskou univerzitou) narostly nejvíce od velké finanční krize v letech 2007–2008.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Trh práce je z historického pohledu nadále silný, i když přece jenom mírně ochladil. Míra nezaměstnanosti už nedosahuje hodnot pod 4 %, ale nachází se na, anebo těsně nad touto hranicí: **v únoru 4,1 %, v březnu 4,2 %**. Březnová 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) dosáhla v březnu 7,9 %, což bylo meziročně o 0,6 p. b. více. Vzhledem k chaosu Trumpovy administrativy a dopadům na důvěru firem a domácností lze čekat, že se tento ukazatel bude spíše zhoršovat.

Dle průzkumu JOLTS v dosáhla **míra volných míst v březnu 4,3 %** (stejně jako třeba v září 2024). Tato hodnota je sice znatelně nižší, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022). a nižší než před rokem (4,9 %), je však také citelně vyšší než dvacetiletý předpandemický průměr (3,1 %). Normalizace tak v tomto směru postupuje velmi opatrně, domníváme se však, že chaos Trumpovy administrativy tuto míru do konce prvního pololetí dále sníží. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je stále nízký: v prvních 4 letošních měsících prozatím 221 tis.

Meziroční tempo růstu mezd je od druhé poloviny minulého roku stabilizované. Dle dat z průzkumu CES (Current Employment Statistics) dosáhlo meziroční tempo růstu mezd v březnu 3,8 %, což je tempo pouze o 0,2 p. b. pomalejší než průměr druhé poloviny 2024. **Kvartální dynamika dosáhla ve třech měsících do března 0,9 %** a pololetní 1,9 %, takže i tato dynamika ukazuje, že r/r tempo růstu bude i nadále zřejmě kolem 4 %.

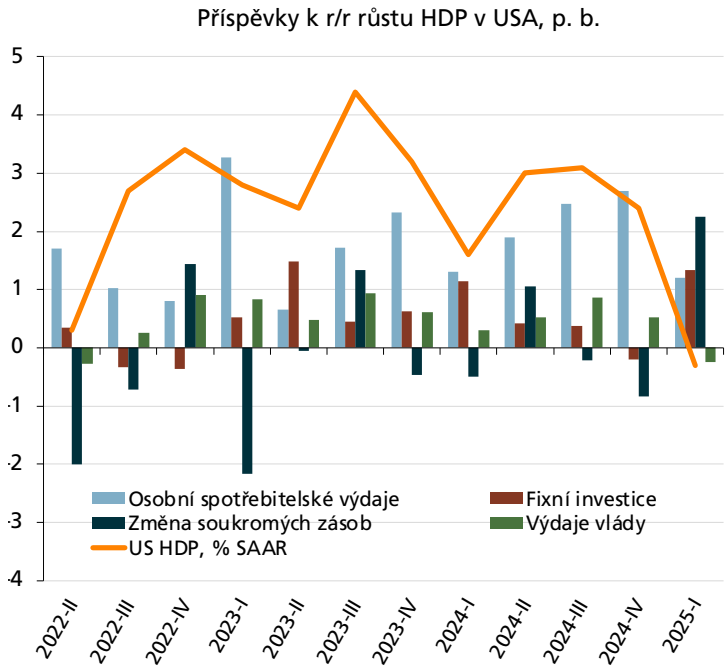
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a zbraní), které se v minulém roce moc nezměnily (v prosinci 2024 byly jen o 0,7 % vyšší než v prosinci 2023), v letošním prvním čtvrtletí přidaly 0,8 % q/q, což také není nijak výrazné silné tempo. **Meziročně byly koncem prvního čtvrtletí o 1,8 % vyšší.**

Reálná průmyslová produkce od prosince do února překvapivě silně vzrostla: v prosinci přidala 1,1 %, v lednu 0,2 % a v únoru 0,9 %. To znamenalo, že čtvrtletní tempo za tyto 3 měsíce (+2,2 %) bylo nejrychlejší od prosince 2022. Jedním z možných důvodů tohoto je urychlení produkce z důvodu hrozby cel a odvetných cel. **Konec prvního čtvrtletí pak přinesl mírný pokles** (–0,3 % m/m), což znamenalo, že meziroční tempo růstu produkce dosáhlo +1,3 %. Podobně jako u tržeb budou zajímavé spíše další měsíce: je totiž možné, že minulé měsíce byly ovlivněné hrozbou zavedení cel (průmysl, který samozřejmě potřebuje spoustu věcí z dovozu, mohl v předtuše cel preventivně a přechodně zvýšit produkci).

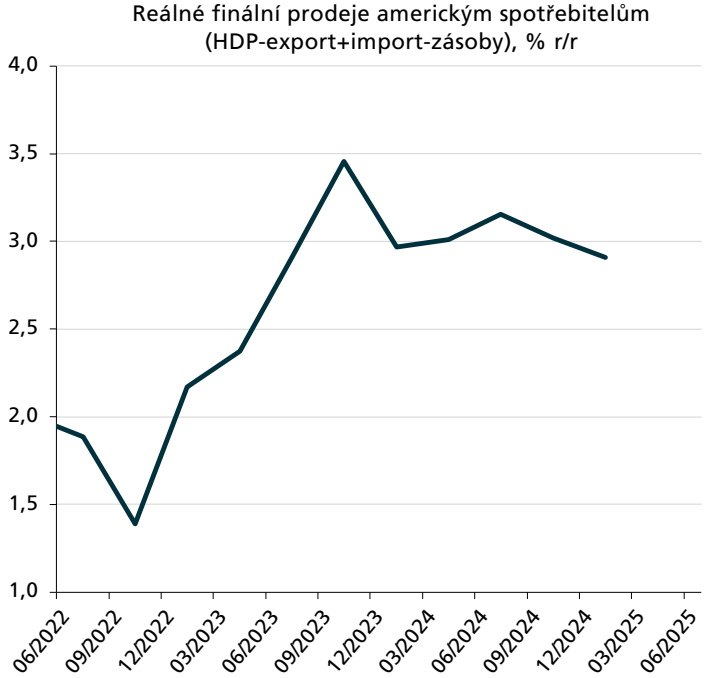
Inflace zůstává ve své jádrové složce lehce zvýšená: **jádrová PCE inflace** v březnu sice jen stagnovala, **v posledních třech měsících však přidala 0,9 % a v posledním pololetí 1,5 %.** Její kvartální i pololetní dynamika jsou tedy od cíle FEDu stále mírně vzdálené. Vzhledem k síle poptávky (reálné finální prodeje americkým spotřebitelům rostly tempem 2,9 % v 1Q25, což je jen o desetinku pomalejší než ve 4Q24) a k velkému deficitu by nepřekvapilo ani vyšší inflační číslo.

Centrální banka v dubnu nezasedala a v březnu ponechala sazby bez změny. V nové prognóze snížila tempo růstu pro letošní rok (na 1,7 %) a zvýšila inflaci (na 2,7 %). Na tiskovce pak Powell řekl, že *„plány prezidenta Trumpa ovlivnily výhled centrální banky na inflaci i růst"*. Není divu, a centrální bance není co závidět. Na jedné straně totiž cla zvýší cenovou hladinu, na druhé straně také nejspíš povedou k nižší zaměstnanosti.

Výrazný růst dovozů způsobil první pokles HDP od 2022, domácí poptávka je však stále silná.



Zdroj: *BEA.gov pro růst HDP (dostupné ZDE)*



Zdroj: *FRED pro finální prodeje (dostupné ZDE).*

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Ekonomika pokračuje v růstu anualizovaným tempem zhruba +2 %. Inflace je jen lehce nad cílem centrální banky.

Dle prvního odhadu růstu **HDP za 1. čtvrtletí 2025** dosáhlo jeho tempo **+0,5 % q/q** (a tedy +2 % r/r); to je o něco slabší kvartální dynamika než ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku (**+0,7 % q/q**). ČSÚ prozatím nezveřejnil strukturu růstu, informoval pouze, že kvartální růst byl hlavně díky spotřebě domácností. To je důsledek solidního reálného růstu příjmů (pokračující nominální růst mezd tempem +6 %, inflace 2–3 %) a stále napjatého trhu práce.

Průmyslová produkce v lednu 2025 nejdřív meziměsíčně poklesla o 0,8 %, **v únoru však růstem o 1,7 %** tento pokles více než vymazala. Meziroční tempo bylo +1,5 %, na což ale měla zásadní vliv *„nízká srovnávací základna z loňského února ve výrobě a rozvodu elektřiny a plynu“* (ovlivněná klimatickými podmínkami). Hodnota nových zakázek však klesla o 1,3 %, a to zejména vinou poklesu doma (–3,1 %).

Podobně jako v Německu i v ČR **předstihové indikátory naznačují opatrné zlepšení**. **Index PMI**, který ve čtvrtém čtvrtletí dosáhl jen 46 bodů, se v prvním čtvrtletí kontinuálně zlepšoval, až jeho průměrná hodnota dosáhla 47,5 bodu. Zásluhou prvního růstu nových objednávek od února 2022 se pak **počátkem druhého čtvrtletí zlepšil na 48,9 bodu**. Vzhledem k chaosu s cly v Americe však nevidíme jako příliš pravděpodobné, že by tento radostný trend pokračoval i v dalších měsících: podmínky v zahraničním obchodě, který je pro malou otevřenou českou ekonomiku stěžejní, se evidentně zhoršily.

Maloobchodní tržby meziměsíčně neklesly v žádném měsíci od května minulého roku, a leden ani únor 2025 nebyly výjimkou. **V lednu** nakonec tržby **přidaly 0,2 % m/m, v únoru pak 0,3 % m/m**, což jsou tempa kladná, byť nijak výjimečná. Kvartální dynamika se již půl roku nijak nezlepšuje: **v posledních 3 měsících do února přidaly tržby 1 %, v posledním pololetí pak 1,8 %**. Jinými slovy: zdá se, že se dynamika tržeb stabilizovala kolem ročního tempa zhruba +4 %. V prostředí, kde reálné mzdy rostou tempem 4–4,5 % ročně, to je ale vcelku očekávatelné tempo. Vyššímu tempu by pomohl pokles míry úspor, což se však neděje.

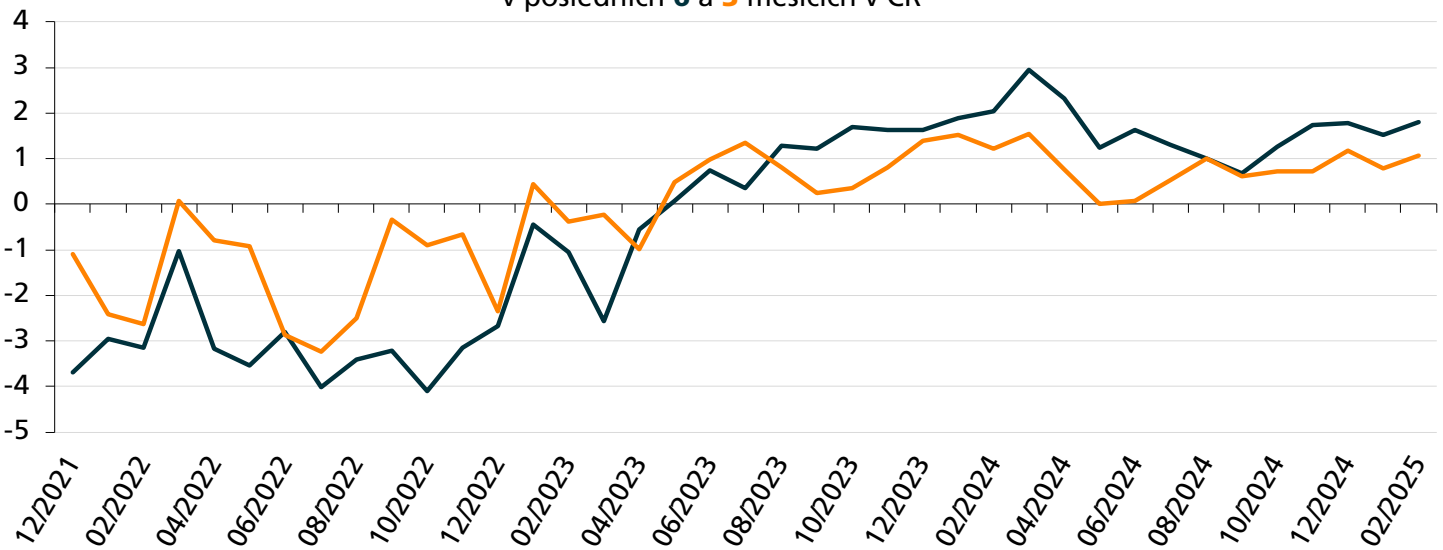
Důvěra domácností v posledních 4 měsících kolísá lehce pod dlouhodobým průměrem: v dubnu dosáhla –12,5 bodu, historický průměr je –11,9 bodu. **Větší zhoršení** (z 11,2 v březnu, což byla nejvyšší hodnota od července 2022) jsme zaznamenali u důvěry **firem**. Zřejmě vinou amerických cel se důvěra **v dubnu propadla na 7,8 bodu**, tj. nejníže od minulého října.

Česká měnově-politická inflace v březnu 2025 přidala 0,1 % m/m, tj. stejně jako v únoru, a **v meziročním vyjádření tedy dosáhla 2,5 %**. Poptávková inflace byla v lednu i v únoru shodně 0,5 % m/m, v březnu pak 0,05 %; meziroční tempo tedy dosáhlo 2,5 %. Její kvartální dynamika je v souladu s předpandemickými lety. **Jediným místem se zvýšenou inflací tak jsou nadále služby**: ty totiž i zkraje roku pokračují v růstu. V lednu přidaly 1 % m/m, v únoru 0,7 % m/m a v březnu 0,2 %, **meziroční tempo tak dosáhlo 4,5 % r/r** (ceny zboží přitom rostly tempem jen 1,6 %). U služeb rostou i ryze poptávkové položky: ceny stravovacích služeb jsou třeba meziročně o 4,7 % vyšší, ceny ubytování o 8,7 %.

ČNB na zasedání koncem března ponechala úrokové sazby beze změny, tj. na 3,75 %. Důvodem bylo, že Bankovní rada vyhodnotila rizika poslední prognózy jako proinflační, zejména proto, jak se vyvíjejí ceny služeb. K tomu se z vnějšího prostředí přidává riziko eskalace obchodní války, což by vedlo k nárůstu cenové hladiny, který by se mohl propsat (na stále napjatém trhu práce) do *„zvýšených mzdových požadavků v soukromém i veřejném sektoru“*. Příští zasedání rady se koná 7. 5. 2025.

Dynamika maloobchodních tržeb se ustálila kolem procenta čtvrtletně.

Kumulativní celkový růst (v %) reálných maloobchodních tržeb v posledních **6** a **3** měsících v ČR



***Zdroj**: ČSÚ, dostupné ZDE.*

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

Ekonomika v prvním čtvrtletí nejspíš rostla velmi pomalu. Zlepšují se vyhlídky průmyslu, centrální banka se blíží prvnímu snížení sazeb.

Růstová data za první čtvrtletí zatím k dispozici nemáme. Z měsíčních dat plyne, že růst v prvním čtvrtletí letošního roku byl určitě výrazně pomalejší než překvapivě silný růst ve čtvrtém čtvrtletí roku minulého (+1,3 % q/q).

Průmyslová produkce po růstu ve čtvrtém čtvrtletí (+0,6 %) **v prvním čtvrtletí letošního roku poklesla**: v lednu vzrostla produkce o 0,5 % m/m, v únoru však mírně (–0,2 %) a v **březnu** znatelněji **(–0,7 % m/m) poklesla**. V meziročním vyjádření tak byla produkce za první čtvrtletí jen o 0,9 % vyšší než v 1. čtvrtletí 2024. Nejvýrazněji produkci táhly dolů dva sektory: těžba (–5,9 % r/r v 1Q25) a produkce elektřiny a plynu (–1,1 % r/r v 1Q25). Zpracovatelskému sektoru se dařilo (+3 %).

To ostatně naznačoval index PMI. Ten se totiž v únoru po skoro třech letech vrátil do růstového teritoria, když se zásluhou růstu produkce i nových objednávek (což byla shoda, jež nastala po dlouhých třech letech) dostal na 50,6 bodu (vs. 48,8 bodu v lednu). A ještě o malinko lepší výsledek (50,7 bodu) zaznamenal pak index PMI v březnu: poprvé za více než tři roky totiž vzrostly exportní objednávky. **V dubnu setrval index nad hranicí 50 bodů, když dosáhl 50,2 bodu. Hlavní zásluhu na tom měl nejrychlejší růst produkce od února 2022.** Bohužel, výhled se zhoršil. Nové objednávky sice klesly jenom velmi mírně, důvěra se však zhroutila: tzv. Future Output subindex, který je součástí PMI, se totiž v dubnu propadl třetím nejrychlejším tempem v historii (horší byly jenom pandemické měsíce březen a duben 2020).

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. V prvním čtvrtletí letošního roku však klesly: **v lednu i v březnu sice rostly (+0,6 % m/m a +1,9 % m/m), v únoru však výrazně (o 3,2 % m/m) poklesly.** Za první tři měsíce letošního roku jsou **tržby vyšší meziročně o 1,4 %**, a to zejména zásluhou pokračujícího růstu prodejů aut (+13,6 % r/r), oblečení (+8,2 %) a vybavení domácností (+7,9 %). Klesají tržby za potraviny (–3,4 %).

Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká: od poloviny roku 2023 se drží v úzkém pásmu 5–5,2 %. V letošním roce je tomu stejně: v lednu 5,2 %, **v únoru a v březnu pak 5,1 %**. Mzdy stále rostou vcelku rychle, ale jejich tempo již zpomalilo z dvouciferných temp, která jsme viděli v minulém roce, na tempa kolem 7–8 %. **V březnu** dosáhlo **meziroční tempo růstu nominálních mezd 7,7 %** (na 9055 PLN, tj. skoro 53 tis. Kč).

Inflace počátkem roku nejdřív překvapila negativně, když dle předběžných informací v lednu přidala 5,3 % r/r, což bylo výrazně nad konsensuálním očekáváním trhu (5 %). Na meziměsíčním základě vzrostly ceny o rovné 1 %, což bylo výrazně rychlejší než např. v lednu roku 2024 (+0,4 %). V polovině března však statistický úřad (jako každoročně) zveřejnil upravené váhy, což ale tentokrát vedlo k výraznému poklesu inflace (o 0,4 p. b. na m/m i r/r bázi oproti původnímu odhadu). Na úroveň roku 2020 totiž klesly váhy potravin, další pokles byl u bydlení a energií; nahoru šly váhy dopravy a dovolených. **V březnu setrvala meziroční inflace na lednové i únorové hodnotě (4,9 %), jádrová dosáhla stejně jako v únoru 3,6 %. Dynamika jádrové inflace v letošním roce zatím kopíruje minulý rok:** 0,5 % m/m v lednu a 0,4 % m/m v únoru i v březnu.

Centrální banka poté, co ještě ve druhé polovině roku 2023 sazby snížila, je vzhledem k rostoucím mzdám a oživení ekonomiky **od té doby, poslední zasedání nevyjímaje, ponechala beze změny, tj. na 5,75 %**. Centrální banka ve svém vyjádření po dubnovém zasedání však nasadila znatelně více holubičí tón. Vzhledem k vývoji inflace (která je nižší, než polská centrální banka čekala) a k rizikům ve světě (hrozba zpomalení v USA, slabší obchod vlivem cel) očekáváme, že v nejbližších měsících přijde první snížení sazeb.

MAĎARSKO

Maďarská ekonomika nadále roste velmi pomalu. Centrální banka přesto zůstává opatrná a sazby nesnižuje.

Ekonomika v prvním čtvrtletí dle prvního odhadu mezičtvrtletně poklesla o 0,2 %, což je v souladu s celkových obrázkem maďarské ekonomiky minulého roku (dva poklesy o 0,2 % a 0,6 % ve druhém a třetím čtvrtletí, následované růstem o 0,5 % q/q v posledním). V meziročním vyjádření ekonomika po očištění o kalendářní vlivy klesla o 0,4 %. **Žádná jiná data prozatím maďarský** statistický úřad nezveřejnil (stane se tak až za měsíc), ve struktuře však dle nás bude pozitivní příspěvek od poptávky domácností, negativní pak ze strany investic i zahraničního obchodu.

Dynamika maloobchodních tržeb, které za celý minulý rok přidaly 2,6 %, zůstala totiž dobrá i počátkem roku letošního. **V lednu tržby přidaly 2,2 % m/m, a i když v únoru** o 0,6 % m/m poklesly, **na celkově kladný růst v 1. čtvrtletí to nejspíš stačit bude.** Meziroční tempo **v únoru** dosáhlo 3,4 %, a to za přispění všech hlavních kategorií.

Z makroekonomického hlediska takový vývoj dává smysl. **Míra nezaměstnanosti v posledních třech měsících do března 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 vysokým tempem, byť jeho dynamika proti minulým letem přece jenom zvolňuje**: v lednu 2025 přidaly mzdy 10,4 % r/r, **v únoru 9,3 %**. Reálné mzdy tedy stále rostou kladným tempem zhruba 4–5 %.

Průmyslová produkce je slabší než v jiných zemích regionu. V letošním roce začala produkce **lednovým růstem o 0,8 % m/m, následoval však únorový pokles o 1,3 %**. Meziroční tempo poklesu dosáhlo v únoru bezmála 8 % a za první dva měsíce 6,4 %. Není divu, produkce v elektrotechnickém sektoru propadla o 27 %, produkce v objemově největším sektoru dopravní techniky klesla o 7 %. A to vše i v situaci, kdy se v únoru maďarský index PMI se svými 51,1 body dostal – a v březnu svou hodnotou 51,2 bodu tam setrval – nad hranici oddělující expanzi od kontrakce. V Maďarsku skutečně nemá příliš cenu sledovat index PMI.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Celková inflace v lednu 2025 meziměsíčně vzrostla o 1,5 %, v únoru o 0,8 % a **v březnu stagnovala**, což znamenalo, že její meziroční tempo se v březnu dostalo na 4,7 %. **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 %, s únorovým růstem o 0,6 % **a s březnovým růstem o 0,3 % také výrazně meziročně zvedla**. Zatímco v prosinci byla 4,7 %, **v březnu** se dostala na **5,7 %**. Hlavním faktorem růstu cen jsou (na domácí poptávku citlivé) služby, které v březnu přidaly 7,5 % (nájemné +11,8 %, opravy vozidel či bydlení +10 % atd.).

Maďarská centrální banka (NBH) si dává od října 2024 pauzu. Hlavní sazba tak zůstává na 6,5 %, O/N depozitní a O/N zápůjční sazby na 5,5 %, resp. na 7,5 %. Na zasedání koncem dubna opět zazněly „opatrnost" a „trpělivost" jako ústřední faktory určující nastavení měnové politiky. Dle centrální banky cla zhoršují výhled růstu ekonomiky i inflační výhled a nejistota na finančních trzích je pak negativní pro forint. Rizikem jsou i stále zvýšená inflační očekávání (8–10 %). V nejbližších měsících tak dle nás zůstanou sazby stabilní.

ROPA (WTI)

Poté, co Trumpovo ohlášení cel ukončilo předchozí nudné pásmové obchodování s ropou a stlačilo její cenu počátkem dubna až pod hranici 65 dolarů za barel, se během dubna dostala ropa až pod hranici 60 dolarů za barel. Trhy se evidentně obávají, že chaos Trumpovy administrativy vyvolá výrazné zpomalení růstu.

AKCIOVÉ TRHY

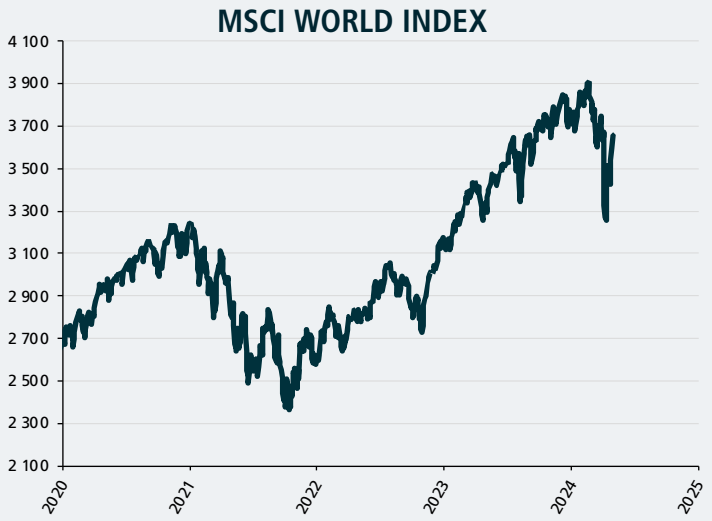
Duben přinesl **zvýšenou volatilitu na akciových trzích** v důsledku ostré rétoriky USA ohledně nových cel vůči Číně. Měsíc odstartoval **oznámením prezidenta Trumpa o zavedení cel**, která byla širší a tvrdší, než se očekávalo. Akciové trhy bezprostředně reagovaly výprodejem a index volatility VIX vyskočil na hodnotu 60 – nejvyšší úroveň od pandemie.

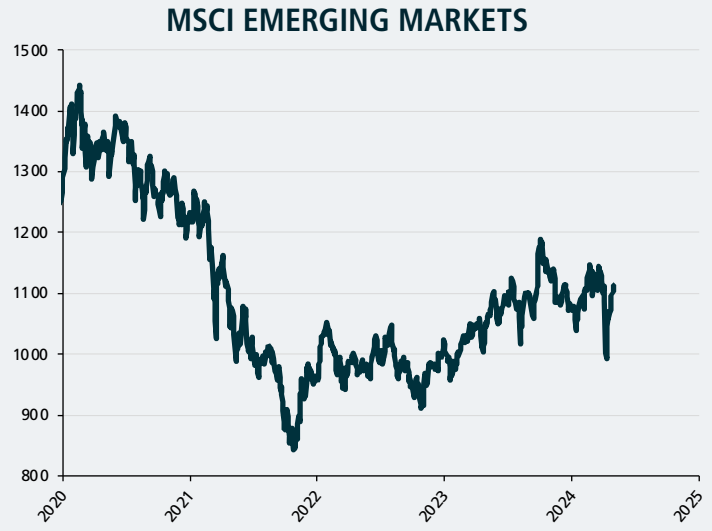
Akcie však část ztrát rychle umazaly poté, co prezident Trump svůj postoj zmírnil. Oznámil 90denní odklad zavedení recipročně zaměřených cel pro země, které dosud nezavedly odvetná opatření, a také odstranění cel na vybrané elektronické produkty. Napětí mezi **USA a Čínou se mírně uvolnilo**, když **americká administrativa přistoupila ke smířlivější rétorice**, zvláště pomohla změna komunikace s upozaděním prezidenta Trumpa a s vyšší orientací na formálnější prezentaci skrze ministry a mluvčí.

Zhruba **od poloviny měsíce** se tak **zájem investorů přesunul ke kvalitním růstovým akciím**. Technologické tituly si pak vedly dobře, podpořeny zvláště solidními zisky za první čtvrtletí a optimistickými výhledy. **Výsledková sezóna** ukázala, že **většina firem si drží silné fundamenty** – téměř čtyři z pěti společností v indexu S&P 500 překonaly odhady zisků. Těžké období, co se týká výsledků společností a ekonomik, však přijde až ve druhém čtvrtletí. Index S&P 500 tak v dubnu meziměsíčně ztratil 0,8 %.

Globálně **neutrálně skončily evropské** (index MSCI Europe ex UK: –0,4 %) **a asijské trhy**, kde odeznění inflačních tlaků a stimulační opatření centrálních bank vytvořily pozitivní prostředí.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ





Zdroj: *Bloomberg*

AKCIOVÉ TRHY

Z pohledu sektorů dominovaly technologie a komunikace, zatímco energie výrazně zaostávala kvůli poklesu cen ropy. Zlato profitovalo z nejistoty na trzích a dosáhlo nového historického maxima 3 500 USD za unci. Naopak ceny komodit obecně oslabily, zejména kvůli poklesu cen ropy a průmyslových kovů.

V dubnu 2025 čelily akciové trhy střední a východní Evropy (CEE) zvýšené volatilitě, způsobené globálním obchodním napětím a geopolitickými nejistotami. Navzdory těmto výzvám si region udržel relativní stabilitu, přičemž některé trhy zaznamenaly pozitivní vývoj. Pozitivního zhodnocení **+2,7 % dosáhl polský index WIG 30**, kdy největšími kladnými kontributory byly společnosti utilit (Tauron: +19,5 %) a spotřebitelského sektoru (Pepco, Dino Polska). **Český index skončil v mírném mínusu**, se zápornou výkonností především akcií bank a skupiny ČEZ. Jedinou kladnou vlaštovkou byly akcie pojišťovny VIG (+1 %). Před blížícími se prezidentskými volbami **v Rumunsku panovala opatrná nálada** i na rumunských akciích, index BET: –2 % meziměsíčně.

Akcie na **rozvíjejících se trzích zakončily** volatilní měsíc nakonec **pozitivně**, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal lehce přes 1 %. Očekávané oznámení nových cel americkou administrativou svým rozsahem trhy poměrně překvapilo, dopad na jednotlivé trhy pak rezonoval s výší oznámených cel. Důležitým faktorem byl také **slábnoucí dolar**, což bylo pro rozvíjející se trhy pozitivní. Nejvíce se **dařilo akciím v Latinské Americe** (MSCI Latin America USD: +6,3 %). **Mexiko bylo ušetřeno zavedení nových cel**, brazilským akciím pomohla pro změnu sílící měna a také fakt, že stojí poměrně stranou celní války. Indickým akciím se také dařilo (+3,7 %), trhům pomohlo snížení úrokových sazeb a lepší výhled na inflaci. Čína reagovala na zvýšení cel stejným způsobem, následující eskalace měla za následek pokles tamních trhů. Domácí index CSI300 ztratil 3 %, akcie v Hongkongu pak ztratily 4,3 %. Aktuální výše cel bude mít velmi výrazný dopad na obchod se Spojenými státy, vyhlídky nyní směřují na očekávaná jednání a na možnou fiskální podporu čínské vlády. **Tureckým akciím se vůbec nedařilo**, což bylo odrazem slábnoucí měny, politické nejistoty a neočekávaným zvýšením úrokových sazeb.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Evropské výnosy v dubnu poklesly s tím, jak se vlivem „Trumpových" cel zvýšily obavy z hospodářského útlumu. Německé dvouleté výnosy poklesly o 36 b. b. pod 1,7 %, desetileté o 30 b. b. na 2,45 %. Podobný vývoj byl k vidění i v USA, pohyby však byly na delších částech křivky menší: dvouleté výnosy klesly o 28 b. b. (na 3,6 %), desetileté jen o 5 b. b. na 4,16 %: na delší část křivky totiž působily obavy investorů, že cla v USA dlouhodobě zvýší inflaci.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) přidal za duben v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR zhruba stejně (+0,13 %) jako v předcházejících měsících; u jejich spekulativních protějšků došlo k nárůstu o 0,15 % (vs. –1 % v březnu). V případě dolarových instrumentů investičního stupně poklesl TRI v dubnu (stejně jako v březnu) o 0,3 %, v případě spekulativních pak prakticky stagnoval (+0,1 %). Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR pokračovaly v růstu: po březnu, kdy přidaly 14 % u spekulativních a 18 % u investičních instrumentů, vzrostly v dubnu shodně o 7 %.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

U české výnosové křivky byly pohyby v dubnu primárně pod vlivem vývoje v Německu. Dvouletý výnos poklesl sice jen o 7 b. b. na 3,4 %, pohyb desetiletého však již plně kopíroval německý Bund, když poklesl o více než 20 b. b. pod 4,1 %. Dominantní přitom byly obavy investorů z evropského hospodářského ochlazení v důsledku celních válek a v důsledku sílícího očekávání pokračující redukce úrokových sazeb ze strany ECB.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku křivka výrazně poklesla (ceny vládních dluhopisů, především těch s dlouhou dobou do splatnosti, tedy výrazně vzrostly), a to v kombinaci rostoucích očekávání na pokles sazeb měnověpolitických sazeb (polská centrální banka je výrazně výš než česká, v posledních týdnech začala být holubičí) a vlivu poklesu zahraničních (německých) výnosů. Dvouletý výnos tak klesl o 70 b. b. na 4,35 %, desetiletý o bezmála 50 b. b. pod 5,5 %.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Vývoj na Ukrajině pokračuje ve stejném směru, jako v předešlých týdnech – pokračující jednání přerušení bojů, maximalistické požadavky Ruska směrem k případné mírové dohodě doprovázené raketovými útoky na civilní ukrajinské cíle. Pravděpodobnost dosažení alespoň částečné a krátkodobé dohody sice vzrostla, Rusko nicméně dává najevo, že zájem o její dodržování bude vždy na druhém místě (po získání kontroly nad nyní částečně okupovanými částmi Ukrajiny). Ceny ukrajinských státních dluhopisů v USD v dubnu odmazaly zhruba třetinu březnových poklesů, nicméně zůstávají na nižších úrovních.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Finanční trhy v Turecku zažily v průběhu března výraznou volatilitu kvůli nárůstu politického rizika. Hlavním faktorem byla situace kolem starosty Istanbulu Ekrema Imamoglua, významného politického oponenta prezidenta Erdogana. Imamoglu byl 19. března zadržen a 23. března oficiálně obviněn z korupce. Imamoglu je populární postavou opozice a jeho zatčení vyvolalo největší protesty za posledních deset let a lidé v ulicích protestovali až do konce března. Turecká měna reagovala prudkým oslabením, stejně, jako ceny vládních dluhopisů. Centrální banka zareagovala zvýšením úrokových sazeb a silnými intervencemi na měnovém trhu s cílem stabilizovat liru. Ceny tureckých státních dluhopisů se v důsledku výše popsaných událostí výrazně propadly. Duben přinesl pomalou stabilizaci zejména cen dluhopisů, kurz liry měl ovšem nadále tendenci, byť mírněji, oslabovat.

DLUHOPISOVÉ TRHY

MĚNY

Dolar proti euru v březnu výrazně oslabil. Mohla za to chaotická hospodářská politika prezidenta Trumpa i rozplynutí (naprosto nesmyslných) představ, že Trumpovo zvolení povede k léta neviděnému bouřlivému růstu. Z úrovní kolem 1,04 se vrátil až na dohled 1,10. V nastoupeném trendu pak pokračoval i dubnu, kdy oslabil až k 1,15 USD/EUR. Z regionálních měn se chaos kolem cel dotkl jen Polska a Maďarska. **Polský zlotý** během dubna oslabil ze 4,17 až do pásma 4,27–4,30 PLN/EUR. **Maďarský forint** oslabil z úrovní lehce pod 400 v březnu do pásma 405–410 HUF/EUR v dubnu. **Česká koruna** během dubna sice na chvíli oslabila až k 25,30, celý tento skok však záhy smazala a koncem dubna už opět byla, stejně jako koncem března, pod hranicí 25 korun 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 silnější impulsy k případnému poklesu výnosů na vládních dluhopisech nevidíme. Rozpočet je a zůstane v deficitu, je však nutno říci, že ve výrazně nižším než v okolních zemích (v Polsku deficit kolem 5,5 % HDP, Slovensko v roce 2024 skoro 6 %, v roce 2025 4,5 %, Maďarsko 4,9 % v minulém roce a necelá 4 % v letošním). Pokud nedojde k výraznému hospodářskému ochlazení v Evropě z titulu celních válek, očekáváme v ČR solidní ekonomický růst, živený spotřebou a naakumulovanými úsporami, což by mělo podporovat střednědobá inflační očekávání a držet ČNB na uzdě co se týče dalšího snižování úrokových sazeb. Samozřejmě, české výnosy budou nadále výrazně ovlivňovány vývojem v zahraničí – ve výsledku očekáváme nadále pozitivní sklon výnosové křivky s tendencí k mírně rostoucím výnosům na delších splatnostech. Střednědobě by se desetiletý výnos měl dle nás pohybovat zhruba v pásmu 4–5 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Chaos kolem cel amerického prezidenta a s tím související růst očekávání na pokles sazeb centrální banky stlačil výnosy dolů. Dle nás sice polská centrální banka přistoupí ke snížení sazeb, ale vzhledem k napjatému trhu práce i růstu mezd je riziko, že bude postupovat pomaleji, než trh čeká (100 b. b. do konce roku). Také se domníváme, že Trumpova cla nakonec nebudou tak ostrá, jak se počátkem dubna zdálo. Myslíme si proto, že se výnosy na krátkém i dlouhém konci vrátí o něco výš. Dvouletý výnos čekáme v pásmu kolem 4,5 %, desetiletý kolem 5,25 %.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Celkově se situace na Ukrajině posouvá do podoby zamrzlého konfliktu. Evropa se snaží udržet vojenskou a finanční pomoc, zatímco USA pod prezidentem Trumpem tlačí Ukrajinu do jednání s Ruskem a svým přístupem zvyšují její zranitelnost. Silné tržní propady a eskalace obchodních válek pak budou dál tříštit pozornost americké administrativy.

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** nastalo, co jsme čekali, tj. další oslabení až do pásma 1,13–1,15 USD/EUR. Vývoj v dalším období bude určovat míra chaotičnosti další Trumpovy hospodářské politiky. Jelikož Trump rozebírá všechny pilíře, na nichž stála síla dolaru (předvídatelná hospodářská politika, vláda zákona, kooperace se spojenci), a jelikož dolar je fundamentálně příliš silný a zranitelný (dvojí deficit), nevidíme prostor pro posílení. Pokud se se současných úrovní pohne, pak na slabší stranu.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND

Zdroj: *Bloomberg*

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

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. Vzhledem k tomu, že sazby v USA asi letos moc neklesnou a i v EU se blíží moment, kdy se jejich pokles zastaví, nejpravděpodobnější je stabilita kurzu lehce nad 25 korunami za euro.

Polský zlotý dle očekávání zkorigoval z pětiletých maxim na znatelně slabší úrovně. Stávající úrovně kolem 4,27–4,30 vidíme jako mírně slabší, než bychom si představovali. Jelikož dle nás bude polská centrální banka postupovat pomaleji, než trh čeká, zlotý se dle nás ustálí mezi 4,20 a 4,25 PLN/EUR. Podobně jako pro korunu či forint je rizikem pro oslabení případná další větší 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 neroste, 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 mu bude, že sazby už dále neklesají a setrvale vyšší inflace postupně zvyšuje pravděpodobnost, že by mohly naopak opět vzrůst.

AKCIOVÝ TRH

Regionálně máme na **akciové trhy rozdílné názory**. V současné době vidíme **zvýšená rizika** primárně spojená s novou administrativou pod americkým prezidentem Trumpem a tím **vytvářenou NEJISTOTOU**. Velice **nečitelná geopolitická situace** při měnění dříve nastaveného světového řádu přináší spousty rizik. Ne každý handl skončí úspěchem nebo aspoň vyjde „do ztracena“. **Celní války** mířené i na spojence mohou v konečném důsledku nejvíce poškodit samotné USA, kdy nejistota budoucích objednávek může vést k pozastavení investic nebo propouštění lidí. **Pokles korporátních zisků** a propad kapitálového trhu negativně ovlivní 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 povedou k zatraktivnění místních akcií.

Nadále jsme ze středně- a dlouhodobého hlediska **pozitivní na středoevropské akcie**, které se obchodují na úrovni přibližně devítinásobku očekávaného P/E, což stále představuje dvouciferný diskont oproti období 2015–2019. Pokud by opravdu došlo k uzavření míru mezi Ukrajinou a Ruskem (což se nám nyní jeví jako méně pravděpodobné) a s bezpečnostními zárukami proti dalšímu napadení ze strany Ruska, celý akciový region střední Evropy by se posunul výrazně výše. **Hodnotově** se však nadále jedná o **jeden z nejlevnějších trhů na světě**.

Důležitá upozornění:

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

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT

wm@conseq.cz +420 225 988 200 www.conseq.cz/wm