

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	5,17 %	USA	-1,31 %	USD/EUR	-0,12 %	Ropa Brent	2,34 %
Evropa – DJ Stoxx 600	1,84 %	Evropa	-1,18 %	CZK/USD	2,20 %	Zemní plyn	-11,43 %
Japonsko – Nikkei225	7,94 %	ČR	0,40 %	CZK/EUR	2,11 %	Sil. elektřina	-8,66 %
MSCI Emer. Mark.	4,63 %	Polsko	-0,27 %	PLN/EUR	-0,30 %	Zlato	0,31 %
ČR – PX	0,29 %	Maďarsko	-0,78 %	HUF/EUR	2,31 %	Stříbro	-2,17 %
Polsko – WIG30	6,37 %	Turecko*	0,23 %	TRY/EUR	3,00 %	Měď	-1,21 %
Maďarsko – BUX	2,96 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Napjatý trh práce, silný růst mezd, první signály, že znovu zrychluje růst cen služeb – to vše udržuje ECB v pozoru.**

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

Ve čtvrtém čtvrtletí (stejně jako ve čtvrtletích předcházejících) se nejlépe dařilo Španělsku, které po třech předchozích kvartálech solidního čtvrtletního růstu (+0,5 %, +0,5 % a +0,4 %) zaznamenalo koncem minulého roku růst o 0,6 % q/q, meziročně tedy 2 %. Pro nás důležitá německá ekonomika však ve čtvrtém čtvrtletí bohužel poklesla nejrychleji od 4. čtvrtletí 2022 (-0,3 % q/q) a meziročně byla tedy jen o 0,1 % větší. Francouzská ekonomika v posledním čtvrtletí minulého roku (stejně jako v prvních dvou čtvrtletích minulého roku) stagnovala, italská mírně rostla (+0,2 % q/q). Struktura růstu za celou EMU bude zveřejněna až 8. března (tedy po uzávěrci tohoto čísla).

**Tvrdá data** zveřejněná během února (a během předchozích měsíců) však takový **slabý růst předznamenávala**.

**Maloobchodní tržby** poté, co klesly ve třetím čtvrtletí o 0,7 % q/q, **klesly i ve čtvrtletí čtvrtém**, a to **o 0,5 % q/q**. Za celý rok tedy klesly o 0,8 %, což je ale vzhledem k inflaci ještě vcelku dobrý výsledek. Z velkých ekonomik na meziročním poklesu v minulém roce z největší části podílela Itálie (-2,6 % r/r), následována Německem a Francií (-0,8 %, resp. -0,7 %). Překvapivě dobře si vedlo Španělsko, jehož maloobchod byl ke konci minulého roku reálně meziročně větší o 3,4 %.

**Oporou maloobchodu v dobách vysoké inflace byl – a i po dezinflaci posledních měsíců je – stále silný trh práce. Míra nezaměstnanosti**, jež v minulém roce dosáhla průměru 6,5 %, setrvala **v lednu 2024 na historicky nejnižší hodnotě 6,4 %**. Nejnižší z velkých zemí je stále v Německu (3,1 %), nejvyšší ve Španělsku (kde ovšem klesla v lednu 2024 na 11,6 %, což je o 1,4 p. b. nižší hodnota než v lednu 2023). **K nelibosti ECB, vzhledem ke stavu trhu práce ovšem vcelku pochopitelně, rostou dále vcelku 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 zatím za čtvrté čtvrtletí nemáme (budou až v polovině března), ale kvartální dynamika nominálních nákladů práce ve druhém a třetím čtvrtletí (1 % a 1,5 % pro celkovou ekonomiku a 1 % a 1,4 % pro služby) společně s vývojem sjednaných mezd dávají tušit, že i ve 4. čtvrtletí zůstala kvartální dynamika solidní.

**Průmyslová produkce** po výrazném poklesu (o 1,7 %) ve třetím čtvrtletí **ve čtvrtém vzrostla díky silnému prosinci (+2,6 % m/m) celkově o 2,3 %**. Meziroční tempo růstu se tak koncem roku překlápilo do kladných čísel jak u celkové produkce (+1,2 % r/r), tak u zpracovatelské složky (1,5 %). Německý průmysl, na který jsme jako Česká republika navázání nejvíce, však byl v prosinci 2023 o 3,8 % menší než koncem roku 2022.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu pak dále naznačuje, že prosinec byl spíše výjimka a s poklesy ještě nemusí být konec. **PMI totiž i počátkem roku 2024 zůstává v teritoriu kontrakce**, byť jeho hodnoty jsou o něco lepší než ve 4. čtvrtletí: zatímco ve 4. čtvrtletí index dosáhl 43,9 bodu (a ve druhém 43,2 bodu), **v prvních dvou měsících 1. čtvrtletí 2024 je jeho průměr zatím 46,4 bodu**. To jsou nejvyšší hodnoty od 1. čtvrtletí 2023 (průměr 48,2 bodu). Celý index táhne dolů (bohužel pro nás) Německo, jehož PMI se v únoru 2024 vinou poklesu nových objednávek, stávající produkce i (vzhledem k právě uvedenému nepřekvapivě) poklesu zaměstnanosti dostal na čtyřměsíční dno 42,5 bodu. **Španělský PMI** naopak narostl na 51,5 bodu (dvacetiměsíční maximum), Itálie (48,7 bodu) a Francie (47,1) se dostaly shodně na jedenáctiměsíční maximum.

U **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny, také **nevidíme v prvním čtvrtletí žádné zlepšení**: index očekávání se totiž svou hodnotou v lednu (83,5 bodu) a únoru (84,1 bodu) dostal jen lehce nad srpnové lokální dno (82,7 bodu). Ale ještě horší pro 1. čtvrtletí je fakt, že se **index hodnotící stávající situaci** poklesem pod 87 bodů **dostal nejnižší od léta 2020**. Německý průmysl tedy evidentně v dobrém stavu není.

**V sektoru služeb je PMI ve srovnání s průmyslem znatelně lepší. V únoru totiž index poskočil na sedmiměsíční maximum** (rovných 50 bodů), a to jako důsledek téměř nepostřehnutelného poklesu nových objednávek a stabilizované stávající aktivity.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

Pro ECB bude určitě nepříjemným zjištěním, že reakcelerují inflační tlaky ve službách: kromě mimořádných devatenácti inflačních měsíců do května 2023 byl totiž únorový růst cen ve službách nejrychlejší od září 2000.

**Silný růst mezd a nejnižší nezaměstnanost podporují důvěru domácností.** Ta sice zdaleka ještě není na na předinvasivní úrovni (v únoru 2022 -9,4 bodu), ale stávající hodnotou (-15,5 bodu v únoru 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 už po lednu a únoru letos nijak dramaticky nezlepší.

**Inflace totiž již nezpomaluje.** Jádrová inflace v posledních třech měsících do ledna 2024 přidala 0,5 %, což je sice v anualizovaném vyjádření v podstatě jen lehce nad cílem ECB, ale také je to nejvyšší kvartální tempo od října minulého roku. Potvrdí-li se, co naznačují průzkumy PMI, (že inflace ve službách opět urychluje), je možné, že se dočkáme dalšího urychlení kvartální jádrové dynamiky. **Meziroční celková inflace dosáhla v lednu 2,8 %, jádrová 3,3 %.** Dle [předběžných únorových dat](#) přidala v **únoru celková inflace meziměsíčně 0,6 %** (na 2,6 % r/r), **jádrová pak 0,7 %** (a tedy meziročně 3,1 %). Růst cen služeb však dosáhl +0,8 % m/m (a tedy +3,9 % r/r).

**ECB v únoru nezasedala. Na lednovém zasedání ponechala sazby bez změny.** Guvernérka Lagardeová na tiskovce řekla mimo jiného, že „*dezinflační proces funguje*“, že prosincová inflace byla slabší, než čekala a že cenové tlaky budou v letošním roce dále odezívat. Dodala však také, že vysoký růst mezd ve světle nízkého růstu produktivity je problémem (a to ještě neviděla českou ekonomiku, kde je růst mezd vyšší a růst produktivity prakticky nulový...), ale že „*mírné zpomalení růstu mezd*“, které jsme zaznamenali, je ze „*směrového hlediska dobré*“. Trh si tyto komentáře vyložil tak, že pokles sazeb přijde v prvním pololetí, i když Lagardeová řekla, že je předčasně o něčem takovém diskutovat. V podobném duchu – že poslední míle v boji s inflací je nejtěžší – hovořila a k opatrnosti během února vyzývala i kupř. Isabela Schnabelová, členka Výkonné rady Evropské centrální banky.

## Růst mezd v eurozóně i koncem roku zůstal silný

Index sjednaných mezd ECB, % r/r

Zdroj: ECB (dostupné [ZDE](#))

## USA

**Americká ekonomika dále solidně roste, trh práce zpomaluje jen kosmeticky. Stále rychle rostou mzdy, reakcelerují i ceny služeb. Snížení sazeb FEDu se tak odkládá.**

**Růst americké ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí 2023 byl i dle druhého odhadu nad očekávání dobrý:** anualizované mezičtvrtletní tempo růstu sice bylo pomalejší než tempo ve třetím čtvrtletí (+4,9 %), ale **růst o 3,2 %** byl (právě s výjimkou zmiňovaného třetího čtvrtletí) nejrychlejší od konce roku 2021. Na růstu se podílely všechny komponenty agregátní poptávky: poptávka domácností po růstu o 2,1 p. b. ve třetím přidala ve čtvrtém čtvrtletí 2 p. b., hrubé investice +0,2 p. b. (3Q23: +1,7 p. b., celý rozdíl oproti 4Q23 byl ale jen zásluhou zásob, jež růstu ubraly 1,5 p. b.), vláda +0,7 p. b. (3Q23: +1 p. b.).

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

**Reálné maloobchodní tržby** nezačaly rok 2024 nejlépe, když **zaznamenaly výrazný pokles o 1,1 % m/m** a z posledních 4 měsíců tak poklesly třikrát. 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 jediný důvod to asi není.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

Trh práce je přitom stále silný a měl by být oporou pro spotřebu domácností. Míra nezaměstnanosti, která v říjnu narostla na 3,9 %, **v listopadu opět klesla na 3,7 %, kde setrvala i v prosinci a v lednu**. To je oproti minimu z července minulého roku (3,5 %) jen drobné celkové zvýšení. V lednu 2024 pak byly nízké 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) **je stejná jako v říjnu: 7,2 %**. Zkraje roku také urychlila tvorba pracovních míst: **317 tis. nových pracovních míst v soukromém sektoru je nejvíce od ledna 2023**. Zde je ale potřeba mít na paměti, že tato data procházejí čas od času dost podstatnými revizemi: úpravy dat BLS uskutečněné v lednu 2024 kupř. snížily celkový počet vytvořených míst za září 2022 až září 2023 o 2,6 milionu (!).

Dle průzkumu JOLTS poklesla na podzim minulého roku **míra volných pracovních míst** (z 5,7 % v září na 5,3 % v říjnu a v listopadu), **v prosinci se však překvapivě opět vrátila na 5,4 %**. To je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022), ale také stále o skoro 2 p. b. výše než dvacetiletý předpandemický průměr. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti je stále nízký**: v prosinci 210 tis., v lednu 209 tis., v únoru 213 tis., což jsou z historického hlediska všechno hodnoty velmi vzdálené typickým recesním úrovním (> 450 tis.).

**Růst mezd je nadále rychlý**. Dle dat [Atlantského FEDu](#) (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) dosáhl růst mezd **v lednu 2024 5 % r/r** (vs. 6,1 % v lednu 2023), dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) se však ve třech měsících do prosince dostalo čtvrtletní tempo růstu na 1,3 %, což je nejrychlejší kvartální tempo od května 2022.

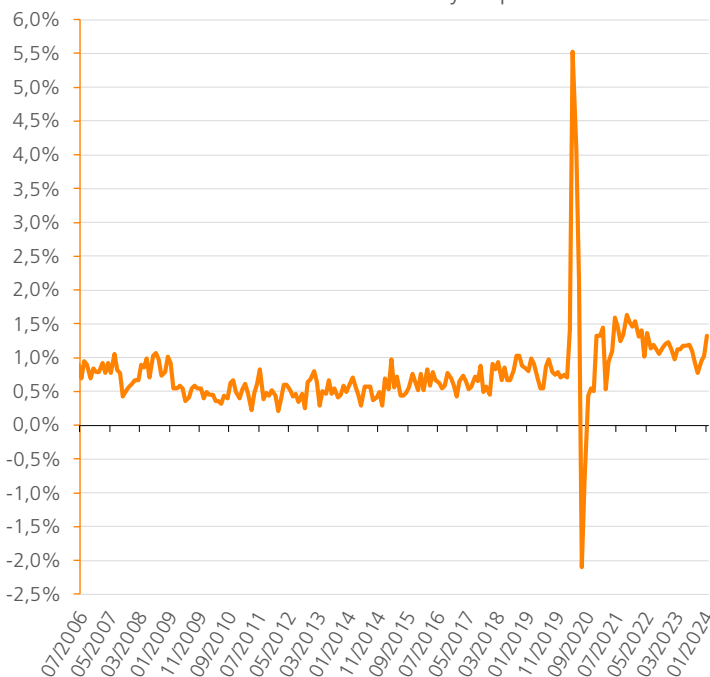
**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** se po výrazném říjnovém propadu (–5,1 % m/m) v listopadu nepřekvapivě rychle zvedly, když vzrostly o 5,5 % m/m, **v prosinci pak meziměsíčně stagnovaly a v lednu opět výrazně poklesly (–6,1 % m/m)**. To jenom ilustruje, o jak vysoce volatilní kategorii se jedná, takže lepším (stabilnějším) ukazatelem investičního apetitu firem jsou objednávky bez letadel a zbrojní techniky: u nich mezičtvrtletní tempo ve čtvrtém čtvrtletí po revizích dosáhlo –0,3 % q/q a **v lednu zaznamenaly tyto objednávky růst o 0,1 % m/m (0,1 % r/r)**. **Reálná průmyslová produkce** po silném třetím čtvrtletí, v němž přidala 1 %, **ve čtvrtém nakonec po revizích klesla o 0,5 %**. **V lednu 2024 přidala 0,2 % m/m** a v meziročním srovnání byla produkce stejně velká jako v lednu 2023.

**Jádrová PCE cenová hladina** vzrostla **v posledních třech měsících** do ledna 2024 zásluhou silného lednového růstu o 0,4 % m/m (nejrychlejší tempo od února 2023) **o 0,7 %**. To bylo nejrychlejší čtvrtletní tempo růstu od druhého čtvrtletí 2023. Ještě horší zprávou pro americkou centrální banku však je, že po deceleraci v předcházejících měsících **pozorujeme opětovnou reakceleraci tempa růstu cen tržních služeb**: ve třech měsících do ledna 2024 činilo 1,1 % (vs. 0,7 % ve třech měsících do srpna).

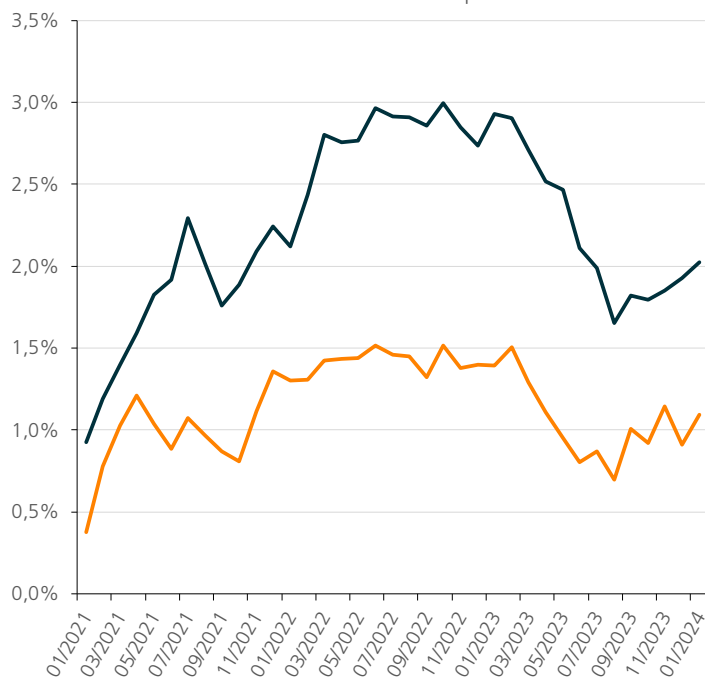
Americká centrální banka **v únoru nezasedala**. Na posledním zasedání v lednu zůstaly sazby beze změny (v pásmu 5,25–5,5 %). Z tiskovky bylo nejdůležitější sdělení, že další růst sazeb sice není pravděpodobný, ale že by se z tříadvacetiletého maxima měly sazby brzy pohnout dolů, nikdo neřekl. FOMC totiž oznámil, že potřebuje mít „větší jistotu“, že inflace je skutečně bezpečně a setrvala u dvou procent. A to i navzdory tomu, že v posledním pololetí (které podle Powellových slov bylo „*pololetím dobrých zpráv o inflaci*“) byla PCE inflace 1,9 %. Tak jako tak, Powell se nechal slyšet, že březnové snížení sazeb, s nímž trh počítal, není „základním scénářem“.

## Růst nominálních mezd je nejrychlejší od května 2022, znovu urychluje růst cen služeb

Růst americké nominální hodinové mzdy za předchozí čtvrtletí

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

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

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

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### CEE3

#### ČR

**Poptávka domácností ožívá, lednové přecenění bylo mírné. ČNB tak může pokračovat ve snižování sazeb.**

I dle druhého odhadu růstu za 4Q23 vzrostla ekonomika v posledním čtvrtletí minulého roku o 0,2 % q/q. **Za celý minulý rok však poklesla oproti roku 2022 o 0,4 % a byla tak reálně dokonce o 0,3 % 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 poptávka domácností (-3,1 % r/r, což znamenalo, že byla dokonce o 1,9 % nižší než v roce 2017) a celkové hrubé investice (-7 %, ale jen díky zásobám). Pozitivním faktorem růstu byly čistý export (export + 3,1 %, import -0,4 %) a samozřejmě poptávka vlády (+3 %).

**Měsíční data zveřejněná během února byla silná, u tvrdých dat se nicméně týkala jen konce minulého roku.**

**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. Meziroční tempo koncem roku však i navzdory tomu dosáhlo jen -0,7 %, **za celý rok 2023 tak byla produkce nižší o 0,4 %**. Na tomto nepříliš dobrém výsledku se podílely dle ČSÚ „*poklesy v odvětvích výroby ostatních nekovových minerálních výrobků a výroby základních kovů, hutnictví a slévárenství a také snížení výroby elektřiny*“. Tento pokles pak nedokázalo kompenzovat ani oživení ve výrobě motorových vozidel.

Data za 4. čtvrtletí ale, jak je už několik kvartálů v ČR zvykem, vůbec neodpovídala předstihovým indikátorům: index **PMI** totiž ve 4. čtvrtletí dosáhl průměru 42,3 bodu. A ani v 1. čtvrtletí 2024 jsme nezaznamenali žádné výraznější zlepšení: **v lednu index dosáhl 43 bodů, v únoru 44,3 bodu**. Ano, zlepšení oproti 4. čtvrtletí to jistě je, ale i tak je průmysl dle PMI stále jasně v pásmu kontrakce.

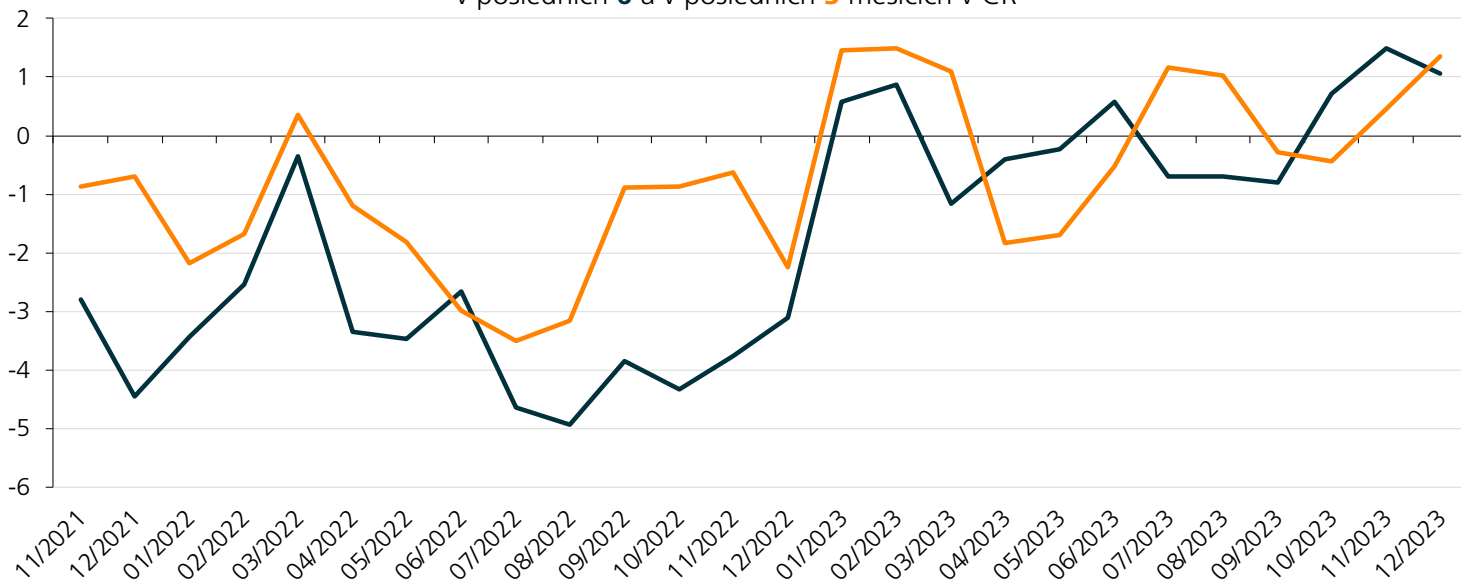
**Index důvěry firem měřený ČSÚ je bez trendu:** od června minulého roku se důvěra firem pohybuje v úzkém pásmu mezi 0 a 7 body. **V únoru tento index důvěry firem dosáhl 0,7 bodu**, což bylo společně se zářím (0,4 bodu) nejnižší od března 2021. **Spotřebitelská důvěra** se naopak po prosincovém propadu na -23,5 bodu a dle očekávání (ve světle zpomalující inflace, neexistující nezaměstnanosti a solidního růstu mezd byl prosincový pesimismus zvláštní) během prvních dvou měsíců letošního roku **zlepšila**, a to až **na -15,8 bodu v únoru**. To je nejvyšší hodnota tohoto ukazatele od října 2021.

**Maloobchodní tržby si ve 4. čtvrtletí vedly dobře:** v říjnu přidaly 0,3 % m/m, v listopadu pak 0,9 % a v prosinci 0,1 % m/m. **Ve 4. čtvrtletí tedy vzrostly o 1,3 %**, což bylo nejrychlejší kvartální tempo od třech měsíců mezi prosincem 2022 a únorem 2023. Dobře si přitom vedly všechny kategorie: auta přidala 1,2 % q/q, prodeje mimo aut a potravin dokonce 2,5 % q/q. Zdá se, že po létech neduživé poptávky se s odezníváním inflace vrací spotřebitelský 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, u jádrové složky pak o 0,2 % m/m.** Kvartální tempo jádrové složky inflace (0,4 %) tak je nejnižší od roku 2017. Meziroční tempo celkové inflace spadlo na 2,3 %, u jádrové na 2,9 %. Zdá se tedy, že desinflační vývoj z minulého roku nebyl narušen ani lednovým přeceněním, kterého se část Bankovní rady i analytiků obávala, což znamená, že ČNB bude moc dále snížit sazby. A (pokud jí to dovolí koruna) pravděpodobně bude držet stejné tempo jako v únoru, kdy **snížila sazby o 0,5 p. b., na 6,25 %**.

### Maloobchodní tržby se zlepšují.

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



Zdroj: ČSÚ, dostupné [ZDE](#).

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

## POLSKO

**Růst mezd pokračuje, měsíční dynamika inflace po dezinflačním létě opět urychluje, centrální banka si tak již několik měsíců sedí na rukou.**

**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.** Meziročně bylo tempo růstu v lednu po delší době kladné, i když pouze tím nejmenším možným způsobem (+0,1 % r/r). Na tomto meziročním výsledku se podílela jenom produkce kapitálového zboží (+14,4 %), všechna ostatní odvětví meziročně poklesla (energie -1,9 % r/r, zboží dlouhodobé spotřeby -1,7 % atd.).

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**), což je sice již 22 měsíců pod 50 body, ale tendence ke zlepšování viditelná je. Zlepšení v únoru bylo dáno zejména pomalejším poklesem nových objednávek, v opačném směru nejvíce působil další pokles zaměstnanosti.

**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), **v lednu opět rostly, byť jen mírně (+0,4 % m/m).** Lednové tempo růstu dosáhlo 3 % v meziročním srovnání.

**Je evidentní, že poptávce domácností pomáhá trh práce. Míra nezaměstnanosti** je stále velmi nízká, koncem roku 2023 i počátkem roku 2024 se po sezonním očistění nacházela **na historickém minimu 5,1 %.** Nepřekvapí pak tedy určitě ani to, že dále rostou mzdy – meziroční tempo **růstu nominálních mezd** dosáhlo v lednu 2024 **12,8 %.** To i navzdory mírnému urychlení meziměsíční dynamika jádrové inflace ve 4. čtvrtletí znamená, že růst reálných mezd urychluje.

**Počátkem 1. čtvrtletí 2024** vzrostla dle předběžných dat celková cenová hladina **o 0,4 % m/m,** když rostly všechny cenové okruhy s výjimkou dopravy, kde klesly ceny pohonných hmot. Po výrazně desinflačním období od května do září, kdy meziměsíční inflace nerostla (0 % v květnu i v červnu, pak -0,2 % v červenci, 0 % srpnu a -0,4 % v září), tak od října pozorujeme urychlování její dynamiky, které evidentně, soudě z lednových dat, pokračuje i v letošním roce. V letošním roce navíc skončí některé proti-inflační (zejm. nepřímadaňová) opatření z minulého roku, což inflaci (která v meziročním vyjádření v lednu dosáhla 3,9 %) opět posune nahoru, nejspíše někam okolo 5 procent.

**Centrální banka** poté, co v září překvapila trhy nečekaně velkým snížením sazeb o 0,75 p. b. a co pokračovala ve snižování sazeb i v říjnu, vzhledem k reakcelaci inflace **ponechala od listopadu (únor nevyjímaje) sazby bez změny na 5,75 %.** Na tiskovce po únorovém zasedání nezaznělo nic zvláštního: centrální banka očekává, že silnější zlotý bude dále krotit inflaci, a je přesvědčena, že pomalý růst ekonomiky i pokles cen producentů snižují riziko nepříznivého inflačního vývoje atd. Vzhledem k rychlému růstu mezd bychom si tak jistí nebyli.

## MAĎARSKO

**Zpomalení inflace umožnilo zařadit maďarské centrální bance vyšší rychlost pro snižování sazeb.**

**Tempo růstu dosáhlo koncem 4. čtvrtletí dle předběžných dat v mezičtvrtletním srovnání „jen“ stagnace, což bylo mírně slabší, než co naznačovala měsíční data.** V meziročním vyjádření ekonomika v posledním čtvrtletí minulého roku dosáhla kladného tempa růstu o 0,4 %, za celý rok však o 0,8 % poklesla. Struktura dat bude zveřejněna až v březnu.

**Maloobchodní tržby** v prvním čtvrtletí minulého roku poklesly o 2,1 % q/q, ve druhém o 1 % q/q a ve třetím jen o 0,6 % q/q. **Ve čtvrtém čtvrtletí** tuto tendenci ke zlepšování přetavily konečně již **v růst:** v říjnu sice maloobchod ještě poklesl o 0,3 % m/m, ale **v listopadu přidal po revizi 1 % m/m** (nejvíce od března 2023) a **v prosinci dokonce 1,4 %** (nejvíce od března 2022). Na tříměsíčním srovnání dosáhl růst tržeb za 4. čtvrtletí 2,2 %, což je nejrychlejší kvartální tempo od tří měsíců březen – květen 2022. V meziročním vyjádření se prosincové tržby v podstatě vyrovnaly tržbám z prosince 2022 (-0,2 % r/r), za celý rok však poklesly o bezmála 8 %.

Toto zlepšování tržeb v posledních měsících přitom není zásluhou trhu práce, kde naopak pozorujeme pozvolné zhoršování, jako spíše obnoveného růstu reálných mezd. **Míra nezaměstnanosti** dále pozvolna roste: zatímco ve druhém čtvrtletí 2023 byla ještě 3,9 %, v posledním čtvrtletí minulého roku už dosáhla 4,5 %, tj. stejně jako v 1. čtvrtletí 2021, a **v lednu na této hladině (4,5 %) zůstala. Růst mezd však i tak pokračuje velmi vysokým tempem: v prosinci** dosáhl růst mezd **16,4 % r/r,** za celý rok 2023 to pak bylo 14,2 % r/r. Od října 2023 (což je poprvé od srpna 2022) rostou také reálné mzdy, v prosinci dokonce tempem +10,3 % meziročně. To zavání znovuoobnovením inflačních tlaků.

**Průmyslová produkce** po poklesech v prvním i ve druhém čtvrtletí minulého roku sice ve třetím čtvrtletí rostla, to však byla pouze výjimka: říjnový pokles o 0,5 % m/m byl následován ještě větším poklesem o 2,3 % v listopadu a malým, ale **opět poklesem v prosinci (-0,3 %).** Za celý **minulý rok** tak produkce **poklesla o 5,5 %,** což bylo v největší míře v důsledku poklesu produkce v energetice (-23 %); zpracovatelský průmysl poklesl „jen“ o 4,3 %.

**Celková inflace v lednu 2024 přidala meziměsíčně 0,7 %, což v meziročním vyjádření (3,8 %) znamenalo nejpomalejší tempo růstu cen od března 2021.** Jádrová inflace v lednu dosáhla 0,4 % m/m, v meziročním vyjádření sice zůstává poměrně vysoko (6,1 %), ale i zde je viditelná výrazná normalizace: meziroční tempo jádrové inflace je nejnižší od listopadu 2021. Vzhledem k růstu mezd je však otázkou, zda nás v nejbližších měsících nečeká opětovné urychlení cenové dynamiky.

## MAĎARSKO

Maďarská centrální banka (NBH) poté, co v listopadu, v prosinci i v lednu snížila sazby, a to shodně vždy o 75 b. b., v únoru zařadila vyšší rychlost a sazby snížila o 1 p. b. na 9 %. Na tiskovce po zasedání viceguvernér Virag řekl, že rychlejší desinflace a příznivé vnější prostředí umožnily „přechodně“ zvýšit tempo snižování sazeb, nicméně očekávání trhu, že sazby budou koncem první poloviny letošního roku na 6–7 %, pokládá za „realistické“. Klíčem dle něj bude v březnu představená prognóza, která určí další rychlost snižování – v březnu tak je ještě možné další stobodové snížení, poté však už se pojede mnohem pomalejším tempem.

## ROPA

Po útoku hnutí Hamás na Izrael počátkem října 2023 a s tím, jak Izrael začal připravovat pozemní invazi do Gazy, cena ropy ve volatilním obchodování vystoupala v první polovině října až na 90 dolarů za barel. Posléze, když se ukázalo, že dodávky z regionu v důsledku války ohrožené nejsou, se cena opět vrátila na dohled 80 dolarů za barel. V listopadu 2023 až v lednu 2024 ropa většinu času oscillovala mezi 70 a 75 dolary za barel. V únoru se z tohoto pásma vymanila a dostala se až na dohled 80 dolarů za barel s tím, jak začalo být zřejmé, že OPEC+ dále (a již poněkoličtější) za účelem udržení cen v prostředí růstu produkce v USA prodlouží omezení své vlastní produkce.

## AKCIOVÉ TRHY

Akciovým trhům se ve většině případů dařilo. Japonský akciový trh (Nikkei 225 meziměsíčně +7,9 %) dosáhl historických maxim. V USA zveřejnilo výsledky hospodaření 5 společností z „magické sedmičky“, které buď překonaly nebo byly blízko odhadům analytiků. I když trh stále odsouvá odhady začátku snižování úrokových sazeb FEDem, zveřejněné měkké indikátory jako např. index nákupních manažerů (PMI) naznačily blížící se prudkou aktivitu a většina trhu tak nyní očekává „měkké ekonomické přistání“, tedy pozitivní ekonomický růst s inflací pod kontrolou. Americký index S&P 500 si meziměsíčně připsal 5,3 %. Evropské akcie mírně zaostaly (index DJ STOXX 600 +1,8 %). Důvodem byla záporná výkonnost UK akcií (index FTSE 250 –1,6 %), které reagovaly na zveřejněná čtvrtletní HDP data ukazující překlopení ekonomiky do recese.

Akcíím obchodovaným na burzách středoevropského regionu se dařilo. Nejvyšší výkonnost si připsal největší a nejlídnější polský trh (index WIG30 +6,4 %). Tamní dobrá ekonomická data a silný spotřebitel vedly k růstu především bankovního (Santander Bank, Bank Pekao, PKO BP) a spotřebitelského (CCC, LPP, Eurocash) sektoru. Nedařilo se utilitám, u nichž stále nevíme, jak či případně zda dojde k rozdělení na čisté a špinavé zdroje. Na pražské burze (index PX +0,3 %) se dařilo Komerční bance a Monetě, u nichž se očekává výplata štědré dividendy. Naopak vůbec se nedařilo akciím ČEZ (meziměsíčně –8 %), jež se dostaly pod prodejní tlak z důvodu poklesu cen silové elektřiny a emisních povolenek. V Rumunsku (index Bet +2,4 %) se také dařilo akciím bank (BRD a Transilvania) a zároveň akciím těžaře ropy a plynu Petrom.

Akcíím na rozvíjejících se trzích se rovněž dařilo, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 4,6 %. Nejlépe si vedly asijské trhy v čele s Čínou (CSI300 + 9,35 %, Hong-Kong +6,6 %). Příchozí ekonomická data z čínské ekonomiky byla lepší, než se čekalo (např. výdaje na turistiku během čínské Nového roku překonaly před-covidové úrovně), vláda dále podpořila realitní sektor a investoři začínají vyhlížet světlejší zítřky. Dařilo se výrobcům čipů v Koreji a Taiwanu. Indické akcie zaostávaly (+1 %). Turecké akcie povyskočily výše (+6,6 %), nicméně oslabující lira sebrala investorům část výnosů. Slabší měsíc si vybraly akcie v Latinské Americe (MSCI Latin Amerika USD –0,5 %).

## INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

## DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

V únoru došlo na trhu amerických vládních dluhopisů k růstu požadovaných výnosů. Krátký konec výnosové křivky (dvouletá splatnost) vzrostl o cca 30 b. b. na 4,6 %, v rámci dlouhodobých splatností (10 let) pak o cca 20 b. b. na 4,25 %. Důvodem byla makroekonomická (růstová, inflační) data, která trhy přesvědčila, že se snižováním sazeb to nebude letos až tak horké, jak to původně (ještě v prosinci) investoři konsensuálně viděli.

V eurozóně byl vývoj, při absenci významnějších vlastních kurzotvorných faktorů, podobný. Německý dvouletý státní výnos vyrostl o cca 40 b. b. na 2,9 %, desetiletý o 15 b. b. na 2,4 %.

## DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPIŠY

Tzv. total return index (TRI) koncem února v případě korporátních dluhopisů investičního i spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce narostl jenom mírně (oba shodně +0,4 %). V případě dolarových instrumentů se nic nestalo: u investičních došlo po výrazném růstu v listopadu (+7,5 %) a prosinci (+4,9 %) a faktické lednové stagnaci (–0,2 %) v únoru jen k mírnému poklesu (–2 %), jež reflektoval růst výnosů na křivce vládních dluhopisů. U spekulativních dluhopisů jsme se po výrazných pohybech v listopadu (+4,6 %) a v prosinci (+3,8 %) v lednu (–0,2 %) ani v únoru (+0,2 %) žádných větších změn nedočkali. Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po růstu v lednu (+3,7 %, resp. +5,6 %) v únoru opětovně a poměrně výrazně klesly (–8,5 %, resp. –6,9 %).

## DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**Česká výnosová křivka v únoru ignorovala vývoj v zahraničí a za současného zvyšování sklonu poklesla.** Mírná lednová inflace, jež byla v únoru zveřejněna, společně s půlprocentním únorovým poklesem sazeb ČNB vedla k poklesu krátkého konce o 60 b. b. na 3,65 %. Na dlouhém konci byl pokles samozřejmě menší, jen zhruba o 10 b. b. na 3,9 %, a to i díky výše zmíněnému vývoji na světových oblihačních trzích.

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

**Vývoj na polské křivce byl v únoru nadprůměrně stabilní:** dvouleté výnosy vzrostly o 6 b. b. na 5 %, desetileté naopak o 6 b. b. poklesly (na 5,3 %). Vedle v současnosti neměnné měnové politiky a vývoje výnosů v zahraničí (růst) se pozitivně projevoval zesílený zájem jak zahraničních, tak domácích institucionálních investorů.

## DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ofenziva ukrajinské armády s nástupem zimy a v souvislosti s problémy s nedostatkem munice v podstatě skončila. 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 dovolit dlouhodobě udržovat konflikt a využívat nejednoty Západu a klesající podpory veřejnosti.

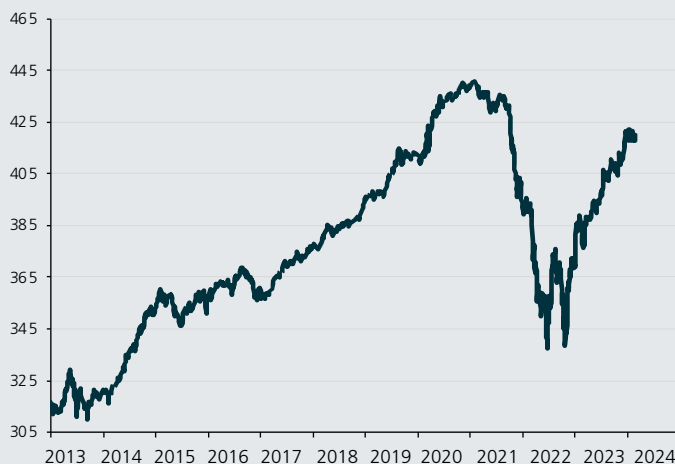
Rusko aktuálně kontroluje cca 109000 km<sup>2</sup> (18 % Ukrajiny), na vrcholu invaze v březnu 2022 šlo o 25 %. Nicméně ze 40 % se jedná o území obsazená již v letech 2014–2015.

## INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

Současný stav je tak velmi podobný, jako po agresí v r. 2014. V roce 2024 se očekává nový tlak Ruska za strategickou infrastrukturu a civilní cíle, v 2024 nový tlak Ruska a případná odpověď ukrajinské armády, která prozatím ze západní techniky nenasadila vše. Bez další podpory Západu (zejména letecké a raketové/dělostřelecké převahy) bude ale pro ukrajinskou armádu posun vpřed velmi obtížný a na mnoha místech bude pod silným ruským tlakem. Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v únoru cenově stagnovaly či mírně klesaly. Dolarové státní dluhopisy pak od poloviny měsíce začaly cenově růst v důsledku spekulací o zveřejnění návrhu na restrukturalizaci cizoměnového ukrajinského státního dluhu pod taktovkou IMF a v očekávání dvouletého prodloužení splatnosti.

### MĚNY

**Dolar proti euru** se během celého února pohyboval ve velmi úzkém pásmu 1,07–1,09 USD/EUR, většinu času pak jen velmi těsně kolem úrovně 1,08. **Polský zlotý** podobně jako v prosinci či v lednu i během února jen kolísal v úzkém pásmu mezi 4,30 a 4,35 PLN/EUR. **Česká koruna** pokračovala v postupném oslabování, nastartovaném v prosinci započatým snižováním sazeb ČNB (a jehož zásluhou se koncem minulého roku dostala až na 24,70); v lednu, tížena právě očekáváním dalšího rychlého snížení sazeb ČNB, oslabila až na 24,90, v únoru pak na chvíli až ke 25,50 CZK/EUR. **Maďarský forint** zůstal pod tlakem klesajících sazeb: po stobodovém snížení sazeb v únoru se znovu nastartovalo oslabování forintu, který se tak dostal až k úrovni 395 forintů za euro.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Relativně mírná lednová inflace ve spojitosti se slabým ekonomickým růstem (ekonomika je na úrovni roku 2019) dále posílila tržní očekávání na rychlý pokles sazeb. Naproti tomu však klesající úrokový diferenciál oslabuje korunu, což ČNB vyhodnocuje jako proinflační riziko a krotí ústy členů Bankovní rady trh v jeho očekáváním na uvolnění měnové politiky. Nadto se ČNB nechce vrátit do éry velmi nízkých sazeb z minulé dekády. 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 % jak na krátkém, tak na dlouhém konci. Prostor pro další pokles požadovaných výnosů (růst cen dluhopisů) proto nevidíme, výnosová křivka by se postupně měla navrátit na (alespoň) mírně vyšší úroveň a zároveň zvyšovat svůj sklon – posun vzhůru by tak měl být vyšší v segmentech delších splatností.

### 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, nejdříve koncem 1. čtvrtletí, lze čekat mírný pokles výnosů, na dlouhém konci v první polovině roku do pásma 4,8-5 %.

### DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Prim stále hraje politický vývoj. Nové americké financování bylo prozatím v důsledku vnitropolitických neshod odloženo. Evropské peníze byly naopak i přes prvotní nesouhlas Maďarska odblokovány, dojednány byly i nové dodávky munice a zdá se, že zejména shoda o navýšení municijního zásobování je v Evropě velmi silná. Mezinárodní měnový fond již před koncem roku vydal v rámci analýzy udržitelnosti státního dluhu aktualizaci navazujícího programu pro Ukrajinu. Zpřesnění klíčových parametrů by mohlo vést kromě prodloužení splatnosti dluhopisů i k odložení kupónových plateb, nicméně vše závisí na poválečném vývoji ekonomiky.

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

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

### 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 (ke 26), ale předpokládáme, že mu bude ČNB bránit buďto tím, že zvolní skutečné tempo snižování sazeb, anebo bude intervenovat na její podporu. Proto čekáme pohyb v pásmu kolem 25,50 CZK/EUR.

**Polský zlotý** nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka sebrala minulý rok na podzim berličku v podobě (vyšších) úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. V případě tržních turbulencí proto zlotý zůstává zranitelný. Na druhou stranu, zlotému bude foukat do plachet díky znovuobnovenému přísunu evropských dotací, jež byly v době předchozí vlády PiS částečně pozastaveny na základě sporů s Evropskou komisí.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

**Maďarský forint** nemá příliš důvodů posilovat: úrokový diferencál se smršťuje, politika vůči EU zůstává konfrontační, růst ekonomiky je slabý, deficit běžného účtu (5 % HDP) i rozpočtu (> 5 %) velký. Pokud se tedy dočkáme výraznějšího pohybu, pak dle našeho názoru směrem 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 příchozími 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 nastavením základních úrokových sazeb. V roce 2024 nás čeká také mnoho důležitých voleb a s tím spojených geopolitických tenzí. V lednu proběhly volby na Taiwanu, a tak se čeká na „nelehké“ jmenování nové vlády, v březnu budou prezidentské volby v Rusku a v listopadu pak v USA. Sociální nepokoje rostou ve většině zemí, tažené dezinformacemi a různými populisty.

Mnoho společností se již přenastavilo na vyšší úrokové sazby, přičemž se jim skrže 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 výkonnostní 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 rozvíjejícím se trzích. Po současné ekonomické "slabosti" zažije Asie oživení. Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož lépe využít 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)