

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	4,80 %	USA	1,46 %	USD/EUR	1,71 %	Ropa Brent	-7,10 %
Evropa – DJ Stoxx 600	2,63 %	Evropa	-0,11 %	CZK/USD	-3,49 %	Zemní plyn	29,93 %
Japonsko – Nikkei225	0,21 %	ČR	0,45 %	CZK/EUR	-1,83 %	Sil. elektřina	7,89 %
MSCI Emer. Mark.	0,29 %	Polsko	0,54 %	PLN/EUR	-1,35 %	Zlato	0,87 %
ČR – PX	0,31 %	Maďarsko	1,89 %	HUF/EUR	-0,47 %	Stříbro	15,34 %
Polsko – WIG30	1,75 %	Turecko*	2,62 %	TRY/EUR	1,03 %	Měď	0,42 %
Maďarsko – BUX	-0,35 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Pokračující rychlý růst mezd i solidní růst ekonomiky komplikuje rozhodování ECB.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo i dle druhého odhadu v **1. čtvrtletí 2024 kladného tempa (+0,3 % q/q)**, což znamenalo, že ekonomika byla meziročně větší o 0,4 %. Francie i Německo vzrostly o 0,2 % q/q, Španělsko o 0,7 % q/q a Itálie o 0,3 % q/q. Francie jako první zveřejnila i strukturu růstu: poptávka domácností přidala 0,4 % q/q, vlády 0,6 % q/q, hrubé fixní investice pak 0,6 % q/q; čistý export stagnoval. Struktura růstu za celou eurozónu prozatím zveřejněna nebyla.

Tvrdá data zveřejněná během května byla dobrá.

Maloobchodní tržby v prvním čtvrtletí vzrostly, i když to tak až do zveřejnění dat za březen nevypadalo. V lednu totiž přidaly jen 0,2 % m/m a v únoru poklesly (-0,3 % m/m), zdálo se tak, že se ani s poklesem inflace (a tudíž zlepšením reálných příjmů) domácnostem chuť utrácet nevrátila. Březnová data však už byla mnohem lepší: meziměsíční růst o 0,8 % znamená, že za první čtvrtletí vzrostly tržby o 0,7 % q/q a že se **tempo meziročního růstu (+0,7 %)** vrátilo **poprvé od září 2022 (+0,3 % r/r) do kladných čísel**.

Oporou maloobchodu zkraje roku byl (a alespoň ještě nějakou dobu bude) **stále silný trh práce. Míra nezaměstnanosti**, jež v prvním letošním čtvrtletí dosáhla v průměru 6,5 %, klesla **v dubnu na nové historické minimum 6,4 %**. Nejnižší z velkých zemí je stále v Německu (3,2 %), nejvyšší ve Španělsku (11,7 %).

K nelibosti ECB, vzhledem ke stavu trhu práce ovšem vcelku pochopitelně, rostou dále vcelku rychle mzdy. Index **sjednaných mezd**, který sleduje ECB, **přidal v 1. čtvrtletí meziročně 4,7 %**, což je navlas stejné tempo jako historicky nejvyšší tempo meziročního růstu dosažené ve třetím čtvrtletí minulého roku. Nominální náklady práce si také zachovávají velmi vysokou kvartální dynamiku: mezičtvrtletní tempo růstu v letošním 1. čtvrtletí dosáhlo +1,4 %, což je zřetelně nad předpandemickými hodnotami.

Průmyslová produkce začala letošní rok výrazným poklesem, a to o 3,2 % m/m, což je sice velmi vysoké tempo poklesu, ale stojí za ním jen pokles produkce v Irsku o 29 % m/m. Irská data jsou však notoricky volatilní vinou zakázkové výroby a outsourcingu (kupříkladu před rokem, v březnu 2023, poklesla produkce o 30 % m/m, v prosinci zase o 19 % m/m vzrostla). V únoru **produkce vzrostla o 1 % m/m a v březnu pak o 0,6 %**. Dobře se prozatím v letošním roce daří Německu (v 1Q24 přidal německý průmysl 1,5 %) i Španělsku (+1,4 %). Meziročně je však německý průmysl stále o zhruba 4 % nižší ve srovnání se stavem před rokem, průmysl v celé eurozóně je pak nižší o 1 %.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se velmi pozvolna zlepšuje, k návratu do růstového teritoria (tj. nad 50 bodů) má však stále daleko: **v dubnu dosáhl 45,7 bodu, v květnu 47,4 bodu**. Tyto hodnoty jsou sice lepší než ve druhém (44,7), třetím (43,2) i čtvrtém čtvrtletí (43,9 bodu) minulého roku, prozatím však také jen stejné jako v prvním čtvrtletí roku letošního (46,4). A také se jedná o hodnoty zřetelně pod hranici oddělující expanzi od kontrakce. U **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny, pozorujeme jen **náznaky příštího zlepšení**: index očekávání se svou hodnotou v květnu (90,4 bodu) dostal nejvýše od dubna minulého roku, ale **hodnocení stávající situace** zůstává stále **nízko** (88,3 bodu, v podstatě stejné již od srpna minulého roku). **V sektoru služeb je dle indexu PMI situace** ve srovnání s průmyslem **znatelně lepší**. Poté, co se v únoru index vrátil nad 50 bodů, se v březnu, v dubnu i **v květnu dále zlepšil**, a to až na nejvyšší hodnotu (**53,3 bodu**) od května minulého roku (55,1 bodu).

Reálný růst mezd a nejnižší nezaměstnanost se podepisují na důvěře domácností. Ta sice zdaleka ještě není na úrovni před invazí (v únoru 2022 -9,4 bodu), ale svou stávající hodnotou (**-14,3 bodu v květnu 2024**) je již vysoko nade dnem ze září 2022 (-28,6 bodu).

Jádrová inflace je nadála na úrovních nad cílem ECB – v posledních třech měsících do dubna 2024 přidala 0,8 %, což je v anualizovaném vyjádření znatelně nad cílem centrální banky, který se nachází lehce pod 2 %. **Meziroční celková inflace dosáhla v dubnu 2,4 %, jádrová 2,7 %**. Dle **předběžných** květnových dat přidala v květnu celková inflace meziměsíčně 0,2 % (2,6 % r/r), jádrová pak 0,4 % (a tedy meziročně 2,9 %). Růst cen služeb dosáhl +0,6 % m/m (a tedy +4,1 % r/r).

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

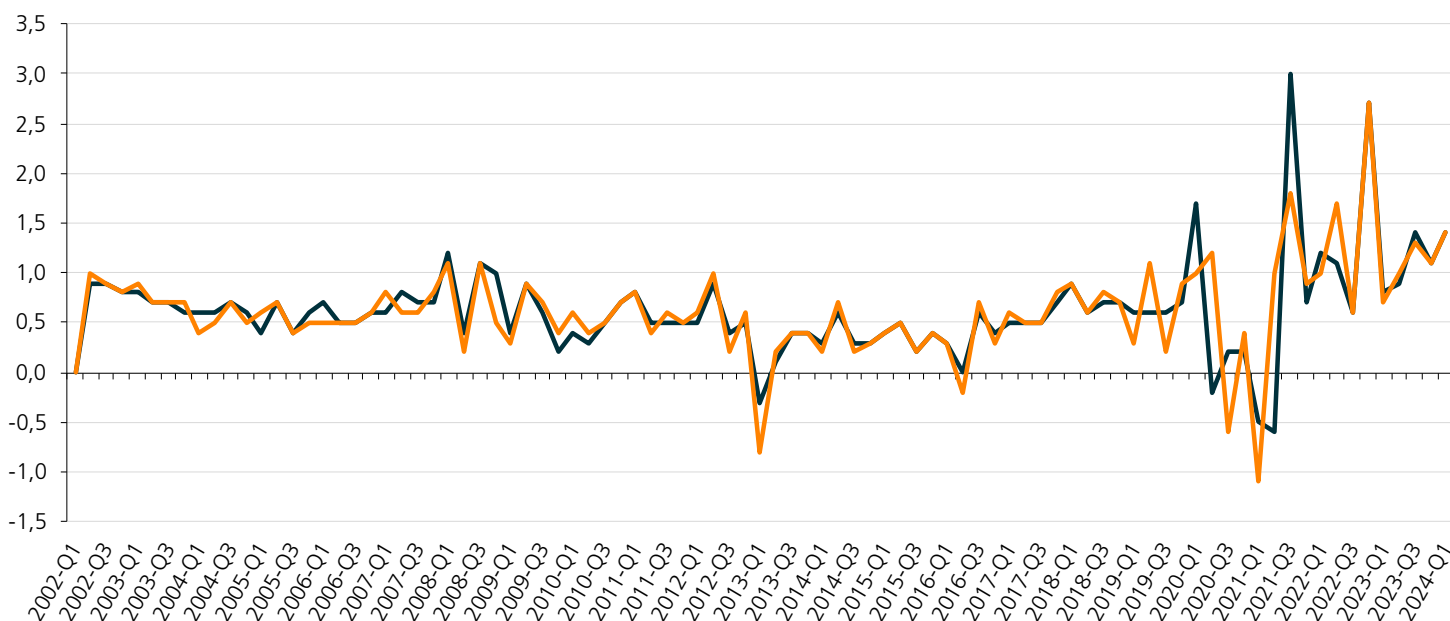
EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

ECB v květnu nezasedala, nejbližší zasedání je 6. 6. (po uzávěrce tohoto vydání), čeká se, že ECB na tomto zasedání poprvé sníží sazby. V dubnu ještě ponechala **sazby bez změny**. Prezidentka Lagardeová řekla, že několik členů požadovalo snížení sazeb již na dubnovém zasedání, většina se však klonila k tomu, aby se tak stalo až s novou prognózou (v červnu). V zápisu totiž stálo: „K snížení stupně monetární restrikce bude vhodné přistoupit v situaci, kdy aktualizace inflačního výhledu a dynamika aktuální inflace dále zvýší důvěru v to, že inflace udržitelným způsobem konverguje k cíli.“ Nevím ale, zda mzdová data a data z trhu práce v květnu takovou „zvýšenou důvěru“ přinesla...

Nominální náklady práce dále rychle rostou.

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



Zdroj: Eurostat, dostupné [ZDE](#).

USA

Ekonomika v prvním čtvrtletí zpomalila, ochlazuje i trh práce.

Růst americké ekonomiky v prvním letošním čtvrtletí po dvou velmi rychlých předcházejících čtvrtletích zpomalil, ale i nadále zůstal kladný: anualizované mezičtvrtletní tempo růstu v prvním čtvrtletí tak bylo pomalejší než tempo +4,9 % ve třetím čtvrtletí a +3,4 % ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku, a také pomalejší než dle prvního odhadu (+1,6 %), ale **růst o 1,3 % počátkem roku 2024** je v zásadě stejné tempo, jakým americká ekonomika rostla ve druhém pololetí 2022. Na růstu se podílely všechny komponenty agregátní poptávky vyjma zásob: poptávka domácností po příspěvku 2,2 p. b. ve čtvrtém čtvrtletí 2023 přidala růstu v 1Q24 1,3 p. b., fixní investice 1 p. b., vláda pak 0,2 p. b.

Měsíční data zveřejněná během května 2024 ukázala zejména na pozvolna ochlazující trh práce.

Reálné maloobchodní tržby poté, co v prvním čtvrtletí v důsledku lednového poklesu (o 1,4 % m/m) poklesly o 0,9 %, **nezačaly dobře ani druhé čtvrtletí**, když v dubnu poklesly o 0,3 % m/m (a teda o 0,3 % r/r).

Trh práce je stále relativně silný, i když znaky ochlazení pozorovat lze. Míra nezaměstnanosti se v **dubnu vrátila** na únorových 3,9 % (vs. 3,8 % v březnu), což je pro ilustraci o 0,3 p. b. více než průměrná míra v roce 2023. Historicky nízké, ale pomalu rostoucí, 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) v dubnu dále narostla (na **7,4 %**), což je o 0,8 p. b. více než před rokem a (vyjma covidového období) nejvyšší hodnota od března 2019. Vcelku rychlá ale nadále zůstává tvorba pracovních míst: 620 tis. nových pracovních míst v soukromém sektoru za první tři měsíce letošního roku bylo v měsíčním průměru (207 tis.) víc, než jaký byl měsíční průměr v roce 2023 (192 tis.), a dubnová hodnota (167 tis.) také není špatná.

Dle průzkumu JOLTS dále klesla i **míra volných pracovních míst**, a to na 5,1 %. To je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022) nebo hodnota před rokem (5,9 %), ale také stále o skoro 2 p. b. nad dvacetiletým předpandemickým průměrem. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je naopak stále nízký: v prvním čtvrtletí činil 210 tis., ve druhém zatím 215 tis., což jsou z historického hlediska hodnoty velmi vzdálené typickým recesním úrovním (> 450 tis.).

Meziroční tempo růstu mezd také zvolnilo. Dle dat [Atlantského FEDu](#) (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) dosáhl růst mezd v **březnu 4,7 %**, dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) se pak meziroční tempo růstu mezd v dubnu

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

(3,9 %) poprvé od června 2021 dostalo pod 4 %. Ve třech měsících do dubna pak čtvrtletní tempo růstu zpomalilo na 0,7 %, pololetní se udrželo na 1,9 %.

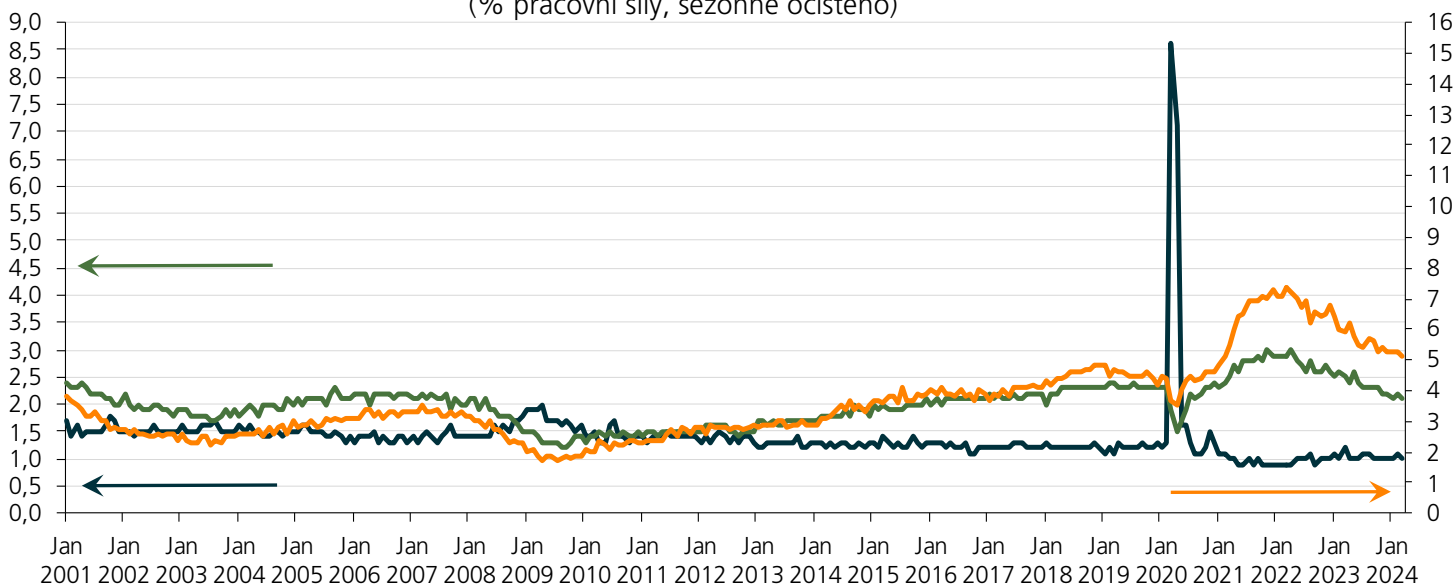
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v prvním čtvrtletí v důsledku výrazného lednového poklesu (nakonec o necelá 4 % m/m) **klesly mezičtvrtletně o 1,8 %**. Jejich stabilnější složka (a lepší, protože méně volatilní, ukazatel investičního apetitu firem) – objednávky bez letadel a techniky - pak klesla o 0,2 %. **Druhé čtvrtletí začalo lépe**: v dubnu přidaly celkové objednávky 0,7 % m/m, objednávky bez letadel a zbraní pak 0,3 %. Tyto „jádrové“ objednávky jsou pak již meziročně v kladném růstovém teritoriu (+0,5 %). **Reálná průmyslová produkce**, která ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku klesla o 0,7 %, **v prvním čtvrtletí letošního roku po revizích vzrostla o 0,2 % q/q**, a počátkem dubna meziměsíčně stagnovala. Meziročně je průmyslová produkce v USA o 0,4 % nižší a nachází se tak pouze na úrovni března 2019.

Jádrová PCE inflace v dubnu zpomalila na 0,2 % m/m, v posledních třech měsících (únor, březen, duben) dosáhlo její tempo 0,9 %, v posledním pololetí pak 1,6 %. Poté, co v prvním čtvrtletí jádrová inflace přidala 1,1 % (což bylo nejrychlejší čtvrtletní tempo růstu od prvního čtvrtletí 2023), je to pro FED vítaná zpráva. Takovou zprávou je pak i zvolnění tempa růstu cen tržních služeb na 0,8 % za měsíce únor–duben.

Americká centrální banka v květnu nezasedala. Na zasedání koncem dubna **ponechala sazby sice bez změny, ale poselství bylo jestrábí**. V zápisu totiž zaznělo, že v posledních měsících proces návratu inflace ke dvouprocentnímu cíli „nepokračoval“ a i když Powell na tiskovce zamítl jako další krok zvýšení sazeb, řekl také, že „je pravděpodobné, že potrvá déle, než získáme jistotu, že se setrváváme k dvouprocentní inflaci“. Jinými slovy, sazby zůstanou vyšší po delší dobu. Překvapivé tak ve světle toho bylo rozhodnutí snížit tempo kvantitativního utahování ze 60 mld. měsíčně (u vládních dluhopisů) na 25 mld. Volební rok a rekordní objemy nabízené vládou v aukcích však asi převážily...

Trh práce se pomalu ochlazuje.

Míra **nucených** a **dobrovolných** odchodů z práce a **počet volných pracovních míst** v USA, (% pracovní síly, sezonně očištěno)



Zdroj: BLS (dostupné [ZDE](#))

CEE3

ČR

Ekonomika v 1. čtvrtletí mírně vzrostla, pomáhá jí spotřeba domácností. Inflace je kromě služeb pod kontrolou.

Dle druhého odhadu vzrostla **ekonomika v prvním čtvrtletí** letošního roku nikoliv o 0,5 % q/q (první odhad), ale jen **o 0,3 % q/q** (a tedy jen o 0,2 % r/r). Dle ČSÚ byl „meziroční růst HDP podpořen zejména vyššími výdaji na konečnou spotřebu domácností a zahraniční poptávkou; naopak negativní vliv měla tvorba hrubého kapitálu“. **Poptávka domácností** totiž přidala 1 % mezičtvrtletně, což bylo její **nejrychlejší tempo růstu od covidového oživení** v 2.–3. čtvrtletí 2021 (a pouze třetí růstové čtvrtletí od té doby, spolu s 2Q23 a 4Q23). U fixních investic došlo k výraznému poklesu o téměř 8 %.

Měsíční data zveřejněná během května byla smíšená – slabý průmysl, silný maloobchod.

Průmyslová produkce v prvním čtvrtletí nakonec výrazně poklesla (o 2,6 % q/q), a to v důsledku slabého ledna (–3,1 %) a slabého března (–1,6 %). Meziročně byla produkce koncem letošního prvního čtvrtletí nižší o 2,7 %. Dle ČSÚ byl „březnový meziroční pokles průmyslové produkce ovlivněn mimořádně vysokou loňskou srovnávací základnou ve výrobě motorových vozidel a rovněž pokračujícím poklesem ve výrobě strojů a zařízení, který zasáhl již většinu oborů tohoto odvětví“. Ano, to je ve světle poklesu produkce v Německu (–4 % r/r) asi očekávatelné.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Počátek roku tak odpovídá tomu, co naznačoval index **PMI**. V lednu totiž index dosáhl jen 43 bodů, další dva měsíce pak byly lepší: v únoru 44,3 bodu a v březnu 46,2 bodu (což je nejlepší hodnota od srpna 2022). Ano, zlepšení, na němž se podílí zejména menší tempo poklesu nových objednávek, to oproti 4. čtvrtletí jistě bylo, ale i tak zůstal průmysl dle PMI stále v pásmu kontrakce. **Dubnový (44,7 bodu) ani květnový výsledek (46,1 bodu) pak nedávají moc důvodů vyhlížet výraznější zlepšení pro letošní druhé čtvrtletí.**

Index důvěry firem měřený ČSÚ je nadále **bez trendu**: od června minulého roku se důvěra firem pohybuje v úzkém pásmu mezi 0 a 7 body. V **dubnu (7 bodů) i v květnu (6,8 bodu) tento index dosáhl horní úvratě zmiňovaného pásma**. To je nadále zhruba poloviční hodnota oproti tomu, kde se tento ukazatel pohyboval v letech 2014–2019.

Spotřebitelská důvěra se naopak po prosincovém propadu na –23,5 bodu a dle očekávání (zpomalující inflace, neexistující nezaměstnanost a solidní růst mezd nedávaly důvody k takovému propadu) během letošního roku **výrazně zlepšila**, a to až na –7 bodů v dubnu. To byla nejvyšší hodnota tohoto ukazatele od září 2021 (–6,8 bodu), tj. důvěra byla koncem dubna již výš než v měsících před vpádem Ruska na Ukrajinu či před počátkem energetické krize. **V květnu se sice důvěra mírně zhoršila** (na –9 bodů), ale i tak je mnohem výš než v letech 2021–2023.

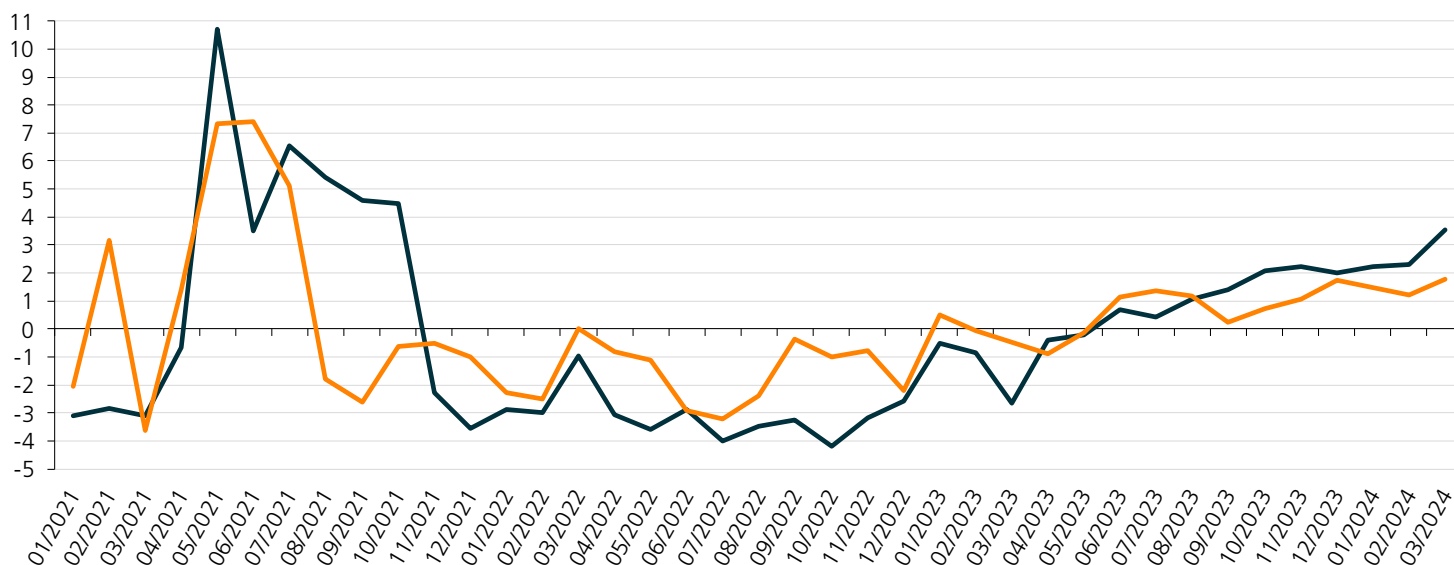
Na maloobchodních tržbách je tento růst důvěry (a tedy shora zmíněné zlepšení ve fundamentech) vidět: poté, co ve 4. čtvrtletí přidaly 1,7 % q/q, **vzrostly tržby v 1. čtvrtletí 2024 dokonce o 1,8 %**. To bylo nejrychlejší tříměsíční tempo od postcovidového oživení v květnu–červenci 2021. Pololetní tempo růstu reálných tržeb pak dosáhlo +3,5 %, meziroční dokonce +5 %. V dalších měsících by tržbám měly pomoci také klesající krátkodobé úrokové sazby, které by měly dále snížit stále velmi vysokou míru úspor domácností.

Česká spotřebitelská inflace vzrostla v lednu o 1,5 % m/m, v únoru o 0,3 % m/m, v březnu o 0,1 % m/m, ale v dubnu opět o 0,7 %. Tento překvapivě silný růst v dubnu byl však pouze důsledkem růstu cen potravin a nápojů. Jádrová inflace totiž podruhé v řadě přidala meziměsíčně jenom 0,1 %, od ledna do dubna tedy jenom necelé procento, což je v souladu s cílem ČNB. Meziroční inflace dosáhla 2,9 %, u cen služeb však 5,3 % (ceny zboží +1,4 %).

Právě rychlý růst cen služeb nedal ČNB na zasedání počátkem května prostor pro větší pokles sazeb než o 50 b. b. na 5,25 %. Nová prognóza pak přinesla výrazně vyšší očekávané sazby ČNB na celém horizontu prognózy (a také očekávání lepšího růstu ekonomiky v letošním roce). Důvodem takového přehodnocení výhledu směrem nahoru byla kombinace slabší koruny (než očekávala předchozí prognóza), zmiňované stále vysoké inflace ve službách, napjatého trhu práce a (nejspíš) také přehodnocení počtu letošních snížení sazeb FEDu, k němuž došlo v dubnu.

Maloobchodní tržby pokračují v ožívování.

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



Zdroj: ČSÚ, dostupné [ZDE](#).

POLSKO

Silný reálný růst mezd, napjatý trh práce a oživení poptávky domácností nedovolují polské centrální bance snižovat sazby.

Polská ekonomika přidala (po sezonním očistění) **v 1. čtvrtletí +0,5 % q/q** (1,3 % r/r), což bylo na kvartálním základě proti stagnaci ve čtvrtém čtvrtletí vítané zlepšení. Na mezičtvrtletním růstu se nejvíce podílela poptávka domácností (+2,1 % q/q), na meziročním růstu pak shodně poptávka domácností (+2 p. b.) a vlády (+ 1,9 p. b.).

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

POLSKO

Měsíční data takový vývoj předznamenávala.

Průmyslová produkce poté, co ve 4. čtvrtletí zásluhou silného růstu v prosinci (+2,9 % m/m) vzrostla o 2 %, **si v prvním čtvrtletí nevedla dobře** – klesla ve všech třech měsících. A zásluhou výrazného poklesu v březnu (o 5,5 % m/m, zejména vinou poklesu v sektoru těžby a dobývání) tak za **celé čtvrtletí odepsala produkce bezmála 6 %**. Tento vývoj však se však dle očekávání zastavil a otočil se **zkraje druhého čtvrtletí**, kdy **produkce přidala meziměsíčně 7 %**, což znamenalo, že za první 4 měsíce letošního roku je produkce ve srovnání se stejným obdobím minulého roku vyšší o necelé procento.

Ačkoliv volatilita měsíčních dat je vysoká, index **PMI** naznačoval, že produkce v prvních měsících roku meziročně bude stagnovat. Během 1. čtvrtletí se totiž zásluhou mírnějšího poklesu nových objednávek PMI mírně zlepšil, když jeho průměrná hodnota v 1Q24 činila 47,7 bodu. To sice bylo (jako ve všech měsících od května 2022) pod 50 body, ale zlepšení to proti předcházejícím čtvrtletím roku 2023 bylo evidentní. Bohužel, **vývoj PMI v dubnu a květnu nedává moc důvodů** myslet si, že tato tendence ke **zlepšování bude pokračovat**: v dubnu totiž index klesl na 45,9 bodu, v **květnu pak dokonce až na rovných 45 bodů**. To je nejhorší hodnota za posledních 7 měsíců a také pod průměrem (45,5 bodu) posledních dvou let, kdy se index nachází pod hranicí 50 bodů. Důvodem bylo, že nové objednávky, které klesají již 27 měsíců, klesly v květnu tempem neviděným od minulého října.

Reálné maloobchodní tržby sice v prvním čtvrtletí přidaly **mezičtvrtletně přes 3 %, tento růst však vymazaly poklesem o 3,5 % m/m v dubnu**. V meziročním srovnání dosáhlo tempo růstu maloobchodu v dubnu 4,1 %, za první čtyři měsíce roku pak jsou tržby meziročně vyšší o 5 %. Daří se prodejem vozidel (+23 % r/r za leden–duben) i paliv (+12,3 %).

Je rovněž evidentní, že maloobchodu pomáhá trh práce. Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká, v únoru, v březnu i v dubnu 2024 se po sezonním očištění nacházela na **historickém minimu 5 %**. Nepřekvapí pak tedy určitě ani to, že dále rostou mzdy – meziroční **tempo růstu nominálních mezd dosáhlo v dubnu 2024 +11,3 %**. To vzhledem k poklesu meziroční inflace znamená, že r/r tempo růstu reálných mezd je nyní velmi výrazné, skoro dvouciferné.

Měsíční dynamika cenového vývoje ale naznačuje, že inflace letos urychlí. V prvním čtvrtletí sice celková cenová hladina vzrostla jen o necelé procento (0,4 % m/m v lednu, 0,3 % v únoru a 0,2 % m/m v březnu), **v dubnu však výrazně urychlila**. Celková inflace přidala totiž 1,1 %, horší je ale fakt, že urychlila také jádrová inflace. Ta už v prvním čtvrtletí dosáhla 1,5 %, v dubnu pak přidala 0,7 %, a jenom díky slabému listopadu a prosinci (0 %, resp. +0,3 %) pololetní tempo jádrové inflace nepřekonal 2,4 %. I tak je však pololetní tempo nejrychlejší od března–srpna 2023, a nejspíš dále urychlí. Podobně jako v ČR i v Polsku **cenový růst táhnou převážně služby**, které meziročně rostou o více než 6 % (v 1Q24 přidaly 2,4 % q/q, v dubnu dalších 0,9 %); inflaci pak tlumí růst cen zboží (1,1 % r/r v dubnu).

Centrální banka poté, co v září minulého roku 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 (letošní rok nevyjímaje) sazby bez změny na 5,75 %**. Na tiskovce po květnovém zasedání zaznělo, že centrální banka by mohla zvažovat snížení sazeb až v roce 2025, jelikož ohledně dalšího vývoje inflace i nadále panuje vysoká míra nejistoty. Dle guvernéra je největším rizikem je rychlý růst mezd.

MAĎARSKO

Maďarská centrální banka dále snižuje sazby, byť je trh práce ve zjevné nerovnováze a růst reálných mezd odpoután od fundamentů.

Dle prvního i druhého odhadu dosáhlo (sezonně očištěné) tempo růstu HDP v 1. čtvrtletí 0,8 % q/q (1,7 % r/r). Struktura růstu ukázala, že se poprvé od 4. čtvrtletí 2022 na meziročním růstu pozitivně podílela poptávka domácností, i když oproti 4. čtvrtletí 2023 velice mírně klesla (−0,1 % q/q). Největším příspěvatelem k r/r tempu růstu byl čistý export, negativním pak (jako ve všech čtvrtletích počínaje 3Q22) hrubá tvorba fixního kapitálu.

Že poptávka domácností stagnovala, je ve světle vývoje **maloobchodních tržeb** v 1Q24 zvláštní: maloobchodní tržby totiž v lednu přidaly jenom 0,2 % a v únoru poklesly o 0,3 %, ale **silným růstem v březnu (+2 % m/m)** zaznamenaly po posledním čtvrtletí minulého roku (+2,4 %) další silné růstové čtvrtletí.

Míra nezaměstnanosti v posledních třech měsících do dubna mírně klesla, a to na 4,6 %. Je to sice znatelně nad historickým minimem z poloviny roku 2022 (3,3 %), ale stále je to hodnota velmi nízká, blízko plné zaměstnanosti. **Růst mezd proto pokračuje nadále velmi vysokým tempem**: za celý rok 2023 dosáhl růst mezd 14,2 % r/r, **v prvním čtvrtletí pak navlas stejného tempa**. Od října 2023 (což je poprvé od srpna 2022) rostou také reálné mzdy, v 1Q24 pak dokonce dvouciferným tempem. To zavání, podobně jako v Polsku, znovuoobnovením inflačních tlaků.

Průmyslová produkce začala rok 2024 lednovým poklesem o 0,9 % m/m, který vymazala v únoru růstem o 3,6 % m/m, způsobeným zejména silným růstem produkce v automobilovém sektoru. **V březnu však produkce opět (a výrazně, o 3 %) klesla**, což znamenalo, že mírně (o 0,4 %) klesla i za celé první čtvrtletí. Za první 3 měsíce letošního roku je však produkce ve srovnání s prvními třemi měsíce roku 2023 nižší o 4,1 %.

Celková cenová hladina vzrostla v 1Q24 oproti konci roku 2023 o 2,2 %, v dubnu pak přidala dalších 0,7 % m/m. V meziročním vyjádření byla inflace tedy 3,7 %, což bylo stejné tempo jako v únoru letošního roku (a s výjimkou března 2024 také nejnižší od začátku roku 2021). Jádrová inflace přidala 0,8 %, stejně jako v dubnu, což bylo znatelně více než v prvních dvou měsících letošního roku (0,4 % v lednu, 0,2 % v únoru). Podobně jako v ČR nebo v Polsku rostou rychle **služby: v dubnu vzrostly o 9,5 % r/r**. Společně

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

MAĎARSKO

s vysoký reálným růstem mezd je tak dle nás jen otázkou času, kdy se meziroční inflační čísla opět začnou zhoršovat.

Maďarská centrální banka (NBH) od listopadu minulého roku snižuje sazby (v listopadu, v prosinci i v lednu vždy o 75 b. b., v únoru o 1 p. b.), březen, duben ani květen nebyly výjimkou: na březnovém zasedání se centrální banka vrátila k tempu snižování o 0,75 p. b., v dubnu i v květnu pak sazby klesly shodně o půl procentního bodu (na současných 7,25 %). Na tiskovce po posledním, květnovém zasedání moc nového nezaznělo, viceguvernér Virág zopakoval, že vzhledem k nejistotě na finančních trzích (hlavně kvůli tomu, že sazby v USA zůstanou delší dobu vyšší) a vývoji inflace je namísto opatrný postup. Trápí jej zejména rychlý růst služeb.

ROPA

Cena ropy se v březnu vyšplhala až na nejvyšší hodnotu od října (tedy od vypuknutí konfliktu v Gaze), když koncem března dosáhla hodnoty jen lehce pod 90 dolarů za barel. Důvodem březnového růstu byla očekávání, že OPEC+ nezmění své těžební kvóty před červnovým zasedáním, pokračující útoky na ruskou energetickou infrastrukturu a klesající počet aktivních těžebních souprav v USA. V dubnu s tím, jak se po amerických inflačních číslech na trh vrátila obava z vyšších úrokových sazeb, a jak se snížila pravděpodobnost většího konfliktu na Blízkém východě, cena ropy opět záměřila pod hranici 80 dolarů za barel. V květnu pokles pokračoval a ropa se dostala až na dohled hranice 70 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

Akciovým trhům se v květnu dařilo (index MSCI World +4,2 %). Dobrá přichází makroekonomická data z USA dodávala potřebnou důvěru investorům a americký index S&P 500 (+4,8 %) tak atakoval nová historická maxima. Dobrého zhodnocení dosáhly všechny tři hlavní americké indexy, s opět vysokým zhodnocením technologických titulů. Nasdaq Composite si meziměsíčně připsal 8,5 %. Například akcie Nvidia si po dobrých čtvrtletních výsledcích meziměsíčně připsaly +26,9 %. Výkonnost ostatních vyspělých regionů byla slabší. Obavy z ponechání vyšších úrokových sazeb v USA o něco déle a zároveň vyhoupení tamního výnosu desetiletého státního dluhopisu nad 1 procentní bod mělo negativní dopad na japonské akcie. Zároveň zatajované a ovlivňované bezpečnostní testy tamních automobilek znamenaly velice slabé zhodnocení indexu Nikkei 225, pouze +0,2 %. Z Evropy přicházela slibná data ohledně mírného ekonomického zotavování. Zveřejněný mezičtvrtletní růst eurozóny +0,3 % překvapil pozitivně. Avšak blížící se volby do evropského parlamentu a hůře odhadnutelné následné rozložení sil bránilo evropským akciím ve vyšším zhodnocení. Evropský akciový index DJ STOXX 600 bez UK si meziměsíčně připsal +3,6 %, britský index FTSE 100 pak +1,6 %.

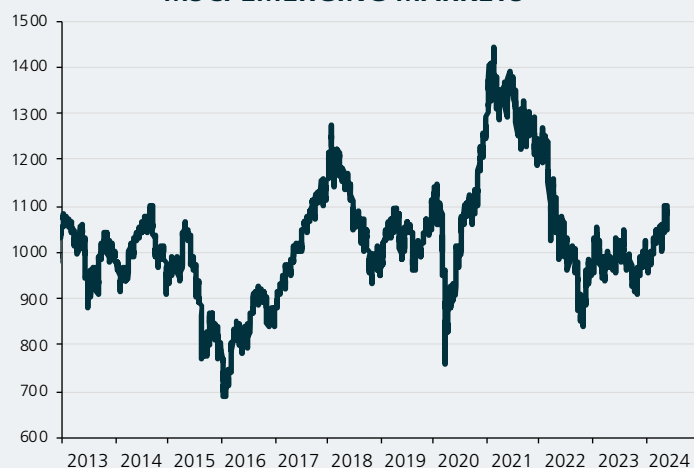
Kladné zhodnocení si připsaly také akciové trhy střední Evropy. Největší polský trh meziměsíčně +1,8 % (index WIG30), český index PX včetně dividend +4,5 %, rumunský index BET TR +5,1 % a maďarský index BUX -0,3 %. Ve Varšavě se nejlépe vedlo spotřebitelskému sektoru, po dobrých čtvrtletních výsledcích v čele se společnostmi CCC (+41 %), PEPCO (+26 %), Allegro (+11 %), a užitím - Tauron (+39 %) nebo PGE (+11 %). Realizace zisků, s hrozbou zvýšení proticyklického kapitálového polštáře, proběhla na akciích Bank Santander (-10 %), mBank (-9 %) a pojišťovny PZU (-2,5 %). Očekávané dobré hospodářské výsledky po loňských akvizicích táhly akcie Kofoly (+10 %) a růst cen silové elektřiny s blížící se dividendou akcie

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

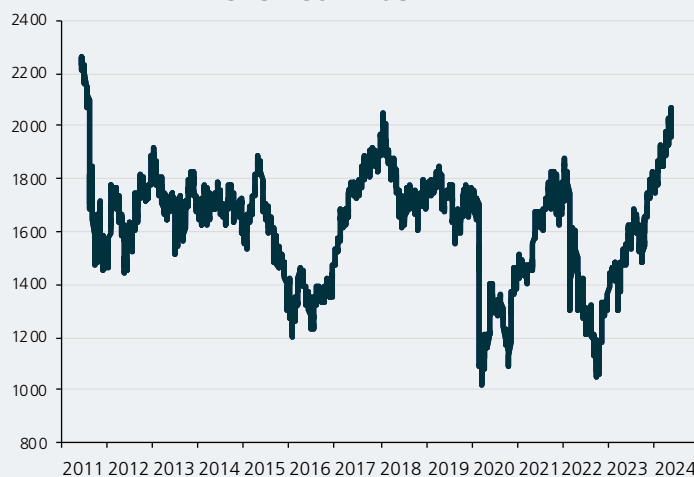
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ TRHY

ČEZ (9 %). V Rumunsku byla výkonnost jednotlivých akcií smíšená, třídvacetiprocentní zhodnocení si po dobrých výsledcích připsala zdravotnická skupina Medlife, slabší zájem o přepravu komodit po Dunaji naopak znamenal tříprocentní ztrátu pro vodního přepravce TTS. Středoevropské trhy se nadále obchodují na nízkých valuačních ukazatelích se zajímavým růstovým potenciálem do budoucna.

Akcie na rozvíjejících se trzích zaostávaly za vyspělými trhy, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil jen lehce v plusu a připsal 0,3 %. Čínské akcie, které mají největší váhu v indexu, neměly jednoznačný směr: zatímco domácí (A-Shares) akcie odepsaly 0,7 %, burza v Hongkongu připsala 1,8 %. V posledních týdnech můžeme pozorovat zlepšující se sentiment, který dále podpořil nad očekávání dobrý ekonomický růst a náznaky vlády řešit realitní krizi. Akcie na Taiwanu vzrostly o 4,8 %, což bylo způsobeno hlavně růstem technologických titulů. Naopak příliš se nedařilo korejským či indickým akciím. Květnové volby v Indii by podle očekávání neměly mít velký dopad na současné směřování země. Trhy v Latinské Americe ztrácely, což bylo způsobeno hlavně rozsáhlými záplavami v brazilském státě Rio Grande do Sul či nejistotou před červnovými prezidentskými volbami v Mexiku.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Poté, co v dubnu došlo vlivem vyšší americké inflace k výraznému nárůstu výnosů jak na americké, tak na německé výnosové křivce, a to po celých jejich délkách, jsme během května prošli částečnou korekcí, tentokrát však jenom v USA. Americké dvouleté výnosy totiž klesly zpátky pod 5 %, tj. o zhruba 15 b. b. na 4,87 %, desetileté pak o 18 b. b. na 4,5 %. Na německých dluhopisech tomu ale tak nebylo, ty dále výnosově rostly, zejména vlivem silnějších růstových i mzdových dat z eurozóny: dvouletý výnos vyrostl o 6 b. b. na 3,1 %, desetiletý o 8 b. b. na 2,7 %.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) koncem května v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR vzrostl oproti konci předcházejícího měsíce +0,4 % (stejně jako v předcházejících měsících); u jejich spekulativních protějšků pak o 0,8 %.

V případě dolarových instrumentů došlo po výrazném dubnovém poklesu (u investičních i u spekulativních dluhopisů, o 3,2 %, resp. o 1,1 %) ke korekci: v květnu vyrostl TRI u investičního stupně o 2,2 %, u spekulativních instrumentů o 1,2 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR se po růstu v dubnu (2,8 %, resp. 7 %) vrátily k poklesu: v květnu poklesly o 5,8 %, resp. 6,9 %. Ve srovnání se začátkem roku jsou tak o 10 %, resp. o 5 % nižší.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka se během května nijak nezměnila. Dvouletá splatnost zůstala na úrovni 4,25 % z konce dubna (což je ale +45 b. b. oproti konci března), desetiletá splatnost pak na 4,37 % (+36 b. b. oproti konci března). Není se ale čemu divit, žádná výraznější makroekonomická data jsme nezaznamenali a pohyby na evropské křivce nebyly nijak výrazné.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku došlo toliko k poklesu výnosů na krátkém konci, a to o 13 b. b. na 5,2 %. Desetileté výnosy zůstaly bez změny na 5,7 %. Podobně jako v ČR se ani v Polsku neobjevily žádné významnější domácí informace a na zahraničních (německých) dluhopisových trzích se toho moc neodehrálo.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Turecký dluhopisový trh zaznamenal opětovně silný příliv zahraničních investorů. Tamní ekonomika zůstává i nadále velmi odolná vůči vysoce inflačnímu prostředí, zvýšení úrokových sazeb se nicméně postupně propisuje do spotřebitelské aktivity. Fiskální politika vlády by po nedávných volbách neměla do budoucna být již tolik proinflační. Centrální bance se prostřednictvím regulačních opatření daří snižovat poptávku domácích střadatelů po dolarové likviditě a celkově omezovat tlak na tureckou liru.

Výnosy tureckých dluhopisů se v květnu stabilizovaly nebo pomalu klesaly. Po dubnové stabilizaci díky aktivitě zahraničních investorů mírně posílil i kurz turecké liry.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v květnu cenově stagnovaly či mírně rostly. Dolarové státní dluhopisy po březnovém silném cenovém růstu (v důsledku spekulací o zveřejnění návrhu na restrukturalizaci cizoměnového ukrajinského státního dluhu pod taktovkou IMF a před uplynutím dříve domluveného dvouletého prodloužení splatnosti) korigovaly a i v květnu zůstaly na úrovních kolem 30 % nominální hodnoty.

Válečná situace na Ukrajině se nyní příliš nemění. Ani jedna strana výrazněji nepostupuje. Ruská armáda dosahuje marginálních zisků, celkový stav je ale bez větších změn. Po prvotním odrazení ruského útoku v roce 2022 mělo Rusko dostatek času na vybudování masivních obranných opevnění (aktuální délka přesahuje 5 tis. km). Jejich udržení a zpomalení ukrajinského postupu bylo ale dosaženo jen za cenu velkých ruských ztrát. Z pohledu osvobozeného území a zejména naplnění očekávání západních spojenců jde o neúspěch. Z pohledu vyčerpání ruské armády byla ukrajinská ofenziva bezprostředně úspěšná, nicméně dlouhodobá početní výhoda je na straně agresora, který si může dovolit udržovat konflikt dlouhodobě a využívat nejednoty Západu a klesající podpory veřejnosti. Rusko aktuálně kontroluje cca 109,000 km² (18 % Ukrajiny), na vrcholu invaze v březnu 2022 šlo o 25 %. Nicméně ze 40 % se jedná o území obsazená již v letech 2014–2015. Současný stav je tak velmi podobný jako po agresi v r. 2014. I nadále se očekávají útoky Ruska na strategickou infrastrukturu a civilní cíle, nový tlak Ruska a případná odpověď ukrajinské armády, která po několikaměsíčním přerušení dodávek opět dostává novou zahraniční techniku. Znovu se podařilo mobilizovat i finanční toky. Nedávné momentum bylo zcela jistě na straně ruské armády, její postup se ale vyčerpá a díky zahraniční technice se situace stabilizuje.

MĚNY

Dolar proti euru se v polovině dubna vlivem očekávání, že americké sazby budou po delší dobu vyšší, dostal až na úroveň 1,06 USD/EUR, což byla nejsilnější hodnota dolaru od minulého listopadu. Od druhé poloviny dubna však začal opět oslabovat, až se koncem května dostal na hranici 1,085, tj. na úroveň z první dubnové dekády. Důvodem byla zejména v květnu zveřejněná mírnější inflace. **Polský zlotý** se vyvíjel zrcadlově k dolaru: nejdřív vlivem silného dolaru v polovině dubna oslabil z hodnoty 4,25 až ke hranici 4,375 PLN/EUR, aby pak od druhé poloviny dubna a celý květen posiloval. Výsledkem bylo, že se koncem minulého měsíce dostal až k hranici 4,25. **Česká koruna** již v dubnu začala posilovat s tím, jak se z české křivky odstranilo očekávání výrazného letošního poklesu sazeb: koruna tak koncem dubna atakovala hranici 25,10 CZK/EUR. V květnu v tomto trendu pokračovala a dostala se až na 24,70. **Maďarský forint** v dubnu kolísal v pásmu 390–395, v květnu však posílil ke 388 HUF/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Růst amerických výnosů posunul v dubnu křivku českých vládních dluhopisů nahoru, což pak dále umocnila ČNB novou prognózou tlumící očekávání letošního výrazného a rychlého poklesu sazeb. Ve spojitosti s tím, že se ČNB nechce vrátit do éry velmi nízkých sazeb z minulých dekády a že i nadále trvá velký deficit rozpočtu (za prvních 5 měsíců činil 210 mld., plán na celý rok je 250 mld.), který zvyšuje emise dluhopisů, si myslíme, že výnosy zůstanou v nejbližším čtvrtletí nad 4 % jak na krátkém, tak na dlouhém konci. Prostor pro výraznější pokles pod tuto hranici vzhledem k vývoji v USA (ale i vzhledem k setrvalosti domácí inflace ve službách) pro druhou polovinu roku nevidíme.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení sazeb v minulém roce již sazby dále nesnižuje – stále napjatý trh práce, silný růst mezd či urychlující jádrová inflace způsobily, že si dává dlouhou pauzu. To se podepisuje i na výnosech. S obnovením cyklu snižování sazeb lze čekat mírný pokles výnosů, otázkou však je, kdy k němu dojde – letos to na nic takového vzhledem k vývoji mezd nevypadá.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Vzhledem k očekávanému vrcholu inflačních tlaků s poklesem inflace blíž 40 % ke konci roku a nyní již kladným reálným úrokovým sazbám (při analýze posledních tří meziměsíčních nárůstů) předpokládáme stabilizaci vývoje měnového kurzu díky ponechání vysoké úrovně sazeb centrální banky (základní úroková sazba zůstane okolo 50 % v kombinaci se zpřísněním regulačních požadavků mezibankovního trhu týkajících se likvidity) a další nárůst aktivity zahraničních investorů. Základním předpokladem je absence politicky motivovaných zásahů do složení centrální banky a zachování konstruktivního přístupu ministerstva financí.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ukrajina i nadále jedná jak s Mezinárodním měnovým fondem, tak s mezinárodními věřiteli o dalším vývoji a restrukturalizaci zahraničního dluhu. Scénáře implikované programem Mezinárodního měnového fondu ukazují varianty restrukturalizace od téměř stoprocentního odepsání cizoměnového dluhu po cca 40%. Je zde nicméně vysoká citlivost na vstupní parametry, zejména v podobě úrovně HDP, nastaveného cílového poměru dluhu a celkové výpůjční potřeby a dluhové služby. Objem restrukturalizovatelného zahraničního dluhu je cca 28,5 mld. USD (20 % celkového dluhu). Trh se aktuálně kloní spíše k mírnější a postupné variantě s prodloužením splatnosti a redukcí kuponových plateb.

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** 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.

Česká koruna navzdory našemu očekávání prolomila hranici 25 korun za euro, vlivem jestřábější centrální banky se posunula na 24,70. Očekávání, kolikrát letos klesnou sazby u nás, jsou dle nás nyní blíže realitě než před pár měsíci, ECB navíc může překvapit menším snížením sazeb, než trh čeká. A vzhledem k silnému dolaru (vyšší sazby po delší dobu) už nevidíme prostor pro další posílení. Pokud se koruna někam vydá, pak spíše ke 25 korunám (či nad tuto hranici).

Polský zlotý nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka sebrala minulý rok na podzim i berličku v podobě (vyšších) úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. Dle nás tak zlotý zůstává zranitelný a hodnoty mezi 4,20 a 4,30 PLN/EUR vidíme jako maximum možného. Pokud se někam v příštích měsících vydá, pak dle nás na slabší úroveň.

Maďarský forint také nemá žádný důvod posilovat: úrokový diferenciál se smršťuje, deficity běžného účtu i rozpočtu jsou velké. Podobně jako u zlotého, pokud se dočkáme výraznějšího pohybu, pak spíše ještě ke slabším úrovním.

AKCIOVÝ TRH

Na akciové trhy máme neutrální pohled, preferujeme rozvíjející se trhy před vyspělými, a to z důvodu odlišných očekávaných trajektorií základních úrokových sazeb a pozitivnějšího ekonomického vývoje. Na nízkých hodnotových ukazatelích se také obchodují akciové trhy vyspělé Evropy a Velké Británie. V rámci rozvíjejících se trhů je stále jedním z nejlevnějších náš středoevropský region.

V následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu spojenou s pohyby na požadovaných dluhopisových výnosech, geopolitickými riziky a příchodními makroekonomickými daty. Vyšší úrokové sazby si již u některých společností a spotřebitelů vybírají 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.

Ziskové marže korporací jsou nadále silné, k čemuž přispívá silný trh práce a pokračující růst mezd. 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. 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 více atraktivně, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů v minulých měsících, a obchodují se na zajímavých úrovních. Nadále však věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a rozvíjejících se trzích. Po současné ekonomické slabosti zažije Asie oživení. Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož budou lépe využívat 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.

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT



wm@conseq.cz



+420 225 988 200



www.conseq.cz/wm