

# VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	-2,50 %	USA	-1,54 %	USD/EUR	-2,12 %	Ropa Brent	2,33 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-0,52 %	Evropa	-1,39 %	CZK/USD	1,92 %	Zemní plyn	8,03 %
Japonsko – Nikkei225	4,41 %	ČR	-0,93 %	CZK/EUR	-0,27 %	Sil. elektřina	-1,28 %
MSCI Emer. Mark.	-0,29 %	Polsko	-0,99 %	PLN/EUR	-0,53 %	Zlato	-0,60 %
ČR – PX	4,64 %	Maďarsko	-0,70 %	HUF/EUR	-0,24 %	Stříbro	-4,70 %
Polsko – WIG30	-0,11 %	Turecko*	1,80 %	TRY/EUR	-0,24 %	Měď	-2,72 %
Maďarsko – BUX	1,78 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Slabší růstová data zkraje 4. čtvrtletí převážila stále napjatý trh práce a silný růst mezd a přivedla ECB k dalšímu snížení sazeb.**

**Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny** dosáhlo dle finálního odhadu **ve třetím čtvrtletí +0,4 % q/q, což znamenalo, že meziroční tempo růstu dosáhlo 0,9 %**. Na struktuře q/q růstu se podílely shodně poptávka domácností i fixní investice (obě složky +0,4 p. b. příspěvku ke mezičtvrtletnímu růstu), výrazně negativním byl čistý export (-0,9 p. b.). U meziročního tempa byly se shodným příspěvkem ve výši +0,5 p. b. největším přispěvatelem domácnosti i vláda.

Data zveřejněná během prosince byla slabá.

Maloobchodní tržby ve třetím čtvrtletí nakonec vzrostly o 2 %, tj. nejrychlejším tempem od druhého čtvrtletí 2021, což bylo čtvrtletí poznamenané postcovidovým otevřením ekonomiky. Jisté urychlení dynamiky zásluhou stále silného trhu práce a klesající inflace šlo již nějakou dobu očekávat, ale takto silná kvartální tempa i v dalších čtvrtletích by nás spíše překvapila. **Říjnová data** jednorázovou povahu výsledků ve třetím čtvrtletí pak potvrdila: **tržby počátkem 4. čtvrtletí poklesly o 0,5 % m/m** a meziroční tempo se dostalo na +1,9 % (vs. +3 % r/r v září).

**Míra nezaměstnanosti**, jež v prvních dvou kvartálech byla v průměru po sezonním očištění 6,5 %, se **koncem třetího čtvrtletí i počátkem čtvrtého čtvrtletí nacházela na 6,3 %**, což je její historicky nejnížší úroveň. Nejnížší z velkých zemí byla v říjnu nezaměstnanost stále v Německu (3,4 %), nejvyšší ve Španělsku (11,2 %). Relativně rychlý pokles zaznamenala míra nezaměstnanosti v Itálii, kde ještě počátkem roku byla 7,8 % a dnes je o celé dva procentní body nižší, a tedy nejnížší od roku 2007.

Z historického hlediska stále **rostou vcelku rychle mzdy**. Jednou z ilustrací tohoto vývoje je, že **urychlilo meziroční tempo růstu sjednaných mezd**, což je ukazatel, který centrální banka bedlivě sleduje: po růstu o 4,7 % v prvním čtvrtletí a zvolnění na 3,5 % ve druhém čtvrtletí pak **ve třetím čtvrtletí tempo opět urychlilo na 5,4 %**, což je nejvíce v historii EMU. Centrální banka na to říká, že tento růst je jen odrazem snahy pracovníků o získání kompenzace minulé inflace a že v příštím roce odezní. Uvidíme. V každém případě i **nominální náklady práce rostly ve třetím čtvrtletí rychle: mezičtvrtletní tempo** jejich růstu zůstalo, podobně jako v předchozích dvou čtvrtletích, **kolem 1 %**.

**Průmyslové produkci** se po slabém druhém čtvrtletí, v němž klesla o 1,1 % (a za celé první pololetí tak o 2,6 %), i slabém třetím čtvrtletí (-1,1 %) **nedařilo ani zkraje čtvrtletí čtvrtého. V říjnu totiž produkce meziměsíčně jen stagnovala**, když meziměsíční růst o procento ve Francii vyrušil pokles o 1,1 % v Německu; zbylé velké ekonomiky v říjnu jen stagnovaly. Průmysl je tak nadále ve velkých a nekončících nesnázích.

Ani index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu neukazuje, že by se na slabosti průmyslu mělo v blízké budoucnosti cokoliv změnit: od návratu do růstového teritoria (tj. nad 50 bodů) je nadále velmi vzdálený. **Ve čtvrtém čtvrtletí totiž dosáhl průměrné hodnoty 45,5 bodu, což bylo stejné jako ve čtvrtletí třetím.** PMI v průmyslu je tak pod hranici 50 bodů nepřetržitě od července 2022. Pokračuje tak obrázek z minulých čtvrtletí: slabé objednávky k nimž se přirozeně přidává pokles zaměstnanosti.

Ani u **indexu IFO**, který mapuje podmínky v Německu samotném, jsme **nezaznamenali signály, že se věci obracejí k lepšímu**. Subindex **očekávání klesl v prosinci** až na nejnížší úroveň (84,4 bodu) od ledna. Hodnocení stávající situace pak zůstalo slabé: oproti první polovině roku, kdy dosáhlo v průměru 88 bodů, se ve čtvrtém čtvrtletí dostal tento subindex na 85 bodů.

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

V sektoru služeb je dle indexu PMI situace ve srovnání s průmyslem lepší. V listopadu se sice index, jenž se od února minulého roku nacházel nad hranicí 50 bodů, dostal opět do teritoria kontrakce, když dosáhl 49,5 bodu, tento „výlet“ do kontrakčního teritoria však neměl dlouhého trvání. V prosinci se index PMI ve službách totiž vrátil nad 50, když jeho hodnota dosáhla 51,4 bodu. I tak je však průměr za 4. čtvrtletí (50,8 bodu) nejslabší od 1. čtvrtletí 2024. Důvodem zhoršení byl hlavně pokles nových objednávek.

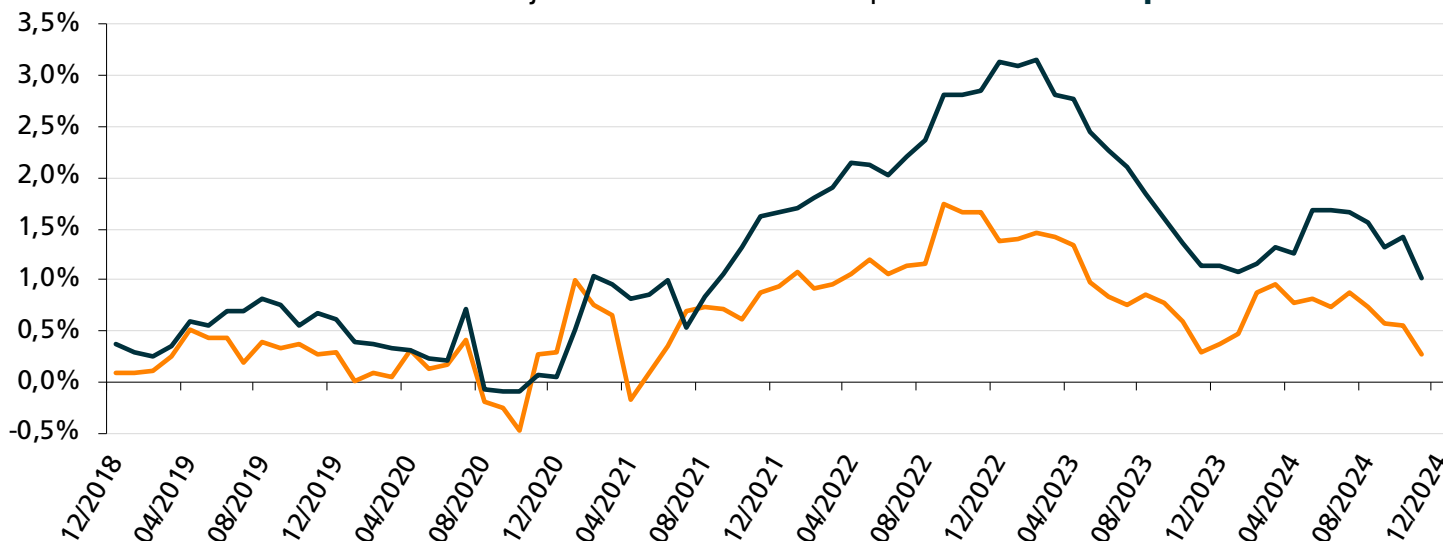
Jisté zhoršení jsme zaznamenali i u důvěry domácností, a to i navzdory tomu, že reálné mzdy rostou a nezaměstnanost je na historickém minimu. Důvěra domácností se však v listopadu zhoršila na -13,7 bodu a v prosinci dokonce na -14,5 bodu, což je nejnižší hodnota od dubna. I tak je však vysoko nade dnem ze září 2022 (-28,6 bodu) a poblíž hodnot z února 2022, tj. z doby před válkou na Ukrajině.

Jádrová inflace se již dostala na úroveň, které (nestane-li se v nejádrovém cenovém okruhu něco nepředvídatelného) jsou konsistentní s plněním inflačního cíle ECB, stanoveným jako celková inflace nacházející se „poblíž, pod 2 procenty“. V posledních třech měsících do listopadu 2024 totiž jádrová inflace přidala pouze 0,3 % a za poslední pololetí 1 %. Meziroční celková inflace dosáhla v listopadu 2,2 %, jádrová pak 2,7 %.

ECB proto pokračovala ve snižování sazeb. Poté, co na zasedání 12. září snížila sazby o čtvrt procentního bodu na 3,5 %, snižovala dále i na zasedáních v říjnu a v listopadu, v obou případech ve stejném rozsahu (o 0,25 p. b. na konečná 3 %. Na poslední tiskovce ECB pak navíc jasně otevřela prostor k dalšímu snížení sazeb, když zvolnila tempo růstu na další roky (1,4 % v 2026 a 1,3 % v 2027) a ústy Lagardeové dodala, že „od posledního zasedání se změnila rizika směrem dolů, zejména pro růst“. Ze zápisu rovněž vypadal závazek udržet měnovou politiku „dostatečně restriktivní tak dlouho, jak bude potřeba“ a nahradila jej větou, že „efekty restriktivní měnové politiky budou postupně vyprchávat“.

## Dynamika jádrové inflace je mírná.

Sezonně očištěná jádrová inflace v EMU za poslední čtvrtletí a pololetí.



Zdroj: Zdroj: ECB, dostupné ZDE.

## USA

Centrální banka dodala „jestřábí cut“.

Růst americké ekonomiky zůstal ve třetím čtvrtletí 2024 silný. Jeho tempo se sice nedostalo na vysoké úrovně z druhé poloviny minulého roku (+4,9 % ve třetím a +3,4 % ve čtvrtém čtvrtletí 2023), ale v anualizovaném mezičtvrtletním vyjádření (dle třetího odhadu nakonec +3,1 %) bylo stejné jako ve druhém čtvrtletí 2024 (+3 %) a výrazně vyšší než ve čtvrtletí prvním (1,6 %).

Na růstu se nejvíce podílely poptávka domácností (příspěvek +2,5 p. b.) a vláda (+0,9 p. b.); negativní byl pouze čistý export (-0,4 p. b.). I z příspěvku vlády je vidět, růst je z nezanedbatelné části zásluhou vlády. Což ostatně s ohledem na více než šestiprocentní deficit rozpočtu asi nepřekvapuje.

Měsíční data zveřejněná během prosince 2024 byla smíšená.

Reálné maloobchodní tržby po solidním 3. čtvrtletí, v němž přidaly 1,5 %, začaly růstem i poslední čtvrtletí minulého roku, když v říjnu přidaly 0,2 % a v listopadu 0,4 %. Meziroční tempo růstu dosáhlo v listopadu +1 %.

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

Trh práce je stále z historického pohledu silný, i když přece jenom mírně ochladl. Míra nezaměstnanosti už nedosahuje hodnot pod 4 %, jaké jsme viděli až do konce prvního čtvrtletí 2024, ale nachází se jen těsně nad touto hranicí: v říjnu 4,1 %, **v listopadu 4,2 %**. To je o půl procentního bodu vyšší míra nezaměstnanosti než před rokem. Vyšší než před rokem jsou i další míry nezaměstnanosti – kupř. **míra U6** (zahrnující kromě nezaměstnaných i ty, kteří pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali kvůli absenci naděje, že nějakou najdou) byla v listopadu 2023 7 %, **v listopadu 2024 pak 7,8 %**.

Dle průzkumu JOLTS setrvale klesá míra volných pracovních míst, v září až na 4,4 %. **V říjnu tato hodnota poskočila nahoru na 4,6 %**, což je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022) nebo méně než před rokem (5,2 %), ale stále je to nad dvacetiletým předpandemickým průměrem (3,1 %). **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je stále nízký: v prvním čtvrtletí činil 210 tis., ve druhém 221 tis., ve třetím 233 tis., ve čtvrtém kolem 227 tis. Z historického hlediska jsou všechny tyto hodnoty velmi vzdálené typickým recesním úrovním (> 450 tis.).

**Meziroční tempo růstu mezd se ve druhé polovině minulého roku stabilizovalo.** Dle dat z průzkumu CES (Current Employment Statistics) meziroční tempo růstu mezd v listopadu dosáhlo 4 %, což je zhruba o půl procentního bodu pomalejší než ve stejném měsíci roku 2023, ale stejné jako v dubnu či v květnu 2024. **Kvartální dynamika dosáhla ve třech měsících do listopadu 1,1 %**, což bylo stejné jako třeba v prvním čtvrtletí minulého roku.

**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** bez letadel a zbrojní techniky klesly v prvním pololetí o 0,4 % m/m, **ve třetím čtvrtletí** pak zásluhou srpna a září (+0,5 % m/m) **mírně vzrostly** (+0,5 % q/q), což znamená, že se za první tři čtvrtletí roku 2024 oproti konci roku předcházejícího nezměnily. **Říjnový pokles o 0,2 % m/m pak dostal tempo jejich meziročního růstu na 0,6 %**.

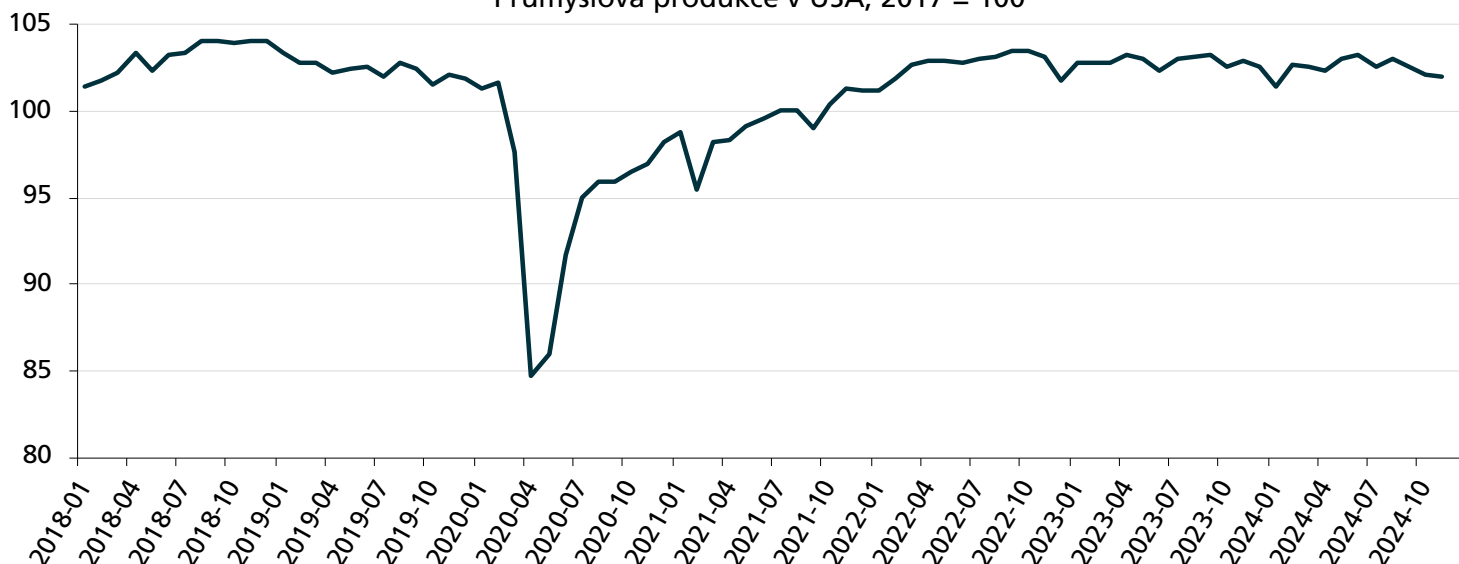
**Reálná průmyslová produkce**, která v prvním čtvrtletí roku 2024 po revizích klesla o 0,1 % q/q, svůj růst ze druhého (+ 0,7 %) celý vymazala poklesem ve čtvrtletí třetím (−0,7 %). **Ve čtvrtém čtvrtletí produkce v obou měsících, za které máme již k dispozici data, poklesla:** v říjnu o 0,4 % m/m a **v listopadu o 0,2 %**. Podobně, jako je tomu v jiných vyspělých ekonomikách, ani americký průmysl tedy „nikam nejde“. Nejenom, že byla v listopadu produkce meziročně o 0,9 % nižší, ale je jen o půl procenta větší než např. počátkem roku 2018, tj. před prvními cly, která zavedl tehdejší (a v listopadu opět zvolený) prezident Trump a která měla americký průmysl opět vrátit na výsluní...

**Jádrová PCE inflace v listopadu přidala 0,1 % m/m**, což bylo nejméně od května. Za poslední tři měsíce tak jádrová inflace přidala jen 0,6 % a za poslední pololetí 1,2 %. Kvartální i pololetní dynamika jsou tak (ve světle silného růstu ekonomiky, velkého deficitu i velmi nízké nezaměstnanosti) vcelku překvapivě v souladu s cílem FEDu.

**Centrální banka proto – sice opatrně, ale přece – uvolňuje restriktce měnové politiky.** V listopadu snížila sazby o 0,25 p. b. do pásma 4,5–4,75 %, a **v prosinci pokračovala ve stejném rozsahu do pásma 4,25–4,50 %**. Na prosincovém zasedání však výrazně ztlumila očekávání na další rychlý pokles sazeb, když v nové prognóze jednak zvýšila výhled inflace pro další roky, ale také snížila svá očekávání na rozsah uvolnění měnové politiky v roce 2025 na pouze dvojnásobné snížení sazeb o celkem půl procentního bodu. Šéf FEDu také řekl, že prosincové rozhodnutí bylo těsnější než předchozí dvě snížení sazeb. Trhy na tento „jestřábí cut“ reagovaly poklesem, dolar posílením.

## Americký průmysl léta nikam nesměřuje, Trumpovým clům navzdory.

Průmyslová produkce v USA, 2017 = 100



## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## CEE3

## ČR

**Průmysl je dále v nesnázích, růst táhne poptávka domácností. Centrální banka si kvůli tvrdošijně vysoké inflaci ve službách a silnějšímu růstu mezd dala v prosinci pauzu.**

Dle druhého odhadu růstu **HDP za třetí čtvrtletí** dosáhlo jeho tempo nakonec **+0,4 % q/q** (a tedy +1,3 % r/r). V zásadě se tak jedná o tempo srovnatelné s přechozími třemi čtvrtletími (+0,3 % q/q ve 4Q23, +0,4 % q/q v 1Q24 a +0,2 % q/q ve 2Q24). Spotřeba domácností mezičtvrtletně přidala 0,7 % (a tedy meziročně +2,2 %), fixní investice poklesly o 1,2 % (a tedy o -0,8 % r/r). Růst ekonomiky tak nadále zůstává slabý, pozitivní je však oživování poptávky domácností.

**Průmyslová produkce** po výrazném poklesu v prvním čtvrtletí (-2,6 q/q) a mírném poklesu ve druhém čtvrtletí mírně klesla (-0,9 % q/q) nakonec po revizích minulých dat ve třetím čtvrtletí vzrostla o 0,6 %. Bylo to ale jen zásluhou silného srpnového růstu (+1,9 % m/m); červenec i září byly záporné (-0,7 %, resp. -0,5 % m/m). Ani **zkraje 4. čtvrtletí se průmyslu nijak dobře nevede**: v říjnu se produkce snížila meziměsíčně o 0,7 % m/m a meziročně o 2,1 %. Pokračuje tak krize českého průmyslu, která se mírně propisuje už i do zaměstnanosti: ta v průmyslu meziročně klesla o 2 %.

Shora popsany vývoj tak odpovídá tomu, co ukazoval index **PMI**: ve třetím čtvrtletí dosáhla jeho průměrná hodnota 45,5 bodu, takže nešlo očekávat z průmyslu dobré zprávy. Ani čtvrté čtvrtletí nebylo vůbec dobré: v říjnu dosáhl index 47,2 bodu, v listopadu 46 bodů a **v prosinci dokonce jen 44,8 bodu**. Tyto hodnoty jsou tak nadále konzistentní s klesajícím průmyslem. V prosinci klesly nové zakázky opět výrazně (byť o něco mírněji než v předchozích měsících), a klesla také zaměstnanost. Trochu překvapivě však mezi firmami vládá nejvyšší optimismus pro nejbližších 12 měsíců od září. Vstupní ceny rostly (již 11 měsíců v řadě), výstupní naopak třetí měsíc v řadě klesají: firmy se tedy snaží v prostředí slabé poptávky absorbovat vyšší náklady do svých ziskových marží.

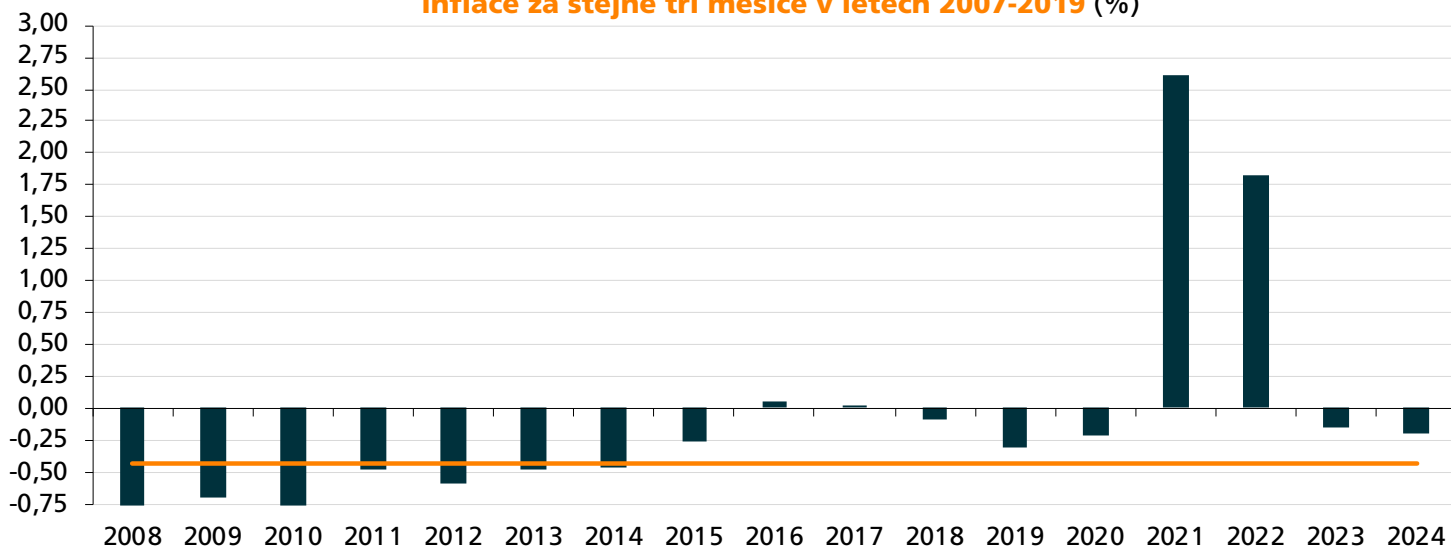
**Index důvěry firem měřený ČSÚ** již rok a půl jen **kolísá bez směru** v pásmu mezi 0 a 10 body, v říjnu dosáhl 7,4 bodu, v listopadu 8,9 bodu a **v prosinci 8,5 bodu**. Nadále je tak výrazně pod hodnotami (13–15 bodů), na kterých se pohyboval v letech 2014–2019. To je ve světle indexu nákupních manažerů dalším potvrzením, že zlepšení situace v průmyslu zůstává prozatím vzdálené.

**Spotřebitelská důvěra** po dosažení hodnoty -7 bodů v dubnu (což byla nejvyšší hodnota od září 2021) setrvává jen v úzkém pásmu kolem -10 bodů (v prosinci to bylo přesně -10 bodů). Ano, ve čtyřech měsících od května do srpna kdy důvěra klesala (až na -12,8 bodu), a pak v dalších čtyřech mírně rostla, ale z uvedených hodnot je vidět, že pohyby to nebyly velké.

**Maloobchodní tržby** přidaly v prvním čtvrtletí 1,6 %, ve druhém však reflektovaly zhoršení důvěry a v podstatě stagnovaly (0,1 % q/q). Mírné oživení důvěry ve třetím čtvrtletí se pak odzrcadlilo v opětovném růstu tržeb: celkové tržby ve 3Q24 přidaly 0,7 %, jádrové tržby (bez aut a potravin) dokonce 1,5 %. **I čtvrté čtvrtletí začalo dobře**, když zejména (ne však pouze) zásluhou růstu maloobchodních tržeb v segmentu pohonných hmot a paliv (+2,6 % m/m) přidaly celkové tržby 0,5 % m/m a jádrové tržby pak 0,4 %. **Za poslední pololetí tak celkové tržby přidaly 1,2 %, meziročně v říjnu pak bezmála 4 %**.

**Dynamika jádrové inflace je v souladu s předpandemickými lety.**

**Kumulativní jádrová inflace za 9-11.měsíc daného roku v ČR a průměr této inflace za stejné tři měsíce v letech 2007-2019 (%)**



Zdroj: Zdroj: ČNB ARAD, dostupné ZDE.

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## ČR

**Česká měnově-politická inflace** v listopadu přidala 0,1 % m/m, v meziročním vyjádření pak, stejně jako v říjnu, 2,8 %. Nadále tak zůstává poblíž horního okraje tolerančního pásma. Poptávková inflace dosáhla 2,3 % a její kvartální dynamika odpovídá předpandemickým rokům. Jediným neuhášeným ohništěm inflace jsou služby: ty totiž rostou o více než 5 % r/r, zboží přitom jen tempem lehce nad 1 %. U služeb to není přitom jen důsledkem položek jako jsou vodné, stočné či nájemné (kde lze částečně argumentovat, že zde hrají větší vliv regulatorní), ale i důsledkem ryze poptávkových položek: ceny stravovacích služeb jsou třeba meziročně o skoro 7 % vyšší, ceny ubytování o bezmála 9 %.

Tento inflační vývoj společně s vývojem mezd, které ve 3. čtvrtletí vzrostly tempem (7 % r/r) o 1 p. b. rychleji, než očekávala ČNB, přiměl ČNB, aby si po čtyřnásobném snížení sazeb o půl p. b. a trojnásobném snížení sazeb po čtvrt p. b. v minulém roce dala v prosinci pauzu. **Sazby tak koncem roku zůstaly na 4 %**, což znamená, že jsou o 3 p. b. nižší, než byl jejich vrchol v tomto cyklu z konce roku 2023.

## POLSKO

**Anualizované tempo jádrové inflace na 4 % a nejistý výhled způsobují, že je centrální banka ohledně časování prvního snížení sazeb rozpolcená.**

Dle druhého odhadu dosáhlo **tempo růstu ekonomiky ve třetím čtvrtletí -0,1 % q/q**, a tedy +1,7 % meziročně. Poptávka domácností poklesla o 0,4 % q/q, poptávka vlády o 0,6 % narostla, fixní investice poklesly o 0,6 %. Jelikož však celkové investice přidaly 6,7 %, je evidentní, že výrazně narostly zásoby.

Měsíční data zveřejněná v prosinci byla dobrá.

**Průmyslová produkce** ve třetím čtvrtletí vinou poklesu v každém jeho měsíci klesla o více než procento. Začátkem 4. čtvrtletí produkce přidala 4,6 % m/m, což byl evidentně opět (podobně jako v březnu a dubnu, kdy byla reportována tempa -5,5 % m/m a +7 % m/m) statistický šum, jenž byl posléze korigován listopadovými daty, dle nichž **v listopadu produkce poklesla o 2,8 % m/m**. Meziroční tempo růstu produkce dosáhlo 1,1 %: poklesla produkce kapitálového zboží (-6,6 %) i výroba energie (-1,9 %), vzrostla naopak výroba spotřebitelského zboží dlouhodobé spotřeby (+2,8 %).

**Index PMI je sice na vyšších hodnotách než třeba u nás, ale stále není v růstovém teritoriu.** Počátkem 4. čtvrtletí sice index vzrostl na 49,2, což byla jeho nejvyšší hodnota od května 2022, v listopadu však (poprvé za 5 měsíců) poklesl, a to na 48,9 bodu, zejména vinou poklesu produkce a nových objednávek. Nové objednávky poklesly nejrychleji za 3 měsíce a klesají neustále již od března 2022. Na nejnižší hodnotu od prosince 2022 poklesl také optimismus firem. **V prosinci dosáhl index 48,2 bodu.**

**Reálné maloobchodní tržby** v prvním čtvrtletí 2024 přidaly mezičtvrtletně více než 3 % a i druhé loňské čtvrtletí bylo růstové. To se však vůbec nedalo říct o čtvrtletí třetím: tržby po sezonním očištění poklesly v červenci o 2,7 % m/m, v srpnu přidaly 1,9 %, ale v září se propadly o velmi vysokých 6,7 % m/m. Takový pokles nedával ve světle stále velmi dobrých dat z trhu práce smysl a nebylo možné jej vysvětlit zpomalením růstu mezd ani mírným zvednutím inflace (negativní vliv na HDP ale samozřejmě tento propad mít musel). Tyto úvahy potvrdila pak **říjnová i listopadová data: v říjnu tržby vzrostly meziměsíčně o 5,6 %, v listopadu o 1 %**. Jako důležitější pro vytvoření si obrázku o poptávce polského spotřebitele se tak ukazují čísla za 11 měsíců minulého roku: během nich vzrostly reálné tržby proti stejnému období minulého roku o 2,7 %. Hlavní hnací silou byly prodeje motorových vozidel (+19,6 %) a pohonných hmot (+7,2 %), klesly naopak prodeje elektroniky (-5,2 %) či oblečení a obuvi (-12,9 %).

**Míra nezaměstnanosti** je stále velmi nízká. Od února do června se po sezonním očištění nacházela na **historickém minimu 5,0 %**, v posledních měsících mírně narostla na 5,1 %. A nadále stále velmi rychle rostou mzdy – meziroční tempo **růstu nominálních mezd** dosáhlo **v listopadu 2024 +10,5 %** (na necelých 8500 PLN, tj. přibližně 50 tis. Kč). Tempo růstu reálných mezd je tak sice už jen jednociferné, ale nízké není.

**Dynamika jádrové inflace se ustálila na anualizovaném tempu kolem 4 %.** V posledních třech měsících do listopadu tak jádrová inflace přidala 0,3 %, 0,4 % a 0,2 %, což ve čtvrtletním vyjádření je zhruba 1 %. Na této úrovni se kvartální dynamika jádrové inflace pohybovala vlastně po celé druhé pololetí minulého roku. **Meziroční tempo** jádrové inflace dosáhlo **v listopadu 4,3 %**. Celková inflace se drží kolem 5 % (v září 4,9 %, v říjnu 5 %, v listopadu 4,7 %). Podobně jako v ČR je i v Polsku stále k vidění **rychlý cenový růst služeb**, které meziročně přidaly 7,2 % (zboží pak 3,8 %). To nadále indikuje, že poptávkové tlaky nejsou zcela utlumené. Makroekonomicky ale nic z uvedeného překvapením není: nezaměstnanost je velmi nízká, stále solidně rostou reálné mzdy.

**Centrální banka** poté, co v září roku 2023 překvapila trhy nečekaně velkým snížením sazeb o 0,75 p. b. a pokračovala ve snižování sazeb i v říjnu 2023, ponechala vzhledem k rostoucím mzdám a oživení ekonomiky **sazby té doby (celý rok 2024 nevyjímaje) beze změny na 5,75 %**. **Po prosincovém zasedání** řekl guvernér Glapiński, že s poukazem na stále vysokou a nezpomalující inflaci není diskuse o prvním snížení sazeb pravděpodobná dříve než v říjnu 2025. Inflaci dle obav Glapińského může dále zvýšit rozmrazení cen energií plánované pro rok 2025 a další růst spotřebních daní. S jeho vyjádřením v prosinci nesouhlasil kupř. člen MPC Ludwik Kotecki, který řekl, že „*postoj guvernéra není postojem měnově-politické rady*“ a že jako příhodný termín k debatě o poklesu sazeb stále vidí březen. Podobně se v prosinci vyjádřil i další člen MPC, Cezary Kochalski, zatímco Gabriela Masłowska vidí čas na první snížení až ve 2. polovině 2025 nebo v 1. polovině 2026. Rada polské centrální banky je tak evidentně rozštěpená. My se vzhledem ke stavu trhu práce a tempu růstu mezd kloníme spíše k pozdějšímu začátku uvolňování měnové politiky.

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## MAĎARSKO

Po negativním překvapení z poklesu HDP ve třetím čtvrtletí začalo čtvrté čtvrtletí, soudě z dat z průmyslu i z maloobchodu, lépe.

Růst HDP za 3. čtvrtletí všechny zaskočil. **Ekonomika se** totiž po poklesu o 0,2 % q/q ve druhém čtvrtletí **propadla ve třetím o 0,7 % q/q**, což znamenalo, že **meziroční tempo bylo –0,8 %** a v prvních třech měsících letošního roku je ekonomika v záporu. Struktura růstu ukázala, že poptávka domácností přidala 0,8 %, výrazně však opět poklesly hrubé fixní investice (–3,2 %), které tak klesají již 6 čtvrtletí v řadě. Jejich příspěvek k meziročnímu tempu růstu dosáhl –4 p. b., příspěvek poptávky domácností pak +2 p. b.

**Dynamika maloobchodních tržeb se ve 3Q24 zhoršila.** Sice nijak dramaticky, ale je zvláštní, že dle dat o HDP poptávka domácností rostla. Maloobchodní tržby totiž ve třetím čtvrtletí letošního roku vinou poklesu v září o 1,4 % za celé čtvrtletí poklesly o 0,6 %. To bylo sice lepší než ve druhém čtvrtletí (–1,1 %), ale oproti růstu v prvním čtvrtletí letošního roku (+1,7 %) to bylo zřetelné zpomalení. **Počátek 4. čtvrtletí byl mnohem optimističtější: v říjnu přidaly tržby 1,2 % m/m a tedy 3,6 % r/r.**

To dává smysl: z makroekonomického hlediska nejsou důvody, aby maloobchodní tržby klesaly. **Míra nezaměstnanosti v posledních třech měsících do října dosáhla 4,6 %**, což je sice hmatatelně více než historické minimum z poloviny roku 2022 (3,3 %), ale nadále je to hodnota velmi nízká, nedaleko od plné zaměstnanosti. **Růst mezd** (proto) také **stále pokračuje velmi vysokým tempem**: za první pololetí letošního roku vzrostly mzdy o 14 % a pokračují tempem kolem 12–13 %, **v říjnu samotném o 12,9 %**. Reálné mzdy tedy rostou téměř dvouciferným tempem.

**Průmyslová produkce kopíruje vývoj průmyslu v jiných zemích regionu.** Klesla totiž v každém z prvních tří čtvrtletí roku 2024 (o 1,3 % v prvním čtvrtletí, o 1,4 % ve druhém a o 1,1 % ve třetím). Čtvrté čtvrtletí začalo mnohem lépe, když **produkce v říjnu vzrostla o 2 % m/m a dostala se tedy na –3,4 % r/r.**

Důvodem slabosti průmyslu v roce 2024 byl objemově největší segment dopravní techniky a segment elektrotechnický (poklesy o cca 8, resp. 12 % za prvních 10 měsíců 2024). Na Maďarsko tak doléhá, podobně jako na nás, slabost Německa a zejména problémy v jeho automobilovém sektoru. Ačkoliv je vazba mezi PMI a průmyslem v případě Maďarska hodně rozvolněná, stojí za zmínku, že **v prosinci se maďarský PMI dostal nad hranici 50 bodů.**

**Celková inflace v listopadu meziměsíčně vzrostla o 0,5 % m/m**, její meziroční tempo se dostalo na 3,7 %. **Jádrová inflace**, která přidala v první polovině roku 3,2 %, ve druhém pololetí vykazuje **podstatně pomalejší dynamiku**: od července do října přidala jen 1 %, **v listopadu pak 0,5 %**. Meziroční tempo jádrové inflace tak dosáhlo 4,4 %. Hlavním faktorem růstu cen jsou (na domácí poptávku citlivé) služby, které v listopadu přidaly 7 %.

Poté, co si v srpnu **maďarská centrální banka (NBH)** po patnácti měsících kontinuálního snižování sazeb vybrala oddechový čas a sazby nesnížila v září se k procesu snižování sazeb opět snížením o 25 b. b. vrátila, si **dala v říjnu, v listopadu i v prosinci opět pauzu.** Hlavní sazba tak zůstala na 6,5 %, O/N depozitní a O/N zápůjční sazby na 5,5 %, resp. na 7,5 %. Důvodem pauzy je dle vyjádření zástupce guvernéra Csaby Kandráčse na tiskové konferenci dvojice faktorů: slabý forint a perzistence jádrové inflace.

## ROPA

Po poklesu během letních měsíců z hranice kolem 80 dolarů za barel na úroveň kolem 70 dolarů za barel se cena ropy od září drží v úzkém pásmu kolem této hranice. Listopad ani prosinec, během nichž cena oscilovala v pásmu 66–72 dolarů, nebyly výjimkou.

## AKCIOVÉ TRHY

Poslední měsíc roku 2024 byl volatilní. S blížící se inaugurací staronového prezidenta Donalda Trumpa docházelo k růstu rizikové averze. Možné uvalení různých tarifů a cel by mělo dopad na výkonnost také evropských a čínských akciových trhů. Dobrá přeđešlá výkonnost amerických akcií a neurčitost Trumpových budoucích kroků v oblasti daňové politiky, protekcionismu a geopolitických třenic vedly v prosinci k uzavírání zisků v podobě prodeje akcií. Členové bankovní rady americké centrální banky FED přistoupili ke snížení základní úrokové sazby o čtvrt procentního bodu do intervalu 4,25–4,5 %, avšak s opatrným restriktivnějším výhledem závislým na budoucích krocích nového prezidenta. Překvapivým elementem byl také rychlý převrat a svržení dlouhodobého prezidenta Asada v Sýrii. Americký index S&P 500 tak v prosinci zaznamenal menší ztrátu –2,5 %, za celý rok 2024 si však připsal silné 23,3% zhodnocení. Evropské akcie s ohledem na pokračující průmyslovou slabost a možnost uvalení cel ztratily 0,5 %, za celý rok si však připsaly kladné zhodnocení 6 %.

Středoevropské akciové trhy zakončily poslední měsíc uplynulého roku ve většině případů v pozitivním teritoriu. V zisku skončily všechny středoevropské trhy mimo polského, který nadále tížila blížící se inaugurace nového amerického prezidenta a jeho chystaného ne/ukončení konfliktu na Ukrajině. Polskému trhu se z důvodu blízkosti daného konfliktu celý rok nedařilo, a to i přes levné hodnotové ukazatele. V prosinci se z důvodu přeskupování portfolií fondů před koncem roku nedařilo polským těžařským a ropným společnostem, dobře se naopak vedlo levným bankám. Na pražské burze se také dařilo bankovním titulům a pojišťovně Vienna Insurance Group. Půl procentního bodu ztratily akcie ČEZ, které si za celý rok, včetně vyplacené dividendy,

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

## AKCIOVÉ TRHY

připsaly relativně slabších 5,3 % (index Px +33,8 %). Kladné prosincové zhodnocení předvedly také levné maďarské akcie (index BUX +1,8 %).

Akcii na rozvíjejících se trzích se v prosinci relativně dařilo, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD skončil jen lehce v mínusu (-0,3 %). Za celý rok 2024 však za vyspělými trhy (hlavně USA) výrazně zaostal, jelikož připsal „jen“ 5 %. Čínské akcie zakončily rok pozitivně (Hong Kong +3,3 %, CSI 300 +0,5 %). Poměrně slušná ekonomická data potěšila investory, nejistotu však představuje především hrozba celních (obchodních) válek. Indické akcie ztrácely (-2,1 %) poté, co tamní centrální banka snížila odhad růstu a investoři vybírali ke konci roku zisky. Nedařilo se rovněž trhům v Jižní Koreji (-2,3 %), důvodem byla politická krize, jež vyústila v impeachment prezidenta. Nejlépe dopadl akciový trh na Taiwanu (+5,1 %), který byl opět tažen technologickými tituly. Mizerný rok završila Latinská Amerika (MSCI Latin America USD -7,1 %). Na vině je především Brazílie, kde růst úrokových sazeb, slábnoucí měna a nejisté vyhlídky ohledně rozpočtové odpovědnosti vedly k dalším výprodejům.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

## DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Krátký konec křivky ve Spojených státech nedoznal ani vlivem makroekonomických dat ani vlivem jestřábího zasedání FEDu zásadnějších změn: v prosinci tak ve srovnání s koncem listopadu vyrostly dvouleté výnosy jen o 9 b. b. na 4,25 %. Na delším konci byly změny větší, desetileté výnosy narostly o 40 b. b. na téměř 4,6 %, a výnosová křivka tak dále ztlačila svůj sklon.

V eurozóně byl vývoj tažen růstem výnosů v USA, avšak na rozdíl od USA byl současně tlumen lokálními slabými inflačními i růstovými daty. Výsledkem byl růst na krátkém konci o přibližně 10 b. b. a na dlouhém konci o cca 28 b. b. (na 2,35 %).

## DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPIKY

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem prosince v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce zhruba stejně (0,3–0,4 %) jako v předcházejících měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 0,8 % (vs. 0,7 % v říjnu a 0,4 % v listopadu). V případě dolarových instrumentů investičního stupně ztratil TRI v prosinci 2,6 %, v případě instrumentů spekulativního pak 0,5 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR, které v listopadu celkem překvapivě výrazně poklesly (o cca 5 % na obou stranách rizikového spektra), v prosinci prošly výraznou korekcí: u spekulativních instrumentů narostly prémie o 5,1 %, u investičních o 3,4 %.

## DLUHOPISOVÝ TRH ČR

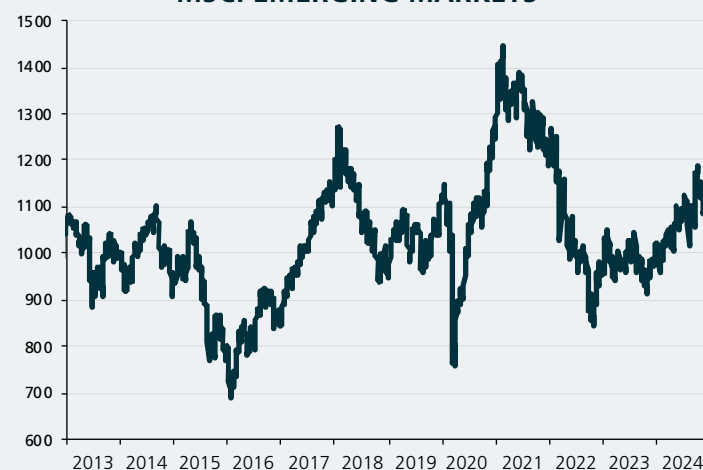
Česká výnosová křivka se během prosince posunula vzhůru a zvýšila svůj sklon, tj. prošla stejným vývojem jako křivka americká či německá. Dvouletá splatnost se tak

## INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

# VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

## DLUHOPISOVÉ TRHY

dostala na 3,4 % (+5 b. b. oproti konci listopadu), desetiletá nad 4,2 % (+23 b. b.). Vliv na tento vývoj měl pouze vývoj v Německu, rozhodnutí ČNB o nesnížení sazeb ani inflační či růstová data se na výnosech zásadně neprojeví. Naopak, v posledních primárních aukcích státních dluhopisů před koncem roku byl viditelný silný zájem zejména zahraničních investorů, což podporovalo ceny vládních dluhopisů na sekundárním trhu, vzestup požadovaných výnosů do splatnosti byl proto relativně omezený.

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

**V Polsku** výnosová křivka výrazněji stoupla, kopírujíc vývoj v zahraničí a reflektujíc centrální banku, která vydává smíšené signály o datu pravděpodobného prvního snížení úrokových sazeb a jejíž nemalá část vedení se kloní až k pozdnímu zahájení cyklu redukce sazeb. Dvouleté výnosy v důsledku narostly o 30 b. b. na 5,15 %, desetileté o 37 b. b. na 5,90 %.

### DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Turecká ekonomika nadále zpomaluje. Zatímco v prvním kvartále 2024 turecké hospodářství díky vládním výdajům a investicím akcelerovalo (i přes následnou revizi z 2,4 % na 1,4 % q/q), zaznamenali jsme ve druhém čtvrtletí z původní mezikvartální stagnace nakonec revizi do mínusu (2q24 -0,2 % q/q z 0,1 %) a stejný pokles i ve čtvrtletí třetím. Pro letošní rok se počítá s, na turecké poměry, slabým růstem mezi 2 a 3 %. Stále silně inflační prostředí, s menšími vládními výdaji na podporu domácností a vysoce restriktivní úrokové sazby se tak postupně silněji propisují do spotřebitelské aktivity. Centrální bance se prostřednictvím regulatorních opatření daří snižovat poptávku domácích střadatelů po dolarové likviditě a celkově omezovat tlak na tureckou liru i tlumit kreditní aktivitu tamních bank.

Podle našich i obecných předpokladů zpomaluje také inflační dynamika. Jak meziroční, tak meziměsíční čísla vykazují výrazně nižší nárůsty, než tomu bylo v minulosti. Zatímco ještě v květnu byla meziroční úroveň turecké inflace 75 %, v srpnu jsme mohli zaznamenat už „jen“ 52 % r/r a v září poprvé od července 2023 i číslo pod padesátkou (49,4 %). Listopadová úroveň činila 47,1 %. Prosincové číslo pak po delší době ukázalo silnější zpomalení a meziroční inflace zakončila rok na 44,4 %. Centrální banka na pozitivní inflační vývoj reagovala prvním opatrným snížením základní úrokové sazby po osmi měsících stability – z 50% na 47,5 % – a zdůraznila, že další případné snižování bude odvislé od pokračování udržitelného zpomalování inflace. Vzhledem k tomu, že vývoj před koncem roku byl z velké části ovlivněn příznivějším vývojem cen potravin a cenový vývoj zejména v sektoru služeb je méně optimistický, se v lednu další snížení sazeb spíše neočekává.

Ceny tureckých dluhopisů po říjnovém poklesu z titulu vyšší nervozity okolo amerických voleb a vyšších inflačních čísel v průběhu listopadu i v prosinci naopak solidně rostly. O něco hůře se vedlo měnovému kurzu, který po listopadových -1,4 % oslabil o dalších 1,8 %.

### DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

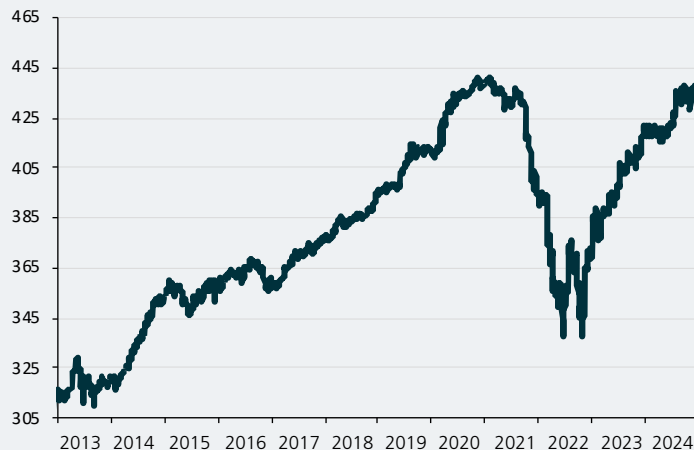
Po vítězství Donalda Trumpa v prezidentských volbách na trhu převládlo očekávání budoucího snížení daní a omezení regulace, což by mělo v budoucnu nainiciovat hospodářský růst. K vítězství v prezidentských volbách navíc Republikánská strana vyhrála také souběžné volby do kongresu. Toto vítězství zásadně usnadní nově zvolenému prezidentovi prosazení svých politických cílů. Směrem k zahraniční politice pak v průběhu měsíce začala krystalizovat konkrétní jména nové administrativy a došlo i k několika setkáním nového amerického prezidenta s ukrajinskými politickými špičkami. Pokud by se listopadová vyjádření promítla i do skutečných opatření v letošním roce, lze i nadále ze strany USA očekávat pokračující a poměrně silnou podporu Ukrajiny a silný politický tlak na ukončení ruské válečné agrese. Na toto reagovaly ceny dolarových ukrajinských státních dluhopisů pozitivně a pokračovaly v dříve nastoupeném růstu.

#### INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

##### BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



##### BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg



# VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

## DLUHOPISOVÉ TRHY

### MĚNY

**Dolar proti euru** v reakci na vítězství Trumpa v listopadu výrazně posílil, když se z úrovně kolem 1,09 před volbami v jednu chvíli během listopadu dostal pod 1,04 USD/EUR. Poté, co listopad nakonec zakončil nad úrovní 1,05, se vlivem relativně jestřábího postoje centrální banky, která predikuje jen velmi pomalé snižování sazeb v příštím roce, a za podpory solidních ekonomických čísel (na rozdíl od Evropy), opět vrátil k posilování a v prosinci posílil až na 1,03 USD/EUR.

**Polský zlotý** poté, co v listopadu výrazně posílil a dostal se z hranice 4,35 až na 4,275 PLN/EUR, se v prosinci od této hranice moc nevzdálil: rok zakončil jen lehce pod ní. **Česká koruna** během prosince nejdřív posílila až na dohled 25 korun za euro, ve druhé polovině měsíce se vrátila a konec roku završila na úrovni lehce pod 25,20 korun za euro. **Maďarský forint** již v oslabování, které jej v předchozích dvou měsících dostalo až na hladinu 415 vůči euru, nepokračoval. Během celého prosince se pohyboval jen v pásmu 410–415 forintů za euro.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Vzhledem k tomu, že ČNB se již dostala do fáze, kdy se snižováním sazeb (alespoň na nějakou dobu) skončila, z domácího prostředí moc impulsů ke změnám výnosů na vládních dluhopisech nevidíme. Ano, rozpočet je stále v deficitu, ale podíváme-li se kolem sebe (v Polsku deficit kolem 5,5 % HDP, na Slovensku v roce 2024 skoro 6 %, v roce 2025 4,5 %, v Maďarsku 5 % v minulém roce a necelá 4 % v letošním) a uvážíme-li, že ani permanentní šestiprocentní či sedmiprocentní deficit v USA bolest hlavy dluhopisovým trhům (zatím) nezpůsobují, je pravděpodobnější, že domácí fiskál výrazným hybatelem výnosů nebude. Dle nás tak budou české výnosy ponejvíce sledovat vývoj zahraničí. Tam bychom nicméně mohli vidět přetrvávající tendenci směrem k vyšším dlouhodobým výnosům, proto i ty české by mohly atakovat vrchní část pásma 4–5 % pro desetiletou splatnost.

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku je centrální banka rozpolcená ohledně načasování prvního snížení sazeb. Jeden tábor, který si myslí, že čas nastane již v první polovině roku, druhý tábor, čítající i guvernéra, je přesvědčen, že se tak stane až později. Nicméně všichni se shodují, že pokles sazeb nebude nijak razantní. Výnosy kvůli redukcí domácích sazeb tak nejspíš nikterak dramaticky neklesnou, na druhé straně je zde ale vývoj fiskálu, který je v současnosti z regionu nejhorší. Polské výnosy tak budou spíše kolísat, znatelně níže oproti úrovním z konce roku se v první polovině roku 2025 nejspíš nedostanou.

### DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Díky materializaci vrcholu inflačních tlaků s poklesem inflace blížící 45 % a nyní již kladným reálným úrokovým sazbám předpokládáme stabilizaci vývoje měnového kurzu (díky udržování kladné reálné úrokové sazby v kombinaci se zpřísněním regulatorních požadavků mezibankovního trhu týkajících se likvidity) a další nárůst aktivity zahraničních investorů. Základním předpokladem je absence politicky motivovaných zásahů do složení centrální banky i personální stabilita na ministerstvu financí (zásadní postavou, na které stojí důvěra trhů, je ministr financí Mehmet Şimşek).

### DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Situace zejména na jižní frontě zůstává špatná. Ruská armáda setrvale postupuje a ukrajinské jednotky ztrácejí důležité logistické oblasti. Projevuje se materiálová, muniční i výrazná početní převaha Rusů i časový faktor – čím déle bude současná podoba konfliktu bez výraznějších posunů trvat, tím lépe pro agresora. Nicméně se zdá, že nová americká administrativa bude pokračovat v podpoře Ukrajiny a tlačít na začátek mírových jednání. Ta dosluhující pak před koncem svého působení schválila několik nových balíků pomoci. To v posledních měsících pomohlo cenám dolarových ukrajinských dluhopisů na vyšší úroveň. Při pohledu do budoucna bude kromě možného startu vyjednávání důležité pokračování finanční podpory a případné poskytnutí 50 mld. USD ze zabavených ruských aktiv. U dluhopisů ze série B je v případě lepšího výsledku ukrajinského HDP proti predikci MMF ve hře dodatečné zvýšení jejich hodnoty.

### MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** čekáme, že se spíše v nejbližších měsících vrátí do pásma 1,05–1,10 USD/EUR, než že by dále akceleroval nedávný trend na či pod hranici parity. Posttrumpovská euforie dle nás nevydrží a divergence měnových politik ECB a FEDu, která je dnes zanesená zejména na americké straně (jen dvojnásobné snížení v USA), bude podle nás revidována směrem k o něco většímu rozsahu snížení sazeb. To by mělo dolar posunout na lehce slabší úroveň.

Česká koruna dle nás zůstane v nejbližších měsících bez výraznějšího trendu a bude, podobně jako v posledních měsících, jen oscilovat v pásmu 25–25,50 CZK/EUR. Sazby se blíží neutrální úrovni a výrazněji již neklesnou, což je pro korunu v prostředí poklesu sazeb ECB a FEDu pozitivní. Na druhé straně však platí, že česká ekonomika je růstově jedna z nejslabších v rámci EU a doléhá na ni úzké propojení s Německem. Pomocť koruně na silnější úroveň by mohla snad jen jestřábí ČNB a lepší makroekonomické údaje z eurozóny a z ČR; na slabší úroveň by ji mohl poslat nárůst volatility a nervozity na finančních trzích. Nic z těchto faktorů však nemá dle nás dostatečnou intenzitu, aby se z takového případného pohybu stal výraznější trend, který by měnový kurz posunul materiálně od úrovně z konce loňského roku.

# VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

**Polský zlotý** dle nás zůstane v pásmu 4,25–4,35 PLN/EUR, pro výraznější pohyb na slabší či silnější úrovně nevidíme důvod. Pravděpodobnější je pak pobyt na silnějších úrovních tohoto pásma, protože polská centrální banka je i navzdory rozpolcenosti v průměru stále dost jestřábí. Podobně jako pro korunu či forint je hlavním rizikem pro oslabení případná tržní slabost a nervozita na světových trzích.

**Maďarský forint** nemá důvod setrvaleji posilovat: úrokový diferenciál se smrštil a maďarské sazby nejsou dnes nijak dramaticky vzdálené od sazeb v USA. Navíc, maďarská ekonomika rychle 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.

## AKCIOVÝ TRH

Na akciové trhy v příštím roce máme mírně pozitivní výhled. Na atraktivních hodnotových ukazatelích se obchoduje většina trhů západní Evropy, střední Evropy, rozvíjejících se trhů obecně a například americké akcie s malou a střední kapitalizací. Průběh však pravděpodobně nebude jednoduchý. Zvýšená volatilita přijde již v lednu před inaugurací staronového prezidenta Donalda Trumpa a zvláště poté. Budou následovat nepredikovatelné kroky v podobě zavedení různých tarifů, cel, úpravy daní s dopadem do fiskální sféry, inflace a na ně navazujících kroků centrálních bank. Geopolitických konfliktů bude zřejmě přibývat, některé země se budou stále potýkat s ekonomickou slabostí. Akcie některých amerických technologických společností byly na základě pozitivního sentimentu vyhnány nad své vnitřní hodnoty a tak v tomto segmentu může dojít k určité korekci. Mnohé negativní je však již určitou měrou v cenách akcií obsaženo a atraktivní ocenění akcií většiny trhů povedou ke kladnému zhodnocení.

## 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

[wsm@conseq.cz](mailto:wsm@conseq.cz)

+420 225 988 200

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