

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	-5,75 %	USA	0,23 %	USD/EUR	4,24 %	Ropa Brent	2,13 %
Evropa – DJ Stoxx 600	-4,18 %	Evropa	-1,79 %	CZK/USD	-4,49 %	Zemní plyn	7,43 %
Japonsko – Nikkei225	-4,14 %	ČR	-0,63 %	CZK/EUR	-0,45 %	Sil. elektřina	-1,91 %
MSCI Emer. Mark.	0,38 %	Polsko	0,80 %	PLN/EUR	-0,12 %	Zlato	9,63 %
ČR – PX	6,62 %	Maďarsko	-1,46 %	HUF/EUR	0,06 %	Stříbro	10,87 %
Polsko – WIG30	4,58 %	Turecko*	-9,19 %	TRY/EUR	8,41 %	Měď	3,42 %
Maďarsko – BUX	1,77 %						

* BofA Merrill Lynch index

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Předstihové indikátory v průmyslu se zlepšily, ve službách a u domácností tomu ale je naopak. Nezaměstnanost setrvává na historickém minimu.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle druhého odhadu **ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku +0,1 %, což bylo nejslabší tempo od 4. čtvrtletí 2023. Za celý rok tedy tempo růstu činilo +0,7 %.** Z velkých zemí se ve čtvrtém čtvrtletí nedařilo Německu (-0,2 % q/q) a Francii (-0,1 % q/q, nejslabší tempo od 1Q23), dobře si naopak vedlo Španělsko (potřetí v řadě +0,8 % q/q, a tedy 3,5 % meziročně); Itálie v podstatě stagnovala (+0,1 % q/q).

Na strukturu mezičtvrtletního tempa růstu měly nejvyšší pozitivní vliv poptávka domácností (+0,23 p. b.) a fixní investice (+0,14 p. b.), negativem byly zásoby (-0,22 p. b.). Meziroční tempo, které dosáhlo ve 4Q24 +1,2 p. b., nejvíce podpořila poptávka domácností (příspěvek +0,8 p. b.) a, podobně jako v předcházejících třech čtvrtletích roku 2024, vlády (+0,6 p. b.).

V datech zveřejněných během března 2025 bylo nejdůležitější zlepšení předstihových indikátorů v průmyslu.

Maloobchodní tržby poté, co ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku poklesly o 0,3 % q/q, začaly stejně velkým, tentokrát však **meziměsíčním poklesem i první čtvrtletí letošního roku:** meziměsíční pokles v lednu o 0,3 % znamená, že meziročně jejich růst dosáhl tempa +1,5 %. **První únorová data vypadají lépe:** německé tržby přidaly 0,7 % m/m, francouzské 0,2 %, španělské 1,3 %. Finální data za celou EMU však prozatím nemáme.

Míra nezaměstnanosti klesla v únoru 2025 na historicky nejnižší úroveň, když po sezonním očistění dosáhla 6,1 %. Nejnižší z velkých zemí byla v prosinci nezaměstnanost stále v Německu (3,4 %), nejvyšší ve Španělsku (10,6 %). Relativně rychlý pokles zaznamenala míra nezaměstnanosti v Itálii, kde ještě v únoru 2024 byla 7,3 %, o rok později už jen 5,9 %.

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

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

Průmyslová produkce v posledním čtvrtletí minulého roku poklesla (-0,5 % q/q). **Nový rok začala produkce dobře, když v lednu přidala 0,8 % m/m,** a to zásluhou Německa (+2,3 % m/m) a Itálie (+3,2 % m/m); obě tyto hodnoty však jen kompenzovaly slabý prosinec. Kvartální dynamika (+0,5 %) a dynamika pololetní (+0,4 %) ukazují, že růst v posledních měsících obecně nijak slavný nebyl.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu ale ukazuje opatrné zlepšování. **Koncem prvního čtvrtletí totiž zaznamenal nejlepší výsledek (48,6 bodu)** od ledna 2023. To je sice nadále pod hranicí 50 bodů, ale už nijak výrazně. Subindex aktuální produkce se dostal poprvé za dva roky nad hranici 50 bodů. Nové objednávky sice stále ještě klesají, ale už pouze nejmírnějším tempem za dobu posledního cyklu poklesu, tj. za minulé tři roky. I exportní objednávky se zhoršily už jen nejmírnějším tempem od dubna 2022. Nejslabší z velkých ekonomik je situace v Itálii (46,6 bodu), v Německu (48,3 bodu) a ve Francii (48,5 bodu), nejlepší ve Španělsku (49,5 bodu). V Německu jsme v březnu zaznamenali 31měsíční maximum, ve Francii 26měsíční maximum. Naopak Španělsko kleslo na nejnižší hodnotu za 14 měsíců.

U **indexu IFO**, který mapuje podmínky v Německu samotném, jsme také **zaznamenali signály, že se věci obracejí k lepšímu.** Koncem čtvrtého čtvrtletí klesl subindex očekávání až na nejnižší úroveň (84,4 bodu) od ledna 2024 a v lednu 2025 zaznamenal další pokles (84,3 bodu), ale únor a březen už byly lepší: **v únoru se dostal index na 85,3 bodu a v březnu na 86,7 bodu, tj. nejvýše**

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

od července minulého roku. Toto zlepšení bylo celé jenom zásluhou **subindexu očekávání, který vzrostl na 87,7 bodu** (nejvýše od června 2024). **Evidentně tak měly německé plány fiskální expanze a očekávaná vlna zbrojení, kterou svým postojem k Evropě nastartoval prezident Trump, na důvěru podnikatelů pozitivní vliv.**

V sektoru služeb je dle indexu PMI situace ve srovnání s průmyslem lepší. V listopadu se sice index, jenž se od února minulého roku držel nad hranicí 50 bodů, dostal 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 a v letošním roce je nad touto hranicí: v lednu 2025 **51,3 bodu, v únoru 50,6 bodu.**

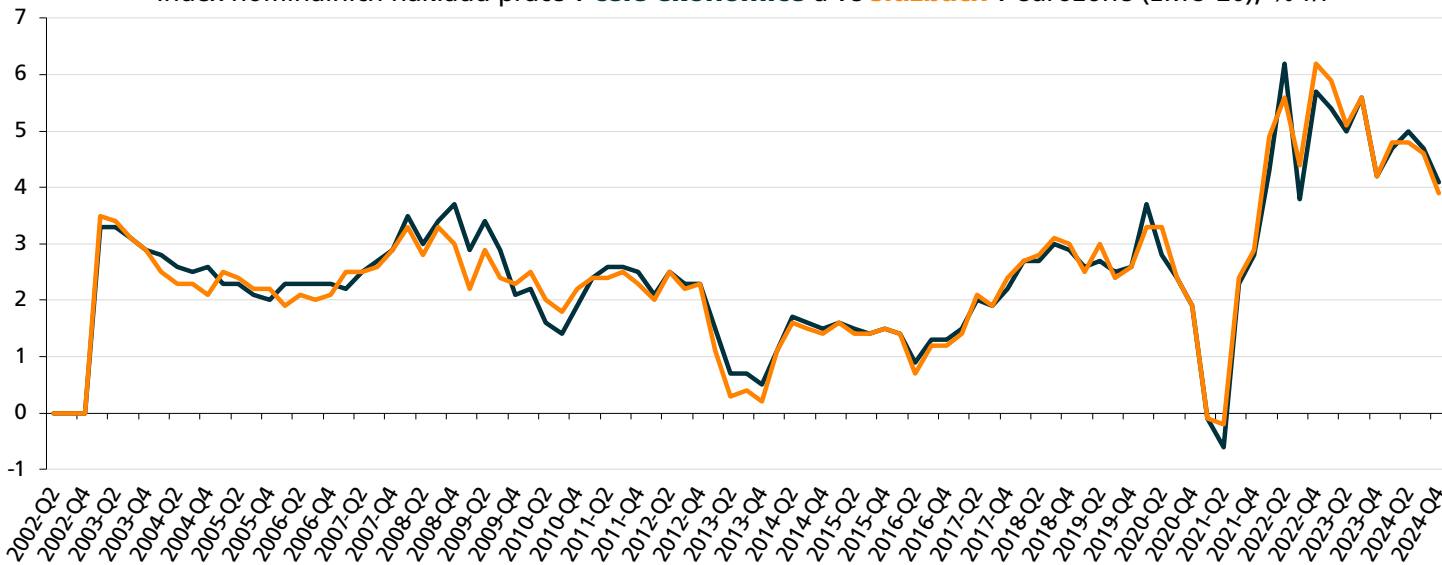
Jisté zhoršení vidíme od října u důvěry domácností, a to i navzdory tomu, že reálné mzdy rostou a nezaměstnanost je na historickém minimu. Důvěra domácností, která byla v říjnu **-12,3 bodu, v březnu klesla na -14,5 bodu,** což byla nejnižší hodnota od dubna 2024 (-14,6 b.). I tak se však nadále drží výrazně nad dnem ze září 2022 (-28,6 bodu) a poblíž hodnot z února 2022, tj. z doby před válkou na Ukrajině. Nicméně je to stále pod úrovní z let 2014–2019 a také pod dlouhodobým historickým průměrem (-10,5 bodu).

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

ECB snížila 6. března pošesté sazby (-0,25 p. b. na 2,5 %, zdržel se jen rakouský guvernér Holzmann). Slovy „*měnová politika se stává podstatně méně restriktivní*“ (což dle Lagardeové trhy nemají brát jen jako „*nevinnou malou změnu v tónu prohlášení*“) pak indikovala zpomalení tempa snižování v dalších měsících.

Dynamika tempa růstu nákladů práce koncem roku zvolnila, zůstává však stále zvýšená.

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



Zdroj: ECB, dostupné [ZDE](#).

USA

Dobrá makroekonomická data na straně jedné, horší předstihové indikátory a důvěra (obojí jako reakce na Trumpův chaos) na straně druhé.

Růst americké ekonomiky zůstal i ve čtvrtém čtvrtletí 2024 silný. Tempo růstu dle finálního odhadu (+2,4 %) sice nebylo tak silné jako ve druhém či ve třetím čtvrtletí (+3 % a +3,1 %), ale bylo silnější než v 1. čtvrtletí 2024 (1,6 %). Na růstu se jako obvykle nejvíce podílely poptávka domácností (příspěvek +2,7 p. b., nejvyšší od 1. čtvrtletí 2023) a vláda (+0,5 p. b.), negativem byly hrubé fixní investice (-1 p. b.)

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

Reálné maloobchodní tržby po solidním 3. čtvrtletí, v němž přidaly 1,5 %, rostly i ve čtvrtém čtvrtletí, v němž přidaly přes 1 %. **O to větší bylo lednové překvapení, když tržby poklesly o 1,7 %, což byl jejich největší pokles od července 2021.** Dle nás to však (ještě) nebyl důvod pro obavy o amerického spotřebitele: v lednu bylo v části USA velmi mrazivo a v Los Angeles, což je druhá největší metropolitní oblast USA, naopak řádily požáry. Tento vývoj pak potvrdila **únorová čísla, která ukázala na meziměsíční stagnaci.** Do budoucna však začala výrazně promlouvat nejistota a zhoršují se měkké spotřebitelské indikátory: chaos prvních měsíců vlády staronového prezidenta zhoršil spotřebitelskou důvěru měřenou např. indexem Michiganské univerzity. Obavy ze ztráty zaměstnání například narostly nejvíce od velké finanční krize a historicky rekordní podíl domácností čeká, že se ekonomické podmínky v následujícím roce zhorší.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Trh práce je z historického pohledu sice nadále silný, i když přece jenom mírně ochladil. Míra nezaměstnanosti už nedosahuje hodnot pod 4 %, ale nachází se na, anebo těsně nad touto hranicí: v prosinci 4,1 %, v lednu 2025 rovná 4 %, **v únoru 4,1 %**. Únorová hodnota je tak o 0,2 p. b. vyšší než před rokem. Vyšší než před rokem jsou i další míry nezaměstnanosti – kupř. **míra U6** (zahrnující kromě nezaměstnaných i ty, kteří pracují méně, než by chtěli, a ty, kteří hledání práce vzdali kvůli absenci naděje, že nějakou najdou) poskočila **v únoru na 8 %, nejvýše od října 2021**. Vzhledem k chaosu Trumpovy administrativy a klům, která se chystá zavést, lze čekat, že se tento ukazatel bude zhoršovat.

Dle průzkumu JOLTS se v posledních měsících zastavil předcházející pokles míry volných pracovních míst v americké ekonomice – v únoru dostáhla míra volných míst 4,5 % (stejně jako třeba v červnu 2024). Tato hodnota je sice zřetelně nižší, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022), a nižší než byla před rokem (5,1 %), je však citelně nad dvacetiletým předpandemickým průměrem (3,1 %). **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je stále nízký: v prvních třech letošních měsících prozatím **221 tis.**

Meziroční tempo růstu mezd je od druhé poloviny minulého roku stabilizované. Dle dat z průzkumu CES (Current Employment Statistics) meziroční tempo růstu mezd v únoru dosáhlo 4 %, což je tempo pouze o 0,2 p. b. pomalejší než ve stejném měsíci roku 2024. **Kvartální dynamika dosáhla ve třech měsících do února 0,9 %** a pololetní 2 %, takže i tato dynamika ukazuje, že r/r tempo růstu bude i nadále zřejmě poblíž či lehce nad 4 %.

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (bez letadel a zbraní) se v minulém roce moc nezměnily: v prosinci byly jen o 0,7 % vyšší než v prosinci 2023. Letošní rok začaly vcelku rozumně: **v lednu přidaly 0,9 %, v únoru pak o 0,3 % m/m poklesly**. Meziročně tak byly v únoru o 1,4 % vyšší.

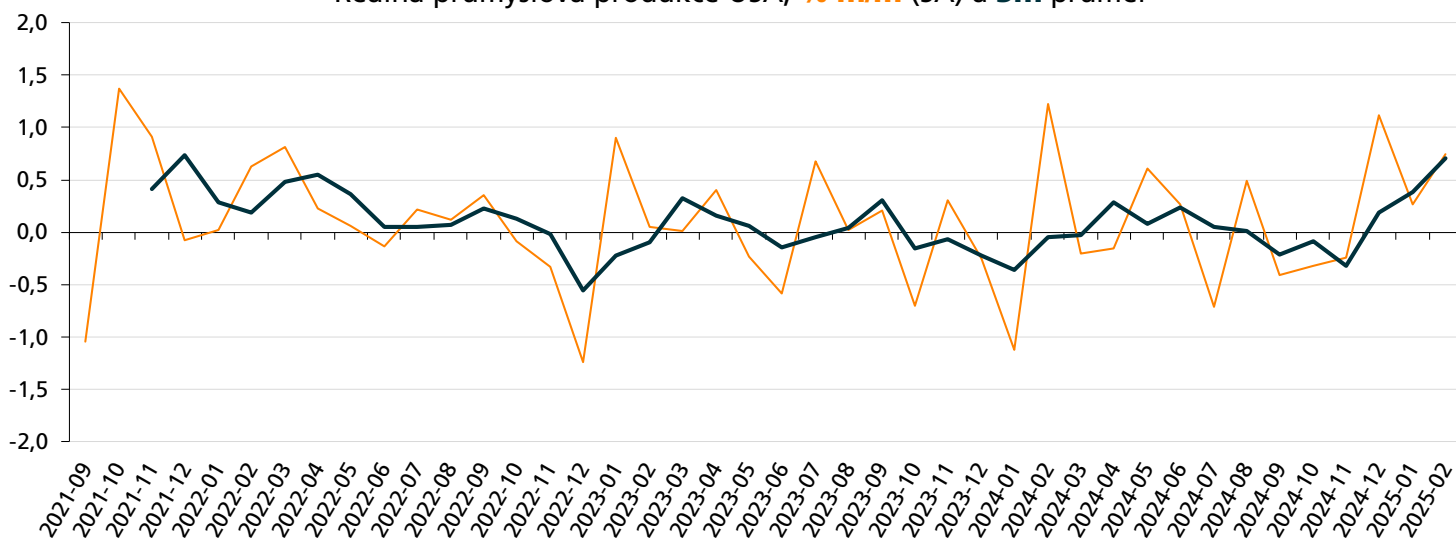
Reálná průmyslová produkce v posledních 3 měsících překvapivě silně vzrostla: v prosinci přidala 1,1 %, v lednu 0,3 % a v únoru 0,7 %. To znamená, že čtvrtletní tempo (+2,1 %) bylo nejrychlejší od prosince 2022. Jedním z možných důvodů je zvýšení produkce z důvodu hrozby cel a odvetných cel. I přes tento růst však byla produkce v únoru 2025 stejná jako např. v srpnu 2018.

Inflace v posledních měsících lehce oživila: **jádrová PCE inflace v únoru přidala 0,4 % m/m**, což znamená, že za poslední tři měsíce přidala 0,9 % a za poslední pololetí 1,5 %. Kvartální i pololetní dynamika jsou tak (ve světle silného růstu ekonomiky, velkého deficitu i velmi nízké nezaměstnanosti) sice nadále vcelku překvapivě nízké, ale přece jenom se od cíle FEDu v posledních měsících vzdálily.

Centrální banka v březnu ponechala sazby beze změny. V nové prognóze snížila tempo růstu pro letošní rok (na 1,7 %) a zvýšila inflaci (na 2,7 %). Na tiskovce pak Powell řekl, že „plány prezidenta Trumpa ovlivnily výhledy centrální banky na inflaci i růst“. Není divu, a centrální bance není co závidět. Na jedné straně totiž cla určitě zvýší cenovou hladinu (až na dohled 4 %), na druhé straně také nejspíš přinesou nižší zaměstnanost.

Průmyslová produkce v posledních měsících urychlila.

Reálná průmyslová produkce USA, % m/m (SA) a 3m průměr



Zdroj: FED (dostupné ZDE)

CEE3

ČR

Předstihové indikátory ukazují na oživení v průmyslu, maloobchodu by pomohl pokles míry úspor. Ten však prozatím nepřichází.

Dle finálního odhadu **růstu HDP za 4. čtvrtletí** dosáhlo jeho tempo **+0,7 % q/q** (a tedy **+1,8 % r/r**); obojí je zlepšení o 0,2 p. b. oproti prvnímu odhadu. **Za celý minulý rok tak HDP vzrostl o 1 % a oproti roku 2019 je o 2,3 % vyšší**. Zatímco celkový HDP už tedy je nad předpandemickým rokem 2019, u spotřeby domácností tomu tak není: v roce 2024 byla stále o 3,2 % nižší. Ve struktuře růstu ve 4Q24 dominovala poptávka domácností (+1,5 % q/q), která byla jediným významným pozitivním příspěvkem k růstu. Fixní

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

investice poklesly o 1,5 % q/q, export o 1,5 % a import o 1,8 %. Nově zveřejněná data pak ukázala, že **míra úspor klesá jen velmi neochotně**: ve čtvrtém čtvrtletí se dostala na 18,3 %, což je o stále o cca 6–7 p. b. nad předpandemickým průměrem.

Průmyslová produkce poté, co po revizích nakonec ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku mírně vzrostla (+0,2 % q/q), nezačala letošní rok dobře. Produkce totiž **v lednu 2025 meziměsíčně poklesla o 0,8 %**, což znamenalo meziroční tempo -1 %. Dle ČSÚ k lednovému meziročnímu poklesu nejvíce přispěla „výroba motorových vozidel, kde pokračoval pokles v segmentu výroby dílů a příslušenství pro motorová vozidla“. V sektoru klesá zaměstnanost, počet zaměstnanců se meziročně snížil o 2,1 %. Nové zakázky stále nerostou – v lednu byly v běžných cenách o procento nižší než v lednu 2024.

Podobně jako v Německu i v ČR **předstihové indikátory naznačují jisté zlepšení**. Index PMI, který ve čtvrtém čtvrtletí dosáhl jen 46 bodů, se v únoru posunul na 47,7 bodu a **v březnu dokonce na 48,3 bodu**, což je **nejlepší výsledek od léta 2022**. Důvodem byl zejména nejmírnější pokles nových objednávek od března 2022.

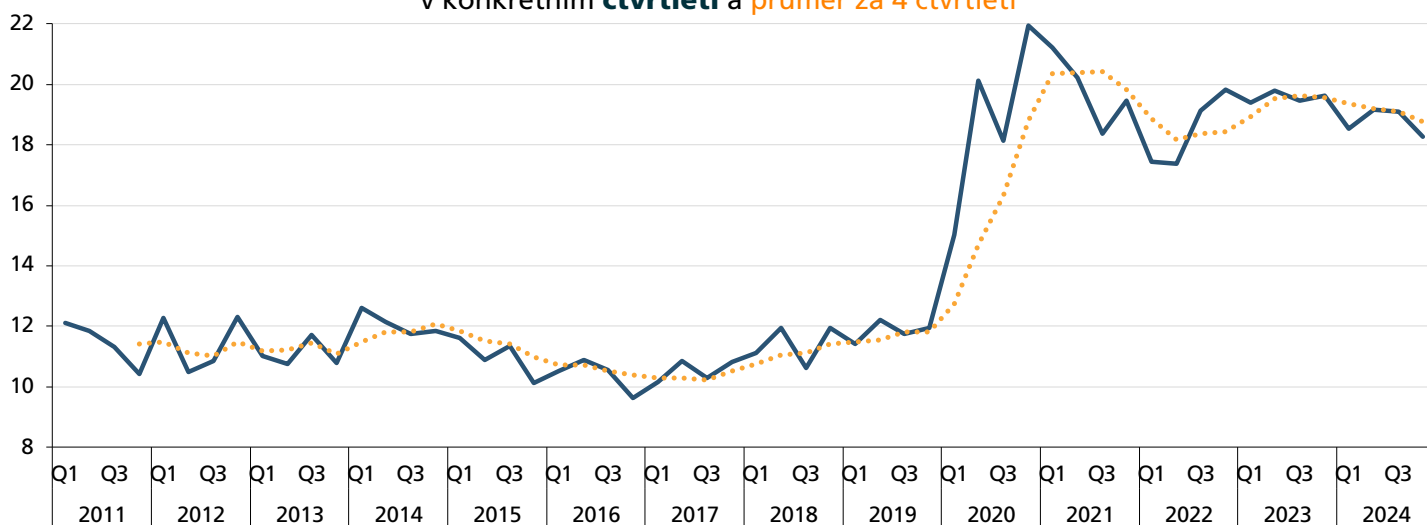
Maloobchodní tržby meziměsíčně neklesly v žádném měsíci od května minulého roku, a **leden nebyl výjimkou. Tržby** však jen **stagnovaly** a tempo jejich kvartálního růstu se již půl roku nijak nezlepšuje: **v posledních 6 měsících do ledna přidaly tržby 1 % a v posledních třech měsících jen 0,5 %**. Jinými slovy, dynamika tržeb se, zdá se, stabilizovala kolem ročního tempa zhruba +4 %. V prostředí, kde reálné mzdy rostou tempem 4–4,5 %, to je ale vcelku očekávatelné tempo. Vyššímu tempu by pomohl pokles míry úspor, k tomu však zatím nedochází.

Česká měnově-politická inflace v únoru 2025 přidala 0,1 % m/m, **v meziročním vyjádření tedy dosáhla 2,4 %**. Poptávková inflace byla v lednu i v únoru shodně 2,5 %, tj. nejvyšší od května minulého roku. Její kvartální dynamika však je v souladu s předpandemickými lety. **Jediným neuhášeným ohništěm inflace jsou služby**: ty totiž i zkraje roku pokračují v růstu. V lednu přidaly 1 % m/m, v únoru 0,7 % m/m, **meziroční tempo tak dosáhlo +4,7 % r/r** (ceny zboží přitom rostly tempem jen +1,4 %). U služeb to není přitom jen důsledkem položek jako jsou voda, stočné či nájemné, kde lze argumentovat, že zde hrají prim vlivy regulatorní, ale i důsledkem ryze poptávkových položek: ceny stravovacích služeb jsou třeba meziročně o 4,9 % vyšší, ceny ubytování o 8,7 %.

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

Míra úspor je nadále zvýšená.

Míra úspor domácností (v % disponibilního příjmu) -
v konkrétním čtvrtletí a průměr za 4 čtvrtletí



Zdroj: ČSÚ, ke stažení [ZDE](#).

POLSKO

Centrální banka udělala drobný holubičí obrat, sazby však zatím nesnížila. Nižší inflace i zpomalující tempo růstu mezd ji však k tomu letos nejspíš přivedou.

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

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

POLSKO

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

Měsíční data zveřejněná v březnu byla dobrá.

Průmyslová produkce po růstu ve čtvrtém čtvrtletí (+0,6 %) **začala letošní rok opatrně**: v lednu vzrostla o 0,5 % m/m, **v únoru mírně (0,2 %) klesla**. V meziročním vyjádření tak byla produkce v únoru letošního roku o 0,1 % nižší než v únoru roku minulého (pokles zaznamenala všechna průmyslová odvětví).

Dobré zprávy přinesl index PMI. Ten se totiž v únoru po skoro třech letech vrátil do růstového teritoria, když se zásluhou růstu produkce i nových objednávek (což byla shoda, jež nastala rovněž po třech letech) index dostal na 50,6 bodu (vs. 48,8 bodu). A ještě o malinko **lepší výsledek (50,7 bodu)** zaznamenal pak index PMI **v březnu**: poprvé za více než tři roky totiž vzrostly exportní objednávky.

Reálné maloobchodní tržby za celý rok 2024 vzrostly o 2,7 % (po stejně velkém poklesu v roce 2023), nejvíce se jim dařilo ve druhém pololetí. Největší vliv na celoroční výsledek v minulém roce měly prodeje motorových vozidel (+19,6 %) a paliv (+7,2 %). **V lednu 2025 tržby sice přidaly 0,6 % m/m, v únoru však o 3,2 % poklesly. Meziročně** jsou první dva měsíce letošního roku **tržby vyšší o 2 %**, a to zejména zásluhou pokračujícího růstu prodejů aut (+11,5 % r/r), oblečení (+9,3 %) a vybavení domácností (7,1 %).

Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká: od poloviny roku 2023 se drží v úzkém pásmu 5–5,2 %. Nejinak tomu bylo ve čtvrtém čtvrtletí 2024 (v říjnu 5 %, v listopadu a prosinci shodně 5,1 %) a ani v roce 2025 se situace nemění: **v lednu i v únoru byla míra nezaměstnanosti 5,2 %**. Mzdy stále rostou vcelku rychle, ale tempo již zpomalilo z dvouciferných čísel, která jsme viděli v minulém roce, na čísla kolem 8 %. V únoru **meziroční tempo růstu nominálních mezd** dosáhlo **7,9 %** (na 8600 PLN, tj. přes 51 tis. Kč).

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

Centrální banka poté, co ještě v září roku 2023 snížila sazby o 0,75 p. b. a pokračovala ve snižování sazeb i o měsíc později, **ponechala** vzhledem k rostoucím mzdám a oživení ekonomiky **sazby od té doby, poslední zasedání nevyjímaje, beze změny na 5,75 %**. Centrální banka ve svém vyjádření po březnovém zasedání přijala ve srovnání s předcházejícími měsíci o něco více holubičí tón: ze zápisu vypadla zmínka o možném návratu vyšší inflace ve střednědobém horizontu, centrální banka kvitovala pozitivně i to, že inflace byla po revizi vah nižší, než čekala. Na druhé straně však akcentovala rizika obchodních válek a nejistotu s tím spojenou.

MAĎARSKO

Zlepšení v průmyslu na straně jedné, vyšší inflace na straně druhé.

Po technické recesi ve druhém a třetím čtvrtletí (−0,2 % a −0,6 % q/q) se maďarská ekonomika vrátila ve čtvrtém čtvrtletí k růstu, navíc rychlejšímu, než se očekávalo. Ekonomika totiž ve čtvrtém čtvrtletí vzrostla o 0,5 % q/q (a tedy 0,4 % r/r), očekávání přitom bylo poloviční. **Za celý rok 2024 však byl růst zklamáním: ekonomika vzrostla o 0,5 %**, což je třetina tempa, které se očekávalo **před rokem**. Ve struktuře růstu ve 4Q24 dominovala poptávka domácností (+1,6 % q/q), klesla však hrubá tvorba fixního kapitálu (−1,6 % q/q).

Dynamika maloobchodních tržeb, které za celý minulý rok přidaly 2,6 %, zůstala dobrá i počátkem roku letošního. **V lednu** totiž **tržby přidaly 2,2 % m/m**, za poslední tři měsíce tedy +1,7 %. Meziroční tempo růstu v lednu dostáhl +4,7 %, a to za přispění všech hlavních kategorií.

Z makroekonomického hlediska takový vývoj dává smysl. **Míra nezaměstnanosti v posledních třech měsících do února dosáhla 4,4 %**, což je sice hmatatelně více, než bylo historické minimum z poloviny roku 2022 (3,3 %), ale nadále je to hodnota velmi nízká, nedaleko od plné zaměstnanosti. **Růst mezd** (proto) také **stále pokračuje velmi vysokým tempem: v lednu 2025 přidaly mzdy 10,4 % r/r**. Reálné mzdy tedy také rostou vysokým tempem.

Průmyslová produkce kopíruje vývoj průmyslu v jiných zemích regionu. Jelikož klesla v každém čtvrtletí roku 2024, **za celý minulý rok poklesla o 5,7 %** (důvodem slabosti průmyslu v roce 2024 byly objemově největší segment dopravní techniky a segment elektrotechnický (poklesy o přibližně 9 % a 13,6 %). Na Maďarsko tak dolehla, podobně jako na nás, slabost Německa a zejména problémy v jeho automobilovém sektoru. V letošním roce začala produkce **lednovým růstem o 0,8 % m/m, což ale tempo meziročního poklesu jen snížilo na −3,9 %**. Ačkoliv je vazba mezi PMI a průmyslem v případě Maďarska hodně volná, stojí za zmínku, že v únoru se **maďarský PMI** se svými 51,1 body dostal (a **v březnu tam hodnotou 51,2 bodu** zůstal) nad hranici oddělující expanzi od kontrakce.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

MAĎARSKO

Celková inflace v lednu 2025 vzrostla meziměsíčně o 1,5 % a v únoru o 0,8 %, což znamenalo, že její meziroční tempo poskočilo v únoru na 5,6 %. Jádřová inflace, která ve druhém pololetí minulého roku vykazovala pomalejší dynamiku (od července do října přidala jen 1 %, v listopadu i v prosinci však shodně po 0,5 %), se s lednovým přeceněním o 1,4 % a s únorovým růstem o 0,6 % také výrazně meziročně zvedla. Zatímco v prosinci byla 4,7 %, v únoru se dostala na 5,7 %. Hlavním faktorem růstu cen jsou (na domácí poptávku citlivé) služby, které v únoru přidaly 9,2 % (telekomunikační služby +15 %, nájemné +12 %, opravy vozidel či obydlí +10 % atd.). Je tak dle nás evidentní, že inflace v Maďarsku opět ožívá. Ve světle dat o růstu mezd ale není divu a na tuto skutečnost jsme upozorňovali už delší dobu.

Maďarská centrální banka (NBH) si dává od října 2024 pauzu. Hlavní sazba tak zůstává na 6,5 %, O/N depozitní a O/N záůjční sazby na 5,5 %, resp. na 7,5 %. Nová (březnová) prognóza přinesla revizi směrem nahoru u inflace a směrem dolů u růstu. V prohlášení NBH se toho moc nezměnilo: „*Inflační cesta je vyšší, než centrální banka původně očekávala, inflační cíl bude naplněn později, geopolitické napětí a nejistota vyžadují přísné měnové podmínky a opatrný přístup ke snižování sazeb.*“

ROPA (WTI)

Poté, co v předcházejících několika měsících cena ropy oscilovala kolem 70 dolarů za barel, se v lednu dostala na chvíli na 80 dolarů, což byla její nejvyšší úroveň od srpna 2024. Důvodů bylo několik: stále silný růst v USA, zosťřování amerických sankcí na ruskou ropu a větší než očekávaný pokles zásob v Americe. Tento efekt však posléze vyprchal s tím, jak prezident Trump uvalil (a posléze na měsíc pozastavil jejich platnost) cla na Mexiko a Kanadu. Ropa se tak vrátila na dohled 70 dolarů na barel. V únoru pak klesla pod tuto hranici, v březnu se vrátila mírně nad ni. Šokem, který ji z tohoto nevýrazného obchodování probral, bylo ohlášení Trumpových cel počátkem dubna: ropa pak spadla až pod hranici 65 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

Březen vyspělým akciovým trhům nepřál. Naplno došlo k reflexi především Trumpovy nepredikovatelné rétoriky a možných dopadů do jednotlivých ekonomik. Pokračující růst nejistoty kolem dopadů politické agendy nové americké administrativy oslabila důvěru firem i spotřebitelů a nadále živila obavy ze zpomalení ekonomického růstu. Hrozba amerických celních válek s různými zeměmi, tlak na Dánsko ohledně Grónska, ambicí ovládnout panamský průplav a rétorické invektivy vůči spojencům vedly k oslabení amerického dolaru a záporné výkonnosti tamních akcií (index S&P 500 -5,8 %).

V době vysoké nejistoty naznačují kapitálové toky, že trh konečně dal na varovný signál a začíná se více diverzifikovat mimo americké akcie s velkou tržní kapitalizací. Od začátku roku jsme tak svědky výrazných změn ve výkonnosti i alokaci, odklonu od amerických akcií a skupiny „Magnificent 7“ směrem k dříve opomíjeným a podváženým regionům, jako jsou Evropa včetně CEE a Čína. Navíc po německých volbách a změně amerického postoje ke konfliktu na Ukrajině sledujeme jasný obrat v evropském příběhu. Evropské akcie v březnu také zaznamenaly propad (DJ STOXX 600 -4,2 %). Relativně lépe se vedlo defenzivním akciím, které oslabily o 2,6 %, oproti tomu cyklické

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

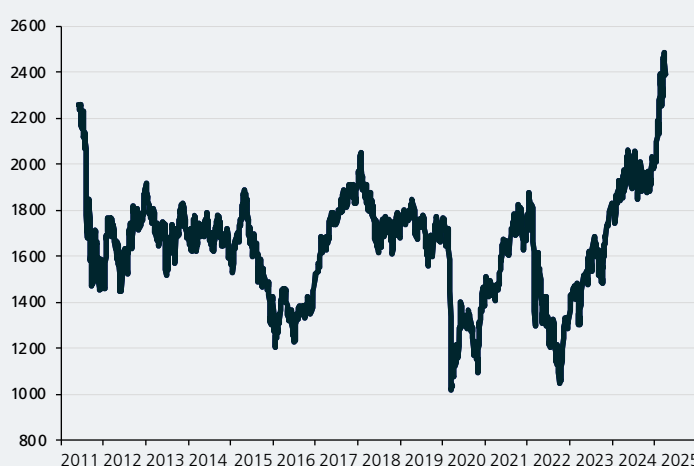
MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

AKCIOVÉ TRHY

tituly zaznamenaly pokles o 3,5 %. Ještě lepší odolnost prokázaly akcie ze sektoru zboží základní potřeby („staples“), které ztratily pouze 1,4 %. Naproti tomu diskreční spotřeba (luxusní zboží) zaznamenala výrazný propad ve výši 12 %. Navzdory celkově negativnímu sentimentu se tři sektory v rámci indexu DJ Stoxx 600 dokázaly udržet v kladném teritoriu: utility, pojišťovnictví a energetika. Na opačném konci spektra se nacházely sektory s největšími ztrátami – automobilový průmysl, spotřební zboží a služby a cestovní ruch – všechny s propady přesahujícími 10 %. Zmínit však musíme nejvýkonnější tituly, a to společnosti ze zbrojního sektoru. Mezi dvaceti nejvýkonnějšími tituly figurovaly Rheinmetall (+31 %), Thales (+28 %), Dassault Aviation (+24 %) a Leonardo (+16 %), což potvrzuje silný investiční apetit směrem k obranným tématům v kontextu geopolitické nejistoty.

Akciím ze středoevropského regionu se v měsíci březnu opět dařilo. Vynikal především polský akciový trh, když si index WIG30 připsal 4,6 % (od začátku roku již +22,3 %), což jej řadí mezi nejvýkonnější trhy na světě. Tento růst byl podpořen očekáváním mírového řešení konfliktu na Ukrajině, přísliby finančními prostředky z fondů Evropské unie, které mají stimulovat investiční aktivitu v zemi, a atraktivně nízkými hodnotovými ukazateli obchodovaných společností. Nadále se dařilo českému indexu PX (+6,6 %), především pojišťovně Vienna Insurance Group (+13,5 %), ČEZu (+11,7 %) a bankám Moneta a Komerční banka. Maďarský akciový trh čelil v březnu určitým výzvám, zejména v souvislosti s obavami z možných dopadů nových obchodních tarifů ze strany USA. Avšak i přesto dokázal uplynulý měsíc tamní index BUX zakončit v mírném zisku +1,8 %.

Akcie na rozvíjejících se trzích zažily vcelku poklidný měsíc, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal mírné 0,4 %. Trhy reflektovaly makroekonomický vývoj z posledních měsíců a napjatě očekávaly, kterým směrem se vydá obchodní politika americké administrativy. Čínské akcie se stabilizovaly, dobré výsledky potvrdila více technologicky orientovaná burza v Hongkongu (+0,8 %). Domácí trh A-Shares (index CSI 300) pak skončil meziměsíčně prakticky beze změny. Čínská vláda se snaží svými opatřeními povzbudit spotřebu domácností, a tím oživit ekonomickou aktivitu. Indické akcie vzrostly (+5,8 %) po několika špatných měsících, což bylo důsledkem snížení očekávání růstu tamní ekonomiky. Nejhůře se vedlo akciím na Taiwanu (-10,7 %), a to kvůli tlaku na technologické tituly pod hrozbou celní války a možného snížení firemních investic spojených s AI. Dařilo se akciím v Latinské Americe, které tak odmazávají část velkých ztrát z minulého roku. Brazílská centrální banka pokračuje ve zvyšování sazeb. Velkou pozornost nadále poutá rozpočtová odpovědnost a stav brazilských veřejných financí, v neposlední řadě také nejisté kroky prezidenta Trumpa.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Evropské výnosy v březnu znatelně narostly, a to nejvíce na delších splatnostech. Německé pětileté výnosy vzrostly o skoro 20 b. b., desetileté o 33 b. b. Důvodem bylo samozřejmě oznámení velkého fiskálního plánu v Německu (odstranění dluhové brzdy) – trhy totiž vedle povzbuzení ekonomické aktivity začaly (oprávněně) očekávat zvýšenou emisi vládních dluhopisů. V Americe nic z toho relevantního nebylo, tudíž se výnosy moc nezměnily: na desetiletém se nezměnilo vůbec nic (4,2 %), na krátkém konci výnosy mírně klesly (-10 b. b. na 3,9 %).

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem března v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce zhruba stejně (+0,2 %) jako v předcházejících měsících; u jejich spekulativních protějšků pak o 1 % poklesl (vs. +1 % v únoru a +0,6 % v lednu). V případě dolarových instrumentů investičního stupně poklesl TRI v březnu o 0,7 %, spekulativních pak o 1 %. Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR poměrně viditelně narostly (+15% u spekulativních, +20 % u investičních instrumentů).

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

U české výnosové křivky byly pohyby v březnu částečně pod vlivem vývoje v Německu. Dvouletý výnos sice vlivem rozumných domácích inflačních čísel poklesl pod 3,5 %, na delších splatnostech však již převládá německý efekt. Desetileté výnosy tak narostly o 25 b. b. (na 4,3 %), sedmileté o 17 b. b.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku křivka vlivu růstu německých výnosů překvapivě nepodlehla. Nižší inflace (sice zásluhou změny vah jednotlivých položek, ale přece) převládla nad efektem růstu zahraničních výnosů. To, že se v očích trhů přiblížil moment, kdy po roce a půl opět začnou sazby klesat, způsobilo, že krátký konec poklesl o skoro 20 b. b. (na 5,05 %) a dlouhý klesl jen nepatrně na 5,7%.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

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

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Po vítězství Donalda Trumpa v prezidentských volbách zaujala americká administrativa relativně konstruktivní přístup ve vztahu k Ukrajině. To se ale diametrálně změnilo na konci února při schůzce amerického a ukrajinského prezidenta, na které mělo dojít v podstatě jen k formálnímu podpisu rámcové dohody a nerostných surovinách. Schůzka skončila diplomatickým fiaskem a otevřenou hádkou před novináři. Došlo tak k významnému zhoršení vztahů mezi Ukrajinou a USA. Po napjaté schůzce Volodymira Zelenského s Donaldem Trumpem a jeho týmem ve Washingtonu Trumpova administrativa dočasně pozastavila veškerou vojenskou pomoc Ukrajině, včetně sdílení zpravodajských informací. Tento krok má údajně sloužit jako tlak na Kyjev, aby se ochotněji zapojil do mírových jednání s Ruskem. Postupně se nicméně začalo ukazovat, že Rusko bude mít stále další a další požadavky a reálně nemá o posun v jednáních zájem. Právě díky tomuto vývoji mají evropští lídři v úmyslu sehrát aktivnější roli v zajištění bezpečnosti Ukrajiny a usilují o obnovení vztahů mezi Kyjevem a Washingtonem.

MĚNY

Dolar proti euru v březnu výrazně oslabil. Mohla za to chaotická hospodářská politika prezidenta Trumpa i rozplynutí tržního konsenzu, že Trumpovo zvolení povede k léta neviděnému bouřlivému růstu. Z úrovně kolem 1,04 se vrátil až na dohled 1,10 USD/EUR. Regionální měny měly naproti tomu velmi pokojný měsíc. **Polský zlotý** během března osciloval v úzkém pásmu 4,15–4,20 PLN/EUR. **Česká koruna** během března velmi lehce posílila, když se z hodnot kolem 25–25,10 z konce února dostala koncem března do pásma 24,90–25 CZK/EUR. **Maďarský forint** osciloval v pásmu 397,5–400 HUF/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Vzhledem k tomu, že ČNB se již dostala do momentu, kdy se sazby přiblížily neutrální úrovni, z domácího prostředí mnoho impulsů ke změnám výnosů na vládních dluhopisech nevidíme. Ano, rozpočet je stále v deficitu, ale rozhlédneme-li se kolem (v Polsku deficit kolem 5,5 % HDP, Slovensko v roce 2024 skoro 6 %, v roce 2025 4,5 %, Maďarsko 4,9 % v minulém roce a necelá 4 % v letošním) a uvážíme-li, že ani permanentní šestiprocentní či sedmiprocentní deficit v USA bolest hlavy dluhopisovým trhům nezpůsobují, je pravděpodobnější, že fiskál výrazným hybatelem výnosů nebude. Dle nás tak budou české výnosy ponejvíce sledovat vývoj v zahraničí a pohybovat se na desetileté splatnosti zhruba v pásmu 3,5–5 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská centrální banka je ohledně časování prvního snížení sazeb rozpolcená na dva tábory: jedni si myslí, že čas nastane již v první polovině roku, a druzí, včetně guvernéra, jsou přesvědčeni, že se tak stane až později. Všichni se nicméně shodují, že pokles sazeb nejspíš letos přijde, avšak minimálně zpočátku razantní nebude. Polské výnosy tak na krátkém konci nejspíš letos o 50–75 b. b. poklesnou, na dlouhém částečně také, ale velmi rozvolněný fiskál v Polsku (a zprostředkovaně také pravděpodobně volnější fiskál v Evropě) je bude udržovat výš.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

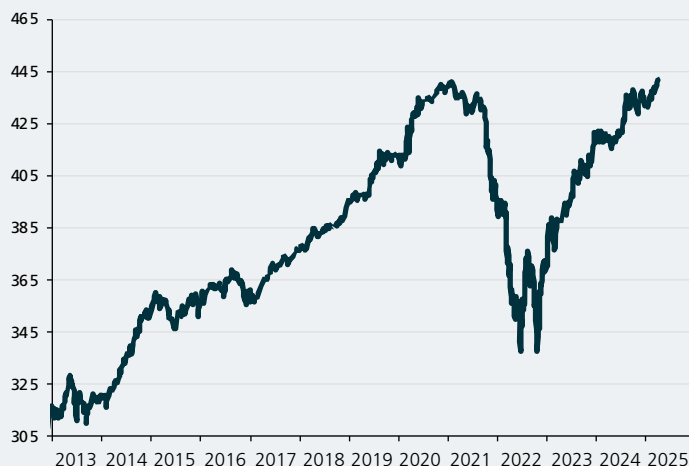
Důsledky pozastavení americké pomoci byly zatím omezené a jednorázové, protože sdílení zpravodajských informací bylo následně znovu obnoveno. Nicméně dlouhodobější zmrazení by mohlo vážně ovlivnit ukrajinskou obranyschopnost, zejména pokud jde o systémy protivzdušné obrany, které Evropa nedokáže plně nahradit. Zároveň může Rusko situace využít k eskalaci útoku s cílem

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

vyčerpat ukrajinské síly. Celkově se situace komplikuje. Evropa se snaží udržet vojenskou pomoc, zatímco USA v čele s Trumpem tlačí Ukrajinu do jednání s Ruskem a pozastavením pomoci zvyšují její zranitelnost. Silné tržní propady a eskalace obchodních válek pak budou dále tříštit pozornost americké administrativy. Ceny ukrajinských státních dluhopisů v USD v březnu pokračovaly v poklesu s tím, jak se vzdaloval jakýkoliv posun v případných mírových jednáních.

MĚNY

U kurzu **dolaru proti euru** nastalo, co jsme čekali, tj. návrat poblíž 1,10 USD/EUR. Vývoj v dalším období bude určovat stupeň chaotičnosti další hospodářské politiky Donalda Trumpa. Jelikož je pravděpodobné, že chaos nekončí a není vůbec nepravděpodobné, že naopak bude růst, spíše než posílení dolaru očekáváme jeho další oslabení. Jediné, co dolaru bude pomáhat, je fakt, že proinflační efekt cel, které prezident Trump ohlásil počátkem dubna, bude FEDu v letošním roce limitovat prostor ke snížení sazeb.

Česká koruna dle nás zůstane v nejbližších měsících bez výraznějšího trendu a bude, podobně jako v posledních měsících, jen oscilovat v pásmu 25–25,50. Vzhledem k tomu, že sazby v USA asi letos moc neklesnou a i v EU se blíží moment, kdy se jejich pokles zastaví, nejpravděpodobnější je stabilita kurzu lehce nad 25 korunami za euro.

Polský zlotý dle nás ze stávajících pětiletých maxim nejspíš mírně zkoriguje do pásma 4,20–4,25 PLN/EUR, s tím, jak začne cyklus snižování sazeb. Pravděpodobnější je pak pobyt na silnějších úrovních tohoto pásma, protože polská centrální banka bude i po jeho zahájení v průměru stále dost jestřábi. **Podobně jako pro korunu či forint je jediným rizikem pro oslabení případná tržní slabost a nervozita na hlavních trzích.**

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

AKCIOVÝ TRH

Regionálně máme na akciové trhy z krátkodobého pohledu různé výhledy. V současné době vidíme zvýšená rizika primárně spojená s novou administrativou v čele s americkým prezidentem Trumpem a s tím vytvářenou NEJISTOTOU. Velice nečitelná geopolitická situace při měnění dříve nastaveného světového řádu přináší spousty rizik. Ne každý handl skončí úspěchem nebo „vzíní do ztracena“. Celní války mířené i na spojence mohou v konečném důsledku nejvíce dopadnout na samotné USA, kdy nejistota budoucích objednávek může vést k pozastavení investic a propouštění lidí, pokles korporátních zisků a propad kapitálového trhu negativně dopadne na bohatství Američanů atd. Proto jsme i na základě dražších hodnotových ukazatelů na americké společnosti negativní. Naopak prostor pro přesun nejen finančního kapitálu do Evropy může táhnout místní akcie výše. Hodnotové ukazatele evropských společností jsou výrazně levnější oproti americkým. Zároveň možné snížení byrokracie, revize nastavení energetického trhu, výdaje na obranu a snad revize hodnot povede k zatraktivnění místních akcií. Nadále jsme ze středně- a dlouhodobého hlediska pozitivní na středoevropské akcie, které se obchodují na úrovni přibližně 9násobku očekávaného P/E, což stále představuje dvouciferný diskont oproti období 2015–2019. Pokud by opravdu došlo k uzavření míru mezi Ukrajinou a Ruskem (což se nám nyní jeví spíše jako méně pravděpodobné), s bezpečnostními zárukami proti dalšímu napadení ze strany Ruska, celý akciový region střední Evropy by se posunul výrazně výše. Hodnotově se však nadále jedná o jeden z nejlevnějších trhů na světě.

Důležitá upozornění:

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

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT



wm@conseq.cz



+420 225 988 200

www.conseq.cz/wm