

# VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	2,70 %	USA	0,52 %	USD/EUR	0,10 %	Ropa Brent	2,84 %
Evropa – DJ Stoxx 600	6,29 %	Evropa	-0,21 %	CZK/USD	-0,21 %	Zemní plyn	-16,21 %
Japonsko – Nikkei225	-0,81 %	ČR	1,44 %	CZK/EUR	-0,13 %	Sil. elektřina	1,66 %
MSCI Emer. Mark.	1,66 %	Polsko	0,51 %	PLN/EUR	-1,52 %	Zlato	6,49 %
ČR – PX	6,30 %	Maďarsko	0,41 %	HUF/EUR	-0,98 %	Stříbro	10,34 %
Polsko – WIG30	10,23 %	Turecko*	8,21 %	TRY/EUR	1,20 %	Měď	3,23 %
Maďarsko – BUX	7,77 %						

\* BofA Merrill Lynch index

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

**Ekonomika je slabá, ECB pokračuje ve snižování sazeb.**

**Růst HDP eurozóny dle prvního odhadu ve čtvrtém čtvrtletí mezičtvrtletně stagnoval, což znamenalo, že meziroční tempo růstu dosáhlo +0,9 % (a za celý rok 2024 +0,7).** Kvartální tempo tak bylo nejslabší od čtvrtého čtvrtletí roku 2023 (kdy také zůstalo na nule). Z velkých zemí se ve čtvrtém čtvrtletí nedařilo Německu (-0,2 % q/q) ani Francii (-0,1 % q/q, nejslabší tempo od 1Q23), dobře si naopak vedlo Španělsko (potřetí v řadě +0,8 % q/q a 3,5 % meziročně); Itálie stagnovala. Struktura růstu byla prozatím zveřejněna jako obvykle jen pro Francii. Mezičtvrtletnímu růstu tam ve 4. čtvrtletí nejvíce pomohla poptávka domácností (+0,4 % q/q), naopak poklesly hrubá tvorba fixního kapitálu (-0,1 % q/q) a exporty (-0,2 % q/q po -0,8 % q/q ve 3Q23). Možná tak aspoň ve Francii je růst reálných mezd (mírnou) podporou pro spotřebu domácností. Je však také zřejmé, že exportnímu odvětví (průmysl) se dobře nevede. A se cly, kterými hrozí prezident USA Trump kdekomu, se to samozřejmě asi hned tak nezlepší.

Data zveřejněná během ledna 2025 byla slabá, i když průmysl i maloobchod velmi mírně vzrostly.

**Maloobchodní tržby** poté, co počátkem 4. čtvrtletí poklesly o 0,3 % m/m, **přidaly v listopadu pouze 0,1 % m/m** a ani předběžná prosincová data z některých zemí neukazují, že by měl být prosinec výrazně lepší. Německé tržby totiž v prosinci poklesly o 1,6 % m/m, francouzské o 0,2 %, což sice kompenzuje růst ve Španělsku o 1,4 %, ale v průměru za celou EU to v prosinci asi na víc než na velmi mírný růst lehce nad stagnací stačit nebude. Meziroční tempo v listopadu dosáhlo 1,2 %.

**Míra nezaměstnanosti**, jež v prvních dvou kvartálech minulého roku byla v průměru po sezonním očištění 6,5 %, se **od srpna 2024 nachází na 6,3 %**, což je po listopadu (kdy klesla na 6,2 %) historicky druhá nejnižší úroveň. Nejnižší z velkých zemí byla v prosinci nezaměstnanost opět v Německu (3,4 %), nejvyšší ve Španělsku (10,6 %). Relativně rychlý pokles zaznamenala míra nezaměstnanosti v Itálii, kde ještě v říjnu 2023 byla 7,8 %, koncem roku 2024 však už jen 6,2 %.

Z historického hlediska stále **vcelku rychle rostou mzdy**. Jedním z důsledků tohoto vývoje je, že dokonce **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 dosáhlo 5,4 %**, což je nejvíce v historii EMU. Centrální banka tvrdí, že tento růst je jen odrazem snahy pracovníků o kompenzaci předchozí inflace a 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 0,5 % (a za celé první pololetí tak o 2,1 %), i slabém třetím čtvrtletí (-0,8 %) **dařilo ve čtvrtém čtvrtletí podle dat jen o trochu lépe. V říjnu i v listopadu totiž produkce meziměsíčně přidala 0,2 %**, když v říjnu růstu pomohlo Španělsko (+0,9 % m/m) a v listopadu Německo (+1,3 %). Meziroční tempo však zůstalo přesto v záporu, když v listopadu dosáhlo -1,9 %.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu neukazuje, že by se na slabosti průmyslu mělo v blízké budoucnosti cokoli změnit: od návratu do růstového teritoria (tj. nad 50 bodů) je nadále velmi vzdálený. **Ve čtvrtém čtvrtletí totiž dosáhl průměrné hodnoty 45,4 bodu, což bylo stejné jako ve třetím čtvrtletí. Počátek nového roku** sice zaznamenal osmiměsíční maximum, ale jeho hodnota (**46,1 bodu**) byla nadále výrazně pod hranicí 50 bodů. PMI v průmyslu se pod touto hranicí nachází nepřetržitě od července 2022. Nejslabší je situace v Německu a ve Francii, nejlepší ve Španělsku a v Řecku. Zlepšení v lednu bylo způsobeno dvojicí subindexů: nové objednávky i aktuální produkce sice poklesly, ale tempem nejpomalejším od května (u exportních objednávek byl pokles nejslabší od května 2024). Jisté zlepšení oproti druhému pololetí ale snad lednový index může předznamenávat.

U **indexu IFO**, který mapuje podmínky v Německu samotném, jsme **nezaznamenali signály, že se věci obracejí k lepšímu**. Ve čtvrtém čtvrtletí klesl subindex očekávání v prosinci až na nejnižší úroveň (84,4 bodu) od ledna 2024, a v lednu 2025 zaznamenal

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

další pokles (84,2 bodu). 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. **Leden sice přinesl mírné zlepšení** (na 86,1 bodu), ale i tak jsou tyto hodnoty velmi vzdálené historickým průměrům a hodnotám, na nichž by šlo očekávat kladná tempa růstu v německém průmyslu.

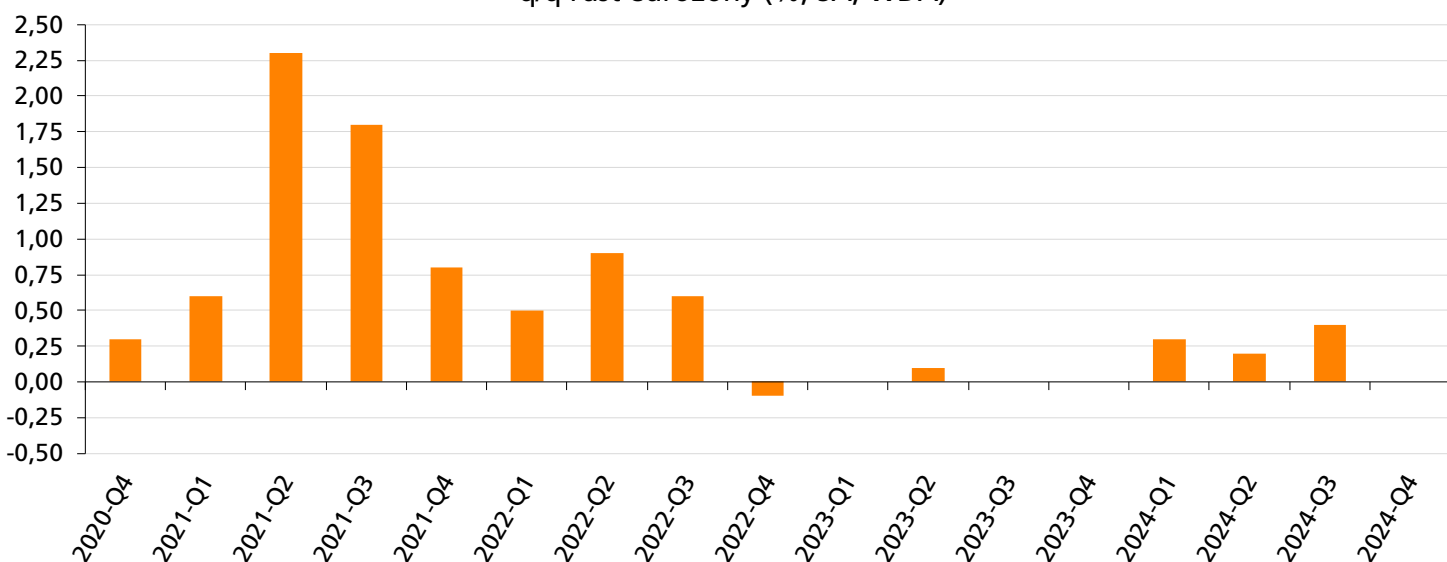
**V sektoru služeb je dle indexu PMI situace ve srovnání s průmyslem lepší.** V listopadu se sice index (jenž se od února minulého roku nacházel nad hranicí 50 bodů) dostal do teritoria kontrakce, když dosáhl 49,5 bodu, tento „výlet“ do kontrakčního teritoria však neměl dlouhého trvání. V prosinci se index PMI ve službách totiž vrátil nad 50, když jeho hodnota dosáhla 51,6 bodu, a **v lednu 2025 nad hranicí 50 bodů zůstal (51,4 bodu).**

**Jisté zhoršení jsme koncem minulého roku zaznamenali 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 byla nejnižší hodnota od dubna 2024. **V lednu pak zaznamenala kosmetické zlepšení (-14,2 bodu).** I přes tuto (věříme, že jen přechodnou slabost) je důvěra vzdálená dnu ze září 2022 (-28,6 bodu) a poblíž hodnot z února 2022, tj. z doby před začátkem války na Ukrajině.

**Jádrová inflace se již dostala na úroveň, které** (nestane-li se v nejádrovém cenovém okruhu něco nepředvídatelného) **jsou konzistentní s plněním inflačního cíle ECB,** stanoveném jako celková inflace nacházející se „poblíž, ale pod 2 procenty“. V posledních třech měsících do prosince 2024 totiž jádrová inflace přidala pouze 0,5 % a za poslední pololetí 1,1 %. **Meziroční celková inflace dosáhla v prosinci 2,4 %, jádrová pak 2,7 %.**

**ECB proto pokračovala ve snižování sazeb.** Na svém zasedání v lednu jednomyslně (a popáté od doby, co se snižováním sazeb v létě 2024 začala) snížila úrokovou sazbu na 2,75 %, akcentujíc ekonomický „protivitr“ v podobě pokračující kontrakce v průmyslu, slabé spotřebitelské důvěry a hrozby obchodní války iniciované prezidentem Trumpem. Zmínka o tom, že měnová politika je nadále restriktivní, indikuje, že ECB se stále nachází nad svou neutrální sazbou. Vzhledem k holubičímu poselství tak pro letošní rok není otázkou, zda bude ECB ve snižování pokračovat, ale o kolik.

### Růst ekonomiky zůstává slabý. q/q růst eurozóny (% , SA, WDA)



Zdroj: Eurostat, dostupné [ZDE](#).

## USA

**Solidní růst ekonomiky, napjatý trh práce a hrozba cly od nového amerického prezidenta nedovolují centrální bance dále snižovat sazby.**

**Růst americké ekonomiky zůstal i ve čtvrtém čtvrtletí 2024 silný.** Tempo růstu (+2,3 %) sice nebylo tak silné jako ve druhém či ve třetím čtvrtletí (+3 % a +3,1 %), ale bylo silnější než v 1. čtvrtletí (+1,6 %). **Na růstu se jako obvykle nejvíce podílely poptávka domácností** (příspěvek +2,8 p. b., nejvyšší od 1. čtvrtletí 2023) a **vláda** (+0,4 p. b.); negativem byly hrubé fixní investice (-1 p. b.)

Měsíční data zveřejněná během ledna 2025 byla dobrá.

**Reálné maloobchodní tržby** po solidním 3. čtvrtletí, v němž přidaly 1,5 %, rostly i ve čtvrtém čtvrtletí: **v říjnu přidaly 0,3 %, v listopadu 0,5 % a v prosinci 0,1 %.** Meziroční tempo růstu dosáhlo v prosinci +1 %.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### USA

Trh práce je z historického pohledu nadále silný, i když se přece jenom mírně ochladil. Míra nezaměstnanosti už nedosahuje hodnot pod 4 %, jaké jsme viděli až do konce prvního čtvrtletí 2024, ale nachází se těsně nad touto hranicí: v říjnu i v prosinci 4,1 %, v listopadu 4,2 %. Prosinčová hodnota je o půl procentního bodu 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) byla v prosinci 2023 7,2 %, v prosinci 2024 pak 7,5 %.

Dle průzkumu JOLTS klesla míra volných pracovních míst v září až na 4,4 %. V říjnu i v listopadu sice tato hodnota poskočila nahoru na 4,7 %, resp. 4,8 %, ale dlouhodobé napětí na trhu práce to prozatím dle nás nezlepšuje. Obě tyto hodnoty jsou totiž znatelně nižší než postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022) a stále nižší než před rokem (5,4 % v listopadu 2023). Jsou však také nadále nad dvacetiletým předpandemickým průměrem (3,1 %). Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti je stále nízký: v minulém roce bylo podáno v průměru 223 tis. žádostí týdně, v lednu 2025 pak 213 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 prosinci dosáhlo 3,9 %, což je tempo zhruba o 0,4 procentního bodu pomalejší než ve stejném měsíci roku 2023, ale stejné jako průměrné meziroční tempo v každém z měsíců minulého roku od dubna. Kvartální dynamika dosáhla ve třech měsících do prosince +1 % a pololetní +2 %, takže i tato dynamika ukazuje, že r/r tempo růstu bude i nadále zřejmě kolem +4 %.

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 mírně vzrostly (+0,2 % q/q), což znamená, že se za první tři čtvrtletí roku 2024 oproti konci roku předcházejícího prakticky nezměnily. Ačkoliv to vůbec nekoresponduje s daty o HDP, dle kterých hrubé fixní investice růstu ubíraly, ve čtvrtém čtvrtletí objednávky zboží dlouhodobé spotřeby překvapivě přidaly 1,3 %, což bylo jejich nejsilnější čtvrtletní tempo od srpna 2022.

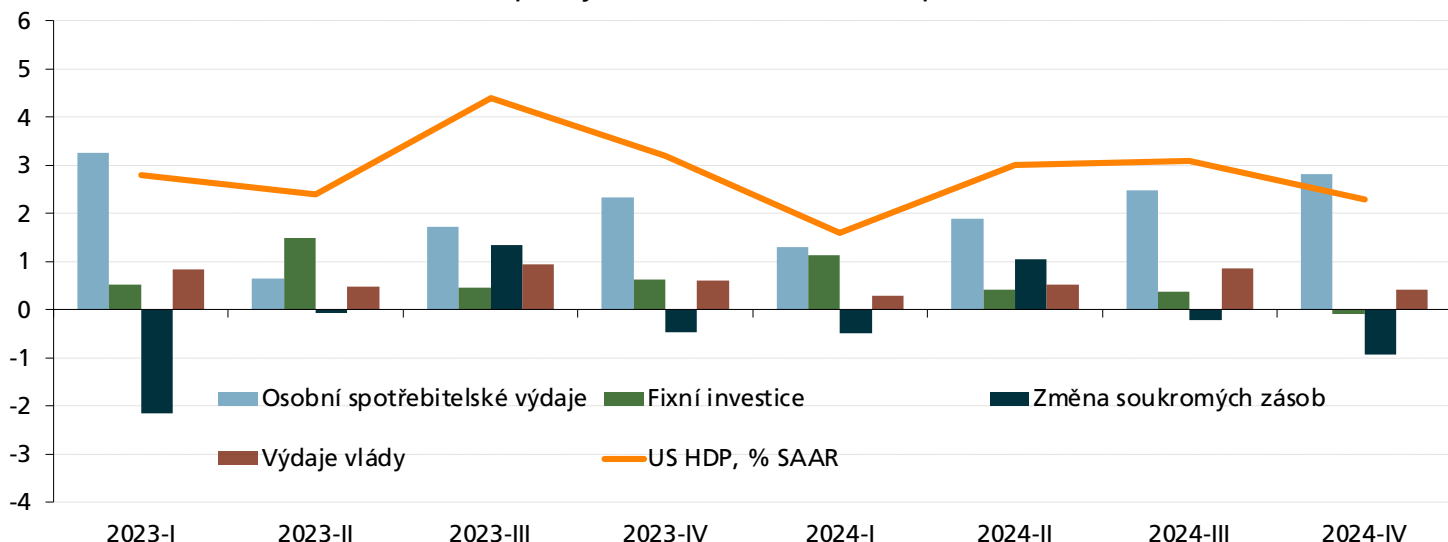
Reálná průmyslová produkce, která v prvním čtvrtletí roku 2024 po revizích klesla o 0,1 % q/q, svůj růst ve druhém (+0,7 %) celý vymazala poklesem ve čtvrtletí třetím (−0,7 %). Ve čtvrtém čtvrtletí produkce v říjnu poklesla o 0,4 % m/m, v listopadu přidala o 0,2 % a v prosinci pak skoro 1 %, což znamená, že za čtvrté čtvrtletí přidala produkce 0,6 %. Meziroční tempo dosáhlo +0,5 %, což znamená, že produkce je jen o cca. 1,5 % větší než např. počátkem roku 2018, tj. před prvními cly, která zavedl tehdejší (a v listopadu opět zvolený) prezident Trump a díky kterým se měl americký průmysl vrátit na výsluní. Ani další vlna cel, kterou koncem ledna oznámil (a hned pozastavil) opět Trump, nebude mít na americký průmysl výraznější dopad.

Může však rozpochybovat inflaci. Zatím tomu tak není: jádrová PCE inflace v prosinci přidala 0,15 % m/m, což znamená, že za poslední tři měsíce jádrová inflace přidala jen 0,5 % a za poslední pololetí 1,1 %. 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 však vzhledem k silným makroekonomickým fundamentům a proinflačním dopadům cel, která koncem ledna oznámil Trump (a na měsíc pak pozastavil), v lednu ponechala sazby beze změny. FED tak ignoroval výzvy prezidenta Trumpa, aby sazby výrazně snížil. Nebude však moct ignorovat proinflační dopady případného zavedení cel, které se pohybují mezi 0,5 a 1 p. b.

### Ekonomika nadále solidně roste.

#### Příspěvky k r/r růstu HDP v USA, p. b.



Zdroj: BEA.gov (tabulka 1.1.2 dostupná ZDE)

**EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI**
**CEE3**
**ČR**
**Průmysl je stále v nesnázích, růst táhne poptávka domácností.**

Dle prvního odhadu růstu **HDP za 4. čtvrtletí** dosáhl jeho tempo **0,5 % q/q** (a tedy 1,6 % r/r). Za celý minulý rok tak HDP vzrostl o 1 %. Struktura růstu za 4Q24 zatím zveřejněna nebyla, ČSÚ ale řekl, že za růstem v posledním čtvrtletí minulého roku byla (nepřekvapivě) poptávka domácností.

**Průmyslová produkce** nezopakuje růstové třetí čtvrtletí (+0,4 % q/q). **V posledním čtvrtletí minulého roku má naopak vinou poklesu v říjnu (-0,3 %) i v listopadu (-1,8 % m/m) nakročeno, aby klesla tempem srovnatelným s tempem poklesu v prvním čtvrtletí 2024 (-2,9 %)**. Meziroční tempo poklesu dosáhlo po očištění o kalendářní vlivy -3,1 %. Dle ČSÚ k listopadovému poklesu nejvíce přispěla „výroba motorových vozidel, zejména výroba jejich dílů a dále navazující obor výroba pryžových a plastových výrobků, tedy například výroba pneumatik, a dlouhodobý pokles výroby strojů a zařízení“. V sektoru klesá zaměstnanost, počet zaměstnanců se meziročně snížil o 2 %. Klesají nové zakázky, a to ty ze zahraničí: zatímco domácí nové zakázky vzrostly o 3,1 % r/r, zahraniční o skoro 4 % poklesly. Na český průmysl tak evidentně doléhá situace v německém průmyslu.

Shora popsaný vývoj odpovídá tomu, co ukazoval **index PMI**: v říjnu dosáhl index 47,2 bodu, v listopadu 46 bodů a v prosinci dokonce jen 44,8 bodu. Na začátku roku 2025 sice útlum z konce 2024 mírně polevil, ale **lednová hodnota indexu 46,6 bodu** určitě nenaznačuje, že by mělo dojít k návratu ke kladným tempům růstu. Obrázek, jež ukazují čísla o objednávkách průmyslové produkce, potvrzuje i PMI: tempo poklesu nových objednávek sice zmírnilo, ale nové exportní zakázky v lednu klesly rychleji než v předcházejících měsících. Ano, i zde je to dle respondentů vina Německa.

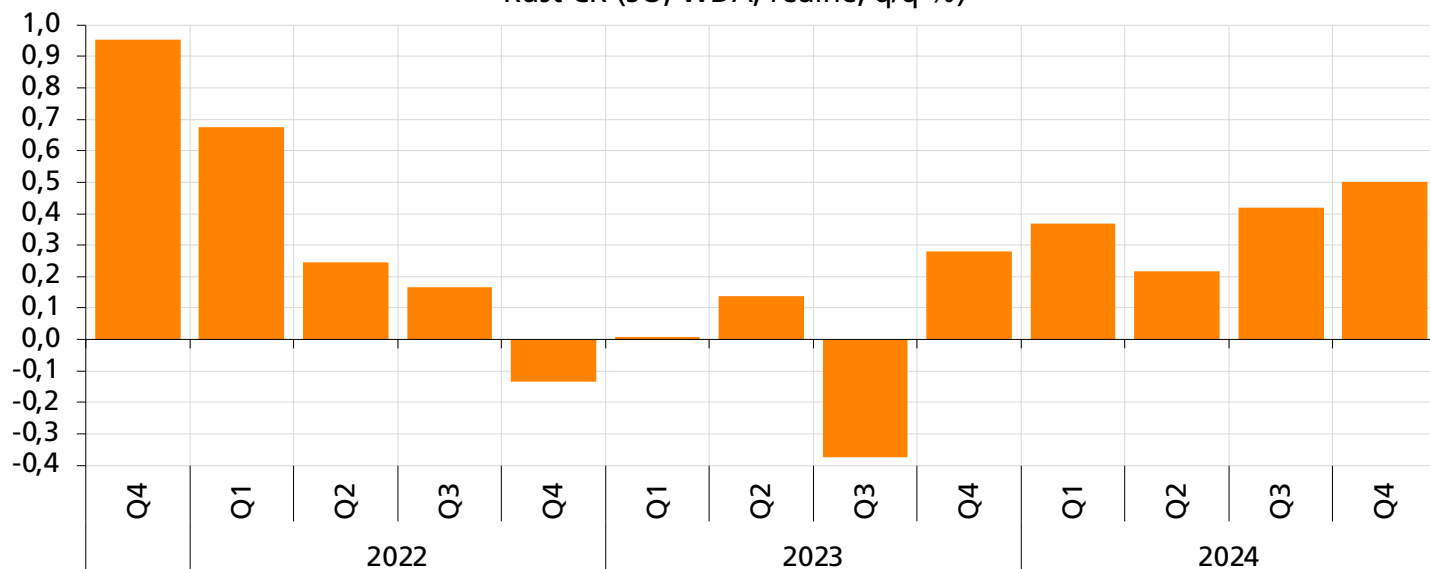
**Index důvěry firem**, měřený ČSÚ, již rok a půl jen **kolísá bez směru** v pásmu mezi 0 a 10 body, od podzimu 2024 se pak drží u horního okraje tohoto pásma (v listopadu i **v lednu 2025 8,9 bodu**, v prosinci 8,5 bodu). Nadále je tak zřetelně pod hodnotami (13–15 bodů), na kterých se tento ukazatel pohyboval v letech 2014–2019. To je ve světle indexu nákupních manažerů dalším potvrzením, že zlepšení situace v průmyslu zůstává prozatím v nedohlednu.

**Spotřebitelská důvěra** od prvního čtvrtletí minulého roku kolísá kolem hranice -10 bodů, v lednu se dostala na -13 bodů, což je nejnižší od dubna 2024 (-15,8 bodu). Pokles byl primárně v důsledku rostoucích obav domácností z budoucí ekonomické situace.

**Maloobchodní tržby** v minulém roce ve třech čtvrtletích rostly, ve druhém stagnovaly. A dle dat za říjen a listopad (+0,4 % a 0 % m/m) a zprávy ČSÚ o vývoji HDP ve 4Q24 bylo nejspíš mírně růstové i poslední čtvrtletí 2024. **Celkové tržby byly v listopadu o 3 % vyšší než před rokem, jádrové tržby (bez aut a bez paliv) pak o 5,4 %**. Růst nominálních mezd (ve 3Q24 o 7 % r/r) v kombinaci s nízkou inflací se tak evidentně projevuje. Pro tržby by bylo další vzpruhou, kdyby klesla velmi vysoká míra úspor, která je stále zhruba o 6 p. b. vyšší než před pandemií.

**Tempo růstu HDP pozvolna zrychluje.**

Růst ČR (SO, WDA, reálně, q/q %)



Zdroj: ČSÚ, dostupné ZDE.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## ČR

**Česká měnově-politická inflace** v listopadu přidala 0,1 % m/m a v prosinci klesla o 0,3 % m/m, **v meziročním vyjádření tedy koncem roku dosáhla 2,9 %**. Nadále tak zůstává poblíž horního okraje tolerančního pásma. Poptávková inflace dosáhla 2,3 % a její kvartální dynamika je v souladu s předpandemickými roky. Jediným neuhašeným ohništěm inflace jsou služby. Ty totiž v prosinci vzrostly o 5 % r/r, zboží přitom přidalo jen 1,7 %. U služeb to není přitom jen důsledek položek, jako jsou vodné, stočné či nájemné, kde lze částečně argumentovat, že zde hrají větší vliv vlivy regulatorní, ale i položek poptávkových: ceny stravovacích služeb jsou třeba meziročně o 6,4 % vyšší, ceny ubytování o 9 %.

Tento inflační vývoj společně s vývojem mezd, které ve 3. čtvrtletí vzrostly tempem (7 % r/r) o 1 p. b. rychlejším, 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. V lednu ČNB nezasedala.

## POLSKO

**Ekonomika se vrátila k růstu, centrální banka je opatrná a se snižováním sazeb vyčkává.**

Polská ekonomika přidala v posledním čtvrtletí minulého roku 0,5 % q/q, což bylo po poklesu ve třetím čtvrtletí vítané zlepšení. Za celý rok 2024 ekonomika přidala 2,9 %, což je v souladu s tím, co se před rokem ohledně tempa růstu pro rok 2024 očekávalo. V roce 2023 byl přitom růst jen zanedbatelně malý (+0,1 %). Růstu v minulém roce nejvíce pomohla poptávka domácností, která po mírném poklesu v roce 2023 přidala 3,1 %, a spotřeba vlády, která přidala 7 %. 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 lednu (a týkající se prosince) byla slabší, na dobrém čtvrtém čtvrtletí však již nic nezměnila.

**Průmyslová produkce** ve třetím čtvrtletí vinou poklesu ve všech třech měsících klesla o více než procento, **ve čtvrtém čtvrtletí pak přidala 0,6 % q/q**. Začátkem 4. čtvrtletí produkce totiž přidala 4,6 % m/m, což byl sice opět (podobně jako v březnu a dubnu, kdy byla reportována tempa  $-5,5 %$  a  $+7 %$  m/m) statistický šum, jenž byl posléze korigován listopadovými i prosincovými daty ( $-2,8 %$  a  $-1,1 %$  m/m), ale celkově to na růstově kladné tempo ve čtvrtém čtvrtletí stačilo. **Meziroční tempo poklesu produkce dosáhlo koncem roku 0,6 %**: důvodem byl pokles produkce kapitálového zboží ( $-6,7 %$  r/r).

**Index PMI je sice na vyšších hodnotách než třeba u nás, ale stále není v růstovém teritoriu:** ve čtvrtém čtvrtletí dosáhl 48,8 bodu. Počátkem letošního roku to vypadá stejně, když lednové číslo přesně kopíruje průměrnou hodnotu ze 4. čtvrtletí. Pokles polského průmyslu tak pokračuje již 33 měsíců, byť leden přinesl jeden z nejmenších poklesů v této dlouhé řadě. Mírné **lednové zlepšení indexu PMI (na 48,2 bodu)** oproti prosinci bylo zásluhou menšího poklesu nových objednávek (podobně jako u nás i v Polsku dle PMI klesají jenom, ovšem výrazně, zahraniční objednávky).

**Reálné maloobchodní tržby** v prvním čtvrtletí 2024 přidaly mezičtvrtletně více než 3 % a i druhé čtvrtletí 2024 bylo růstové. To se však vůbec nedalo říct o čtvrtletí třetím: tržby po sezonním očistění se totiž v jeho závěru propadly o vysokých 6,7 % m/m. Takový pokles nedával ve světle stále velmi dobrých dat z trhu práce smysl a nebylo možné jej vysvětlit tím, že trochu zpomalil růst mezd či že se trochu zvedla inflace (negativní vliv na HDP ale samozřejmě tento propad měl). Tyto úvahy potvrdila pak říjnová i listopadová data: **v říjnu tržby vzrostly meziměsíčně o 5,6 %, v listopadu o 1 %**, a tak i když **klesly tržby v prosinci o 1,3 % m/m**, celé poslední čtvrtletí minulého roku bylo nakonec růstové. **Za celý rok 2024 vzrostly tržby o 2,7 %** (po stejně velkém poklesu v roce 2023). Největší vliv na to měly prodeje motorových vozidel (+19,6 %) a paliv (+7,2 %).

**Míra nezaměstnanosti** je stále velmi nízká: od poloviny roku 2023 se drží ve značně úzkém pásmu 5–5,2 %. Nejinak tomu bylo ve čtvrtém čtvrtletí, kdy v říjnu byla 5 % a v listopadu a v prosinci 5,1 %. A nadále stále významně rychle rostou mzdy – meziroční tempo **růstu nominálních mezd dosáhlo v prosinci 2024 9,8 %** (na necelých 8800 PLN, tj. přes 52 tis. Kč). Tempo růstu reálných mezd je tak sice už jen jednociferné, ale nízké není.

**Dynamika jádrové inflace ve čtvrtém čtvrtletí zvolnila:** v posledních třech měsících minulého roku tak jádrová inflace přidala meziměsíčně 0,4 %, 0,2 % a  $-0,1 %$ , což je ve čtvrtletním vyjádření zhruba 0,5 %. To je nejpomalejší kvartální dynamika jádrové inflace od listopadu 2023 a takové zpomalení je vzhledem k makroekonomickým faktorům (nezaměstnanost je velmi nízká, stále solidně rostou reálné mzdy) překvapením. Nevěříme proto, že je to setrvalý stav. **Meziroční tempo jádrové inflace dosáhlo v prosinci 4 %**. Celková inflace se drží lehce pod 5 % (v září 4,9 %, v říjnu 5 %, v listopadu i v prosinci 4,7 %). Podobně jako v ČR je i v Polsku stále k vidění **rychlý růst cen služeb**, které meziročně přidaly 6,6 % (zboží pak 4 %).

**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 od té doby, poslední zasedání nevyjímaje, bez změny na 5,75 %**. Tiskovka po posledním zasedání byla vcelku jestřábí, mezi proinflačními riziky bylo zmíněno očekávané uvolnění cen energií ve druhé polovině 2025, růst mezd, fiskální politika a ceny služeb. Zdá se tedy, že polská centrální banka v nejbližších měsících ke snížení sazeb nepřistoupí.

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## MAĎARSKO

**Ekonomika se ve čtvrtém čtvrtletí vymanila z recese.**

Po **technické recesi** ve druhém a třetím čtvrtletí ( $-0,2\%$  a  $-0,7\%$  q/q) se maďarská ekonomika vrátila ve čtvrtém čtvrtletí k růstu, který byl navíc rychlejší, než se očekávalo. Ekonomika totiž ve čtvrtém čtvrtletí vzrostla o  $0,5\%$  q/q, očekávání přitom bylo poloviční. Za celý rok však byl růst zklamáním: ekonomika vzrostla o  $0,6\%$ , což je třetina tempa, které se očekávalo před rokem. Struktura růstu prozatím zveřejněna nebyla, stane se tak až zkraje března.

**Dynamika maloobchodních tržeb se ve 4Q24 oproti třetímu čtvrtletí zlepšila: v říjnu přidaly tržby 1,3 %, v listopadu 0,6 % m/m.** Meziroční tempo růstu tak dosáhlo  $4,4\%$ . To dává smysl: z makroekonomického hlediska nejsou vidět důvody, aby maloobchodní tržby klesaly. **Míra nezaměstnanosti v posledních třech měsících do prosince 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**: za první pololetí minulého roku vzrostly mzdy o  $14\%$ , od té doby rostou tempem kolem  $12\%$ , **v listopadu o 11,9 %**. Reálné mzdy tedy také rostou vysokým tempem.

**Průmyslová produkce kopíruje vývoj průmyslu v jiných zemích regionu.** Klesla totiž ve všech prvních třech čtvrtletích roku 2024 (o  $1,3\%$  v prvním čtvrtletí, o  $1,4\%$  ve druhém a o  $1,1\%$  ve třetím). Čtvrté čtvrtletí sice začalo mnohem lépe, když produkce v říjnu vzrostla o  $2\%$  m/m, ale **pokles v listopadu ( $-1,6\%$  m/m)** naznačil, že ani čtvrté čtvrtletí 2024 nejspíš nijak silně nebylo. Důvodem slabosti průmyslu v roce 2024 byly objemově největší segment dopravní techniky a segment elektrotechnický (poklesy o přibližně  $8\%$ , resp.  $12\%$  za prvních 11 měsíců roku 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 a v lednu zůstal jen kousek pod ní (49,8 bodu)**.

**Celková inflace v prosinci meziměsíčně vzrostla o 0,5 % m/m, tj. stejným tempem jako v listopadu**, její meziroční tempo poskočilo na  $4,6\%$ , což bylo nad očekáváním. **Jádrová inflace**, která přidala v první polovině roku  $3,2\%$ , **ve druhém pololetí vykazuje pomalejší dynamiku**: od července do října přidala  $1\%$ , **v listopadu i v prosinci však shodně jen po 0,5 %**. Meziroční tempo jádrové inflace tak v prosinci dosáhlo  $4,7\%$ . Hlavním faktorem růstu cen jsou (na domácí poptávku citlivé) služby, které v prosinci přidaly necelých  $7\%$ .

Poté, co si v srpnu **maďarská centrální banka (NBH)** po patnácti měsících kontinuálního snižování sazeb vybrala oddechový čas a sazby nesnížila a v září se k procesu snižování sazeb snížením o 25 b. b. vrátila, si **dává od října opět pauzu**. Hlavní sazba tak zůstala na  $6,5\%$ , O/N depozitní a O/N zápujční sazby na  $5,5\%$ , resp. na  $7,5\%$ . Poslední zasedání koncem ledna se neslo v jestřábím duchu: ze zápisu vypadly zmínky o možném dalším snížení sazeb, naopak došlo ke zdůraznění nutnosti zachování přísné měnové politiky. Svou roli v tomto přehodnocení sehrály dle nás vyšší hodnoty inflace za prosinec, dle centrální banky důvodem pro opatrný postoj jsou (i) geopolitické napětí a rostoucí inflační očekávání.

## 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 nejvyšší úroveň od srpna 2024. Důvodů bylo několik: stále silný růst v USA, zesilování amerických sankcí vůči ruské ropě a větší než očekávaný pokles zásob v Americe. Tento efekt však posléze vyprchal s tím, jak Trump uvalil (a posléze o měsíc odložil platnost) cel na Mexiko a Kanadu. Ropa se tak vrátila na dohled 70 dolarů na barel.

## AKCIOVÉ TRHY

Globální akciové trhy zahájily rok 2025 silným růstem, přičemž evropské trhy předčily americké. Index MSCI Europe ex UK vzrostl o  $7,1\%$ , zatímco americký S&P 500 si připsal  $2,8\%$ . Hlavní hnací silou byly finanční a spotřebitelské tituly v Evropě, zatímco v USA byl kvůli výkyvům v technologickém sektoru sentiment na trhu smíšený. Mezi hlavní události měsíce patřil návrat prezidenta Trumpa do úřadu a jeho oznámení o plánovaných daňových škrtech a deregulacích, což posílilo důvěru investorů v americkou ekonomiku. Současně však hrozba nových celních tarifů vyvolala obavy z možného nárůstu inflace. Na komoditních tržích došlo v reakci na tuto tarifní hrozbu k růstu cen zlata a dalších kovů, zatímco ceny ropy byly ovlivněny chladným zimním počasím a dalšími sankcemi USA vůči Rusku.

Americké akcie začaly rok pozitivně, ale dynamika se v průběhu ledna změnila. NVIDIA, která byla v roce 2024 jedním z lídrů růstu, zaznamenala po slabších než očekávaných výsledcích a obavách z nasycení trhu s AI čipy pokles o více než  $10\%$ . Podobně Apple čelil tlaku po zprávách o zpomalujícím růstu prodeje iPhoneů v Číně. Naopak bankovní sektor a tradiční průmyslové společnosti těžily z optimismu ohledně plánovaných daňových škrtek v USA. Evropské akcie překonaly výkon amerických trhů, což bylo částečně způsobeno jejich nižší expozicí vůči technologickému sektoru. Akcie velkých bank, včetně BNP Paribas a Deutsche Bank, zaznamenaly silný růst, podpořený zlepšujícími se úrokovými výnosy. Spotřebitelské firmy, jako LVMH a Nestlé, těžily ze silného domácího trhu a pozitivních maloobchodních dat.

## AKCIOVÉ TRHY

Výrazné zisky si připsaly středoevropské akcie, jež profitovaly nejen z pozitivní nálady panující na západoevropských akciových trzích. Trump se ze začátku svého mandátu soustředil především na své sousedy a Čínu, Evropa tak prozatím stála stranou. Navíc byla vysoká očekávání ohledně možného vyřešení konfliktu a ukončení války na Ukrajině. To vedlo k pozitivní výkonnosti především polských akcií, u nichž se navíc pro letošní rok očekává nejvyšší pozitivní dynamika růstu ziskovosti firem. V rámci Polska (index WIG 30 +10,2 %) se tak dařilo akciím bank PEKAO (+16,2 %), mBank (+15,1 %), PKO (+12 %), ropné společnosti PKN Orlen nebo potravinovému řetězci Dino Polska. Vysoké zhodnocení si připsaly i fundamentálně podhodnocené trhy Slovinska (index SBITOP +15,5 %), dále Maďarska (+7,7 %) a Česka (+6,3 %).

Akcie na rozvíjejících se trzích vstoupily do nového roku s mírným ziskem, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 1,66 %. Trhy brzdí zejména nejisté vyhlídky na obchodní/celní politiku americké vlády. Ke zvýšené volatilitě také přispěla nová AI od čínského start-upu DeepSeek, jež zpochybnila nutnost ohromných výdajů spojených s touto technologií. Asijské trhy neměly jednoznačný směr. Čínské domácí akcie (A-Shares, index CSI 300 -3%) ztrácely ve stínu obchodní války, stejně tak jako indické akcie (-0,8 %), kde investoři vybírali zisky a zohlednili nižší očekávaný růst ekonomiky. Naopak se dařilo akciím na Taiwanu (+3,1%), v Koreji (+4,9 %) či Hongkongu (+0,8%). Po mizerném roce 2024 zabraly akcie v Latinské Americe (MSCI Latin America USD +9,37 %). Důležitým faktorem zde bylo posílení domácích měn vůči dolaru, k čemuž přispělo zvýšení základní úrokové sazby o celé 1 % brazilskou centrální bankou.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

## DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Pohyby na výnosových křivkách ani na jednom z břehů Atlantiku nebyly během ledna nijak výrazné. Dvouletý i desetiletý americký výnos se koncem ledna lišily od hodnot ze začátku ledna o 5 b. b., resp. o 3 b. b.: dvouletý výnos dosáhl 4,2 %, desetiletý 4,5 %. Ani v eurozóně nedošlo k výraznějším pohybům. Německá dvouletka vzrostla o necelé 4 b. b. na 2,12 %, desetiletka o 9 b. b. na 2,46 %. Společnými ale také protichůdnými faktory přitom byly obavy z dopadů amerických importních tarifů na inflaci a ekonomické aktivity.

## DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem ledna v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce zhruba stejně (0,3 %) jako v předcházejících měsících; u jejich spekulativních protějšků pak 0,6 % (vs. 0,7 % v říjnu, 0,4 % v listopadu a 0,8 % v prosinci). V případě dolarových instrumentů investičního stupně přidal TRI v lednu 0,5 %, v případě instrumentů spekulativního stupně pak 1,4 %. Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR v lednu poklesly, a to u obou kategorií o 8 %.

## INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

## DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**U české výnosové křivky byly pohyby v lednu o něco větší než v Německu.** Dvouletý výnos klesl o 9 b. b. na 3,36 % (což je stejná hodnota, jakou měl například počátkem října minulého roku), desetiletý výnos klesl o 23 b. b. na 4 %. České státní dluhopisy se těšily solidnímu zájmu investorů z řad domácích i zahraničních hráčů – jak v primárních aukcích MFČR, tak na sekundárním trhu. Důvodem mohla být vnímaná stále atraktivní marže nad německé Bundy, doplněná očekáváním dalšího snižování sazeb ČNB.

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

**V Polsku** křivka nedoznala v lednu větších změn: na krátkém konci vyrostly výnosy o 7 b. b. na 5,22 %, na dlouhém poklesly o 4 b. b. na 5,85 %. Zde byli zahraniční investoři v porovnání s českým trhem střízlivější, roli pravděpodobně také hrála očekávané pokračující vysoké nabídky nových vládních dluhopisů, nutných k profinancování rozpočtového schodku.

## 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), ve druhém čtvrtletí jsme z původní mezikvartální stagnace nakonec zaznamenali 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 vysoce 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 zaznamenali 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 po osmi měsících stability dvojím snížením základní úrokové sazby (z 50% na 45 %) a zdůraznila, že další případné snižování bude závislé na 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 (což potvrdilo i inflační číslo za leden), bychom si na další pokles sazeb měli chvíli počkat.

Ceny tureckých dluhopisů po říjnovém poklesu, způsobeným vyšší nervozitou okolo amerických voleb a vyšších inflačních čísel, v průběhu listopadu i v prosinci solidně rostly. Ani leden nebyl výjimkou. O něco hůře se vedlo měnovému kurzu, který pozvolna oslaboval.

## DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

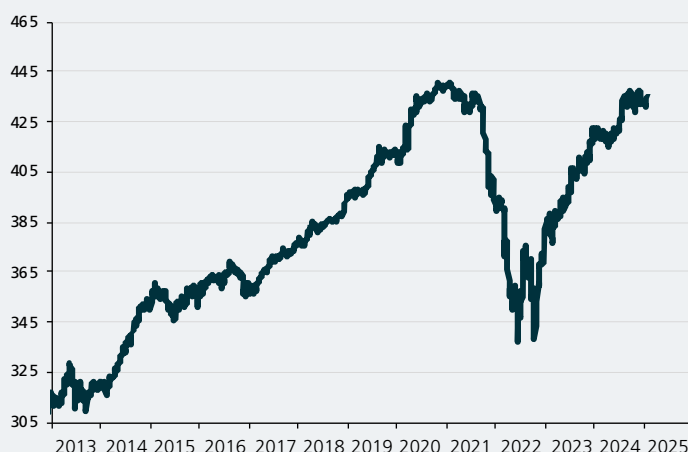
Po vítězství Donalda Trumpa v prezidentských volbách na trhu převládlo očekávání budoucího snížení daní a omezení regulace, což by mělo v budoucnu nainiciovat hospodářský růst. K vítězství v prezidentských volbách navíc Republikánská strana vyhrála také souběžné volby do kongresu. Toto vítězství zásadně usnadní nově zvolenému prezidentovi prosazení politických cílů. Směrem k zahraniční politice pak v průběhu měsíce začala krystalizovat konkrétní jména nové administrativy

## INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

## BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



## BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg



**DLUHOPISOVÉ TRHY**

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 očekávat pokračující a poměrně silnou podporu Ukrajiny ze strany USA a silný politický tlak na ukončení ruské válečné agrese. Na toto reagovaly ceny dolarových ukrajinských státních dluhopisů pozitivně a pokračovaly v dříve nastoupeném růstu.

Během ledna přicházely další zprávy o chystaném setkání amerického prezidenta Trumpa s Putinem a o přípravě mírového plánu a případném startu jednání o příměří.

**MĚNY**

**Dolar proti euru** již během ledna dále neposiloval. Celý leden se pohyboval v pásmu mezi 1,02 a 1,05 USD/EUR bez trendu. **Polský zlotý** během ledna výrazně posílil (4,20 PLN/EUR), dostal se dokonce až na nejvyšší hodnotu od roku 2018. Důvodem byla zřejmě kombinace silných dat o růstu HDP ve 4Q24 a možná i geopolitické faktory (prozatímní nezavedení cel pro EU, scénář dotlačení Putina k jednacímu stolu pod hrozbou cel a dalších kroků ze strany USA). **Česká koruna** během ledna jen oscilovala v pásmu 25,1–25,30 CZK/EUR. **Maďarský forint** mírně posílil ze 415 na 407 forintů za euro.

**PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ****DLUHOPISOVÝ TRH ČR**

Vzhledem k tomu, že ČNB se již dostala do momentu, kdy se sazby přiblížily neutrální úrovni, z domácího prostředí 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, Slovensko v roce 2024 skoro 6 %, v roce 2025 4,5 %, Maďarsko 5 % v minulém roce a necelá 4 % v letošním) a uvážíme-li, že ani permanentní šestiprocentní či sedmiprocentní deficity 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 v pásmu 3,5–4,5 %.

**DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO**

V Polsku je centrální banka ohledně časování prvního snížení sazeb rozpolcená na tábor, který si myslí, že čas nastane již v první polovině roku, a tábor (čítající i guvernéra), který je přesvědčen, že se tak stane až později. Tak jako tak se všichni shodují, že pokles sazeb razantní nebude. Pokles výnosů kvůli poklesu domácích sazeb tak nebude výrazný, na druhou stranu je zde ale v regionu nejhorší vývoj fiskálu. Polské výnosy tak budou jen kolísat, ale zřetelně níže oproti stávajícím úrovním se v první polovině roku 2025 nedostanou.

**DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO**

Díky materializaci vrcholu inflačních tlaků s poklesem inflace blíž 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. Dochází k setrvalému postupu ruské armády a ztrátám v důležité logistické oblasti pro ukrajinské jednotky. 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. Nová americká administrativa nicméně zdá se bude pokračovat v podpoře Ukrajiny a tlačít na započítí mírových jednání. Ta dosluhující pak před koncem svého působení schválila několik nových balíčků pomoci. Což v posledních měsících pomohlo cenám dolarových ukrajinských dluhopisů na vyšší úrovně. 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 v nejbližších měsících vrátí nad 1,05 USD/EUR. Posttrumpovská euforie dle nás nevydrží a divergence měnových politik ECB a FEDu, která je dnes zanesená zejména na americké straně (jen jedno snížení v USA), bude podle nás revidována směrem k o něco většímu rozsahu snížení sazeb. To posune dolar na lehce slabší úrovně.

**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 druhou stranu však platí, že česká ekonomika je růstově jedna z nejslabších v rámci EU a doléhá na ni úzké propojení s německou ekonomikou. Pomocť koruně na silnější úrovně by mohla snad jen jestřábí ČNB a případné menší snížení sazeb FEDu či ECB, než jaké nyní trh očekává (to bude problém u FEDu, kde už jsou i očekávání velmi mírná); na slabší úrovně 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 alespoň několikatydenní trend.

**PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ**

**Polský zlotý** dle nás ze stávajících pětiletých maxim nejspíš mírně zkoriguje ke 4,25, posléze jej vidíme v pásmu 4,25–4,30 PLN/EUR. 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 jediným rizikem pro oslabení případná tržní slabost či nervozita na hlavních trzích.

**Maďarský forint** nemá důvod setrvaleji posilovat: úrokový diferenciál se výrazně 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.

**AKCIOVÝ TRH**

Na akciové trhy 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. Po inauguraci staronového prezidenta Trumpa přišla zvýšená volatilita a s vysokou pravděpodobností bude s námi i po zbytek jeho mandátu – nepredikovatelné kroky v podobě zavádění různých tarifů, cel, úpravy daní s dopadem do fiskální sféry, inflace a na to kroky 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 v tomto segmentu tak může dojít k určité korekci. Mnohá negativa jsou však již určitou měrou v cenách akcií obsažena 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**[wmm@conseq.cz](mailto:wmm@conseq.cz)

+420 225 988 200

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