

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	1,46 %	USA	0,54 %	USD/EUR	1,66 %	Ropa Brent	-0,29 %
Evropa – DJ Stoxx 600	1,92 %	Evropa	-0,10 %	CZK/USD	-1,39 %	Zemní plyn	8,75 %
Japonsko – Nikkei225	2,91 %	ČR	0,83 %	CZK/EUR	0,20 %	Sil. elektřina	-
MSCI Emer. Mark.	-1,34 %	Polsko	0,99 %	PLN/EUR	-1,99 %	Zlato	1,53 %
ČR – PX	1,89 %	Maďarsko	3,34 %	HUF/EUR	-1,82 %	Stříbro	3,49 %
Polsko – WIG30	9,01 %	Turecko*	-11,72 %	TRY/EUR	3,18 %	Měď	-4,50 %
Maďarsko – BUX	5,92 %	* BofA Merrill Lynch index					

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika mimo recesi, rostoucí důvěra spotřebitelů, napjatý trh práce projevující si historicky nízkou nezaměstnaností a rostoucími nominálními náklady práce: zdá se, že má ECB před sebou ještě dost práce.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP dosáhlo v 1. čtvrtletí 2023 dle prvních dat nejmenšího možného kladného výsledku **(+0,1 % q/q)**; meziročně pak ekonomika vzrostla o 1,3 %. Z velkých ekonomik rostly nejrychleji ekonomiky Itálie a Španělska (shodně o 0,5 % q/q), následovány francouzskou ekonomikou (+0,2 %). Největší ekonomika eurozóny, Německá, ale jenom stagnovala. Strukturální data nejsou za žádnou ekonomiku k dispozici, vyjma Francie, kde se nejnegativněji na růstu podílely zásoby (-0,3 % q/q), nejpozitivněji pak díky poklesu dovozu čistý export (+0,6 % q/q). Poptávka domácností mezičtvrtletně stagnovala.

Data zveřejněná během dubna byla vcelku silná.

Maloobchodní tržby během prvních 2 měsíců prvního čtvrtletí stagnovaly. Zatímco v lednu vzrostly o 0,8 % meziměsíčně, v únoru pak ve stejném rozsahu poklesly, a to zejména vinou poklesu o 1,5 % ve Francii. Meziročně byly koncem února tržby nižší o 3,1 %, což je vzhledem ke inflaci vcelku dobrý výsledek. To, že se tváří v tvář vysoké inflaci maloobchodním tržbám relativně daří, je důsledek trhu práce. **Míra nezaměstnanosti** zůstala i počátkem roku 2023 na historických minimech (v lednu i v únoru shodně na 6,6 %, v březnu dokonce na **6,5 %**), přičemž nejnižší z velkých zemí je stále v Německu (v březnu dosáhla 2,8 %), nejvyšší ve Španělsku (12,8 %). Nepříjemnou zprávou pro ECB je, že již ve 4. čtvrtletí vzrostly historicky nejrychlejším tempem nominální náklady na práci: v celé ekonomice o 5,7 % r/r, ve službách dokonce o 6,2 % r/r. Vysoká inflace se tak nejspíš začala propisovat do mezd.

Průmyslová produkce přidala v únoru 2023 po procentním růstu v lednu dalších **1,5 % m/m**, meziročně se tak produkce oproti stejnému měsíci předchozího roku zvedla o 2 %. Ve zpracovatelském průmyslu byla produkce meziročně vyšší dokonce o 2,7 %, což je ve světle minulého vývoje předstihových indikátorů, energetické krize i inflace výsledek, který dle nás v roce 2022 nikdo touto dobou ani ve snu neočekával.

Navíc, index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se sice zkraje roku 2023 sice dále zlepšil, ale jak v lednu, tak v únoru setrval pod hranici 50 bodů (v lednu dosáhl 48,8 bodu, v únoru 48,5 bodu) – taková čísla by vedla k očekávání meziročních poklesů produkce. Ani další dva měsíce nejsou jiné – **index zůstal pod úrovní 50 bodů. V dubnu se PMI dokonce propadl až na 45,5 bodu**, což je nejnižší hodnota za 35 měsíců; dilem je to důsledek turbulencí v americkém bankovním sektoru, dílem omezení aktivity ve Francii kvůli stávce proti důchodové reformě (francouzský výrobní PMI se propadl nejnižší od května 2020). Dobrou zprávou pro ECB je, že vstupní ceny v průmyslu dle subindexu PMI díky poklesům cen energií podruhé v řadě klesly, což se projevilo v **nejpomalejším tempu růstu výstupních cen zboží od listopadu 2020**.

Obrázek rostoucího optimismu, zejména ohledně budoucnosti, poskytuje i **index IFO**, který sleduje podmínky v největší ekonomice eurozóny. Stejně jako každý měsíc od října se i v dubnu zlepšila jeho složka mapující **očekávání**, která se nyní svou hodnotou (92,2 bodu) nachází jen 6 bodů pod předinvazní hodnotou z února 2022.

Sektor služeb se vyvíjí přesně opačně než sektor průmyslu. V dubnu se totiž hodnotou (56,6 bodu) dostal nejvýše od dubna 2022. Relativní síla služeb ve srovnání s průmyslem je největší od počátku roku 2009 a v historii průzkumu ještě nikdy nebyl tak silný sektor služeb v situaci, kdy se výrobní sektor nacházel pod hranicí oddělující kontrakci od expanze. Důvodem **růstu ve službách** byl nejsilnější růst nových objednávek od dubna 2022, v důsledku čehož narostl subindex zaměstnanosti ve službách na nejvyšší úroveň od července 2007. Méně optimistické pak bylo zjištění, že vstupní ceny ve službách dále rostly, zejména kvůli nákladům na práci, v důsledku čehož dále rostly, byť nejpomaleji za rok a čtvrt, i ceny výstupní.

Se zlepšováním sentimentu ve službách **koresponduje zlepšování důvěry domácností**, které sledujeme již od září minulého roku. V té době totiž důvěra domácností dosáhla historického minima -28,7 bodu (o 4 body níže, než bylo předchozí dno z dubna 2020), počátkem letošního roku se však vrátila na -20,7 bodu, a **počátkem druhého čtvrtletí dosáhla -17,5 bodu**. To je sice z historického

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

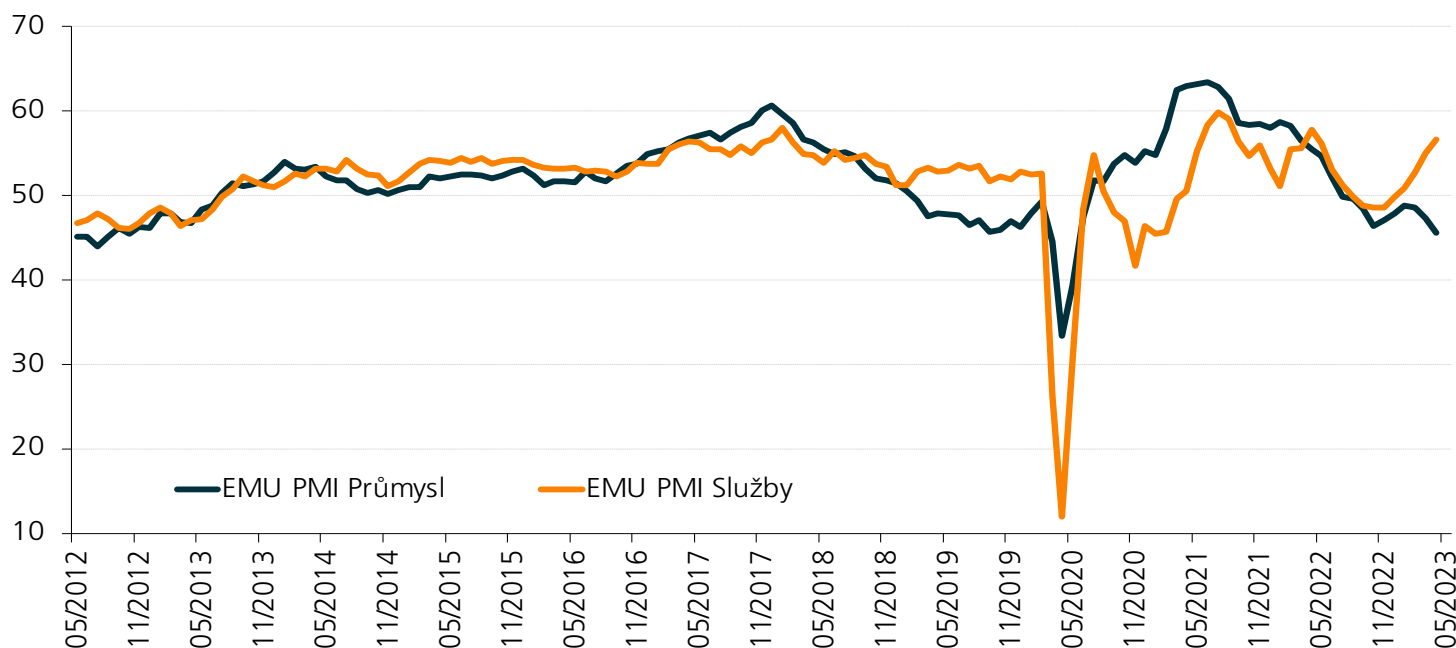
EMU

hlediska stále nízko, ale už nad úrovněmi zaznamenanými během finanční krize v letech 2008–9 či během dluhové krize **v letech 2011–13** (kdy se důvěra domácností pohybovala kolem –20 až –22 bodů).

Inflační dynamika zůstává nadále vysoká. Sezonně **očištěná jádrová inflace přidala** v dubnu dle předběžných dat 0,6 % m/m, **v posledních 3 měsících pak 1,52 %**. To je v anualizovaném vyjádření dokonce rychlejší, než byla meziroční jádrová inflace v dubnu, která dosáhla 5,6 %. **Celková inflace je na 7 %**.

ECB v dubnu nezasedala. Během dubna byl zveřejněn zápis z březnového zasedání, které se konalo těsně po kolapsu Silicon Valley Bank. ECB na něm zvedla sazby o půl procentního bodu a je zřejmé, že obavy z perzistentní inflace byly silnější než obavy z případných problémů v bankovním sektoru. To je evidentní z věty, že „pokud se situace citelně nezhorší, turbulence na finančních trzích nejspíš nezmění názor Rady guvernérů na příští vývoj inflace“ nebo že „vzhledem k perzistentní inflaci musí být i měnová politika ECB perzistentní“. A o tom, že se nejspíš dočkáme dalšího růstu sazeb, vypovídá i skepse některých členů Rady k predikci ECB, která maluje (podobně jako v ČR) lineární, bezbolestnou a rychlou dezinflační volává na trzích iluzi, že je možná „neposkvřená dezinflace“. V průběhu dubna pak několik centrálních bankéřů prohlásilo, že investoři podceňují rozsah zvýšení sazeb ECB, a že ECB bude zvyšovat sazby déle, kupř. jak řekl Pierre Wunsch, guvernér belgické centrální banky, „dokud se neumravní mzdový vývoj, i kdyby to mělo znamenat jít na 4 %“.

Důvěra v průmyslu a ve službách dramaticky diverguje



Zdroj: Markit

USA

Ekonomika rostla i v prvním čtvrtletí, silná byla poptávka domácností. Trh práce zatím zůstává napjatý, do mezd se to však propisuje jen omezeně. Problémy v regionálním bankovníctví udrží FED na nějaký čas v klidu.

Růst americké ekonomiky sice v prvním čtvrtletí zpomalil, ale zůstal kladný. Zatímco anualizované tempo dosáhlo ve 4. čtvrtletí 2022 +2,6 %, **v prvním čtvrtletí 2023 už jen +1,1 %**. Jak samotný fakt, že růst zůstal kladný, tak struktura růstu však byly pozitivní. Negativně se totiž na růstu v 1Q23 podepsal hlavně výrazný **propad zásob**, které **růstu ubraly 2,3 p. b.**, což ale může být dobrá zpráva pro budoucí čtvrtletí. Ve světle toho, že příspěvek poptávky domácností k růstu byl +2,5 p. b. (tj., s výjimkou covidového oživení vůbec nejvíce od 4. čtvrtletí 2017), je možné, že firmy takovou silnou poptávku nečekaly a musely sáhnout do zásob. Bylo-li tomu tak, budou se muset zásoby v dalších měsících znovu doplnit, což je (s výjimkou zásob z dovozu) pro HDP pozitivní.

Měsíční data zveřejněná během dubna 2023 byla vcelku silná.

Reálné maloobchodní tržby začaly letošní rok relativně dobře. V prvním čtvrtletí totiž přidaly reálně **0,5 % mezičtvrtletně**, což bylo pozitivní a zrcadlilo se to pak i v silné domácí poptávce zveřejněné v prvním odhadu růstu HDP za 1. čtvrtletí. Největší zásluhu na tom má samozřejmě trh práce, který je nejsilnější za 50 let. **V březnu dosáhla míra nezaměstnanosti 3,5 %**, což je nadále na nejnižších hodnotách od roku 1969. Tato nízká míra nezaměstnanosti se udržela dokonce i v březnu, kdy vzrostla na další postcovidové maximum

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

(62,6 %) míra participace na trhu práce. Velmi nízké jsou i další sledované míry nezaměstnanosti – **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 březnu **6,7 %**. Stále pokračuje rychlá tvorba pracovních míst – **v březnu 2023 vytvořila americká ekonomika 189 tis. nových pracovních míst v soukromém sektoru, což bylo opět nad očekáváním, a za první kvartál to pak bylo 808 tis.** Není divu, že průzkum JOLTS opět potvrdil, že počet volných pracovních míst zůstává velmi vysoký – zatímco před pandemií se tento indikátor pohyboval kolem 6–7 mil., dnes je na dvouciferných hodnotách a **v únoru se nadále nacházel na 10 mil.** **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** se i po revizích předcházejících dat, kterou provedlo americké ministerstvo práce, drží **na historicky velmi nízkých úrovních** (240 tis.); v minulých fázích expanze byla nejnižší hodnota počátkem roku 2000, kdy se tato hodnota pohybovala okolo 270 tis. (navíc s počtem lidí v ekonomice znatelně nižším než dnes). Všechna tato data tak indikují nadále jediné – velmi napjatý trh práce.

Je tak zvláštní, že růst mezd není rychlejší. Dle dat [Atlantského FEDu](#) (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) sice reakceleroval růst mezd v **březnu 2023 na 6,4 % r/r** (z 6,1 % v únoru), ale dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) se díky růstu o 0,27 % m/m v březnu dostalo čtvrtletní tempo růstu na +0,8 % (resp. pololetní na +2 %); meziročně bylo tempo +4,2 % (s výjimkou ledna 2023) nejpomalejší od srpna 2021 (+4,4 %). I samotný rozdíl mezi dvěma průzkumy je zvláštní a komplikuje hodnocení, zda se vysoká inflace a napjatý trh práce propisují nebo nepropisují do mezd.

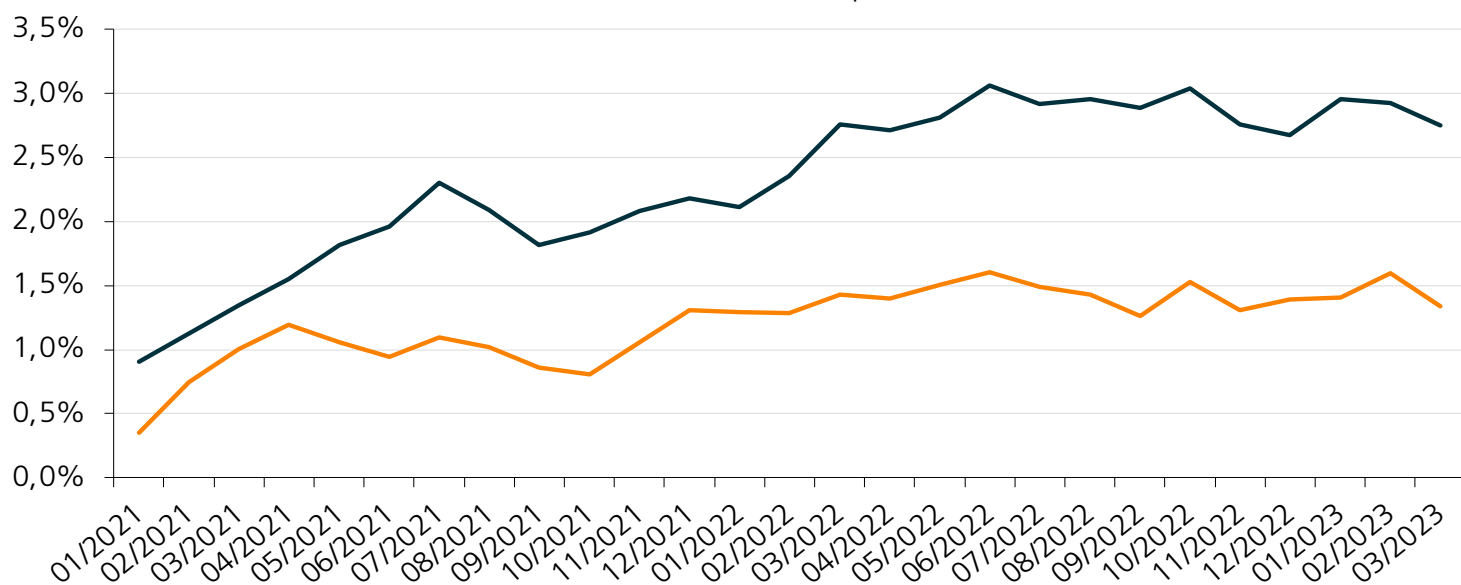
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v prvním čtvrtletí letošního roku o 3 % poklesly, ale to bylo hlavně vinou volatilií kategorie letadel a zbraní: **po vyloučení těchto dvou kategorií** došlo sice v prvním čtvrtletí také k poklesu, ale jenom o 0,6 %. Tomu ostatně odpovídal i minimální negativní příspěvek (–0,7 p. b.) ze strany fixních investic k anualizovanému mezičtvrtletnímu růstu ekonomiky v 1Q23. Meziročně dosáhlo nominální tempo růstu objednávek bez letadel a zbraní koncem prvního čtvrtletí +2 %. **Co se týče reálné průmyslové produkce, v každém měsíci letošního prvního čtvrtletí vzrostla, a to celkem o 1,6 % mezičtvrtletně.** Meziročně byla reálná produkce koncem prvního čtvrtletí vyšší o 0,5 %, což je vzhledem k tomu, co se v posledním roce stalo, velmi dobrý výsledek.

Jádrová inflace v březnu přidala stejně jako v únoru 0,3 % m/m, což znamená, že v **posledních třech měsících** vzrostla jádrová cenová hladina o **1,2 %** a v posledním pololetí o 2 %. Jinými slovy, jak kvartální, tak pololetní dynamika ukazují, že jádrová inflace roste spíše tempem mezi 4,5 až 5 % než tempem blízkým cíli americké centrální banky. Silný zůstává zejména **růst cen tržních služeb**, který v posledním čtvrtletí dosáhl +1,3 % a v posledním pololetí pak +2,8 %. Meziročně pak tato složka PCE inflace, jež je nejvíce ovlivněna mzdovým vývojem, dosáhla 5,7 %.

Nejbližší (květnové) zasedání FEDu končí až po uzávěrci tohoto materiálu (3. 5. 2023). FED na svém doposud posledním zasedání v polovině března 2023 navzdory velmi silným makroekonomickým datům a navzdory tomu, že Powell během první poloviny března připustil, že bude možná nutná reakcelace tempa utahování zpátky ke krokům po půl procentu, zvýšil sazby jen o čtvrt procentního bodu do pásma 4,75–5 %. Důvodem bylo, že v polovině března zkrachovala americká bank Silicon Valley Bank, což FED vystrašilo – **několik členů FOMC dle zápisů zveřejněných v dubnu chtělo s utahováním politiky dokonce přestat a získat tak čas na posouzení, zda kolaps SVB nepůsobil excesivní utažení úvěrového kanálu.** Stejně tak ale v zápisu stálo, že několik členů FOMC by zvažovalo růst sazeb o půl procentního bodu nebýt onoho problému v bankovním sektoru.

Inflační dynamika nezpomaluje, zejména ve službách je nadále vysoká

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



Zdroj: BLS, dostupné ZDE

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Centrální banka hrozí dalším růstem sazeb, ekonomika totiž nezpomaluje dostatečně.

Růst HDP v prvním čtvrtletí dosáhl dle prvního odhadu lepšího výsledku **(+0,1 % q/q, -0,2 % r/r)**, než bylo tržní očekávání (-0,1 % q/q) i očekávání ČNB (-0,9 % r/r). Strukturální data ještě zveřejněna nebyla, ale ČSU ve svém vyjádření napsal, že „mezičtvrtletní i meziroční vývoj HDP byl pozitivně ovlivněn především rostoucí zahraniční poptávkou“ a že „negativní vliv měly nadále se snižující výdaje na konečnou spotřebu domácností“. Neméně důležité pak bylo, že zaměstnanost meziročně vzrostla o 1,4 %, což potvrzuje, že na trh práce utažení měnové politiky nemělo doposud praždný vliv.

Měsíční data zveřejněná během dubna byla smíšená.

Průmyslová produkce počátkem letošního roku poklesla o 3 % m/m, což v meziročním vyjádření znamenalo pokles o 1,4 %. **V únoru pak produkce přidala 0,4 %**, což její meziroční tempo vrátilo do kladných hodnot (+2 %). **V prvním čtvrtletí letošního roku poklesla** vinou lednového poklesu, který byl způsobený z nemalé části teplým počasím (a tudíž poklesem produkce tepla a elektřiny), **poklesla produkce o 1,9 %**. Že se v průmyslu nic negativního neděje, ukazuje i velmi vysoké tempo růstu mezd. Poté, co ve čtvrtém čtvrtletí vzrostly **mzdy v průmyslu** meziročně o bezmála 10 %, **přidaly v lednu 12 % a v únoru 10,8 %**. Počet zaměstnanců přitom meziročně poklesl jen o procento. Ještě „horší“ (z pohledu ČNB) je pak růst mezd ve stavebnictví, kde v lednu dosáhl +15 % a v únoru +14,1 % (pokles zaměstnanosti činil 1,7 %). Vzhledem k tomu, jak citlivé je stavebnictví na úrokové sazby, by se mělo – jsou-li sazby, jak ČNB tvrdí, dostatečně vysoké – touhle dobou ve stavebnictví dramaticky propouštět, nikoliv docházet k rychlému zvyšování mezd.

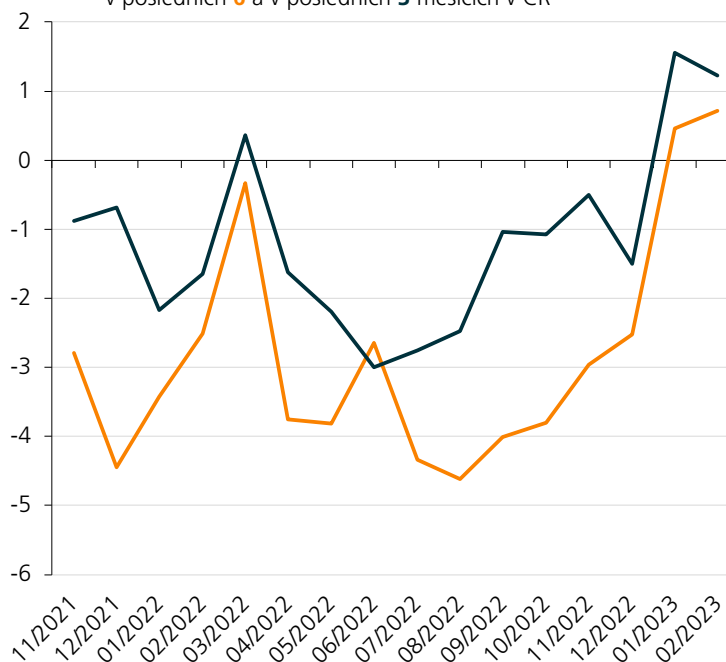
S vývojem v průmyslu nadále nekoresponduje vývoj indexu **PMI**. Ten totiž sice v 1. čtvrtletí oproti 4. čtvrtletí minulého roku narostl, ale zůstal hluboko pod 50 (v lednu na 44,6 bodu, v únoru i v březnu shodně na 44,3 bodu). **Počátkem 2. čtvrtletí se situace v průmyslu dle PMI dále zhoršila**, když se index propadl **v dubnu na 42,8 bodu**, tj. na hodnotu z prosince minulého roku (42,6 bodu). S takovými hodnotami bychom ve druhém čtvrtletí měli vidět poklesy produkce o 6–7 % r/r, což se ale ve světle růstu o 2 % v únoru nejeví moc pravděpodobné. Diametrálně odlišný obrázek toho, co se děje v průmyslu, nabízí **důvěra mezi firmami**, kterou měří Český statistický úřad. **Dle ČSÚ se totiž důvěra firem v dubnu (10 bodů) dostala na nejvyšší hodnotu od července minulého roku** a není moc daleka předválečným hodnotám z února 2022 (13,1 bodu). Tento ukazatel je tak mnohem konzistentnější s aktuálními daty o průmyslové produkci než to, co ukazuje PMI.

U důvěry domácností se situace dále výrazně zlepšila, a nyní se tak již důvěra nachází na stejné hodnotě (16,3 bodu), jako byla v únoru 2022 (16,5 bodu), a výš než v letech 2011 až 2013. To je důsledek stále silného trhu práce, klesajících cen energií a růstu nominálních mezd.

Vývoj maloobchodních tržeb tomuto vývoji odpovídá. V posledních třech měsících do února reálné maloobchodní tržby vzrostly, a to o 1,2 %. V posledních 6 měsících činil růst 0,7 %. Je tak dle nás pravděpodobné, že na propadu poptávky pozorovaném

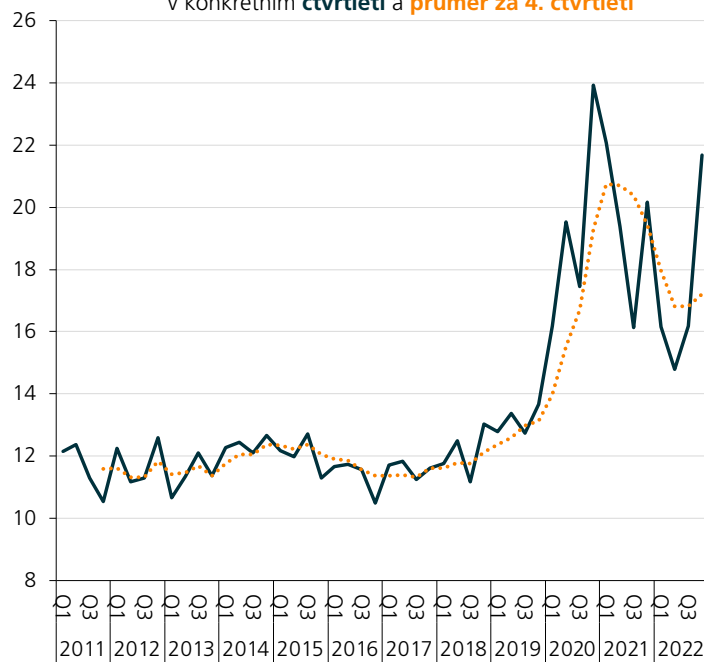
Maloobchodní tržby se od léta zlepšují, i když míra úspor dramaticky narostla.

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



Zdroj: ČSÚ, dostupné ZDE

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



Zdroj: ČSÚ, dostupné ZDE

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

ČR

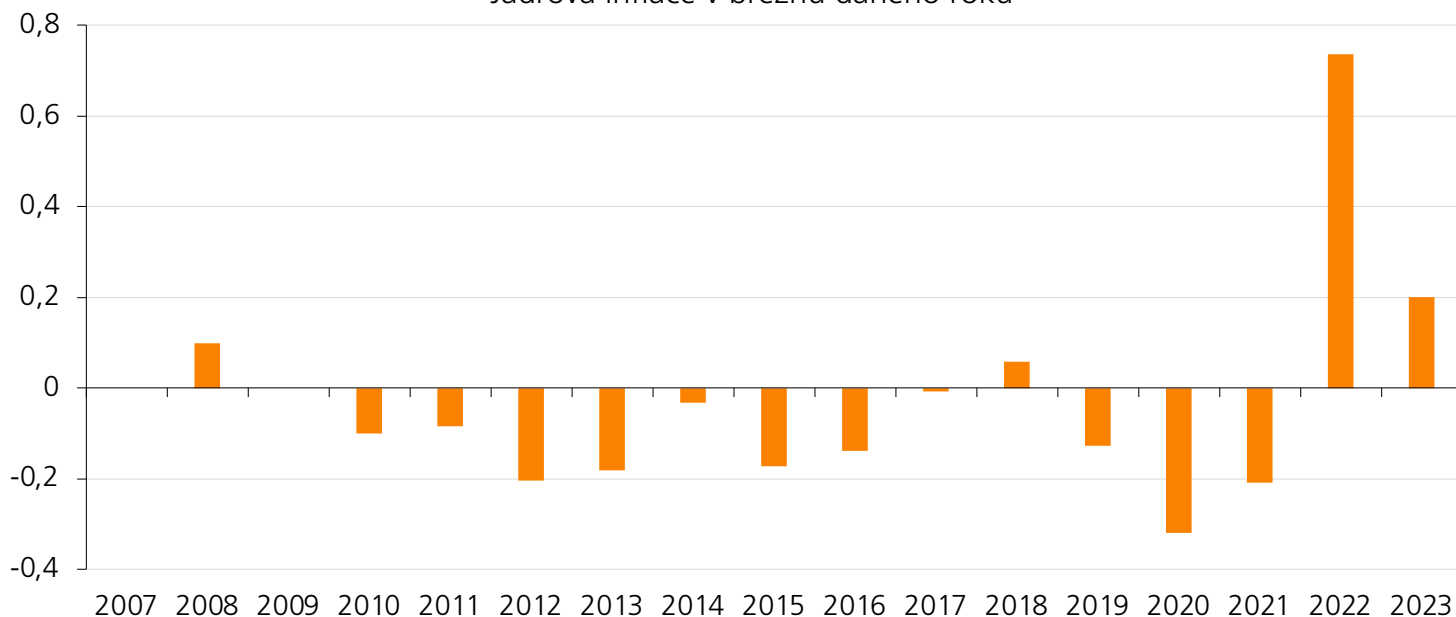
v létě 2022, který se dnes zrcadlí v meziročních číslech, se více podepsal strach po vypuknutí války než skutečná ekonomická situace. Ta se totiž fakticky moc nezhoršila – nezaměstnanost je stále velmi nízká (a nejnižší v EU), mzdy rostou, je-li možné soudit z průmyslu a stavebnictví, nyní již dvouciferným meziročním tempem. Poté, co prvotní šok z vypuknutí války odezněl, se tržby svou dynamikou vrací nahoru. To je o to překvapivější, že míra úspor dosáhla ve 4. čtvrtletí 2022 20 % (!), disponibilního příjmu což jsou hodnoty srovnatelné jenom s nejtemnějšími covidovými kvartály.

Česká spotřebitelská inflace přidala v březnu oproti únoru 0,1 %, jádrová inflace pak 0,2 % m/m. Na první pohled to tedy vypadá, že inflační hrozba ustupuje, ale je potřeba si uvědomit, že v minulosti byla meziměsíční inflace v březnu skoro vždy záporná. Ergo po sezonním očištění byla jádrová inflace v prvním čtvrtletí zhruba kolem 1,7–1,8 %, což implikuje anualizované tempo kolem 7 %.

Na zasedání ČNB 3. 5. 2023 se sazby neměnily, ale jednalo se o hlasování vpravdě jestřábí. Zaprvé, tři členové BR hlasovali pro růst sazeb, někteří dokonce pro růst sazeb vyšší než o čtvrt procentního bodu. To je ve srovnání s minulými zasedáními, kde byl pro růst jen Holub, skutečně markantní změna. Zadruhé, na tiskovce Aleš Michl vládě pohrozil dalším růstem sazeb, pokud nepředstaví kredibilní plán fiskální restrikce. Je tak dost možné, že v červnu už hlasování o zvýšení sazby dopadne 4:3, nikoli 3:4 jako v květnu.

Jádrová inflace zůstala v březnu neobvykle vysoko.

Jádrová inflace v březnu daného roku



Zdroj: ČSÚ, dostupné ZDE

POLSKO

Slabá měsíční data z reálné ekonomiky na jedné straně, pokračující silný růst cen na straně druhé.

Data o růstu ekonomiky v 1. čtvrtletí nebudou k dispozici dříve než v polovině května. V dubnu zveřejněná data byla velmi slabá.

Průmyslová produkce ve srovnání s předchozím měsícem poklesla v březnu o 1 %. Vzhledem k vývoji v lednu (pokles o 1,3 % m/m) a v únoru (růst o 0,9 %) tak v prvním čtvrtletí zcela určitě průmysl růstu HDP nepomáhal, právě naopak. Meziročně byla produkce v březnu o 2,5 % nižší, za celé první čtvrtletí pak byla meziročně nižší o 0,6 %.

Index **PMI** tomuto vývoji v lednu a v únoru po dlouhé době konečně víceméně odpovídal (v lednu 2023 se index totiž zlepšil na 47,5 bodu, v únoru na 48,5 bodu). V březnu (48,3 bodu) pak index **PMI** fakticky stagnoval na hodnotě z předchozího měsíce, **v dubnu podobně jako v ČR poklesl (na 46,6 bodu)**. To, zda máme očekávat zhoršení dynamiky produkce ve 2Q23, je jednak předčasné predikovat (jedná se zatím jen o dubnovou hodnotu) a navíc často vývoj indexu PMI s aktuálním vývojem produkce příliš nekoresponduje. Oproti předcházejícímu měsíci se v rámci PMI zhoršily, stejně jako tomu bylo v ČR, zejména nové objednávky. Dobrou zprávou bylo, že subindex vstupních i výstupních cen stejně jako v předcházejícím měsíci zpomalil: u obou kategorií došlo poprvé za dlouhou dobu k poklesu (nikoliv jenom ke zpomalení tempa růstu, jako tomu bylo v minulosti).

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

POLSKO

Reálné maloobchodní tržby po výrazném růstu v lednu (meziměsíčně o 2,3 %) v únoru **poklesly** o ještě silnějších 4,1 % m/m a **v březnu o dalších 1,3 %**. Za první 3 měsíce letošního roku jsou tak ve srovnání se stejným obdobím roku 2022 nižší o 3,5 %; dynamika v prvním čtvrtletí, kdy tržby klesly o více než 3 % oproti konci roku 2022, naznačuje, že se mediálně sledované meziroční tempo poklesu bude v dalších měsících prohlubovat. **Míra nezaměstnanosti** je stále velmi nízká, v lednu, únoru i v březnu se pohybovala jen lehce nad 5 % (okolo 5,3 %). Není divu tedy určitě, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd dosáhl v březnu 12,6 %**.

Ve světle shora uvedeného asi také nepřekvapí, že **inlace stále nemizí**. V březnu přidala celková inflace meziměsíčně 1,1 % a **v dubnu dle předběžných dat 0,7 %**, což znamená, že od počátku roku už je celková cenová hladina vyšší oproti konci minulého roku o 5,5 %. To ostatně nejspíš částečně vysvětluje pokles tržeb. Meziroční tempo růstu cenové hladiny bylo v dubnu 14,7 %. Dle kompletních březnových dat je růst cen nadále široce zakořeněný: v březnu totiž přidaly ceny zboží 1,2 % m/m a ceny služeb 0,8 %. **Jádrová inflace dosáhla v březnu** (za duben ještě data nemáme) **16 % r/r**.

Centrální banka na svém zasedání 5. dubna ponechala klíčovou referenční sazbu beze změny na 6,75 %. Bankovní rada je nadále toho názoru, že utážení sazeb je dostatečné a globální hospodářské zpomalení a pokles cen komodit nakonec stlačí polskou inflaci k cíli.

MAĎARSKO

Slabá měsíční data z reálné ekonomiky zatím nenacházejí odezvu v pomalejším růstu cenové hladiny.

Ani v Maďarsku nebyla prozatím zveřejněna data o růstu HDP v 1. čtvrtletí letošního roku. Měsíční data zveřejněná během dubna byla podobně jako v Polsku slabá.

Maloobchodní tržby „konečně“ začaly reflektovat realitu velmi vysoké inflace. V prosinci totiž reálné tržby poklesly o 2,8 % m/m, a jelikož ani v lednu či v únoru se jim dobře nevedlo (−0,8 %, resp. −2 % m/m), je nanejvýš pravděpodobné, že v datech o růstu maďarské ekonomiky v 1. čtvrtletí bude poptávka domácností negativním přispěvatelem k růstu.

Meziroční **tempo růstu nominálních mezd** v únoru 2023 dramaticky zpomalilo, když z lednového tempa 16,3 % pokleslo na 0,8 %. To však samozřejmě nebylo způsobeno žádnou katastrofou na trhu práce, nýbrž statistickým efektem: v minulém roce v únoru byla totiž vyplacena „služební“ prémie členům ozbrojených složek ve výši 6 platů, což dramaticky zvýšilo základnu pro letošní meziroční srovnání. Bez tohoto efektu by průměrná nominální mzda vzrostla v únoru o 15,6 % r/r. **Míra nezaměstnanosti** pomalu roste, byť je nadále z historického hlediska nízká – ze dna dosaženého ve druhém čtvrtletí 2022 (3,2 %) se **v prvním čtvrtletí 2023 dostala na úroveň 4,1 %**.

Maďarská průmyslová produkce zkraje letošního roku výrazně propadla, když v lednu odepsala (po silném růstu o 3,6 % v prosinci) 5,1 % a **v únoru přidala pouhé 0,3 %**. Meziroční pokles tak dosáhl 4,5 %. Lednový pokles byl způsoben výrazným propadem produkce v energetickém sektoru, což bylo dáno teplotou v lednu 2023 o více než 3 stupně vyšší než kupř. v lednu 2022. Zpracovatelský sektor se v únoru propadl do negativních čísel, když tempo jeho růstu dosáhlo −4 % r/r. Jakkoliv to není žádný prediktor příštího vývoje, pro úplnost uvádíme, že **index PMI v Maďarsku** v ostrém protikladu s tím, jak se vyvíjel tento index u nás nebo v Polsku, **vzrostl v dubnu na bezmála 62 bodů**.

Celková inflace se meziměsíčními tempy růstu, která v každém měsíci minulého roku dosáhla nejméně 1 % m/m (nejvíce 4,1 % m/m v září, což bylo nejrychlejší tempo od roku 1993), vyšplhala koncem minulého roku meziročně na 24,5 %. **I počátkem roku 2023 pokračoval růst cen:** v lednu totiž inflace **meziměsíčně** přidala 2,3 %, v únoru pak růst dosáhl 0,8 % a **v březnu stejných 0,8 %**. Jádrová inflace však v březnu přidala 1,5 %, když růst služeb dosáhl +1,9 % (rekreace +3,2 %, předplatné TV +6,5 % atd.). To ukazuje na pokračující hluboce zakořeněné poptávkové tlaky. **Meziroční celková inflace dosáhla 25,2 %** a poptávková inflace (bez nepřímých daní a bez paliv a potravin) pak 19,8 %.

Maďarská centrální banka (NBH) ale už dále nezvyšuje sazby. Na svém zasedání koncem dubna snížila O/N záůjční sazbu o 450 b. b. na 20,5 %, ostatní sazby (13% základní sazba a 18% jednodenní depozitní sazba) zůstaly bez změny. Ohledně dalšího vývoje jsme se moc z dubnového zasedání nedozvěděli, vyslechli jsme si pouze opakování toho, co jsme už slyšeli: že klíčová základní sazba zůstane vysoko po delší dobu a inflace musí definitivně výrazně zamířit dolů, aby se tato sazba snížila.

ROPA

Až do března se na ropě nic nedělo, jak v lednu, tak v únoru její cena jen oscillovala mezi 72 a 78 dolarů za barel. V březnu se po kolapsu americké banky SVB ropa na chvíli propadla až na 65 dolarů za barel, z kterýchžto úrovní ji pak koncem měsíce zpátky nad 80 dolarů za barel dostalo oznámení Saudské Arábie a dalších zemí o omezení těžby (počínaje květnem) až o 1,15 mil. barelů denně. Kolaps další americké banky (First Republic) pak koncem dubna a počátkem května poslal cenu opět zpátky pod 70 dolarů za barel.

AKCIOVÉ TRHY

Globální akciové trhy si po bouřlivém březnu prošly menší konsolidací a duben zakončily s mírnými zisky. Problémy amerického bankovního systému stále rezonovaly, přičemž se začalo diskutovat o stropu dluhu USA. Otázka záchrany americké problémové First Republic byla po celý měsíc ve vzduchu. Příchozí výsledky hospodaření společností za 1. čtvrtletí letošního roku vyzněly oproti odhadům analytiků v průměru lépe. Dobré výsledky předvedl Microsoft, Amazon nebo výrobce zbraní Lockheed Martin. Akcie Tesly ztrácely na základě horších ziskových ukazatelů v reakci na zvyšující se globální konkurenci. Vyšší zhodnocení si připsaly především větší, „méně rizikové“, společnosti. Stále pak zaostávají společnosti s menší kapitalizací. Nadále jsou bedlivě sledovány komentáře centrálních bankéřů, kdy alespoň v USA trh očekává blížící se vrchol zvyšování úrokových sazeb. Americký akciový index S&P 500 si v dubnu připsal meziměsíční zhodnocení 1,5 %, evropský index DJ STOXX 600 1,9 % a japonský index Nikkei225 2,9 %.

Akcím obchodovaným na středoevropských burzách se v měsíci dubnu dařilo. Hlavním pozitivním kontributorem byl polský trh (index WIG30 +9,0 %), který pro přední globální investory představuje likvidní proxy na náš středoevropský region. Částečně na základě dobrých kvartálních výsledků předvedly dvouciferný růst cen akcií společnosti ze spotřebitelského a bankovního sektoru. Akcie bank korigovaly předešlé výprodeje z důvodu březnové globální nervozity, přičemž kapitálová vybavenost místních bank je velice silná a obdobné problémy jako v případě středně velikých bank v USA jsou extrémně nepravděpodobné. Investoři tak slyšeli na místní levné ocenění a táhli všechny regionální indexy nahoru. V případě maďarského indexu BUX (+5,9 %) pozitivně přispěly všechny čtyři hlavní akciové společnosti a to farmaceutický Richter Gedeon (+11,5 %), energetický MOL (+6,9 %), Magyar Telekom (+6,4 %) a také OTP Bank (+3,2 %). Na pražské burze si nejvyšší zisky připsaly akcie ČEZ (+9,1 %), u nichž investoři spekulují na možnost vykoupení státem, následovaly je akcie bank.

Akcie na rozvíjejících se trzích celkově zaostávaly, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal 1,3 %. Asijské trhy neměly jednoznačný směr. Nejvíce ztrácely akcie v Číně a Taiwanu (index CSI300 -0,5%, Hong-Kong -2,5 %, Taiwan -3,4 %), a to v důsledku zvyšujícího se ve vztazích se západními zeměmi, americká administrativa navíc uvažuje o omezení pro přímé investice. Nepomohla ani lepší data, ukazující na zlepšující se kondici čínské ekonomiky. Naopak rostly akcie v Indii, které těžily z klesající inflace a solidních ekonomických dat. Druhý měsíc po sobě poklesly turecké akcie, v důsledku nárůstu politické nejistoty před květnovými prezidentskými volbami. Poklidný měsíc zaznamenaly akcie v Latinské Americe, brazilské i mexické akcie připsávaly přes 2 %.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Na obou březích Atlantiku byl vývoj na trzích vládních dluhopisů během dubna podobný – výnosy se mezi koncem března a koncem dubna agregátně moc nezměnily. Do poloviny dubna sice zejména v eurozóně vyrostly (o cca 15 až 20 b. b.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

oproti konci března), ale posléze se stupňujícími se problémy u dalších regionálních bank v USA poklesly na v podstatě úplně stejné hodnoty, jako jsme viděli počátkem dubna (dvouletý výnos na 2,7 %, desetiletý na 2,3 %). V USA se dvouletý výnos koncem dubna nacházel lehce nad 4,1 %, desetiletý lehce nad 3,5 %, což byly rovněž v podstatě stejné hodnoty jako počátkem daného měsíce.

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Na trhu korporátních dluhopisů byl v dubnu 2023 klid. Tzv. total return index (TRI) koncem dubna v případě korporátních dluhopisů spekulativního i investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci března narostl, byť jen mírně (+0,3 %). V případě dolarových instrumentů byly pohyby větší, ale stále malé (cca +0,8 %). Kreditní prémie po výrazném poklesu ve 4Q22 (dohromady o skoro 70 % u spekulativních a o 40 % u investičních) a poté, co v 1Q23 znovu překvapivě poklesly (8 %, resp. 7 %) během dubna (rovněž překvapivě) stagnovaly.

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka v dubnu 2023 nejdřív narostla, posléze se vrátila na hodnoty z konce března. V polovině minulého měsíce tak vlivem růstu výnosů v eurozóně vyrostly české vládní výnosy o přibližně 20 b. b. na 5,7 % (u dvouletých), resp. 4,9 % (u desetiletých). Koncem měsíce se však výnosy vrátily zhruba 5 b. b. pod hodnoty z konce března, tj. dvouleté výnosy klesly o zhruba 25 b. b. na 5,5 %, desetileté o 33 b. b. na 4,7 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polská výnosová křivka během dubna také kopírovala vývoj v eurozóně. V první polovině měsíce narostly dvouleté výnosy na 6,1 % (+10 b. b.) a desetileté výnosy na 6,2 % (+10 b. b.), aby pak do konce dubna jak u dvouletých, tak u desetiletých splatností poklesly svorně zpátky pod 5,9 %.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Stále silněji se potvrzuje, že ukrajinská ekonomika se na současnou situaci dokázala až neuvěřitelně adaptovat. Ukazatele aktivity v průmyslu jsou na úrovních před vypuknutím konfliktu, propad ekonomiky byl o něco menší, než se očekávalo (celkově je zhruba na úrovni roku 2020), a ani inflace dále neakceleruje. Začátkem dubna došlo ke schválení programu ze strany IMF v objemu cca 16 mld. USD a s okamžitým uvolněním 2 mld. USD. Objem zahraniční pomoci jen pro letošní rok je aktuálně na úrovni 40 mld. USD (cca 0,25 % předválečného HDP Ukrajiny loni to bylo 32 mld. Devizové rezervy ukrajinské centrální banky jsou tak nejvýše od roku 2011 a jen 2,4 mld. USD poD historicky nejvyšší hodnotou) a v nejbližších týdnech velmi pravděpodobně dojde k zahájení protiofenzivy ukrajinské armády.

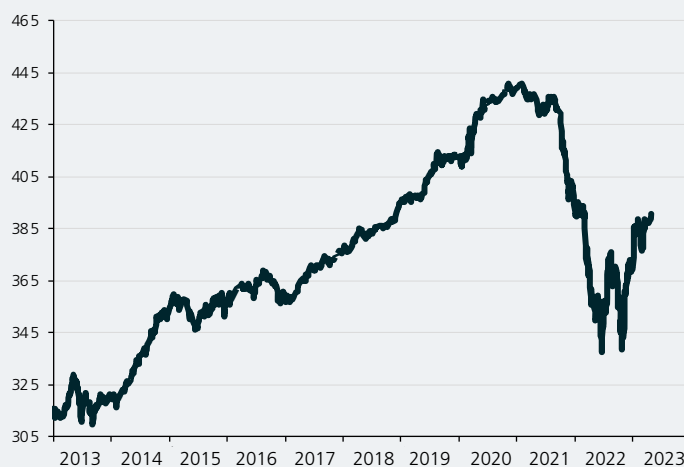
V průběhu dubna také došlo k uvolnění měnových restrikcí a možnosti repatriovat v budoucnu splatné kupony a dluhopisy v hrivnách (předchozích výplat se to netýká a jsou stále blokovány). Setrvalo také rostla aktivita domácích bank na sekundárním trhu státních dluhopisů v UAH (která byla předtím spíše nízká a ceny kopírovaly úroveň ukrajinských státních dluhopisů v USD na úrovni 20–40 %), přičemž se nám podařilo prodat pozice v lokálních dluhopisech mírně nad úrovní 70 % nominální hodnoty.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

DLUHOPISOVÉ TRHY

MĚNY

Dolar proti euru v dubnu oslabil na 1,10. Důvodem trvající slabosti dolaru je jestřábí ECB (která bude zvyšovat sazby i dále, zatímco FED si nejspíš po květnovém zvýšení dá pauzu) a problémy bankovního sektoru, které jsou momentálně výraznější v USA.

Středoevropským měnám se v dubnu vedlo smíšeně. Nejvíce se dařilo polskému zlotému, který posílil ze 4,70 na dohled 4,55 PLN/EUR navzdory růstu nervozity kvůli napjaté situaci v regionálním bankovním sektoru v USA. **Maďarský forint** osciloval celý duben v úzkém pásmu ± 5 HUF kolem hranice 375 HUF/EUR. Relativně nejslabší byla v dubnu **česká koruna**, která ve druhé polovině měsíce oslabila na 23,60 CZK/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Stále dle nás trvá přebytek faktorů ukazujících na stabilitu nebo růst českých dluhopisových výnosů.

Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády. Po masivním deficitu v roce 2022 nezačala Česká republika rok 2023 rozpočtově vůbec dobře. Dle dat zveřejněných počátkem března Ministerstvem financí dosáhl deficit státního rozpočtu za první 4 měsíce těžko uvěřitelných 200 mld. korun. Vláda se sice chystá přijít v květnu s úsporným balíčkem, ale chaotický způsob dosavadních jednání a kusé informace, které zatím máme, nedávají moc jistoty, že se dočkáme balíčku s výrazně protiinflačními a fiskálně restriktivními rysy.

Zadruhé, Česká republika má stále velmi vysokou inflaci, která ve své klíčové jádrové složce zůstává velmi vysoko. I když se Bankovní rada prozatím rozhoduje pro stabilitu sazeb, jisté signály, že sazby můžou nakonec stoupnout, vidíme. Dle nás je nyní růst v letošním roce pravděpodobnější než stabilita sazeb.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v zahraničí, a i když si FED nyní dá pauzu, ECB bude nadále pokračovat v utahování měnové politiky. To by mělo být pro regionální měny negativní; ze slabosti jejich měn totiž pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby. Prozatím se tento faktor na kurzu české koruny paradoxně vůbec neprojevil, ale s tím, jak se sazby (zejména) ECB zdola více přiblíží ČNB, se tak může lehce stát.

Začtvrté, ČR má nyní deficit běžného účtu platební bilance, a to ve výši necelých 400 mld. korun v posledních 12 měsících. To je taky negativní pro korunu.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nemusí. Proto se nadále domníváme, že české dluhopisy budou i v letošním roce mít tendenci výnosově spíše růst.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I polské dluhopisy mají potenciál k dalšímu růstu výnosů. Inflace je velmi vysoko, růst mezd je zcela odpoutaný od růstu produktivity práce, zlotý zůstává i navzdory dubnovému posílení relativně slabý. Centrální banka tak dost možná bude dotlačena k dalšímu zvýšení sazeb.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Na celém území Ukrajiny nadále pokračují raketové útoky na strategickou, ale i na civilní infrastrukturu. Finanční pomoc a celková podpora západu prozatím neustává. Za rok 2022 se částka pohybovala okolo 30 mld. USD. Pro letošní rok je v současné chvíli naplánováno již cca 42 mld. USD zahraniční pomoci a byl předschválen nový program Mezinárodního měnového fondu. Jakákoliv obnova bude ale otázkou mnoha let či spíše desetiletí a konflikt v současné podobě se stále více dostává do zákopového stavu bez výraznějších změn. Možnou změnu může přinést očekávaná protiofenzíva ukrajinské armády. Pozitivem je přístup americké administrativy (v kontrastu s německým postojem), která je v čele států dodávajících Ukrajině modernější techniku. Právě to, spolu s finanční pomocí, může současnou podobu konfliktu výrazně proměnit.

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** se nedomníváme, že by ze stávajících hodnot kolem 1,10 mělo letos dojít k dalšímu výraznějšímu posilování anebo oslabování eura – v kurzu je zanesen realistický vývoj nastavení měnové politiky. Nečekáme do budoucna velké relativní změny v tržních očekáváních toho, jak se bude vyvíjet nastavení měnové politiky FEDu a ECB, a tudíž nečekáme výraznější tlak na kurz na jednu nebo druhou stranu.

Fundamentálně je česká koruna zralá na oslabení – výrazně negativnější reálné úrokové sazby než v USA nebo v eurozóně, perzistentní inflace, k dalšímu růstu sazeb stále neochotná ČNB, velký deficit běžného účtu platební bilance i obrovské deficity veřejných financí. Nebýt ČNB, koruna by dnes zcela jistě byla nad 25 korunami za euro. Čekáme také postupně se dále smršťující úrokový diferenciál mezi ČNB a FEDem či ECB, což dle nás povede ke tlaku na korunu. Koruna tak v **letošním** roce oslabí ke 24,50 za euro.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

Polský zlotý je makroekonomicky v podobné situaci jako koruna, jen s o něco menším deficitem běžného účtu platební bilance a, hlavně, s výjimkou centrální banky odhodlané a schopné bránit svou měnu. Očekáváme tak přetrvávající tlak i na polském zlotém a jeho oscilaci mezi 4,75 a 5 PLN/EUR v dohledné době.

Maďarský forint je pod tlakem dvojího deficitu (běžného účtu i veřejných financí), extrémně vysoké inflace a také špatné politické situace. Extrémní utažení politiky v říjnu minulého roku a opakovaně deklarované odhodlání maďarské centrální banky udržovat přísnou měnovou politiku forint úspěšně stabilizovalo v pásmu 370–390 forintů za euro, ale na výraznější trendové posílení to nevypadá a dle nás k němu letos nedojde.

AKCIOVÝ TRH

Výkonnost akciových trhů v následujících měsících bude výrazně volatilní. Probíhající problémy amerických středně velkých bank připomněly, že současný systém (ekonomický a geopolitický) skýtá mnoho rizik, jež dokáží rychle vyplout na povrch. Rizik je nadále spousta. Ať už jsou spojená s inflací, zhoršující se kupní silou, slabší ekonomickou situací některých podniků, zprerhaných dodavatelsko-odběratelských řetězců, vysokých úrokových sazeb, růstem nákladů, geopolitikou, atd. Postupem času se však ekonomické subjekty adaptují na vyšší úrokové sazby a mnoho zmíněných rizik se bude pozvolna snižovat.

Akciové i dluhopisové trhy si již prošly katarzí s částečným přenastavením na vyšší úrokové sazby a s výhledem na určitou korekci dříve vysokých ziskových marží korporací. Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přírážku. Proto máme na jednotlivé akciové trhy různá výkonnostní očekávání.

Evropské akcie jsou, oproti americkým akciím, hodnotově levnější; kdy Evropa může za určitých podmínek těžit ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů, přičemž bude zároveň docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem. CEE region si již prošel prvotním šokem z růstu úrokových sazeb, ze kterého budou těžit kapitálově silné banky. Americké akcie také prošly korekcí, avšak vyšší úrokové sazby budou nadále negativně dopadat na zadlužené a dražší růstové společnosti. Z tohoto důvodu věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a nerozvíjejících se trzích. Asie, tažená čínskou ekonomikou, zažije po současných covidových lock-downech ekonomické oživení. Čínský spotřebitel nebyl tak silně kompenzován jako domácnosti v Evropě nebo USA. Oživení proto nebude rychlé a přijde až v průběhu druhého čtvrtletí letošního roku. Avšak potenciál ekonomického růstu v Číně je i tak vyšší než ve vyspělých ekonomikách. Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož budou lépe využívat aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní strategie. Éra nulových úroků a levných peněz je za námi. Tomu se musí přizpůsobit i investiční strategie.

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