Leden 2024

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

CONSEQ
JIŽ OD 1994

AKCIOVÉ INDEXY	
USA – S&P 500	1,59 %
Evropa – DJ Stoxx 600	1,39 %
Japonsko – Nikkei225	8,43 %
MSCI Emer. Mark.	–4,68 %
ČR – PX	2,75 %
Polsko – WIG30	–2,37 %
Maďarsko – BUX	5,65 %

DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays	
USA	–0,28 %
Evropa	–0,49 %
ČR	0,45 %
Polsko	0,45 %
Maďarsko	0,42 %
Turecko*	–1,00 %

* BofA Merrill Lynch index

MĚNY (pokles = posílení)	
USD/EUR	–2,00 %
CZK/USD	2,60 %
CZK/EUR	0,49 %
PLN/EUR	–0,37 %
HUF/EUR	0,06 %
TRY/EUR	0,92 %

KOMODITY	
Ropa Brent	6,06 %
Zemní plyn	–16,47 %
Sil. elektřina	–8,89 %
Zlato	–1,13 %
Stříbro	–3,81 %
Měď	0,49 %

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

Ekonomika dále stagnuje, inflace pomalu slábne. ECB zatím drží linii neměnných sazeb.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle prvního odhadu ve **4. čtvrtletí 2023** tempa **0 %**, což znamenalo, že meziročně ekonomika vzrostla jen nejmenším možným kladným tempem (+0,1 %). O moc lepší to nebylo ani na konci minulého roku: v prvním i ve druhém čtvrtletí ekonomika rostla o 0,1 % q/q, ve třetím ve stejném rozsahu poklesla. Ve čtvrtém čtvrtletí (stejně jako ve čtvrtletích předcházejících) se nejvíce dařilo Španělsku, kde po třech předchozích kvartálech solidního růstu (+0,5 %, +0,5 % a +0,4 %) přišlo nejlepší čtvrtletí minulého roku – ekonomika ve 4Q23 přidala 0,6 % q/q a meziročně tedy 2 %. Pro nás důležitá německá ekonomika však ve čtvrtém čtvrtletí bohužel poklesla nejrychleji (–0,3 % q/q) od 4. čtvrtletí 2022 a meziročně byla tedy jen o 0,1 % větší. Francouzská ekonomika v posledním čtvrtletí minulého roku (stejně jako v prvních dvou čtvrtletích téhož roku) stagnovala. U francouzské ekonomiky máme jako u jediné velké ekonomiky k dispozici i předběžná strukturální data. Spotřeba domácností poklesla o 0,1 % q/q, hrubé fixní investice o 0,7 % q/q. Pozitivním přispěvatelem k růstu tak byly (a i to jenom díky poklesu importu o více než 3 %) čistý export a vláda (+0,3 % q/q).

Tvrdá data zveřejněná během ledna (a během předchozích měsíců) však tento nemastný neslaný růst dávala tušit.

Maloobchodní tržby poté, co v prvním i ve druhém čtvrtletí 2023 přidaly 0,4 % q/q, klesly ve třetím o 0,9 % q/q. **Čtvrté čtvrtletí začaly mírným růstem o 0,4 % m/m, který však byl z podstatné části vymazán listopadovým poklesem o 0,3 %.** Meziroční tempo poklesu v listopadu činilo 1,1 %. Z největší části se z velkých ekonomik na meziročním poklesu podílí Německo a Itálie (shodně –2,4 % r/r) a Francie (–1,5 %); překvapivě dobře si vede Španělsko, jehož maloobchod vzrostl v listopadu o bezmála 7 % meziročně.

Trh práce zůstává nadále silný. Míra nezaměstnanosti zůstala v listopadu na **historicky nejnižších hodnotách (6,4 %)**. Nejnižší z velkých zemí je stále v Německu (3,1 %), nejvyšší ve Španělsku (kde je na 11,9 %). **K nelibosti ECB, vzhledem ke stavu trhu práce ovšem vcelku pochopitelně, rostou dále vcelku rychle mzdy.** Index sjednaných mezd, který sleduje ECB, přidal ve 3. čtvrtletí meziročně 4,7 %, což je nové historicky nejvyšší tempo jeho růstu. Nominální náklady práce v prvním čtvrtletí přidaly meziročně 5,2 % (ve službách 5,8 %), ve druhém pak 5 % (ve službách 5,2 %), ve třetím 5,7 % (ve službách 5,6 %). Tato tempa neodrážejí efekt základny: kvartální dynamika nominálních nákladů práce činila v posledních dvou čtvrtletích 1 % a 1,5 % pro celkovou ekonomiku a 1 % a 1,4 % pro služby.

Průmyslová produkce si po výrazném poklesu (o 1,7 %) ve třetím čtvrtletí **nevedla dobře ani v prvních dvou měsících čtvrtletí čtvrtého**: v říjnu průmysl poklesl o 0,7 % a v listopadu o 0,3 %, což znamená, že z posledních šesti měsíců tak poklesl pětkrát (výjimkou byl srpen s meziměsíčním růstem o 0,4 %). Meziroční tempo poklesu činí 7 %, u zpracovatelského průmyslu pak dokonce 7,6 %. Německý průmysl, na který jsme navázáni nejvíce, klesá o necelých 5 %.

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu pak naznačuje, že s poklesy ještě nemusí být konec. **PMI totiž i koncem roku 2023 zůstal na slabých hodnotách**: říjnová, listopadová ani prosincová hodnota (43,1/44,2/44,4) nenaznačují, že by se průmyslová dynamika měla v prosincid obrátit k lepšímu. O stabilizaci a možném zlepšení snad budeme moci mluvit v letošním roce: **lednový PMI totiž poskočil na nejvyšší hodnotu (46,6) od března 2023**. Pro závěr, že je evropský průmysl z nejhoršího venku, však bude potřeba ještě několik podobných či lepších výsledků.

U **indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny, jsme naopak **počátkem roku** zaznamenali **další zhoršení situace**. Index očekávání se totiž poklesem na lednových 83,5 bodu dostal opět na dohled srpnového lokálního dna (82,7 bodu), ale ještě horší pro 1. čtvrtletí je fakt, že se **index hodnotící stávající situaci poklesem na 87 bodů dostal nejníže od léta 2020**. **Německý průmysl tedy evidentně v dobrém stavu není.**

Co se týká PMI je v sektoru služeb situace ve srovnání s průmyslem znatelně lepší a stabilizovaná. Poté, co se v dubnu 2023 hodnotou 56,2 bodu dostal index PMI ve službách nejvýše od dubna 2022, **v dalších měsících jen klesal**, a to **až na srpnových 47,9 bodu**. V posledních **čtyřech měsících** pak kolem této hranice osciluje, **v prosinci dosáhl 48,8 bodu** a **v lednu 48,4 bodu**. To indikuje jen mírný pokles aktivity v sektoru.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

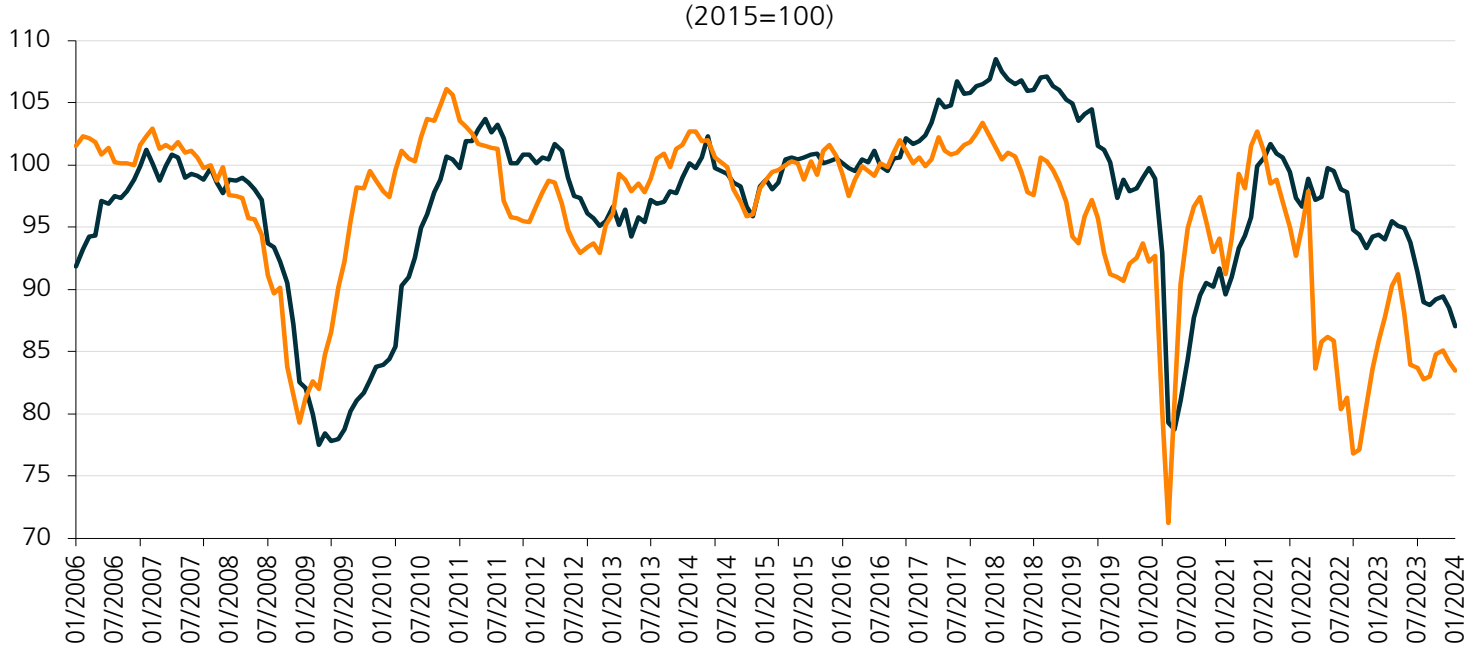
Důvěra domácností se také stabilizovala, byť zde k žádnému předchozímu dramatickému zhoršení ani nestihlo dojít. Ano, nepřetržité zlepšování od historického minima ze září 2022 (–28,6 bodu) do července 2023 (–15,3 bodu) již dále nepokračovalo, ale prosincová hodnota (–15 bodů) i lednová hodnota (–16 bodů) ukazují, že domácnosti jsou celkem v klidu. Vzhledem k výše popsanému vývoji mezd a míry nezaměstnanosti se ani není čemu divit.

Navíc dále zpomaluje inflace. Jádrová inflace v lednu dle předběžných dat poklesla o 0,9 % m/m, meziročně klesla o 0,1 p. b. na 3,3 %, což je oproti lednu 2023 (5,3 %) zpomalení, byť pro ECB nadále nedostatečné. ECB se ale nelze tolik divit – nejenom, že trh práce je stále velmi silný, ale ani lednová meziměsíční inflace neklesla o tolik jak typicky v předpandemických dobách. V lednech let 2008 až 2020 byl totiž průměrný meziměsíční pokles jádrové inflace 1,6 %.

ECB ponechala v lednu sazby opět bez změny. Na tiskovce působila guvernérka guvernérka Lagardeová oproti prosinci více holubičím dojmem. Řekla mimo jiné, že *„desinflační proces funguje"*, prosincová inflace byla slabší, než čekala, a cenové tlaky budou v letošním roce dále odeznívat. Dodala také, že vysoký růst mezd ve světle nízkého růstu produktivity je problémem (a to ještě neviděla českou ekonomiku, kde je růst mezd ještě vyšší a růst produktivity nulový…), ale že *„mírné zpomalení růstu mezd"*, které jsme zaznamenali, je *„ze směrového hlediska dobré"*. Trh si tyto komentáře vyložil tak, že pokles sazeb přijde v prvním pololetí, i když Lagardeová řekla, že je předčasné o něčem takovém diskutovat.

Situace v německém průmyslu stále není dobrá.

IFO Index v Německu, **očekávání** a **hodnocení** stávající situace
(2015=100)



***Zdroj**: Německý statistický úřad (dostupné ZDE)*

USA

Americká ekonomika dále solidně roste, trh práce zpomaluje jen kosmeticky. Centrální banka tlačí proti trhu, který vyhlíží brzké snížení sazeb.

Růst americké ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí byl dle prvního odhadu nad očekávání dobrý: jeho anualizované mezičtvrtletní tempo růstu sice bylo pomalejší než tempo ve třetím čtvrtletí (+4,9 %), ale **růst o 3,3 %** byl (právě s výjimkou zmiňovaného třetího čtvrtletí) nejrychlejší od konce roku 2021. Na růstu se podílely všechny komponenty agregátní poptávky: poptávka domácností po 2,1 p. b. ve třetím přidala k růstu ve čtvrtém čtvrtletí 1,9 p. b., hrubé investice 0,4 p. b. (3Q23: 1,7 p. b., celý rozdíl oproti 4Q23 byl ale jen zásluhou zásob), vláda 0,6 p. b. (3Q23: 1 p. b.).

Prosincová měsíční data zveřejněná během ledna 2024 solidní růst ekonomiky naznačovala.

Reálné maloobchodní tržby poté, co rostly během prvního (+0,3 % q/q), druhého (+0,6 %) i třetího čtvrtletí (+0,9 % q/q), **vzrostly nakonec díky listopadu (+0,3 % m/m) a prosinci (+0,2 % m/m) i ve čtvrtém čtvrtletí**. Meziroční tempo růstu dosáhlo +2,2 %. Jinými slovy, americký spotřebitel se ani vysokých sazeb a inflace nezalekl.

Setrvalou zásluhu na tomto vývoji maloobchodních tržeb má trh práce, který je v historickém měřítku velmi silný, i když některé náznaky ochlazování pozorovat lze.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Míra nezaměstnanosti, která v říjnu narostla na 3,9 %, **v listopadu opět klesla na 3,7 %, kde setrvala i v prosinci**. To je oproti minimu z července minulého roku (3,5 %) už jen drobné celkové zvýšení. Navíc, v prosinci překvapivě poklesla (z 62,7 % na 62,5 %) míra participace. V prosinci byly nízké 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) klesla z 7,2 % v říjnu přes 7 % v listopadu na prosincových 7,1 %. V předcházejících měsících sice zpomalila tvorba pracovních míst – v průměru za poslední čtvrtletí (115 tis. měsíčně za říjen až prosinec), ale i pololetí (134 tis. měsíčně za druhé pololetí 2023) byl tento ukazatel lehce pod úrovní standardního tempa let 2011–2019 (190 tis. měsíčně) – ale pak přišla lednová data, kdy **ekonomika vytvořila 317 tis. nových míst**. Toto silné číslo je však potřeba brát v kontextu: úpravy dat BLS za září 2022 až září 2023 snížily celkový počet vytvořených míst o 2,6 milionu (!). Dle průzkumu JOLTS poklesla **míra volných pracovních míst** z 5,7 % v září na **5,3 % v říjnu, kde i v listopadu zůstala**. To je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022), ale také stále o skoro 2 p. b. výše než dvacetiletý předpandemický průměr. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je stále nízký: v listopadu dosáhl 220 tis., v prosinci pak 210 tis. a v prvních třech lednových týdnech dokonce jen 202 tis.; všechno jsou to z historického hlediska hodnoty velmi vzdálené typickým recesním úrovním (>450 tis.).

Růst mezd je stabilizovaný. Dle dat Atlantského FEDu (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) dosáhl růst mezd v prosinci **2023 5,2 % r/r** (vs. 6,1 % v prosinci 2022), dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) se ve třech měsících do prosince dostalo čtvrtletní tempo růstu na 1,1 % (resp. pololetní na 2 %). Meziročně bylo pak tempo dle CES +4,1 %.

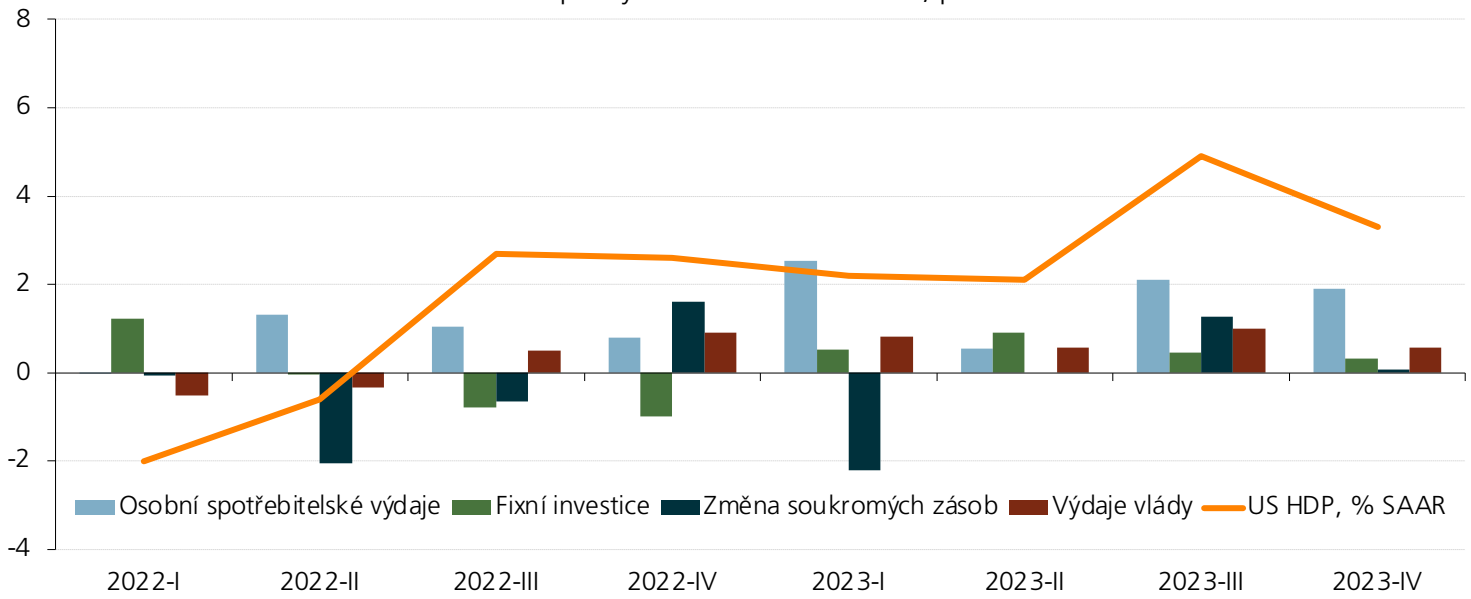
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby se po výrazném říjnovém propadu (–5,1 % m/m) v listopadu nepřekvapivě rychle zvedly, když vzrostly o 5,5 % m/m, **v prosinci pak meziměsíčně stagnovaly**. Jedná se o velmi volatilní kategorii, takže lepším (stabilnějším) ukazatelem investičního apetitu firem jsou objednávky bez letadel a zbrojní techniky: u nich mezičtvrtletní tempo ve druhém čtvrtletí dosáhlo +0,7 % q/q, ve třetím +0,4 % q/q a **ve čtvrtém** pak **zásluhou listopadu** (+1 % m/m) a **prosince** (+0,3 %) **kladných 0,2 %**. Meziročně byly v prosinci tyto objednávky vyšší o 1,9 %, celkové (tj. včetně letadel a zbraní) pak o 4,8 %. **Reálná průmyslová produkce** po silném třetím čtvrtletí, v němž přidala 1 %, **ve čtvrtém klesla o 0,8 %**. V prosinci tak byla meziročně o necelé procento vyšší než v prosinci 2022.

Jádrová PCE inflace poté, co v září urychlila na 0,3 % m/m (nejrychlejší tempo od května), **ve čtvrtém čtvrtletí zpomalila**. Po říjnu a listopadu, kdy dosáhla 0,1 % m/m v prosinci sice mírně urychlila na 0,2 %, ale i tak za poslední 3 měsíce přidala pouze 0,4 %, což je již dynamika odpovídající cíli FEDu. Horší zprávou pro americkou centrální banku však je, že po deceleraci v předcházejících měsících **pozorujeme opětovnou reakceleraci tempa růstu tržních služeb**: ve třech měsících do prosince (včetně) činilo tempo jejich růstu +1 % (vs. +0,7 % ve třech měsících do srpna). Je to důsledek zejména růstu cen služeb v sektoru pohostinství a ubytování (+1,2 %), zdravotnictví (+1,4 %) a dopravy (+2,4 %).

Americká centrální banka ponechala na posledním zasedání v lednu sazby bez změny (v pásmu 5,25–5,5 %). Z tiskovky bylo nejdůležitější sdělení, že další růst sazeb sice není pravděpodobný, ale že by se z třiadvacetiletého maxima měly sazby brzy pohnout dolů, nezaznělo. FOMC totiž řekl, že potřebuje mít *„větší jistotu"* že inflace je skutečně bezpečně a setrvale u dvou procent. A to i navzdory tomu, že v posledním pololetí (které slovy Powella bylo *„pololetím dobrých zpráv o inflaci"*) byla PCE inflace 1,9 %. Tak jako tak, Powell řekl, že březnové snížení sazeb, s nímž trh počítal, není *„základním scénářem"*.

Růst americké ekonomiky je nadále velmi silný.

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



***Zdroj**: BEA.gov (dostupné ZDE)*

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

CEE3

ČR

Ekonomika se vrátila k růstu, výhled však na urychlení tempa neukazuje.

Dle prvního odhadu růstu za 4Q23 ekonomika vzrostla v posledním čtvrtletí minulého roku o 0,2 % q/q. Tento výsledek byl dle ČSÚ důsledkem *„zahraniční poptávky a po dlouhé době také růstu výdajů na konečnou spotřebu domácností"*. Za celý minulý rok však výkon ekonomiky poklesl o 0,4 %, čímž zůstala jako jediná v EU pod úrovní roku 2019.

Měsíční data zveřejněná během ledna byla smíšená.

Průmyslová produkce poté, co začala čtvrté čtvrtletí výborně, když v říjnu přidala 2,8 % m/m (a tedy 1,9 % r/r), **v nastoupeném trendu v listopadu nepokračovala**. V listopadu totiž **meziměsíčně klesla o 1,4 %**, meziročně tak byla nižší o 2,7 %. Nadále sice v meziměsíčním srovnání rostla produkce aut, i když jen mírně, to ale nestačilo na kompenzaci poklesu zejména u produkce strojů. Meziročně je největším negativním přispěvatelem k růstu výroba strojů a nekovových minerálních produktů (příspěvek –1,1 p. b., resp. –0,7 p. b. k meziročnímu růstu), největším pozitivním přispěvatelem pak výroba elektrických zařízení a aut (v obou případech shodný přispěvek k r/r růstu +0,5 p. b.).

Zlepšení pro leden čekat nelze: index **PMI** totiž po slibném listopadu byl **v prosinci** opět **slabý** (41,8 bodu), a tedy na úrovni září (41,7 bodu) nebo července (41,4 bodu) minulého roku. Důvodem poklesu indexu oproti listopadu byla zejména slabost nových exportních objednávek (výrazně se propadly hlavně německé objednávky). **Lednový index se sice mírně zlepšil (na 43 bodů)**, ale i tak zůstává hluboko v pásmu kontrakce.

Index důvěry měřený ČSÚ je **bez** výraznějšího **trendu**. Poté, co jsme od května 2022 pozorovali zhoršování (ze zhruba +20 bodů v květnu 2022 na nulu v září 2023), se v posledních měsících situace stabilizovala. V říjnu se ldem zlepšil na +4,2 bodu, v listopadu na +5 bodů a v prosinci dokonce na +6,8 bodu, což bylo nejvíce od května 2023. **V lednu ale index opět poklesl na 3,8 bodu**, což byla v podstatě stejná hodnota jako počátkem 4. čtvrtletí.

Spotřebitelská důvěra, která od dubna 2023 (kdy se dostala na předinvazní hodnotu z února 2022), oscilovala kolem hranice –20 bodů, se **v prosinci výrazně propadla**, když klesla na –23,5 bodu. Ve světle zpomalující inflace, neexistující nezaměstnanosti a solidního růstu mezd to bylo zvláštní. **Leden** tak **dle očekávání přinesl opět zlepšení** (na –18,3 bodu), což také znamenalo, že důvěra se od dubna 2023 pohybuje bez zřetelného směru v úzkém pásmu od –16 do –23 bodů.

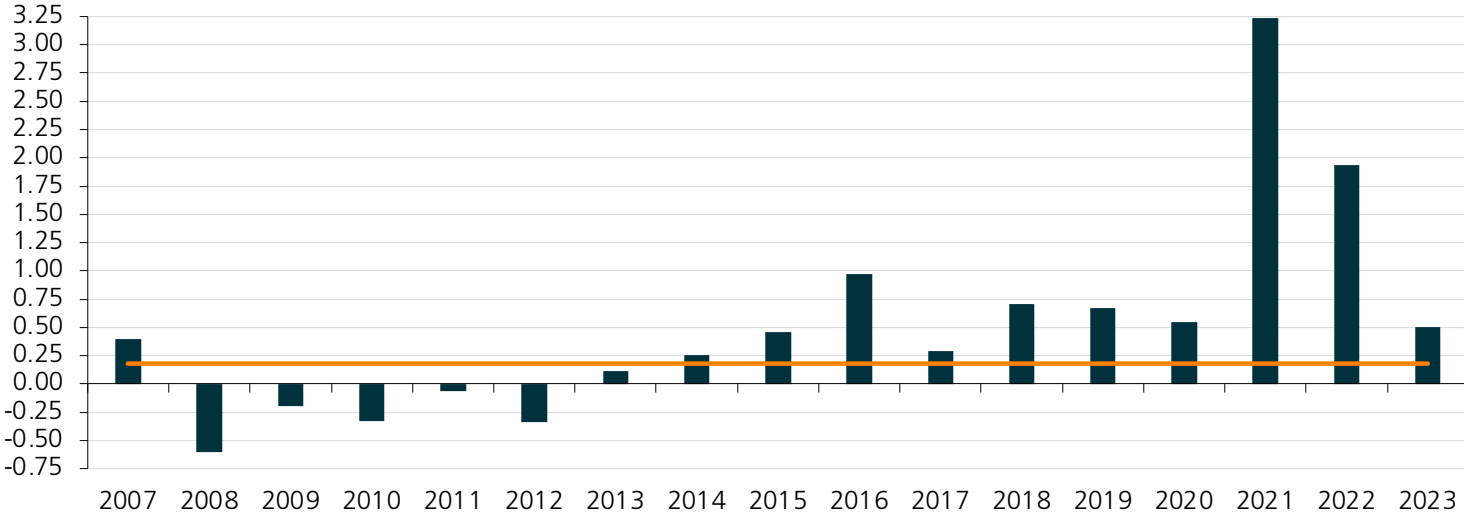
Maloobchodní tržby si po dvou měsících poklesu (v srpnu o 0,1 % m/m a v září dokonce o 0,8 %) **ve 4. čtvrtletí vedly dobře:** v říjnu přidaly 0,3 % m/m, **v listopadu pak rovné procento**, což bylo nejvíce od ledna 2023. Dobře si přitom vedly všechny kategorie. I navzdory tomu však nelze tvrdit nic jiného, než že nadále pokračuje v podstatě bezesměrný vývoj jako celý rok 2023: v posledních třech měsících do listopadu včetně tržby poklesly o 0,4 %, v posledním pololetí pak poklesly o 1 %. Meziročně jsou tržby o 1,3 % vyšší (u aut ale kupříkladu až o 4,6 % vyšší).

Česká spotřebitelská inflace ve své jádrové složce dosáhla za poslední tři měsíce (do prosince 2023) 0,5 %. To už je kvartální tempo nejenom výrazně nižší než ve stejných třech měsících roku 2021 (2,5 %) nebo 2022 (2,4 %), ale také shodné s tempem těchto tří měsíců v letech 2016–2020, kdy ekonomika plnila inflační cíl. Pokud tento vývoj nenaruší výraznější lednové přecenění, mohl by být inflační cíl (inflace na horní hranici tolerančního pásma) v letošním roce dosažen.

Což povede k dalšímu snížení sazeb, a to už na únorovém zasedání. Během ledna se vyjádřili někteří členové BR ČNB (Frait, Holub), že v únoru si umí představit i výraznější (ergo půlprocentní) snížení sazeb.

Jádrová inflace je již na inflačním cíli.

Kumulativní jádrová inflace za říjen a listopad v ČR a **průměr této inflace za stejné tři měsíce v letech 2007-2019** (%)



Zdroj: databáze ARAD ČNB.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

POLSKO

Jádrová inflace v posledních měsících mírně zrychlila, polská centrální banka přestala snižovat sazby.

Polská ekonomika vzrostla v roce 2023 jen o slabé 0,2 %. Na tomto anemickém růstu se podílela v podstatě jen hrubá tvorba fixního kapitálu (růst o 8 % r/r byl zásluhou dočerpávání peněz z EU); spotřeba domácností klesla o 1 %.

Průmyslová produkce poté, co ve třetím čtvrtletí přidala díky silnému růstu v srpnu (+1 % m/m) a v září (+0,7 %) celkem 0,8 %, **ve 4. čtvrtletí zásluhou silného růstu v prosinci (+2,9 % m/m) vzrostla o 2 %.** Meziročně však bylo tempo růstu v prosinci nadále záporné (–0,5 %), a to vinou meziročního poklesu produkce ve všech kategoriích s výjimkou kapitálového zboží (+3,7 %) a energie (+2,2 %).

Index **PMI** tomuto meziročnímu vývoji kvalitativně (byť ne nutně kvantitativně) odpovídal – poté, co ve třetím čtvrtletí dosáhla jeho průměrná hodnota 43,5 bodu, se ve čtvrtém čtvrtletí situace zlepšila: říjnová hodnota 44,5 bodu byla ještě pouze malým zlepšením, ale **v listopadu** (**48,7 bodu**) a v **prosinci** (**47,4 bodu**) jsme se dočkali zlepšení znatelnějšího. **Podobné hodnoty** (**47,1 bodu**) **dosáhl index i v lednu**, tížen primárně nedostatečnými novými objednávkami.

Reálné maloobchodní tržby si po silných minulých měsících (velmi silné třetí čtvrtletí, v němž přidaly skoro + 5 % q/q, silný říjen s růstem 2,1 % m/m) vybraly ve zbytku závěrečného čtvrtletí minulého roku oddechový čas, když **v listopadu meziměsíčně poklesly o 0,8 % a v prosinci dokonce o 2,9 % m/m**. To znamenalo, že koncem roku byly o 2,3 % nižší, než byly před rokem, a o 2,7 % nižší za celý rok 2023 ve srovnání s rokem předcházejícím.

Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká, koncem roku 2023 se po sezonním očištění nacházela na historickém minimu 5,1 %. Nepřekvapí pak tedy určitě, že dále rostou mzdy – **růst nominálních mezd** dosáhl **v listopadu 11,8 % r/r a v prosinci 9,6 % r/r**.

Dynamika jádrové inflace ve 4. čtvrtletí mírně urychlila. V říjnu jádrová inflace dosáhla 0,6 % m/m (nejvíce od dubna), v **listopadu stagnovala a v prosinci dosáhla 0,3 % m/m**, což bylo ve srovnání se třetím čtvrtletím, v němž jádrová cenová hladina vzrostla o 0,4 %, tempo znatelně rychlejší (kvartálně +0,9 %). Meziročně zpomalila jádrová inflace na 6,9 %, celková inflace pak na 6,2 %.

Centrální banka poté, co v září překvapila trhy nečekaně velkým snížením sazeb o 0,75 p. b. a pokračovala ve snižování sazeb i v říjnu, **ponechala v listopadu, v prosinci i v lednu sazby bez změny na 5,75 %**. Na tiskovce po lednovém zasedání nezaznělo nic důležitého, pro stabilitu sazeb dle MPC mluví nejistota dlouhodobějšího výhledu inflace, zejména ve světle napjatého trhu práce a pokračujícího růstu mezd. První změna kurzu polské centrální banky tak je dle nás možná v březnu, kdy bude představena nová prognóza.

MAĎARSKO

Ekonomika rostla i ve čtvrtém čtvrtletí, podporuje ji klesající inflace i nadále silný nominální růst mezd.

Nová data o vývoji HDP ve 4. čtvrtletí prozatím k dispozici nejsou. Z měsíčních dat za čtvrté čtvrtletí, včetně dat za prosinec zveřejněných v lednu, plyne, že **stejně jako třetí, by čtvrté čtvrtletí mohlo být růstově opět kladné**.

Maloobchodní tržby v prvním čtvrtletí poklesly o 2,1 % q/q, ve druhém o 1 % q/q a ve třetím jen o 0,6 % q/q. **Ve čtvrtém čtvrtletí** by dle doposud dostupných dat **tržby mohly vzrůst**: v říjnu sice maloobchod poklesl o 0,3 %, ale **v listopadu přidal 0,8 % m/m** (nejvíce od března 2023) a pomalejší inflace a stále solidní růst mezd dávají naději, že trend k jejich zlepšování pokračoval i v prosinci. Na tříměsíčním srovnání dosáhl růst tržeb za září až listopad 0,6 %, což je nejrychlejší kvartální tempo od tří měsíců březen–květen 2022.

Míra nezaměstnanosti dále pozvolna roste: zatímco ve druhém čtvrtletí byla ještě 3,9 %, v posledním čtvrtletí minulého roku už dosáhla 4,5 %, tj. stejně jako v 1. čtvrtletí 2021. **Růst mezd však i tak pokračuje velmi vysokým tempem**: v listopadu dosáhl růst mezd 14,1 % r/r, za prvních 11 měsíců 2023 pak rovných 14 % r/r. Od října 2023 (a též poprvé od srpna 2022) rostou také reálné mzdy, v listopadu o 5,7 % meziročně.

Průmyslová produkce poklesla v prvním (o 5,4 % q/q) i ve druhém čtvrtletí (o 1,8 % q/q), **ve třetím čtvrtletí však přidala 1,2 % q/q**. **Ve čtvrtém čtvrtletí se průmyslu ale opět moc nedařilo**: říjnový pokles o 0,5 % m/m byl následován ještě větším poklesem o 2,3 % v listopadu, což naznačuje, že třetí čtvrtletí bylo nejspíš výjimečné a že **průmysl poklesl nakonec i ve čtvrtém čtvrtletí**. Na poklesu v listopadu se podepsala všechna odvětví s výjimkou produkce v petrochemickém a chemickém průmyslu. Za prvních 11 měsíců byla produkce nižší o 4,8 % ve srovnání se stejným obdobím roku 2022.

Celková inflace v posledních měsících znatelně zvolnila. V prvním čtvrtletí vzrostla cenová hladina o skoro 4 %, ve druhém o necelé procento. Ve třetím čtvrtletí (v důsledku růstu v červenci o 0,2 % m/m, v srpnu o 0,7 % m/m a v září o 0,4 %) oproti druhému růst cen akceleroval, ale to bylo primárně zásluhou cen potravin a paliv (to ostatně ukazoval vývoj jádrové inflace, která v červenci i v srpnu přidala 0,2 % m/m a v září ve stejném rozsahu klesla). **Počátkem 4. čtvrtletí celková inflace klesla o 0,1 % m/m, v listopadu stagnovala a v prosinci klesla o 0,3 % m/m, takže 3. čtvrtletí lze pokládat jen za aberaci v jinak nenarušeném dezinflačním trendu.** I jádrová inflace je pomalu mizejícím problémem: v prosinci dosáhla jen 0,2 % m/m a tedy 9,6 % r/r (před rokem v lednu 2023 to bylo 18,7 %).

Maďarská centrální banka (NBH) v listopadu, v prosinci i v lednu snížila sazby, a to shodně vždy o 75 b. b., na dnešních 10 %. Trh pro leden čekal snížení o 1 p. b., důvodem pro menší pokles sazeb byla slabost forintu, který před zasedáním oslabil až na úroveň 390 forintů za euro, což byla nejslabší hodnota od září 2023. Dle viceguvernéra však makroekonomické fundamenty mluvily pro pokles sazeb o celý procentní bod. Bude-li forint spolupracovat, myslíme si, že oněch „dodatečných“ 25 b. b. může NBH dodat již v únoru.

ROPA

Po útoku hnutí Hamás na Izrael počátkem října a s tím, jak Izrael začal připravovat pozemní invazi do Gazy, cena ropy ve volatilním obchodování vystoupala v první polovině října až na 90 dolarů za barel. Posléze, když se ukázalo, že dodávky z regionu prozatím v důsledku války ohrožené nejsou, se cena opět vrátila na dohled 80 dolarů za barel. V listopadu pokračovalo volatilní obchodování s tendencí k poklesu ceny, ropa se tak dostala až na 75 dolarů za barel. Podobný vývoj byl i v prosinci a lednu, kdy ropa většinu času oscilovala mezi 70 a 75 dolary za barel.

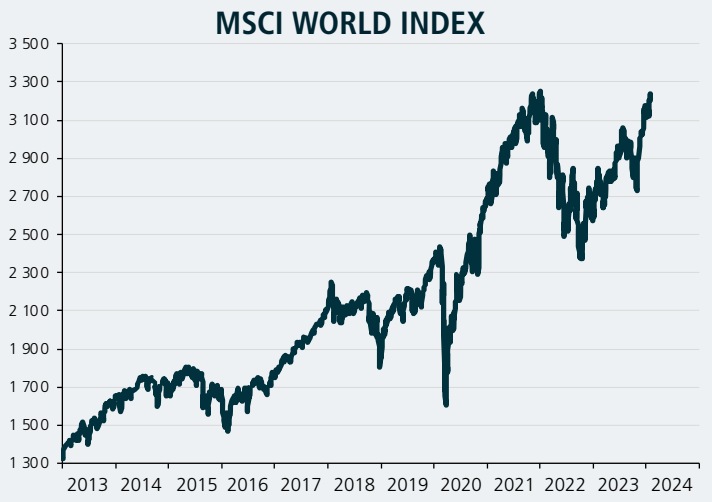
AKCIOVÉ TRHY

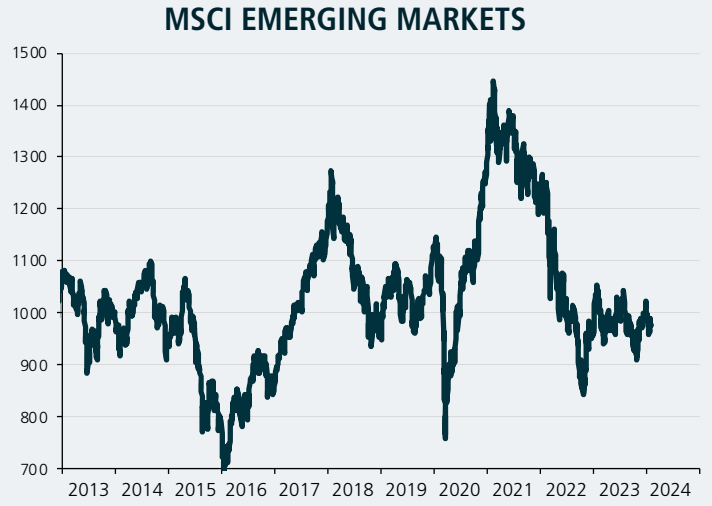
Výkonnost akciových trhů v lednu byla rozdílná. Dařilo se vyspělým trhům, zvláště těm americkým, index S&P 500 si meziměsíčně připsal 1,6 %. K dobré výkonnosti indexu z veliké části přispěla úzká skupina akcií, tzv. „magická sedmička“, největších společností. Příchozí slušná makroekonomická data naznačovala „lehké přistání“ bez výrazného propadu hospodářské aktivity. Zároveň od některých členů bankovní rady zazněl mírné holubičí nádech ohledně budoucího nastavení úrokových sazeb FEDu. Slušné zisky si tak připsaly růstové společnosti a komodity. Cena ropy rostla na základě událostí v oblasti rudého moře a dronového útoku na rafinérii v Rusku. Na to pozitivně reagovaly akcie energetických společností. Při ponechání základní úrokové sazby ECB na 4 procentních bodech si pozitivní zhodnocení +1,4 % připsal také evropský index DJ STOXX 600.

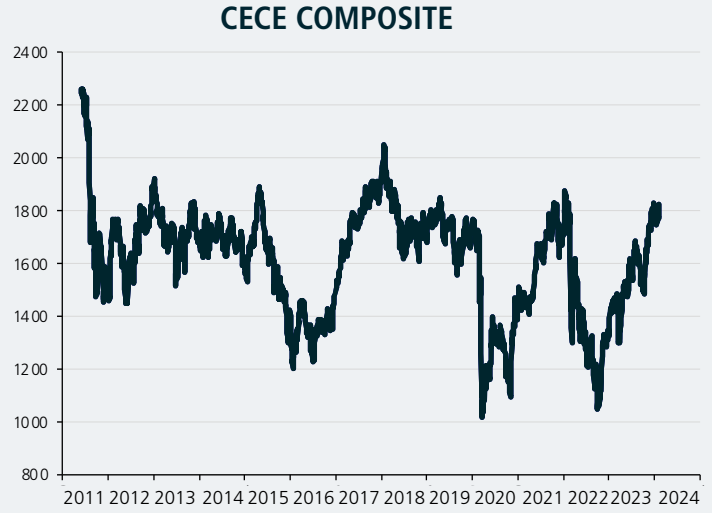
Výkonnost středoevropských trhů byla rozdílná. Většina indexů si připsala pozitivní zhodnocení, avšak největší a nejlikvidnější místní trh, Polsko – index WIG30, skončil 2,4 % v mínusu. Mezi důvody bylo uzavírání zisků z dobrého předešlého roku a negativní lednový sentiment na rozvíjejících se trzích obecně. Se ztrátami skončil především segment spotřebitelského zboží a těžařů uhlí a mědi. Relativně dobrou ziskovost vykázaly bankovní tituly (Erste Bank, Komerční banka, Banca Transilvania, OTP, PEKAO…) v celém regionu. PX index pražské burzy s připsal 2,8 %, v plusu skončily všechny akciové tituly až na akcie ČEZu (–9,2 %), které jsou při současných cenách silové elektřiny a emisních povolenek na evropských trzích nadhodnocené a jedinou obezličkou pro současnou vyšší cenu akcií jsou spekulace na korporátní akcie ze strany státu. Kladné zhodnocení si připsaly také burzy v Budapešti (index BUX +5,7 %) a Bukurešti (index BET +0,9 %).

Akcie na rozvíjejících se trzích v prvním měsíci v roce ztrácely, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal 4,7 %, a nenavázaly tak na růst na konci minulého roku. Lví podíl, jak už bývá v posledních měsících zvykem, na tom měly opět čínské akcie (Hong-Kong –9,2 %, index CSI300 –6,3 %). Investoři se nadále obávají, že růst čínské ekonomiky nebude v budoucnu tak robustní, navíc realitní sektor, který byl vždy motorem růstu, se stále potýká s problémy. Tržní sentiment je z těchto důvodů nadále negativní, nepomohlo ani celkem překvapivé snížení minimálních rezerv pro čínské banky. Mnohem lépe se dařilo indickým a taiwanským akciím. Indie se postupně pro mnohé investory stává zajímavou strategickou alternativou k Číně. Akciím v Latinské Americe se nedařilo, a to především díky poklesu v Brazílii. Investoři vybírali zisky, trend nezvrátila ani relativně slušná ekonomická data a pokračující snižování úrokových sazeb.

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ







Zdroj: *Bloomberg*

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

V lednu se na americké výnosové křivce nic zvláštního nestalo. Výnosy na krátkém konci byly koncem ledna skoro stejné jako koncem prosince, byť v rámci měsíce jsme byli svědky volatility v rozsahu ±15 b. b. Na konci ledna dvouleté výnosy zůstaly kolem 4,2 %, desetileté kolem 3,9 %.

V eurozóně byl vývoj také nepříliš zajímavý: po listopadovém i prosincovém výrazném poklesu (–20 b. b., resp. –40 b. b.) zůstaly v lednu výnosy na krátkém konci neměnné na 2,4 %, na dlouhém konci po dvou předchozích měsících poklesu (o cca 40 b. b. v každém z nich) v lednu výnosy lehce vyrostly (o zhruba 15 b. b. na 2,15 %).

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) koncem ledna v případě korporátních dluhopisů investičního i spekulativního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce narostl jenom mírně (+0,5 %). V případě dolarových instrumentů se nic nestalo: u investičních došlo po výrazném růstu v listopadu (7,5 %) a prosinci (4,9 %) k de facto stagnaci (–0,2 %). U spekulativních dluhopisů listopadový růst TRI (+4,6 %), který vymazal předchozí poklesy (celkem o 2,3 % v předchozích 3 měsících) a pokračoval i v prosinci (+3,8 %), se v lednu zastavil (–0,2 %). Kreditní prémie spekulativních instrumentů denominovaných v EUR po výrazném listopadovém i prosincovém poklesu v lednu mírně vzrostly (+5,6 %), podobně jako tomu bylo u eurových instrumentů investičního stupně (+3,7 %).

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka v lednu výrazně zvýšila sklon. Na krátkém (dvouletém) konci výnosy klesly oproti prosinci o 55 b. b. na 4,1 % s tím, jak trh začal pod vlivem vyjádření některých centrálních bankéřů (Holub, Frait) vyhlížet větší (půlprocentní) snížení sazeb ČNB na únorovém zasedání. Dlouhý konec naopak lehce (+10 b. b.) vzrostl nad 3,8 %, ovlivňován primárně vývojem na zahraničních obligačních trzích.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Vývoj na polské křivce nebyl příliš zajímavý: dvouleté výnosy v lednu poklesly o 15 b. b. na 4,9 %, podpořeny investorským konsensem pokračujícího snižování úrokových sazeb v CEE regionu. Na desetileté splatnosti zůstaly výnosy bez větší změny na 5,2 %.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ofenziva ukrajinské armády s nástupem zimy a v souvislosti s problémy s dostatkem munice v podstatě skončila. Po prvotním odražení ruského útoku v roce 2022 mělo Rusko dostatek času na vybudování masivních obranných opevnění (aktuální délka přesahuje 5 tis. km). Jejich udržení či zpomalení ukrajinského postupu bylo ale dosaženo jen za cenu velkých ruských ztrát. Z pohledu osvobození území a zejména naplnění očekávání západních spojenců jde o neúspěch. Z pohledu vyčerpání ruské armády byla ofenziva bezprostředně úspěšná, nicméně početní výhoda je na straně agresora, který si může dovolit dlouhodobě udržovat konflikt a využívá nejednoty Západu a klesající podpory veřejnosti.

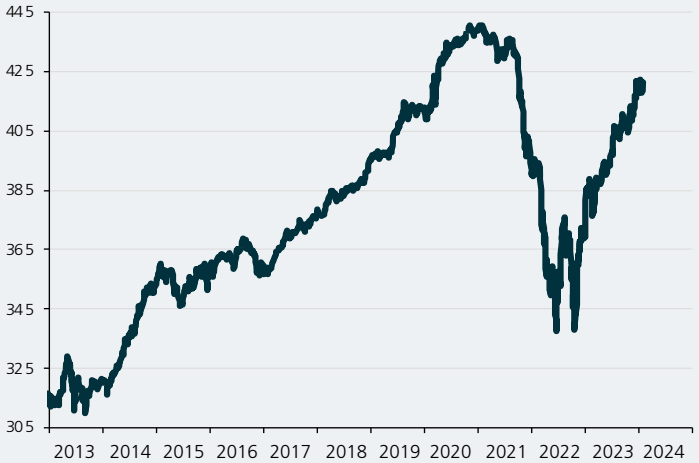
Rusko aktuálně kontroluje cca 109,000 km^2 (18 % Ukrajiny), na vrcholu invaze v březnu 2022 šlo o 25 %. Z necelé poloviny (40 %) se jedná o území, obsazená již v letech 2014–2015.

Současný stav je tak velmi podobný jako po agresi v r. 2014. Přes zimu se očekávají útoky Ruska na strategickou infrastrukturu a civilní cíle, v 2024 nový tlak Ruska a případná odpověď ukrajinské armády, která prozatím ze západní techniky nenasadila vše. Bez další podpory (zejména letecké a raketové/dělostřelecké převahy) bude ale posun vpřed těžký. Ukrajinské státní dluhopisy v USD v lednu cenově stagnovaly na úrovních 20–30 % nominální hodnoty.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX

BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: *Bloomberg*

DLUHOPISOVÉ TRHY

MĚNY

Dolar proti euru poté, co v listopadu v důsledku výrazného poklesu výnosů (spekulace na dřívější začátek snižování sazeb) v USA oslabil až na 1,09 USD/EUR a v prosinci kolem této hranice jen osciloval, během ledna mírně posílil na 1,08. **Polský zlotý** podobně jako v prosinci i během ledna 2024 jen kolísal mezi 4,30 a 4,40 PLN/EUR. **Česká koruna** pokračovala v oslabování, které v prosinci nastartovalo zahájení snižování sazeb a zásluhou něhož se koncem roku dostala až na 24,70 CZK/EUR; v lednu, tížena očekáváním dalšího a rychlého snižování sazeb ČNB, oslabila pak až na 24,90. **Maďarský forint** byl také pod tlakem vyjádření centrálních bankéřů, kteří v trhu vyvolali přesvědčení, že sazby na zasedání koncem ledna klesnou o celý procentní bod, což trh do té doby nečekal. Oslabení forintu až ke 390 HUF/EUR koncem ledna ovšem přinutilo NBH zařadit zpátečku a snížit sazby „jen" o 75 b. b. Forint na to zareagoval návratem na dohled 380.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na jedné straně nadále trvá vnitřní (rozpočtová) i vnější nerovnováha i smršťující se úrokový diferenciál, což jsou faktory působící proti poklesu českých výnosů. Naproti tomu došlo k výraznému zpomalení inflační dynamiky v jádrové složce, což vyvolává očekávání, že tempo snižování sazeb ČNB bude rychlé (trh čeká pokles sazeb v ročním horizontu o cca 3,5 p. b.). Dle nás bude hodně záviset na tom, k jak velkému přecenění v lednu 2024 dojde, což nastaví hladinu pro úroveň spotřebitelské inflace v letošním roce, ale rizika jsou spíše ve směru omezenějšího poklesu sazeb ČNB v roce 2024, než jaká věští trh. Pro další výraznější pokles delších výnosů tak v nejbližším pololetí nevidíme prostor, naopak čekáme u desetiletých výnosů návrat nad hladinu 4 %.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení měnověpolitické sazby již v současnosti dále nesnižuje – stále napjatý trh práce, silný růst mezd a ve čtvrtém čtvrtletí i urychlující jádrová inflace způsobily, že si dává s úpravami měnové politiky pauzu. To se podepisuje i na výnosech, které zůstávaly relativně stabilní. S obnovením cyklu snižování sazeb, nejspíš koncem 1. čtvrtletí, lze čekat mírný pokles výnosů, na dlouhém konci v první polovině roku do pásma 4,8–5 %.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Prim nyní hraje politický vývoj. Nové americké financování bylo prozatím odsunuto v důsledku vnitropolitických neshod. Evropské peníze byly naopak i přes prvotní nesouhlas Maďarska odblokovány a dojednány byly i nové dodávky munice. Mezinárodní měnový fond již před koncem roku vydal aktualizaci navazujícího programu pro Ukrajinu v rámci analýzy udržitelnosti státního dluhu. Zpřísnění klíčových parametrů by mohlo vést kromě prodloužení splatnosti dluhopisů i k odložení kupónových plateb, nicméně vše v závislosti na poválečném vývoji ekonomiky.

Sílí tak hlasy o nutnosti začít mírová vyjednávání. Ukrajinský generál Zalužnyj shrnul před koncem roku současný stav jako patový bez šance jedné či druhé strany na průlom (v ostrém kontrastu se souběžnými vyjádřeními prezidenta Zelenského, který pat nevidí a jednání odmítá). Kapacitní i politické zdroje Západu tak naráží na svoje limity. Stejně tak se bez výraznějšího postupu bude těžko obhajovat další pokračování konfliktu, který stojí životy spoustu ukrajinských vojáků a de facto trvá od roku 2014.

Ratingová agentura Fitch očekává pokračování konfliktu i v roce 2024 a i přes dobře se vyvíjející ekonomické fundamenty předpokládá prodloužení současných opatření pro ukrajinský státní dluh či nové návrhy na podobu další restrukturalizace.

MĚNY

U kurzu **eura proti dolaru** se na našem očekávání nic nemění, nadále vidíme jako fundamentálně (tj. vzhledem k očekávánému vývoji měnových politik ECB a FEDu) odůvodnitelné setrvání kurzu v pásmu 1,05–1,10 USD/EUR.

Ze základu je česká koruna i dále zralá na oslabení – neduživý růst ekonomiky, disharmonické vnitřní i vnější vztahy či klesající úrokový diferenciál nejsou tím, co by mělo korunu tlačit na silnější úrovně, spíše naopak. Čekáme však také, že ČNB bude chtít výraznějšímu oslabení zabránit. Koruna tak dle nás oslabí maximálně do pásma 25–25,50 korun za euro.

Polský zlotý nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka sebrala i berličku v podobě úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. Dle nás tak zlotý zůstává zranitelný a hodnoty 4,30–4,35 PLN/EUR vidíme jako maximum možného. Pokud se někam v příštích měsících vydá, pak dle nás na mírně slabší úrovně.

Maďarský forint také nemá žádný důvod posilovat: úrokový diferenciál se smršťuje, politika vůči EU zůstává konfrontační, růst ekonomiky je slabý, deficit běžného účtu (5 % HDP) i rozpočtu (>5 %) jsou velké. Podobně jako u zlotého, pokud se dočkáme výraznějšího pohybu, pak směrem ke slabším úrovním.

AKCIOVÝ TRH

Po uplynulých růstových měsících na akciových trzích jsme nyní z krátkodobého hlediska mírně negativní. V následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu spojenou s pohyby na požadovaných dluhopisových výnosech, geopolitickými riziky a příchozími makroekonomickými daty. Několik měsíců s vyššími úrokovými sazbami si již u některých společností a spotřebitelů vybírá svou daň,

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

což představuje pro centrální banky velice složitou situaci při balancování mezi ekonomickou aktivitou a inflačními tlaky. To s velice důležitým následným nastavováním základních úrokových sazeb. V roce 2024 nás čeká také mnoho důležitých voleb a s tím spojených geopolitických tenzí. V lednu proběhly volby na Taiwanu a čeká se na „nelehké" jmenování nové vlády, na jaře budou volby v Rusku a v listopadu pak v USA. Sociální nepokoje vzrůstají ve většině zemí, tažené dezinformacemi a různými populisty.

Mnoho společností se již přenastavilo na vyšší úrokové sazby, přičemž se jim skrze zisky daří snižovat zadlužení, tím pádem kontrolovat úrokové náklady. Ziskové marže jsou tak stále silné, k čemuž přispívají silný trh práce a pokračující růst mezd. Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přirážku. Proto máme na jednotlivé akciové trhy různá výkonnostní očekávání. Delší období s vysokými úrokovými sazbami by však mělo negativní vliv na ocenění akcií.

Evropské akcie jsou oproti americkým, hodnotově levnější, Evropa může za určitých podmínek těžit ze stahování výroby z „rizikovějších" regionů, přičemž budou potřeba nové investice v mnoha sektorech. Navíc se nyní výrazně snižují náklady v podobě cen komodit a energií. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levný. Navíc pozitivní momentum očekáváme po nedávných polských parlamentních volbách. Změna politické situace by mohla pomoci k uvolnění financí z evropských fondů. Americké akcie nyní těží z boomu okolo umělé inteligence (AI) a na ni napojených společností jako Nvidia, Microsoft, Google… Dle nás je však současná akciová rallye přehnaná a v následujících měsících dojde k určité korekci. Zbylé sektory jsou dle nás hodnoceny atraktivněji, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů v minulých měsících a obchodují se na zajímavých úrovních. Nadále však věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a na rozvíjejících se trzích. Po současné ekonomické „slabosti" zažije Asie oživení. Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož lépe využijí aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní strategie. Éra nulových úroků a levných peněz je pryč.

Důležitá upozornění:

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

KONTAKTUJTE TÝM WEALTH MANAGEMENT

wm@conseq.cz +420 225 988 200 www.conseq.cz/wm