

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH



AKCIOVÉ INDEXY		DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays		MĚNY (pokles = posílení)		KOMODITY	
USA – S&P 500	3,47 %	USA	1,01 %	USD/EUR	–1,24 %	Ropa Brent	5,87 %
Evropa – DJ Stoxx 600	–1,30 %	Evropa	0,20 %	CZK/USD	2,65 %	Zemní plyn	0,54 %
Japonsko – Nikkei225	2,85 %	ČR	1,17 %	CZK/EUR	1,42 %	Sil. elektřina	–5,97 %
MSCI Emer. Mark.	3,55 %	Polsko	0,76 %	PLN/EUR	0,86 %	Zlato	0,72 %
ČR – PX	–0,49 %	Maďarsko	1,02 %	HUF/EUR	1,51 %	Stříbro	–3,95 %
Polsko – WIG30	2,41 %	Turecko*	2,07 %	TRY/EUR	0,37 %	Měď	–4,58 %
Maďarsko – BUX	6,17 %	* BofA Merrill Lynch index					

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

EMU

ECB snižuje sazby, i když inflace nemusí být pod kontrolou a trh práce zůstává napjatý.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo i dle druhého odhadu v **1. čtvrtletí 2024 kladného tempa (+0,3 % q/q)**, což znamenalo, že ekonomika byla meziročně větší o 0,4 %. Francie i Německo vzrostly o 0,2 % q/q, Španělsko o 0,8 % q/q a Itálie o 0,3 % q/q. Struktura růstu za celou eurozónu ukázala, že největším přispěvatelem k růstu byly čisté exporty, negativně se pak na růstu podepsaly fixní investice a potřeby v řadě opět zásoby. Poptávka domácností přispívala k mezičtvrtletnímu růstu mírně pozitivně (+0,1 p. b.); do budoucna by se to mělo zlepšit s tím, jak rostou nominální mzdy a inflace již klesla. Pro růst v blízké budoucnosti může být pozitivním i obnovení zásob, které z posledních šesti čtvrtletí zaznamenaly negativní příspěvek k mezičtvrtletnímu růstu celkem pětikrát.

Tvrdá data zveřejněná během června byla slabá.

Maloobchodní tržby v prvním čtvrtletí vzrostly o 0,5 %, ovšem jen zásluhou silného března (+0,7 % m/m), leden i únor byly překvapivě slabé (stagnace v lednu, pokles o 0,2 % m/m v únoru). Ani druhé čtvrtletí nezačalo nijak slavně: **maloobchodní tržby klesly v dubnu o 0,5 % m/m** a meziročně jsou o 0,1 % nižší.

Vzhledem k tomu, že trh práce je stále silný a inflace zpomalila, je to překvapivé. **Míra nezaměstnanosti**, jež v prvním letošním čtvrtletí dosáhla v průměru 6,5 %, klesla **v dubnu na nové historické minimum 6,4 %**. Nejnížší z velkých zemí je stále v Německu (3,2 %), nejvyšší ve Španělsku (11,7 %). Dále také **rostou vcelku rychle mzdy**. Index **sjednaných mezd**, který sleduje ECB, **přidal v 1. čtvrtletí meziročně 4,7 %**, což je navlas stejné jako historicky nejvyšší tempo meziročního růstu dosažené ve třetím čtvrtletí minulého roku. Nominální náklady práce si také zachovávají velmi vysokou kvartální dynamiku: mezičtvrtletní tempo růstu v letošním 1. čtvrtletí dosáhlo 1,4 %, což je znatelně nad předpandemickými hodnotami.

Průmyslová produkce začala letošní rok výrazným poklesem, a to o (revidovaných) 2,2 % m/m, což je sice velmi vysoké tempo poklesu, ale stojí za ním jen pokles produkce v Irsku o 19,7 % m/m. Irská data jsou však notoricky volatilní vinou zakázkové výroby a outsourcingu (kupříkladu před rokem, v březnu 2023, poklesla produkce o 46 % m/m, v prosinci zase o 19 % m/m vzrostla). V únoru produkce v EMU přidala 0,1 % m/m a v březnu pak 0,5 %, za celé první čtvrtletí tedy klesla o 1,6 %. **Začátek druhého čtvrtletí také není žádná sláva: produkce sice mírně, ale přece jenom poklesla (o 0,1 % m/m)**. Pozitivním v letošním roce však je vývoj v (pro nás velmi důležitém) Německu, kde produkce v průmyslu letos s výjimkou března (–0,3 % m/m) ve všech dalších měsících rostla (v dubnu +0,3 %), a je tak letos o 1,7 % vyšší než koncem minulého roku. Nedaří se naopak Itálii, kde produkce v prvních čtyřech měsících klesla o 3 %. Meziročně je celý průmysl eurozóny o 0,4 % nižší (ve srovnání se stavem před rokem).

Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se velmi pozvolna zlepšuje, k návratu do růstového teritoria (tj. nad 50 bodů) je však stále daleko: **v květnu dosáhl 47,2 bodu, v červnu 45,8 bodu**. Tyto hodnoty jsou sice lepší než ve druhém (44,7), třetím (43,2) i čtvrtém čtvrtletí (43,9 bodu) minulého roku, prozatím však skoro navlas stejné jako v prvním čtvrtletí roku letošního (46,4 bodu). A také se jedná o hodnoty zřetelně pod hranicí oddělující expanzi od kontrakce. **U indexu IFO**, který mapuje podmínky v největší ekonomice eurozóny, pozorujeme jen **optimismus pro budoucnost: index očekávání** se svou hodnotou **v červnu (89 bodů)** je sice skoro nejvýše za rok, ale **hodnocení stávající situace** zůstává stále **nízko (88,3 bodu, v podstatě stejné již od srpna minulého roku)**. **V sektoru služeb je dle indexu PMI situace** ve srovnání s průmyslem **znatelně lepší**. Poté, co se **v únoru index vrátil nad 50 bodů**, se v dalších měsících **dále zlepšil: ve druhém čtvrtletí** jeho průměr dosáhl **53 bodů** (v červnu samotném pak 52,6 bodu). Služby jsou tedy v současnosti růstovým motorem ekonomiky.

Reálný růst mezd a historicky nejnížší nezaměstnanost se podepisují na důvěře domácností. Ta sice zdaleka ještě není na úrovni před invazí (**v únoru 2022 –9,4 bodu**), ale svou stávající hodnotou (**–12,9 bodu v červnu 2024**) je již vysoko nade dnem ze září 2022 (–28,6 bodu).

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

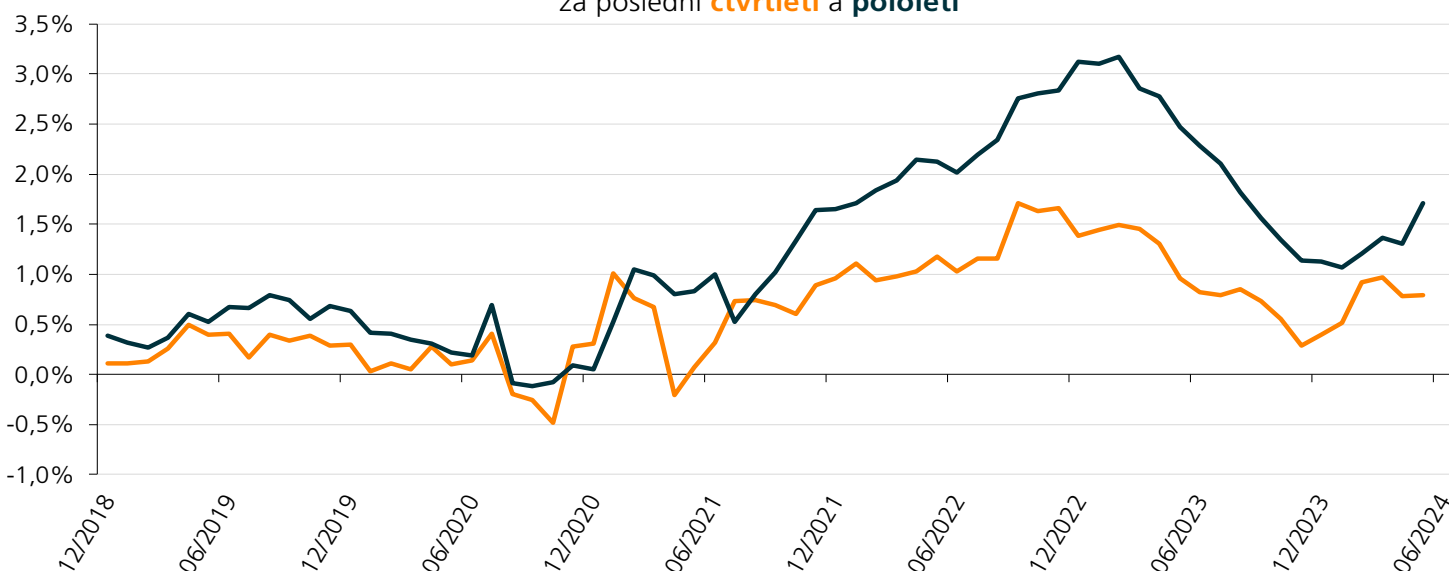
EMU

Jádrová inflace je nadále na úrovních nad cílem ECB – v posledních třech měsících do května 2024 přidala 0,8 % (a za poslední pololetí 1,7 %), což je v anualizovaném vyjádření znatelně odlišné od „pod 2 procenty“, jak svůj cíl specifikuje ECB. **Meziroční celková inflace dosáhla v květnu 2,6 %, jádrová 2,9 %**. Dle [předběžných](#) dat přidala v červnu celková inflace meziměsíčně opět 0,2 % (+2,5 % r/r), jádrová pak 0,3 % (a tedy meziročně +2,8 %). Růst cen služeb dosáhl stejně jako v květnu i v červnu +0,6 % m/m (a tedy +4,1 % r/r).

ECB na posledním zasedání 6. června snížila sazby. Bylo to ale zvláštní a poměrně nepřesvědčivé snížení. Zprv, predikce inflace na celém horizontu [nově představené prognózy](#) je vyšší než v prognóze minulé: rozdíly to sice nejsou moc velké (+0,2 p. b. vs. prognóza z března), ale změna je to proinflačním směrem. Zadruhé, Lagardeová historicky podmiňovala začátek snižování sazeb „zmírněním tempa růstu mezd“. Zatím se však stal pravý opak. Zatřetí, hned po zasedání se vyrojily komentáře centrálních bankéřů, že by trhy neměly automaticky očekávat další snížení sazeb. V tomto smyslu promluvil kupř. Nagel z Bundesbanky, Müller z Estonské banky („ECB nesmí moc pospíchat se snižováním sazeb.“), Makhlouf z Irské centrální banky („Není jisté, jak rychle se bude v započatém pokračovat, a zda vůbec.“) nebo Kazáks z Lotyšské banky („Vítězství nad inflací nemáme zatím v rukách.“). Jednoznačné přesvědčení o správnosti červnového kroku se z toho zrovna neline.

Dynamika inflace setrvává nadále nad cílem ECB.

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



Zdroj: ECB, dostupné [ZDE](#).

USA

Navzdory zpomalení inflace ve druhém čtvrtletí zůstává FED v jestřábím módu a letos predikuje už jen jedno snížení sazeb.

Růst americké ekonomiky v prvním letošním čtvrtletí po dvou velmi rychlých předcházejících čtvrtletích zpomalil, ale i nadále zůstal kladný: anualizované mezičtvrtletní tempo růstu v prvním čtvrtletí tak bylo pomalejší než ve třetím (+4,9 %) a ve čtvrtém čtvrtletí (+3,4 %) minulého roku, ale **růst (dle třetího odhadu) o 1,4 % počátkem roku 2024** je v zásadě stejné tempo, jakým americká ekonomika rostla ve druhém pololetí 2022. Na růstu se podílely všechny komponenty agregátní poptávky vyjma zásob: poptávka domácností po příspěvku 2,2 p. b. ve čtvrtém čtvrtletí 2023 k růstu v 1Q24 přidala 1 p. b., fixní investice 1,2 p. b., vláda pak 0,3 p. b.

Měsíční data zveřejněná během června 2024 potvrdila zejména dále pozvolna ochlazující trh práce.

Reálné maloobchodní tržby poté, co v prvním čtvrtletí v důsledku lednového poklesu (o 1,4 % m/m) poklesly o 1 %, **se zatím nevyvíjejí dobře ani ve druhém čtvrtletí.** V dubnu totiž poklesly o 0,5 % m/m, což **nejmenší možný růst v květnu** (o 0,1 % m/m, a tedy o -0,9 % r/r) nevykompenzoval.

Trh práce je stále z historického pohledu silný, i když již ochlazuje. Míra nezaměstnanosti se v **květnu dále zvýšila** na 4 %, což je nejvíce od ledna 2022. Rostou ale 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) v dubnu i v květnu dále narostla (na **7,4 %**), což je o 0,7 p. b. více než před rokem a (vyjma COVIDu) nejvyšší hodnota od března 2019. Vcelku rychlá ale nadále zůstává tvorba pracovních míst: skoro milion nových pracovních míst v soukromém sektoru za prvních 5 měsíců letošního roku je v měsíčním průměru (199 tis.) víc, než byl měsíční průměr v roce 2023 (192 tis.).

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

USA

Dle průzkumu JOLTS dále **klesla i míra volných pracovních míst**, a to na **4,8 %**. To je sice znatelně méně, než bylo postcovidové lokální maximum (7,4 % v březnu 2022) nebo hodnota před rokem (6,2 %), ale také citelně výše než dvacetiletý předpandemický průměr. **Počet prvních žádostí o podporu v nezaměstnanosti** je naopak stále nízký: v prvním čtvrtletí činil 210 tis., ve druhém 222 tis., což jsou z historického hlediska hodnoty velmi vzdálené typickým recesním úrovním (> 450 tis.).

Meziroční tempo růstu mezd také dále zvolnilo. Dle dat [Atlantského FEDu](#) (založených na průzkumu Current Population Survey, neboli CPS) dosáhl růst mezd **v březnu 4,7 %** (prozatím poslední data), dle dat z tzv. Current Employment Statistics (CES) pak meziroční tempo růstu mezd v květnu dosáhlo 4,1 %. Měsíční dynamika se však již moc nemění: ve třech měsících do května čtvrtletní tempo růstu dosáhlo 1 %, pololetní pak 2 %.

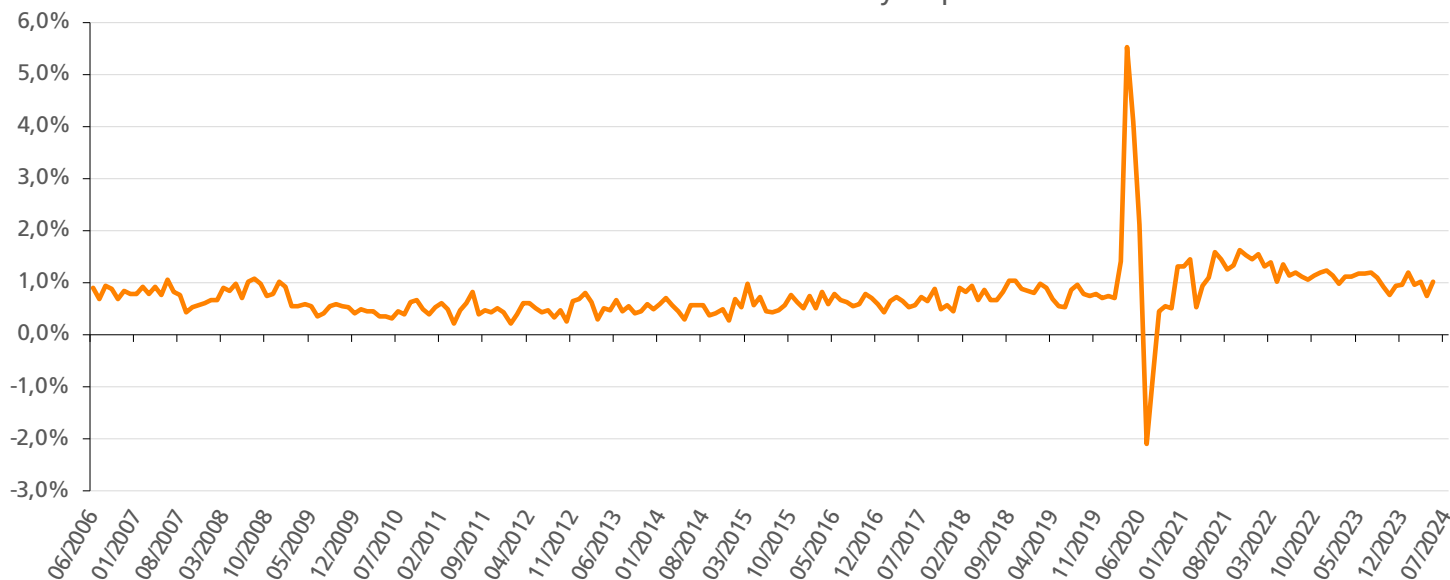
Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v prvním čtvrtletí v důsledku výrazného lednového poklesu (nakonec o necelá 4 % m/m) **klesly mezičtvrtletně o 1,8 %**. Jejich stabilnější složka a lepší (méně volatilní) ukazatel investičního apetitu firem, tj. objednávky bez letadel a zbrojní techniky, pak klesla o 0,3 %. **Druhé čtvrtletí začalo o něco lépe:** v dubnu přidaly objednávky bez zbraní a letadel 0,3 %, v květnu však opět poklesly (–0,6 % m/m), takže za letošní rok jsou oproti konci roku minulého nižší o 0,6 % (a meziročně o 0,2 %). **Reálná průmyslová produkce**, která **v prvním čtvrtletí letošního roku po revizích vzrostla o 0,1 % q/q**, ve druhém zatím přidala 0,9 %, zejména zásluhou **růstu v květnu**. Meziročně je průmyslová produkce v USA o 0,4 % vyšší, nachází se tak pouze na úrovni ledna 2019.

Jádrová PCE inflace v květnu zpomalila na 0,1 % m/m, což bylo její nejpomalejší tempo od listopadu minulého roku, kdy také přidala jenom 0,1 %. V posledních třech měsících (březen–květen) dosáhlo její celkové tempo 0,7 %, v posledním pololetí pak zůstalo tempo beze změny na 1,6 %. To je poté, co v prvním čtvrtletí jádrová inflace přidala 1,1 % (což bylo nejrychlejší čtvrtletní tempo růstu od prvního čtvrtletí 2023), pro FED určitě vítaná zpráva. Takovou zprávou je pak i zvolnění tempa růstu cen tržních služeb na 0,8 % za poslední tři měsíce do května (vs. 1,2 % v 1. čtvrtletí letošního roku).

Americká centrální banka v červnu ponechala sazby beze změny a v relativně jestřábím poselství trhům sdělila, že letos počítá jenom s maximálně jedním snížením sazeb. To byla podstatná změna oproti březnu, kdy dle tzv. dot-plot grafu počítal FED s celkem trojím snížením sazeb. Taková změna byla důsledkem nové – a vyšší – prognózy inflace pro letošek i pro příští rok.

Dynamika růstu mezd se stabilizovala kolem 4 % ročně.

Růst americké nominální hodinové mzdy za předchozí čtvrtletí

Zdroj: BLS (dostupné [ZDE](#))

ČR

Ekonomika nejspíš i ve 2Q24 mírně vzrostla, pro větší růstový impuls však bude muset dále klesnout míra úspor. ČNB ohlašuje zmírnění tempa poklesu sazeb.

Dle finálního odhadu růstu **vzrostla ekonomika v prvním čtvrtletí** letošního roku nikoliv o 0,5 % q/q (dle prvního odhadu) či o 0,3 % q/q (dle odhadu druhého), ale jen **o 0,2 % q/q** (a tedy o 0,3 % r/r). Dle ČSÚ byl „*meziroční růst HDP podpořen zejména vyššími výdaji na konečnou spotřebu domácností a zahraniční poptávkou; naopak negativní vliv měla tvorba hrubého kapitálu*“. **Poptávka domácností** přidala 0,7 % mezičtvrtletně, u fixních investic došlo k poklesu o skoro 1,8 % (což bylo znatelně méně než dle předchozích informací). Míra úspor domácností, což byl jediný v červnu nově zveřejněný údaj, klesla na 18 %, i tak však zůstává 6–7 p. b. nad předpandemickým průměrem.

EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI – CEE3

POLSKO

Silný reálný růst mezd, napjatý trh práce a oživení poptávky domácností nedovolují polské centrální bance snižovat sazby.

Polská ekonomika přidala (po sezonním očištění) **v 1. čtvrtletí 0,5 % q/q** (1,3 % r/r), což bylo na kvartálním základě proti stagnaci ve čtvrtém čtvrtletí vítané zlepšení. Na mezičtvrtletním růstu se nejvíce podílela poptávka domácností (+2,1 % q/q), na meziročním růstu pak shodně poptávka domácností (s příspěvkem +2 p. b.) a vlády (+1,9 p. b.). Již pět čtvrtletí po sobě (a poslední tři výlučně) růstu ubíraly zásoby: vzhledem ke zlepšené poptávce domácností se dá očekávat, že se brzy tento jejich negativní příspěvek přeplopi v příspěvek pozitivní.

Měsíční data za druhé čtvrtletí jsou prozatím smíšená.

Průmyslová produkce si v prvním čtvrtletí nevedla dobře. Klesla totiž ve všech třech měsících. Zaslouhou výrazného poklesu v březnu (o 5,5 % m/m, zejména vinou poklesu v sektoru těžby a dobývání) tak za **celé čtvrtletí odepsala produkce bezmála 6 %**. Tento vývoj se však dle očekávání zastavil a obrátil zkraje druhého čtvrtletí, kdy produkce v dubnu přidala meziměsíčně 7 %. V květnu pak zaznamenala produkce meziměsíční pokles o 2,1 %, což znamenalo, že za prvních 5 měsíců letošního roku je produkce o procento nižší než na konci minulého roku.

Ačkoliv volatilita měsíčních dat je vysoká, index **PMI** naznačoval, že se produkce v prvních měsících roku meziročně nedostane ke stagnaci (průměrná hodnota v 1Q24 činila 47,7 bodu). A ani druhé čtvrtletí nebude žádná sláva – v dubnu se totiž index dostal na 45,9 bodu, v květnu i **v červnu pak dokonce až na rovných 45 bodů**. To je nejhorší hodnota za posledních 7 měsíců a také pod průměrem (45,5 bodu) pro období posledních dvou let, během nichž se index nachází pod hranicí 50 bodů.

Reálné maloobchodní tržby v prvním čtvrtletí přidaly **mezičtvrtletně více než 3 %**. **Druhé čtvrtletí začaly volatilně: v dubnu poklesly o 3,5 % m/m, v květnu pak 3,3 % přidaly.** V meziročním srovnání dosáhlo tempo růstu maloobchodu v květnu 5 %, za první čtyři měsíce roku jsou tedy tržby meziročně vyšší o 5,5 %. Daří se prodejem vozidel (+25,7 % r/r za leden–květen) i paliv (+11,5 %).

Je rovněž evidentní, že maloobchodu pomáhá trh práce. Míra nezaměstnanosti je stále velmi nízká, v únoru, v březnu, v dubnu i v květnu 2024 se po sezonním očištění nacházela **na historickém minimu 5,0 %**. Nepřekvapí pak tedy určitě ani to, že dále rostou mzdy – **meziroční tempo růstu nominálních mezd dosáhlo v květnu 2024 11,4 %** (na rovných 8 000 PLN, tj. skoro 47 tis. Kč). To vzhledem k poklesu meziroční inflace znamená, že r/r tempo růstu reálných mezd je nyní velmi výrazné, skoro dvouciferné.

Měsíční dynamika cenového vývoje v letošním roce ale naznačuje, že s inflačním pnutím konec není. V prvních 5 měsících celková cenová hladina vzrostla o 2,2 % a, což je ještě horší, urychlila také jádrová inflace. Ta už v prvním čtvrtletí dosáhla 1,5 %, v dubnu pak přidala 0,7 % a v květnu 0,1 %, což znamená, že kvartální tempo je +1,3 % (tj. anualizovaně více než 5 %) a pololetní +2,5 % (anualizovaně opět více než 5 %).

Podobně jako v ČR i v Polsku **cenový růst táhnou převážně služby**, které jsou za leden až květen meziročně dražší o 6,7 % (v 1Q24 přidaly 2,4 % q/q, v dubnu a květnu po dalším 1 %); inflaci pak tlumí růst cen zboží (1,3 % r/r za prvních pět měsíců letošního roku).

Centrální banka poté, co v září minulého roku překvapila trhy nečekaně velkým snížením sazeb o 0,75 p. b. a pokračovala ve snižování sazeb i v říjnu, vzhledem k reakcelaci měsíční dynamiky inflace **ponechala od listopadu (a celý letošní rok nevymáhá) sazby bez změny na 5,75 %**. Na tiskovce po červnovém zasedání zaznělo opakování z května, že centrální banka by mohla zvažovat snížení sazeb až v roce 2025, jelikož je nadále vysoká míra nejistoty ohledně dalšího vývoje inflace. Největším rizikem je rychlý růst mezd.

MAĎARSKO

Maďarská centrální banka dále snížila sazby, byť je růst reálných mezd odpoután od fundamentů.

Dle prvního i druhého odhadu dosáhlo (sezonně očištěné) tempo růstu HDP v 1. čtvrtletí +0,8 % q/q (+1,7 % r/r). Struktura růstu ukázala, že se poprvé od 4. čtvrtletí 2022 na meziročním růstu pozitivně podílela poptávka domácností (+1,8 p. b.), i když oproti 4. čtvrtletí 2023 naopak velice mírně klesla (–0,1 % q/q). Největším přispěvatelem k r/r tempu růstu byl čistý export, negativním i pak (jako v každém čtvrtletí počínaje 3Q22) hrubá tvorba fixního kapitálu (–1,5 p. b.) a zásoby (–2,3 p. b.).

Že poptávka domácností stagnovala, je zvláštní ve světle vývoje **maloobchodních tržeb** v 1Q24: ty totiž v lednu přidaly jenom 0,2 % a v únoru poklesly o 0,4 %, ale **silným růstem v březnu** (+2 % m/m) zaznamenaly po posledním čtvrtletí minulého roku (+2,4 %) další silné růstové čtvrtletí. **Druhé čtvrtletí však začaly poklesem o 0,9 % m/m**, meziročně jsou tedy o 3 % vyšší.

Míra nezaměstnanosti v posledních třech měsících do května mírně klesla, a to na 4,4 %. Je to sice znatelně 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 pokračuje nadále velmi vysokým tempem:** za celý rok 2023 i za první čtvrtletí 2024 dosáhl růst mezd +14,2 % r/r, **v dubnu pak +13,5 %**. Od října 2023 (a tudíž poprvé od srpna 2022) rostou také reálné mzdy, nyní skoro dvouciferným tempem. To podobně jako v Polsku zavání znovuoobnovením inflačních tlaků.

MAĎARSKO

Průmyslová produkce začala rok 2024 lednovým poklesem o 0,8 % m/m, jenž vymazala v únoru růstem o 3,3 % m/m, způsobený zejména silným růstem produkce v automobilovém sektoru. V březnu však produkce opět (a výrazně, o 3,1 %) klesla, což znamenalo, že mírně (o 0,6 %) klesla i za celé první čtvrtletí. Duben byl také slabý, když produkce po sezonním očistění klesla meziměsíčně o 0,7 %, a **za první čtyři měsíce letošního roku je tedy meziročně nižší o 1,7 %**. Důvodem je zejména pokles produkce dopravní techniky, který v prvních čtyřech měsících oproti stejnému období roku 2023 dosáhl -2,5 %.

Celková cenová hladina vzrostla v 1Q24 oproti konci roku 2023 o 2,2 %, v dubnu pak přidala dalších 0,7 % m/m a v květnu poklesla o 0,1 %. V meziročním vyjádření byla inflace v květnu tedy 4 %, což bylo stejné tempo jako v únoru letošního roku (a po březnu 2024 druhé nejnižší od začátku roku 2021). Jádrová inflace přidala v březnu a v dubnu 0,8 %, v květnu pak 0,5 % m/m, což je znatelně více než v prvních dvou měsících letošního roku (+0,4 % a +0,2 %). Podobně jako v ČR nebo v Polsku rostou rychle **ceny služeb: v dubnu i v květnu vzrostly o 9,5 % r/r**. Společně s vysokým reálným růstem mezd je tak dle nás jen otázkou času, kdy se meziroční inflační čísla opět začnou zhoršovat.

Maďarská centrální banka (NBH) od listopadu minulého roku snižuje sazby (v listopadu, v prosinci i v lednu vždy o 75 b. b., v únoru o 1 p. b.), letošní rok nevyjímaje: sazby snížila na každém zasedání, na červnovém zasedání pak o 0,25 p. b. na rovných 7 %. Na tiskovce po zasedání ale centrální banka oznámila, že měnová politika vstupuje do nové fáze, a i když centrální banka formálně konec snižování sazeb neohlásila, poměrně jasně naznačila, že další snížení už nemusí přijít.

ROPA

Cena ropy se v březnu vyšplhala až na nejvyšší hodnotu od října (od vypuknutí konfliktu v Gaze), když koncem března dosáhla hodnoty jen lehce pod 90 dolarů za barel. Důvodem březnového růstu byla očekávání, že OPEC+ nezmění své těžební kvóty před červnovým zasedáním, pokračující útoky na ruskou energetickou infrastrukturu a klesající počet aktivních těžebních souprav v USA. V dubnu s tím, jak se po amerických inflačních číslech na trh vrátila obava z vyšších úrokových sazeb a jak se snížila pravděpodobnost většího konfliktu na Blízkém východě, cena ropy opět zamířila pod hranici 80 dolarů za barel. V květnu tento pokles pokračoval a ropa se dostala až na dohled hranice 70 dolarů za barel, což se ale ukázalo jako pouze krátkodobé, jelikož v červnu se cena opět vrátila lehce nad 80 dolarů.

AKCIOVÉ TRHY

Rallye na amerických akciových trzích pokračovala i v červnu, kdy si akciový index S&P 500 meziměsíčně připsal +3,5 %. K dalšímu růstu cen akcií přispěly solidní korporátní zisky, ustupující inflační tlaky a především optimismus ohledně umělé inteligence a jejího dopadu na zvýšení produktivity. Nejvyšší pozitivní ziskovou kontribuci opět předvedla skupina „magická 7“, když si například akcie Nvidia za první pololetí připsují již 149 %. Mohou tak za 60% zhodnocení amerického trhu. Spolu s rostoucími výdaji na AI se dařilo i akciím utilit, u nichž se očekává zvýšená spotřeba elektřiny. Hůře se vedlo evropským akciím (index DJ STOXX 600 -1,3 %). Proběhlé volby do Evropského parlamentu, ve kterých posílili populisté, s následným

INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

MSCI WORLD INDEX



MSCI EMERGING MARKETS



CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

AKCIOVÉ TRHY

vyhlášením předčasných voleb do francouzského parlamentu zapříčinily nervozitu na západoevropských akciových trzích. Francouzský index CAC40 meziměsíčně ztratil 6,4 %. I přes stálé inflační tlaky v Evropě přistoupila Evropská centrální banka ke snížení základní úrokové sazby o 25 bazických bodů na 4,25 %.

Středoevropským akciovým trhům se dařilo. Částečně za to mohl přesun peněz ze západní Evropy, dividendová sezona a nadále levné valuační ukazatele. Nejvyšší zhodnocení předvedl maďarský index BUX (+6,2 %), tažený akcemi OTP Bank a Magyar Telekom. Slušného zhodnocení dosáhl také nejlépevidnější polský trh (index WIG30 +2,4 %). Meziměsíčně v ziskovém teritoriu skončily akcie tamních bank Santander, Alior, PKO BP nebo PEKAO SA a energetické společnosti PKN Orlen. Korekci zaznamenal především spotřebitelský sektor. Kladné zhodnocení zopakoval rumunský trh (index BET +3,7 %). Po dobrých čtvrtletních hospodářských výsledcích si akcie zdravotní skupiny Medlife připsaly 17 %. Kladně přispěly opět Banca Transilvania a Petrom. Výkonnost českých akcií byla smíšená, i po započtení dividendy skončily akcie ČEZ ve ztrátě. Naopak po oznámení další zakázky na prodej dronů si akcie Primoco připsaly +15 %.

Závěr prvního pololetí byl celkově pozitivní i pro akcie na rozvíjejících se trzích, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD připsal 3,55 %. Dařilo se hlavně technologickým titulům, především v souvislosti s výrobou čipů a AI. Akcie na Taiwanu atakovaly +12 %, korejské akcie pak meziměsíčně přidaly přes 6 %. Indické akcie také zářily (+6,9 %) poté, co se povolební situace uklidnila a vše směřuje k pokračování současné politiky premiéra Modiho. Pozadu zůstaly protentokrát čínské akcie, trhy zůstávají citlivé na příchozí zprávy o stavu čínské ekonomiky, očekávaného růstu a především vládní politiky (např. směrem k problematickému realitnímu sektoru). Nedařilo se ani akciím v Latinské Americe (index -6,8 % v USD). V Brazílii byly na vině především rozsáhlé záplavy, nejistota ohledně růstu ekonomiky, fiskálních výdajů a vývoje inflace. Investoři neocenili ani drtivou výhru Claudie Sheinbaumové v mexických prezidentských volbách, jelikož vládnoucí strana Morena má nyní možnost provést ústavní změny, což vyvolává otázky ohledně stability demokratických institucí a tržního prostředí.

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Poté, co v dubnu došlo vlivem vyšší americké inflace k výraznému nárůstu výnosů jak na americké, tak na německé výnosové křivce, a to po celých jejích délkách, během května a června došlo ke korekci. Americké dvouleté výnosy totiž klesly zpátky na 4,75 %, desetileté pak na 4,40 %, tj. u obou jen zhruba 5–10 b. b. nad hodnotou z konce prvního čtvrtletí. Na německých dluhopisech se korekce odehrála až v červnu: dvouletý výnos byl koncem června 2,8 % (stejný jako koncem března), desetiletý 2,5 % (o 20 b. b. výš než koncem března).

DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) koncem června v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce přidal zhruba stejně (+0,3 %) jako v předcházejících třech měsících; u jejich spekulativních protějšků pak +0,3 % (vs. +0,8 % v květnu).

V případě dolarových instrumentů došlo po výrazném dubnovém poklesu (jak u investičních, tak u spekulativních dluhopisů; o 3,2 %, resp. o 1,1 %) ke korekci: v květnu vyrostl TRI u investičního stupně o 2,2 %, u spekulativních instrumentů o 1,2 %, v červnu pak o 0,6 % a 1 %.

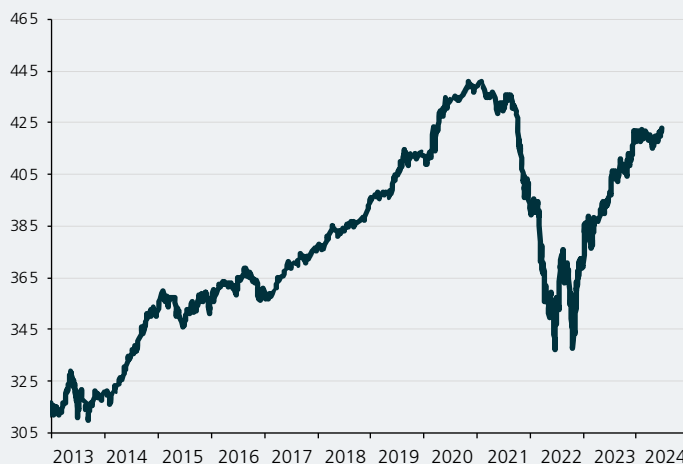
Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR v červnu výrazně narostly, a to o 16 %, resp. 8 %. Ve srovnání se začátkem roku jsou tak o necelých 5 %, resp. o necelá 3 % vyšší.

INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISOVÉ TRHY

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Česká výnosová křivka během června mírně poklesla. Dvouletá splatnost klesla díky pokračující benigní inflaci a snižování sazeb ČNB na 4,05 % (–20 b. b. oproti konci května, ale stále +25 b. b. nad úroveň z konce března), desetiletá splatnost pak na 4,24 % (–13 b. b. oproti konci května, +22 b. b. oproti konci března).

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku došlo v červnu k dalšímu mírnému poklesu výnosů, ale jen na krátkém konci: dvouletý výnos klesl o cca 6 b. b. na 5,15 %. Desetileté výnosy vyrostly o zanedbatelných 5 b. b. na 5,75 %. Podobně jako v ČR ani v Polsku neproběhly žádné významnější domácí informace a na zahraničních (německých) dluhopisových trzích se toho moc neodehrálo.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Turecká ekonomika zůstává i nadále velmi odolná vůči vysoce inflačnímu prostředí, zvýšení úrokových sazeb se nicméně postupně propisuje do spotřebitelské aktivity. Fiskální politika vlády by po nedávných volbách neměla do budoucna být již tolik proinflační. Centrální bance se prostřednictvím regulatorních opatření daří snižovat poptávku domácích střadatelů po dolarové likviditě a celkově omezovat tlak na tureckou liru. Výnosy tureckých dluhopisů v červnu nedoznaly větších změn. Po květnovém posílení kvůli horším inflačním číslům a diskutovanému vládnímu návrhu na nové daně pak ztrácel měnový kurz. Z pohledu historické volatility šlo nicméně o kosmetické oslabení o 1,5 %.

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ukrajinské státní dluhopisy v UAH v červnu mírně rostly. Dolarové státní dluhopisy po březnovém silném cenovém růstu (v důsledku spekulací o zveřejnění návrhu na restrukturalizaci cizoměnového ukrajinského státního dluhu pod taktovkou IMF a před uplynutím dříve domluveného dvouletého prodloužení splatnosti) následně ale tento pohyb korigovaly a i v červnu zůstaly na úrovních kolem 30–32 % nominální hodnoty.

Prvotní návrhy na podobu restrukturalizace (60% snížení nominální hodnoty dle návrhu ministerstva financí vs. cca 20% snížení navrhované věřiteli) nevyústily ve společnou dohodu. Jednání tak budou v průběhu července intenzivně pokračovat. Na stole je kromě snížení nominální hodnoty i prodloužení splatnosti a úprava výše kupónových plateb.

MĚNY

Dolar proti euru se v polovině dubna pod vlivem očekávání, že americké sazby budou po delší dobu vyšší, dostal až na úroveň 1,06 USD/EUR, což byla nejsilnější hodnota dolaru od minulého listopadu. Od druhé poloviny dubna však začal opět oslabovat, až se koncem května dostal na hranici 1,085, tedy na stejnou úroveň jako v první dubnové dekádě. Důvodem byla zejména mírnější inflace, jež byla v květnu zveřejněna. V červnu s tím, jak nová prognóza centrální banky ukázala jen na jedno snížení sazeb v letošním roce, zatímco ECB již jedno dokonce uskutečnila, dolar posílil zpátky k 1,07. **Polský zlotý** během června nejdříve oslabil až ke 4,35, posléze se však vrátil ke 4,30 PLN/EUR. **Česká koruna** ukončila v červnu své posilování z předchozích dvou měsíců, jehož vrchol byl počátkem června, kdy se dostala až pod 24,60 CZK/EUR. Ve druhé polovině června se vrátila zpátky nad hranici 25 korun za euro. **Maďarský forint** v květnu většinu času kolísal kolem hranice 395 HUF/EUR.

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Růst amerických výnosů posunul v dubnu křivku českých vládních dluhopisů nahoru, což pak dále umocnila ČNB novou prognózou tlumící očekávání na výrazný a letošní rychlý pokles sazeb. Ve spojitosti s tím, že se ČNB nechce vrátit do éry velmi nízkých sazeb z minulé dekády že nadále trvá velký deficit rozpočtu (za prvních 6 měsíců činil 179 mld., plán na celý rok je 250 mld.), který zvyšuje emisi dluhopisů, si myslíme, že výnosy zůstanou v nejbližším čtvrtletí nad 4 % jak na krátkém, tak na dlouhém konci. Prostor pro výraznější pokles pod tuto hranici vzhledem k vývoji v USA (ale i vzhledem k trvání domácí inflace ve službách) pro druhou polovinu roku nevidíme.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku centrální banka po předvolebním snížení sazeb v minulém roce již sazby dále nesnižuje – stále napjatý trh práce, silný růst mezd či urychlující jádrová inflace způsobily, že si dává dlouhou pauzu. To se podepisuje i na výnosech. S obnovením cyklu snižování sazeb lze čekat mírný pokles výnosů, otázkou však je, kdy k němu dojde – letos to na nic takového vzhledem k vývoji mezd nevypadá.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Vzhledem k očekávanému vrcholu inflačních tlaků s poklesem inflace blíž 40 % ke konci roku a nyní již kladným reálným úrokovým sazbám (při anuálizaci posledních tří meziměsíčních nárůstů) předpokládáme stabilizaci vývoje měnového kurzu. Očekáváme ponechání vysoké úrovně sazeb centrální banky (základní úroková sazba zůstane na/nad 50 % 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 a zachování konstruktivního přístupu ministerstva financí.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ukrajina i nadále jedná jak s Mezinárodním měnovým fondem, tak s mezinárodními věřiteli o dalším vývoji a restrukturalizaci zahraničního dluhu. Scénáře implikované programem Mezinárodního měnového fondu ukazují varianty restrukturalizace od téměř stoprocentního odepsání cizoměnového dluhu po cca 40%. Je zde nicméně vysoká citlivost na vstupní parametry, zejména v podobě úrovně HDP, nastaveného cílového poměru dluhu a celkové výpůjční potřeby a dluhové služby. Objem restrukturalizovatelného zahraničního dluhu je cca 28,5 mld. USD (20 % celkového dluhu). Trh se aktuálně kloní spíše k mírnější a postupné variantě s prodloužením splatnosti a redukcí kuponových plateb.

MĚNY

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

Česká koruna v souladu s naším očekáváním opět oslabila nad hranici 25 korun za euro. Vzhledem k tomu, že **ČNB je agresivnější než FED či ECB ve snižování sazeb** (sazby ČNB jsou dnes již nižší než v USA), **nevidíme prostor pro posilování koruny**. Dle nás tak koruna zůstane nad 25 korunami za euro v celé druhé polovině roku, i když občasný náhled pod tuto hranici vyloučit nelze.

Polský zlotý nemá pevné makroekonomické základy, a navíc mu centrální banka sebrala minulý rok na podzim i berličku v podobě (vyšších) úrokových sazeb, které jsou dnes již jen velmi lehce nad sazbami v USA. Dle nás tak zlotý zůstává zranitelný a hodnoty mezi 4,20 a 4,30 PLN/EUR vidíme jako maximum možného. Pokud se někam v příštích měsících vydá, pak dle nás na slabší úroveň.

Maďarský forint také nemá žádný důvod posilovat: úrokový diferenciál se smršťuje, deficity běžného účtu i rozpočtu jsou velké. Podobně jako u zlotého, pokud se dočkáme výraznějšího pohybu, pak spíše ještě ke slabším úrovním.

AKCIOVÝ TRH

Na akciových trzích preferujeme rozvíjející se trhy před vyspělými, a to z důvodu odlišných očekávaných trajektorií základních úrokových sazeb a pozitivnějšího ekonomického vývoje. Na nízkých hodnotových ukazatelích se také obchodují akciové trhy vyspělé Evropy a Velké Británie. V rámci rozvíjejících se trhů je stále jedním z nejlevnějších náš středoevropský region.

V následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu spojenou s pohyby na požadovaných dluhopisových výnosech, geopolitickými riziky a příchodními makroekonomickými daty. Vyšší úrokové sazby si již u některých společností a spotřebitelů vybírají svou daň, 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.

Ziskové marže korporací jsou nadále silné, k čemuž přispívá silný trh práce a pokračující růst mezd. Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přírážku. Proto máme na jednotlivé akciové trhy různá výkonnostní očekávání. Delší období s vysokými úrokovými sazbami by však měl 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 zároveň bude 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. 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. Zbýlé sektory jsou dle nás hodnoceny více atraktivně, jelikož se ve většině případů nepodílely na růstu akciových indexů v minulých měsících, obchodují se na zajímavých úrovních. Nadále však věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a rozvíjejících

se trzích. Po současné ekonomické slabosti zažije Asie oživení. Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož budou lépe využívat aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní 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 nezaručuje 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