

# VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

## AKCIOVÉ INDEXY

USA – S&P 500	-0,87 %
Evropa – DJ Stoxx 600	3,74 %
Japonsko – Nikkei 225	10,37 %
MSCI – Emer. Mark.	5,41 %
ČR – PX	-4,03 %
Polsko – WIG30	1,95 %
Maďarsko – BUX	-1,78 %

## DLUHOPISOVÉ INDEXY Bloomberg Barclays

USA	1,82 %
Evropa	1,43 %
ČR	0,79 %
Polsko	0,79 %
Maďarsko	1,15 %
Turecko*	0,87 %

\* BofA Merrill Lynch index

## MĚNY (pokles = posílení)

USD/EUR	-0,33 %
CZK/USD	0,05 %
CZK/EUR	-0,35 %
PLN/EUR	0,20 %
HUF/EUR	-1,19 %
TRY/EUR	0,72 %

## KOMODITY

Ropa Brent	2,53 %
Zemní plyn	-34,34 %
Sil. elektřina	-6,94 %
Zlato	11,33 %
Stříbro	18,02 %
Měď	1,59 %

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

### EMU

Růst ekonomiky eurozóny se drží tempa **+1,5 % ročně**, předstihové indikátory nenaznačují jeho urychlení. Inflace je na cíli, ECB v klidu.

Mezičtvrtletní tempo růstu HDP eurozóny dosáhlo dle prvního odhadu ve **4. čtvrtletí 2025 stejného tempa (+0,3 % q/q)** jako ve čtvrtletí třetím. Meziroční tempo za celý minulý rok tedy dosáhlo **+1,6 %**, což je jen o něco horší než (velkým fiskálním) deficitem sycený růst v USA (**+2,3 %** v minulém roce). Struktura růstu prozatím zveřejněna nebyla. Z velkých zemí jako obvykle nejrychleji rostlo ve 4Q25 Španělsko (**+0,8 % q/q**, **+2,6 % r/r**), následováno s odstupem Německem (**+0,3 % q/q**, **+0,4 % r/r**) a Itálií (**+0,3 % q/q**, **+0,8 % r/r**).

V datech zveřejněných během února 2026 nebylo nic zvláštního – všechno ukazuje na pokračující růst pomalým tempem.

**Průmyslová produkce** poté, co klesla ve druhém čtvrtletí (o **2,3 % q/q**, to byl ovšem menší pokles, než byl díky předzásobením z USA růst v prvním čtvrtletí: **+4 %**) i ve třetím čtvrtletí (o **0,2 % q/q**), nakonec navzdory dobrému začátku (v říjnu přidala **0,8 %**, v listopadu **0,3 %**) **klesla i ve čtvrtém čtvrtletí**. Důvodem byl slabý prosinec, kdy produkce poklesla o **1,4 % m/m**. Za tímto poklesem stál zejména výrazný tříprocentní pokles v Německu, který vymazal skoro celý růst z předchozích třech měsíců (**+3,6 %** za září–listopad) a pohřbil tak naděje, že se německý průmysl konečně probírá k životu. Meziroční tempo růstu průmyslu dosáhlo **-0,3 %**, a za celý minulý rok se tak produkce obrátila k lepšímu jen nepatrně (**+0,4 %**).

Jak jsme psali v minulých vydáních, nešlo čekat, že by německé oživení v průmyslu mělo být trvalejšího charakteru. To naznačoval například **index IFO**, dle kterého se situace v německém průmyslu koncem minulého roku nezlepšovala, spíše (mírně) naopak. Hodnocení stávající situace ve 4. čtvrtletí (**85,5 bodu**) sice zůstalo stejné jako koncem třetího čtvrtletí (**85,7 bodu**), zhoršil se však subindex očekávání (z bezmála **92 bodů** v říjnu na necelých **90 bodů** v prosinci 2025). Ani první dva měsíce letošního roku nenaznačují zlepšení: subindex očekávání byl v únoru **90,5 bodu**, tj. například na úrovni července 2025.

**Ani v celé eurozóně to nevypadá na urychlení tempa růstu průmyslu. Index PMI** totiž v lednu dosáhl **49,5 bodu** a **v únoru 50,8**, což sice je nejvyšší hodnota za posledních 44 měsíců, ale také to indikuje jen růst velmi, velmi pomalým tempem. Důvodem byl růst nových objednávek, zejména v rámci eurozóny: jejich růst byl nejrychlejší od dubna 2022. Na to, abychom mohli být na evropský průmysl optimističtější, bychom však potřebovali vidět takových zlepšení ještě aspoň 4–5.

**Maloobchodní tržby** rostly v první polovině roku stejným čtvrtletním tempem: v prvním čtvrtletí o **0,6 % q/q**, ve druhém o **0,7 % q/q**. Ve třetím čtvrtletí ovšem jen (mezičtvrtletně) stagnovaly. **Čtvrté čtvrtletí sice začalo dvěma mírnými meziměsíčními růsty**, a to o **0,3 % m/m** v říjnu a **0,1 % m/m** v listopadu, **kompensoval je však prosincový pokles o 0,5 % m/m**. To znamená, že **meziroční tempo růstu dosáhlo v prosinci +1,3 % a za celý minulý rok lehce nad +2 %**.

**Míra nezaměstnanosti** po sezonním očistění setrvává na historickém minimu **6,2 %** (úroveň z listopadu 2024). **V říjnu i v listopadu byla míra nezaměstnanosti lehce (6,3 %) nad touto úrovní, v prosinci pak přesně na ní**. Nejnižší z velkých zemí je nezaměstnanost stále v Německu (**3,8 %**), nejvyšší ve Španělsku (zde ovšem stále klesá, **10 % vs. 10,8 %** před rokem).

**Tempo růstu mezd se normalizuje**. Dle prvních dat za 4. čtvrtletí, která máme zatím jen za průmysl (a ne za celou ekonomiku), vzrostl index nominálních nákladů práce i ve 4. čtvrtletí o **0,7 % q/q**, a tedy meziročně o **3,5 %**. Kvartální tempo tak je ve srovnání s průměrným kvartálním tempem růstu za 3Q23–3Q25 pomalejší o **0,3 p. b.** a v analýzovaném vyjádření míří někam ke **3 %**. Takové tempo růstu mezd je sice nadále

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## EMU

nad úroveň tempa růstu produktivity práce, neohrožuje však dle nás plnění inflačního cíle ECB (současné však neumožňují ani další pokles sazeb).

**V sektoru služeb se v letošním roce oproti konci roku minulého situace mírně zhoršila.** Poté, co PMI dosáhl ve 4. čtvrtletí 2025 průměrné hodnoty 53 bodů, za první dva měsíce letošního roku to bylo průměru 51,7 bodu (v únoru 51,8 bodu). Růst objednávek ve službách totiž ve srovnání s posledním čtvrtletím 2025 zpomalil.

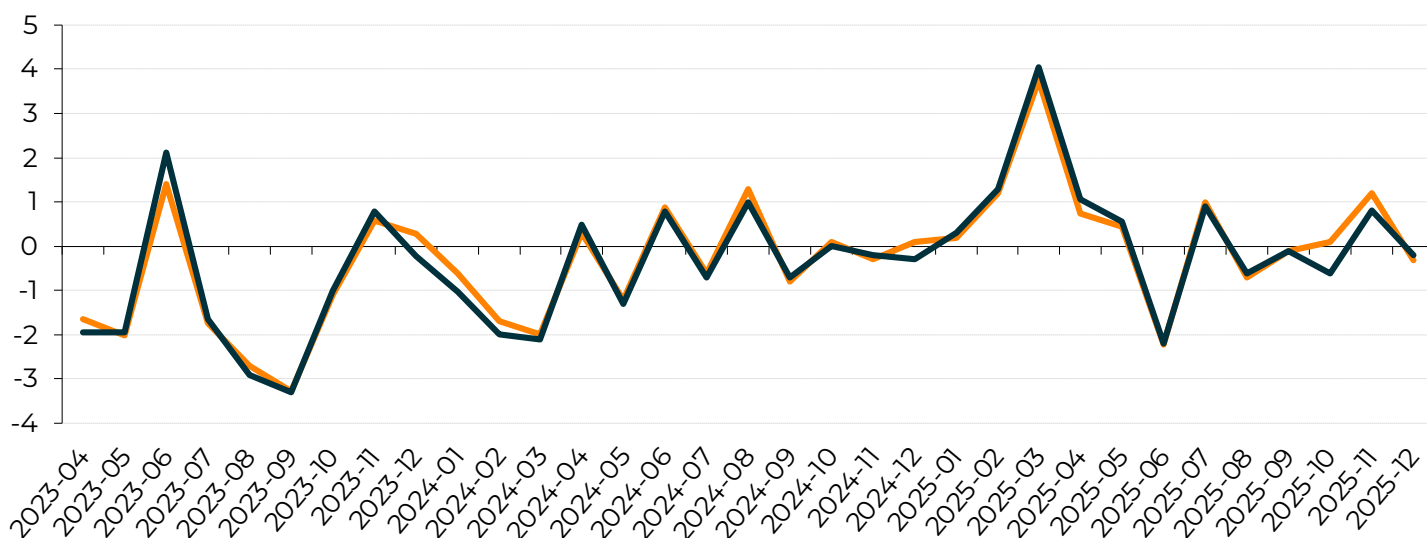
**Důvěra domácností v EU se pomalu zlepšuje.** Z dubnového lokálního dna (-14,6 bodu) se index **důvěry domácností v únoru 2026 dostal na -11,6 bodu.** To je stejná hodnota jako třeba před rokem, a nadále pod dlouhodobým průměrem (-10,1 bodu).

**Jádrová inflace zůstala v lednu 2026 dle prvního odhadu poblíž dvou procent, když dosáhla 2,2 %.** **Meziroční celková inflace dosáhla v lednu 1,7 %.** Na celkovém indexu se výrazně podepsal segment energií, který v lednu prohloubil meziroční pokles z prosincových -1,9 % r/r na -4,1 %. Služby dále rostou tempem nad +3 % (v únoru +3,2 %).

**ECB na svém posledním zasedání v únoru ponechala sazby opět beze změny na 2 %.** Lagardeová na tiskovce zopakovala, že „inflace je v dobré situaci“, že „ekonomika vykazuje i v obtížném globálním prostředí odolnost“, což je „vidět i v nízké nezaměstnanosti“. Vypadá to tedy na delší období neměnných sazeb.

## Průmysl EMU dlouhodobě neroste.

Růst **zpracovatelského průmyslu** a **celého průmyslu** v eurozóně za poslední čtvrtletí, % (reálně, SO)



Zdroj: Eurostat, dostupné ZDE.

## USA

**FED se k dalšímu snižování sazeb staví opatrně, důvodem je inflace i stabilizovaný (dále se nezhoršující) trh práce.**

Růst americké ekonomiky ve čtvrtém čtvrtletí oproti třetímu výrazně zpomalil, když jeho **anualizované mezičtvrtletní tempo dosáhlo +1,4 %** (ve 3Q25 to bylo +4,4 %). Nejpodstatnějším faktorem růstu byly poptávka domácností (+1,6 p. b.) a hrubé domácí investice (+0,7 p. b.: příspěvek fixních investic +0,45 p. b., dovybavení a software +0,17 p. b.). Negativně přispěla vláda (-0,9 p. b.), což ale pouze odráželo fakt, že část 4. čtvrtletí vládní sektor plně nefungoval (shutdown).

**Reálné maloobchodní tržby v prosinci meziměsíčně klesly o 0,3 % m/m, což znamenalo, že meziroční tempo se dostalo poprvé od září 2024 do záporu (-0,2 %).** To je výrazné zpomalení nejenom oproti prvnímu pololetí minulého roku, ale vlastně i oproti prvním devíti měsícům, po které byla reportována data do „shutdownu“ vlády: za prvních 9 měsíců bylo průměrné meziroční tempo +1,6 %. Pro srovnání, bylo to tempo výrazně pomalejší než v eurozóně (+2,4 % za první tři čtvrtletí). Konec roku byl také v eurozóně lepší

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

než v USA: +1,3 % vs. -0,2 %, a to i navzdory dvojnásobnému americkému deficitu rozpočtu proti evropskému. Nelze se ubránit myšlence, že se v datech projevuje dopad hospodářské politiky prezidenta Trumpa.

**Zdá se, že trh práce se po jistém ochlazení v minulém roce zdá se na (z historického hlediska stále) silných úrovních stabilizoval.**

Míra nezaměstnanosti dosáhla **v lednu 4,3 %, což je o 0,3 p. b. více než před rokem** (a o 0,6 p. b. více než před dvěma lety). V lednu však výrazně překvapila tvorba nových pracovních míst v soukromém sektoru. Zatímco po (pravidelné) revizi dat oznámila agentura BLS, že v celém minulém roce americká ekonomika vytvořila v soukromém sektoru pouze 367 tis. nových pracovních míst, jenom v lednu 2026 pak měla vytvořit 172 tis. nových míst. To se nám zdá být příliš a domníváme se, že v příštím roce po revizi bude toto číslo revidováno dolů podobně jako v lednu 2025 (+111 tis. původně vs. -48 tis. po revizi, tj. rozdíl o 159 tis.).

Koncem roku výrazně klesla míra volných pracovních míst. Dle průzkumu JOLTS ještě v listopadu byla na 4,3 %, což bylo stejné jako před rokem, v prosinci však klesla na 3,9 %, což je (s výjimkou COVIDU) nejnižší od května 2017. Tato hodnota je tak nejenom znatelně pod postcovidovým lokálním maximumem (7,4 % v březnu 2022), ale také už poblíž dvacetiletého předpandemického průměru (3,1 %). **Meziroční tempo růstu mezd se nadále pohybuje lehce pod 4 %.** Dle dat z průzkumu CES (Current Employment Statistics) meziroční tempo růstu mezd v lednu dosáhlo 3,7 %, což je o 0,2 p. b. pomalejší než před rokem. **Kvartální dynamika tempa růstu mezd** se v posledním pololetí pohybuje mezi 0,8 % a 1,2 % (v lednu to bylo 1 %), tj. kolem anualizovaného tempa na úrovni 4 %.

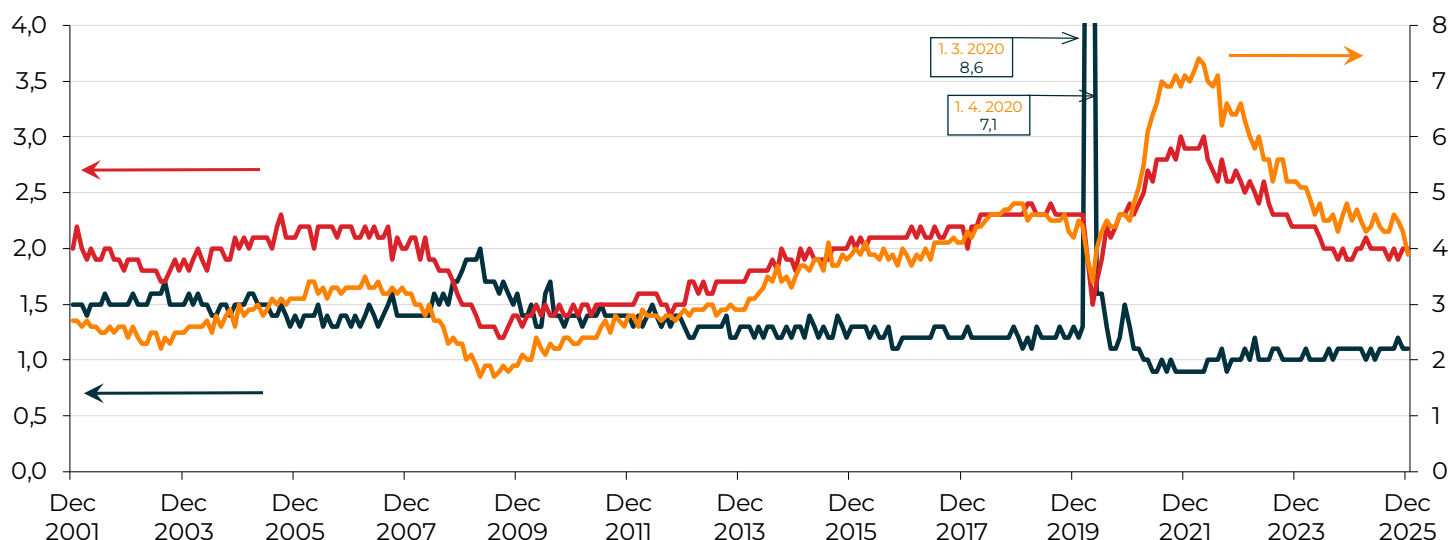
**Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** (bez letadel a zbraní) kromě mírného poklesu ve druhém čtvrtletí (-0,2 % q/q) jinak rostly: v prvním čtvrtletí nakonec přidaly 1,6 % q/q, ve třetím čtvrtletí pak 2,6 % q/q. **I čtvrté čtvrtletí bylo dobré:** v říjnu růst o 0,5 % m/m, v listopadu o 0,4 % a v prosinci o 0,6 % znamená, že za celé čtvrtletí objednávky **vzrostly o 1,8 %.** **Za celý minulý rok vzrostly objednávky o 8,1 %.** Roli zde jistě hraje boom AI.

**Reálná průmyslová produkce** za celý minulý rok přidala 1,2 %, v lednu pak vzrostla o 0,7 % m/m a meziročně tedy o 2,3 %. I tak to společně s předclou prezidenta Trumpa Trumpova cla tak příliš průmyslu do Ameriky nevrátila a není důvod domnívat se, že tomu při jeho druhém pokusu bude jinak. Navíc v únoru Nejvyšší soud prohlásil cla z minulého roku za protiústavní.

Jádrová PCE inflace v **posledních 3 měsících do prosince dosáhla 0,76 %**, což indikuje anualizované tempo růstu jádrové inflace zhruba 3 %. **Meziroční jádrová PCE inflace byla v prosinci 2,8 %, tj. o 0,2 p. b. vyšší než před rokem.** Vzhledem k tomu, že fiskální politika zůstává velmi volná a centrální banka je pod tlakem, aby snižovala sazby, není dle nás inflační riziko v Americe definitivně zažehnáno.

## Míra volných pracovních míst výrazně klesla.

Míra **nucených** a **dobrovolných** odchodů z práce a počet **volných pracovních míst** v USA (% pracovní síly, sezonně očištěno)



Zdroj: BLS.gov (dostupné [ZDE](#))

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## USA

**Americká centrální banka v únoru nezasedala. Na lednovém zasedání ponechala po předchozích třech sníženích sazby beze změny. Nejbližší zasedání bude v polovině března.** Hlavní sazba tedy zůstala v pásmu 3,5–3,75 %. Ze zápisu bylo zřejmé, že to opět nebylo jednomyslné rozhodnutí: Stephen Miran a Christopher Waller) hlasovali za snížení o čtvrt procentního bodu. Na tiskovce Powell řekl, že FED určitě nebude pospíchat s dalším snižováním sazeb, jelikož „ekonomika nás, nikoliv poprvé, opět překvapila svou silou“ a trh práce vykazuje znaky „stabilizace“. Určitě tak Powell trhům nedal důvod si myslet, že v lednu se jednalo jen o krátkou přestávku ve snižování sazeb. V zápisu zveřejněném v únoru FED varoval, že cesta ke dvouprocentnímu inflačnímu cíli může být pomalejší a méně rovnoměrná, než se očekávalo. Většina členů FOMC pak podporuje delší období stabilních úrokových sazeb, dokud nebude jasné, že dezinflační trend je zřetelný a jasný. Někteří dokonce připustili nutnost sazby znovu zvýšit, pokud by inflace zůstala nad cílem, přičemž zároveň vnímají známky stabilizace na trhu práce. Celkově tak zápis vyzněl jestřábím tónem.

## CEE3

## ČR

**Poptávka domácností se konečně dostala na předpandemickou úroveň. Inflaci uměle snížil zásah vlády.**

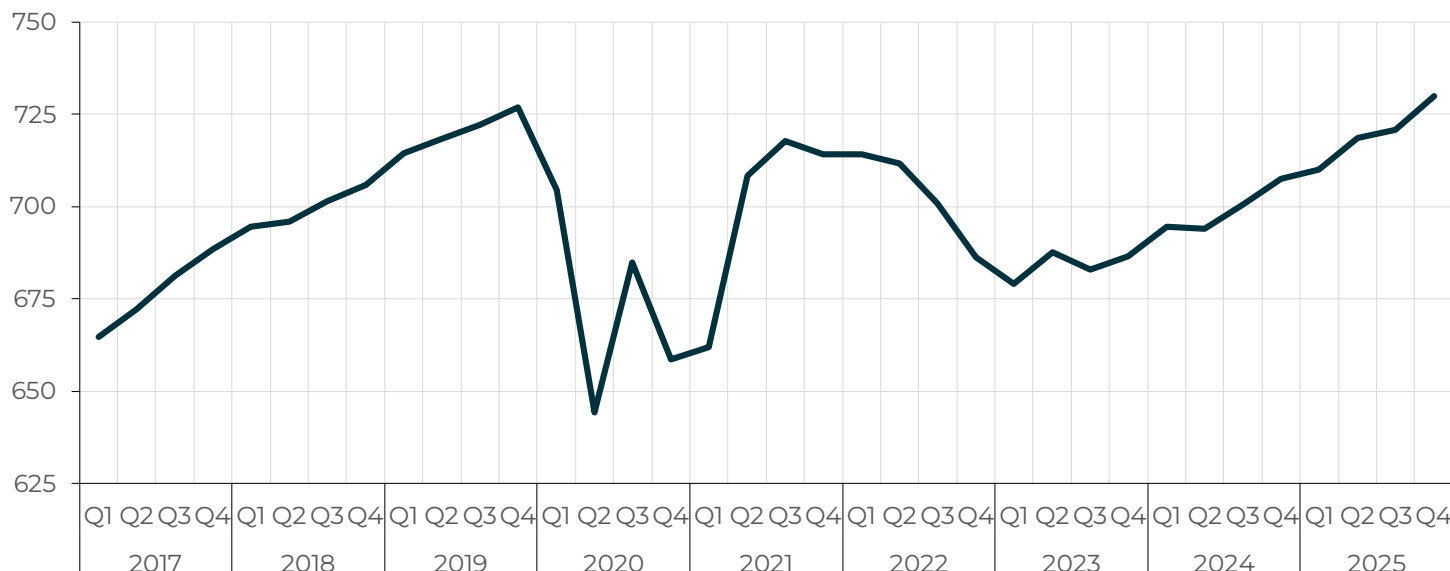
Dle druhého odhadu dosáhlo tempo růstu HDP ve 4. čtvrtletí 0,6 %, což je navlas stejné jako bylo průměrné kvartální tempo růstu v letech 2024–2025. **Za celý minulý rok tak ekonomika vzrostla o 2,6 %** (tj. rychleji než USA či EMU), v posledním čtvrtletí pak přidala meziročně rovněž 2,6 %.

Ve struktuře dat ve 4Q25 dominoval vliv poptávky domácností (+1,3 % q/q) a poptávky vlády (+2,2 % q/q). Poptávka vlády se tak v mezičtvrtletním srovnání dostala konečně (byť jen mírně, o 0,4 %) nad předpandemické maximum ze 4. čtvrtletí 2019. Za celý rok 2025 byla o skoro 3 mld. v reálném vyjádření nižší než v roce 2019. Vývoz vzrostl o 0,8 %, dovoz o 0,6 %, tj. příspěvek čistého exportu byl malý. Příspěvek hrubých investic pak byl záporný (-1,3 % q/q), a to zásluhou zásob (fixní investice vzrostly o 1,7 %). Za celý rok 2025 přidala poptávka domácností 3 %.

**Průmyslová produkce v roce 2025 přidala 1,5 %**, z velké části zásluhou čtvrtého čtvrtletí, v němž přidala 2,7 %. Dle ČSÚ v minulém roce „většina průmyslových odvětví meziročně rostla nebo stagnovala“, s dodatkem, že „k růstu nejvíce přispěly kovodělný průmysl, výroba elektřiny a výroba pryžových a plastových výrobků“. K tomuto růstu samozřejmě vedl růst nových zakázek, které v minulém roce přidaly 3,4 %. V prosinci samotném došlo zásluhou uzavření dlouhodobých zakázek k výraznému nárůstu nových zakázek (+18,5 % m/m), po očištění pak o 6 %. Z toho lze soudit, že růst průmyslu by se v dalších měsících mohl urychlit.

## Čtvrtletní poptávka domácností se po 6 letech dostala nad předpandemickou úroveň.

Reálná spotřeba domácností (CZK mld., SO) v daném čtvrtletí



Zdroj: ČSÚ, dostupné [ZDE](#).

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## ČR

**Vývoj PMI nadále ukazuje na pomalý růst.** V lednu 2026 totiž dosáhl index nákupních manažerů 49,8 a v únoru 50 bodů, což jsou hodnoty které jsou jen o málo vyšší, než byl průměr za celý minulý rok (48,6). Subindex nových objednávek nepotvrzuje slova ČSÚ: dle PMI totiž nové objednávky v lednu i v únoru mírně klesly.

Kvartální dynamika **maloobchodních tržeb** byla v prvním čtvrtletí skoro procentní, ve druhém čtvrtletí zpomalila na polovinu (+0,5 % q/q) a ve třetím čtvrtletí tempo jejich kvartálního růstu dosáhlo jen 0,3 %. Čtvrté čtvrtletí však přineslo opět urychlení tempa, když **kvartálně tržby přidaly 0,6 %**. Za celý minulý rok tak vzrostly o 2,4 %. Nejvyšším tempem rostly tržby za paliva (+8,7 %) a jádrové tržby (bez paliv a potravin), jejichž tempo bylo +4,4 %. Tržby za potraviny prakticky nerostly (+0,6 %).

**Důvěra domácností** se v listopadu dostala nejvýše od prosince 2019 (těsně před začátkem covidové pandemie). Důvodem byl růst podílu respondentů očekávajících v příštích 12 měsících zlepšení celkové ekonomické i osobní finanční situace. V prosinci pak důvěra zůstala jen velmi těsně pod listopadovou hodnotou, **v lednu 2026 se však zhoršila na -3 body a v únoru na -3,5 bodu, což je na úrovni minulého října**. Důvodem je nejspíš částečná korekce nadšení z voleb, které bylo důvodem výrazného růstu důvěry koncem minulého roku.

**Důvěra firem** se v říjnu hodnotou 15,4 bodu dostala nejvýše od června 2022 (15,9 bodu), což bylo zásluhou vývoje v segmentu služeb, kde se důvěra dostala na nejvyšší hodnotu od roku 2008. Od té doby se však opět zhoršila, v prosinci až na 9,5 bodu (tedy nejnižší od dubna 2025). V letošním roce se mírně zlepšuje: v lednu 10,1 bodu, **v únoru 11,4 bodu**.

**Česká měnově-politická inflace v lednu přidala 1,25 % m/m**, tj. stejně jako v lednu minulého roku (1,22 %). Poptávková inflace přidala 0,4 %, což bylo o 0,1 p. b. méně než v lednu loňského roku. Výrazným vlivem na celkovou meziroční inflaci, která se dostala na 1,6 % (poptávková inflace zůstala na 2,7 %) byl transfer poplatku za podporované zdroje energie při výpočtu ceny elektřiny na stát. Bez tohoto efektu by inflace dosáhla 2 %. **Hlavním inflačním problémem stále zůstávají služby**: meziročně v prosinci přidaly 4,8 % (ceny zboží přitom rostly tempem jen +0,4 %).

**ČNB na svém zasedání v únoru, stejně jako na několika předchozích zasedáních, ponechala sazby beze změny**. Důvodem bylo, že BR ČNB považuje rizika za v souhrnu proinflační: zvýšená dynamika úvěrů přispívá k růstu množství peněz v ekonomice, trh práce zůstává napjatý a mzdy rostou zvýšeným tempem, roste i spotřeba domácností a proinflačně působí stále zvýšený růst cen služeb a nemovitostí.

## POLSKO

**Centrální banka po lednové pauze opět snížila sazby, inflace je pod kontrolou.**

Polský **HDP vzrostl v minulém roce o 3,6 %**, v posledním čtvrtletí tedy o 1 % q/q (a o 4 % r/r). Poptávka domácností vzrostla v minulém roce o 3,7 % r/r, investice o 4,2 %. Nelze přehlédnout silný vliv fiskální expanze vlády: příspěvek vládního sektoru k meziročnímu růstu dosáhl 1 p. b. (poptávka domácností vzrostla o 2,1 p. b.).

**Průmyslová produkce** si ve čtvrtém čtvrtletí nevedla příliš dobře: v říjnu poklesla o procento a v listopadu pak o dalších 1,6 %, a tak i když v prosinci vzrostla o 2,1 %, na růstové čtvrtletí to nestačilo. Začátek letošního roku taky nebyl dobrý: v lednu produkce poklesla meziměsíčně o 2,4 %, což znamená, že meziročně byla nižší o 0,4 %. Na lednovém meziročním výsledku se nejvíce podepsal zpracovatelský průmysl (-3,2 % r/r).

**Index PMI**, který v prosinci dosáhl 48,5 bodu, což bylo v souladu s průměrem roku 2025, který byl 48,3 (a tedy nejvyšší od roku 2021), v lednu (48,8 bodu) i v únoru dále klesal. **V únoru dosáhl index 47,1 bodu**, což byl nejhorší výsledek od srpna 2025. Opět (po jedenácté v řadě a nejrychleji od července 2025) totiž klesly nové objednávky, a to i ty exportní. Dále klesá i zaměstnanost, a to nejrychlejší tempem od května 2024.

**Reálné maloobchodní tržby** za celý rok 2025 přidaly 4,9 %, nejvíce v sektoru motorových vozidel (+11,1 %), oblečení (+9,7 %) a vybavení pro domácnost (+15,8 %). Podobně jako v ČR i v Polsku byly slabé prodeje potravin (-0,5 %). **Rok 2026 začal mírným růstem** o 0,5 % m/m, což znamenalo, že meziroční tempo dosáhlo +5,1 % a tempo růstu za poslední tři měsíce (listopad–leden) solidních 1,5 %.

**Míra nezaměstnanosti** roste: v prosinci byla 5,7 %, v lednu už 6 %, což bylo o 0,6 p. b. víc než před rokem. Nárůst nezaměstnanosti je vidět zejména v průmyslu. Dále zpomaluje meziroční tempo růstu mezd: za celý minulý rok mzdy přidaly 8,1 % (a s výjimkou prosince meziroční dynamika celý rok zpomalovala), **v lednu letošního roku pak už „jen“ 6,1 %**. To je tempo růstu již srovnatelné s ČR.

**Inflace** se ve druhé polovině minulého roku prakticky nepohnula: v srpnu i v září stagnovala, v říjnu i v listopadu vzrostla jen minimálně (+0,1 % m/m) a v prosinci opět stagnovala, což znamenalo, že cenová

## EKONOMIKA / HLAVNÍ UDÁLOSTI

## POLSKO

hladina byla koncem minulého roku vyšší meziročně o 2,4 % (vs. 4,7 % r/r v prosinci 2024) a zůstala tedy na střední hodnotě tolerančního pásma polské centrální banky (2,5 % ± 1 p. b.). Předběžná **lednová data** sice ukázala klasické lednové přecenění, což se do inflace promítlo jako meziměsíční růst o 0,6 %, toto přecenění však bylo znatelně nižší než v roce 2025 (1 %). **Meziroční tempo růstu tak dále zpomalilo na 2,2 %.**

**Centrální banka** poté, co v lednu udělala krátkou pauzu a sazby ponechala beze změny, se **v březnu opět vrátila ke snižování sazeb**. Sazby tak klesly o 25 b. b. na 3,75 %. Důvodem, že se tak stalo i navzdory útoků USA na Írán, byla revize inflační prognózy směrem dolů.

## MAĎARSKO

**Centrální banka pod vlivem slabé ekonomiky a inflace zahájila po dlouhé pauze snižování sazeb.**

**Ekonomika ve 4. čtvrtletí po sezonním očištění mezičtvrtletně přidala 0,2 %.** Za celý minulý rok tak ekonomika vzrostla o velmi nízké 0,3 % a v podstatě **3 roky neroste**: od čtvrtého čtvrtletí 2022 do čtvrtého čtvrtletí 2025 vzrostla celkem jen 0,7 %. Struktura dat zveřejněná počátkem března ukázala, že v minulém roce se na růstu nejvíce podílely poptávka domácností (+1,4 p. b.), vlády (+0,2 p. b.) a zásoby (+0,5 p. b.), negativem byly fixní investice (-0,5 p. b.) a hlavně čistý export (-2 p. b.).

**Maloobchodní tržby** tak za celý uplynulý rok vzrostly o 2,9 %. To bylo méně, než by odpovídalo růstu reálné mzdy (viz níže). Letošní rok začal solidním růstem o 0,5 %, což znamená meziroční tempo růstu po kalendářním a sezonním očištění dosáhlo 3 %. Nejvíce se na tomto tempu podílejí prodeje paliv (+5,7 % r/r) a prodeje v nepotravinářském sektoru (+4,7 % r/r).

**Míra nezaměstnanosti roste.** V lednu poskočila již na **4,7 %**, což je nejvyšší hodnota od května 2020. Fakt, že ekonomika neroste a že se v nedávné inflační epizodě výrazně rozevřely nůžky mezi produktivitou práce a mzdami, se začíná projevovat. Oproti lednu minulého roku i roku 2024 je míra nezaměstnanosti vyšší o 0,2 p. b., dle nás se však situace nejspíš bude dále zhoršovat.

**Růst mezd ale stále pokračuje vysokým tempem, byť jeho dynamika proti předcházejícím rokům přece jenom zvolňuje:** v minulém roce vzrostly mzdy o 9 %, v samotném prosinci o 8,5 %. Dle nás by se prakticky nerostoucí ekonomika a zhoršující se trh práce měly letos projevit na výraznějším zpomalení růstu mezd. Proti tomu však jde pokračující tlak na mzdy ze strany administrativních zásahů: minimální mzda v lednu vzrostla o dalších 11 % (na 322 800 HUF, přibližně 20 650 Kč).

**Průmyslová produkce** v minulém roce poklesla o 3,2 %, což byl další pokles v řadě (v roce 2024 totiž poklesla produkce o 4,1 %). Nejdůležitějším faktorem v minulém roce byl pokles ve zpracovatelském průmyslu (-3,1 %), ale klesla i produkce v energetice (-1,6 %) a v těžbě (-5,1 %). Pozitivem z prosince, v němž produkce přidala 0,9 % m/m, byl znatelný nárůst nových objednávek (+28 % r/r ve zpracovatelském sektoru). Zde bude ale, stejně jako v ČR, výrazný efekt dlouhodobých objednávek.

**Celková inflace v lednu 2026 vzrostla** o 0,3 % m/m, jádrová také o 0,3 % m/m. Celková inflace se tak v meziročním srovnání dostala **na 2,1 %** (vs. 3,3 % v prosinci), **jádrová inflace zpomalila z 3,8 % na 2,7 %**. Služby také konečně (a citelně) zpomalily, a to až na „českých“ 5 % r/r. Vzhledem ke stavu ekonomiky a vývoji na trhu práce je zpomalení inflace pochopitelné.

**Maďarská centrální banka (NBH) si dávala od října 2024 pauzu**, hlavní sazba dlouho zůstávala na 6,5 %, O/N depozitní a O/N zápůjční sazby na 5,5 %, resp. na 7,5 %. V únoru však toto období neměnných sazeb skončilo, když centrální banka snížila sazby o 25 b. b. Na tiskovce guvernér řekl, že by toto snížení sazeb nemělo být vnímáno jako začátek cyklu snižování sazeb, ale jako projev přístupu centrální banky, jež je motivován (pouze) přicházejícími daty: jelikož inflace byla v souladu s prognózou, vytvořil se dle něj prostor pro snížení. Vzhledem k lednovým inflačním datům, která přišla až po únorovém zasedání centrální banky, lze v březnu očekávat další snížení sazeb.

## ROPA (WTI)

Poté, co se ropa několik posledních měsíců držela v úzkém pásmu 60–65 dolarů za barel, jí z této „letargie“ vytrhl útok Spojených států a Izraele na Írán. Cena rychle skočila na 75 dolarů za barel.

## AKCIOVÉ TRHY

Únor přinesl vyšší volatilitu a zvýraznil odlišnou výkonnost jednotlivých sektorů a regionů. Americké indexy se dostaly pod tlak, přičemž S&P 500 odepsal 0,9 % a technologický index Nasdaq dokonce 2,3 %, i kvůli **výprodeji v segmentu softwarových firem**. Defenzivnější evropský index STOXX 600 si naopak připsal solidních 3,7 %.

Začátkem měsíce zasáhl trhy plošný výprodej softwarových společností. Spouštěčem byla oznámení předních vývojářů AI ohledně nových modelů zaměřených na automatizaci kancelářských procesů a zabezpečení. Trh začal přehodnocovat dlouhodobou udržitelnost některých SaaS modelů. Výprodeje byly víceméně plošné a dotkly se i kvalitních společností svázaných s celou firemní infrastrukturou společností.

Výsledková sezóna dopadla velmi dobře. **Většina firem překonala očekávání** jak ve výsledcích tak výhledech na letošní rok. Ani to mnohdy pro investory nebylo dostatečné. Například Nvidia zveřejnila velmi silné výsledky za čtvrtý kvartál a představila mimořádně robustní výhled, přesto akcie od oznámení výsledků odepsaly téměř 10 %.

**Evropským trhům** nadále pomáhala relativní stabilita a diverzifikace investorů mimo USA. Pozitivním signálem byla také dohoda o volném obchodu mezi Evropskou unií a Indií, která podporuje výhled exportně orientovaných firem. Jde o jednu z největších obchodních dohod posledních let.

Během měsíce došlo k rozhodnutí Nejvyššího soudu USA, který v poměru hlasů 6:3 zrušil většinu zavedených plošných „recipročních“ cel s odůvodněním, že byla v rozporu se zákonem a prezident při jejich zavádění překročil své pravomoci. Soud tak zrušil většinu dřívějších tarifních opatření administrativy. Lze očekávat novou vlnu žalob firem na vrácení již zaplacených cel, což může zvýšit tlak na americký rozpočet. Prezident Trump následně oznámil nové dočasné globální clo ve výši 10 %, než budou cla znovu zavedena podle jiného zákona.

**Geopolitická situace na Blízkém východě** se během února výrazně vyhroutil poté, co Spojené státy společně s Izraelem zahájily vojenskou operaci proti Íránu. Konflikt okamžitě zvýšil napětí na globálních tržích a vedl k zastavení dopravy v Hormuzském průlivu, klíčové tepně pro světový obchod s ropou a zkapalněným zemním plynem (LNG). Přes tento průliv běžně proudí přibližně **20 % světových dodávek ropy a LNG**. Cena ropy Brent v reakci vzrostla o přibližně 10 % a pohybovala se kolem 80 USD za barel.

Region střední a východní Evropy zaznamenal smíšený vývoj. Souhrnný index CECEUR odepsal 1,4 %. **Český index PX klesl o 4 %**, přičemž v kladných

## INDEXY AKCIOVÝCH TRHŮ

## MSCI WORLD INDEX



## MSCI EMERGING MARKETS



## CECE COMPOSITE



Zdroj: Bloomberg

## AKCIOVÉ TRHY

číslech se udržely pouze akcie Colt. Bankovní sektor byl pod tlakem a jeho tituly odepsaly 4–9 %. **Polský WIG 30 vzrostl o 1,9 %**. V únoru byla společnost Allegro podrobena vyšetřování polského antimonopolního úřadu kvůli podezření z preferování vlastních logistických služeb na své platformě, které mohlo poškodit konkurenční dopravce a narušit férovou soutěž. **Dále nabídka na odkup akcií logistické společnosti InPost získala konkrétní obrysy**. Ačkoli se o možné transakci hovořilo již v lednu, až nyní byla oznámena nabídková cena. Skupina investorů v čele se skupinou PPF oznámila indikovanou nabídku ve výši 15,60 EUR za akcii, což firmu oceňuje na 7,8 mld. EUR. Slušnou výkonnost v regionu zaznamenalo **Rumunsko – index BET přidal 3,4 %**, tažen především energetickými společnostmi Transgaz, Premier Energy a Transelectrica, které posílily přibližně o 20 %.

Celkově únor potvrdil, že pod povrchem relativně stabilních hlavních indexů probíhá výrazná sektorová rotace a roste nervozita investorů. Kombinace technologického přehodnocení v oblasti AI, obchodní politiky USA a geopolitických rizik na Blízkém východě udržuje volatilitu na zvýšených úrovních a posiluje selektivitu trhu.

Akcíím na rozvíjejících se trzích se celkově dařilo, když souhrnný index **MSCI Emerging Markets USD připsal velice solidních 5,4 %**. Na asijských trzích hlavními tahouny byly technologické společnosti, které dominují trhům v Koreji (+19,5 %) a Taiwanu (+11,8 %). Poptávka po hardwaru (paměťích) a nástrojích spojených s AI byly klíčové. Ostatní asijské trhy si vedly o poznání hůře, čínské domácí akcie (index CSI 300) skončily jen lehce nad nulou, zatímco burzy v Hongkongu (-2,8 %) a Indii (-1,2 %) odepisovaly ztráty (vše měřeno v lokálních měnách). Slušně se opět dařilo Latinské Americe, investory v Brazílii (+4,1 %) neodradila ani horší ekonomická data. Akcie v Mexiku pak posílily o velmi pěkných 5,7 %. Pro následující vývoj však bude zcela klíčová situace na Blízkém východě, dopady války v Íránu (především v podobě růstu ceny ropy) jsou zatím velmi nejisté.

## DLUHOPISOVÉ TRHY

### DLUHOPISOVÉ TRHY – USA A EMU

Evropské výnosy během února poklesly za současného snížení sklonu křivky. Dvouleté výnosy klesly na konci února pod 2 %, desetileté o 20 b. b. na 2,64 %.

V USA byly pohyby podobné. Desetiletý výnos poklesl o 30 b. b. na 3,94 %, dvouletý výnos o 15 b. b. (3,37 %). Důvodem byla poměrně benigní inflace a v závěru měsíce rostoucí obavy ze zásahu USA na Blízkém východě.

### DLUHOPISOVÉ TRHY – FIREMNÍ DLUHOPISY

Tzv. total return index (TRI) přidal koncem minulého měsíce v případě korporátních dluhopisů investičního stupně denominovaných v EUR oproti konci předcházejícího měsíce 0,2 % (tj. stejně jako v předcházejících měsících); u jejich spekulativních protějšků došlo k růstu o 0,3 %. V případě dolarových instrumentů investičního stupně TRI během posledního měsíce vzrostl o 1,4 %, v případě spekulativních pak narostl o 0,1 %.

Kreditní prémie investičních i spekulativních instrumentů denominovaných v EUR během února narostly: u první kategorie o 8,1 %, u druhé o 5,3 % (za celý rok pak o bezmála 22 %).

### INDEXY DLUHOPISOVÝCH TRHŮ

#### BLOOMBERG BARCLAYS CZECH INDEX



#### BLOOMBERG BARCLAYS POLAND



Zdroj: Bloomberg

## DLUHOPISOVÉ TRHY

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

**U české výnosové křivky byly pohyby v únoru relativně malé.** Dvouletý výnos poklesl o 4 b. b. lehce pod 3,4 %, desetiletý výnos o 11 b. b. na 4,34 %.

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

V Polsku na krátkém konci zůstaly výnosy beze změny (dvouletý výnos: 3,54 %), na dlouhém pak zásluhou klesající inflace poklesly o 15 b. b. na 4,93 %.

### DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

Turecký HDP ve 3. čtvrtletí 2025 vzrostl o 1,1 % mezikvartálně, tedy rychleji, než čekal trh, a zůstal mírně nad potenciálem. Navzdory signálům zpomalování z měsíčních dat ekonomika vykázala jen mírnou ztrátu dynamiky: průmysl a služby sice zpomalily, ale dál rostly a stavebnictví výrazně zrychlilo. Na straně poptávky hrála hlavní roli silná domácí poptávka – soukromá spotřeba se po slabém 2Q odrazila vzhůru a investice dále zrychlily. Výsledkem je meziroční růst HDP o 3,7 % za první tři čtvrtletí roku. Ve 4Q25 růst dále zpomalil, ale jen mírně a HDP by se mohl meziročně pohybovat kolem +4,4 %. Výhled na 2026 předpokládá pokračující solidní dynamiku s růstem kolem 4 %.

Turecká ekonomika zakončila rok 2025 s mírně lepšími inflačními čísly, ale dezinflační proces zůstává slabý kvůli strukturálním tlakům. To potvrdila i lednová čísla.

V lednu 2026 spotřebitelské ceny meziměsíčně vyskočily o 4,8 % (což bylo nad tržním konsenzem) a meziroční inflace jen nepatrně klesla na 30,7 %. Data ukazují i zhoršení podkladového trendu, který je nyní tažen také zrychlením inflace nejen u služeb, ale i u zboží.

Výnosy tureckých státních dluhopisů v únoru již dále neklesaly. Vzhledem k horším inflačním číslům a rostoucímu napětí v regionu stagnovaly či mírně slábly spolu s měnovým kurzem.

### MĚNY

**Dolar proti euru strávil únor** v úzkém pásmu 1,18–1,19. Až v úplném závěru měsíce (a pak dále v prvních březnových dnech) posílil až k 1,16 USD/EUR. **Polský zlotý** strávil únor, podobně jako leden, v úzkém pásmu 4,2–4,225. Z tohoto pásma jej vytrhl až útok USA na Írán, který kurz poslal na chvíli až na 4,30 PLN/EUR. **Maďarský forint** dále posiloval, až se dostal na 375 forintů za dolar. Pod vlivem zmiňované války pak oslabil až ke 390. I **česká koruna** byla po celý únor v klidu (24,2), až počátkem března oslabila ke 24,40 CZK/EUR.

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

I když byla lednová inflace díky jednorázovým efektům (zejména přesunutí poplatků za obnovitelné zdroje na stát) nižší a dostala se pod 2 %, na rozhodnutí ČNB o sazbách to vliv mít nebude a vzhledem k trvajícím růstu nominálních mezd a cen služeb dle nás ČNB letos sazby měnit nebude. Krátký konec by se tak měnit moc neměl (3–3,5 %), dlouhý bude primárně pod vlivem externího prostředí (český fiskální dluh/deficit nikoho netrápí, vzhledem k tomu, že není tak velký, a to ani s novou, fiskálně rozvolněnější vládou) a zůstane mezi 4 a 4,5 %.

### DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Inflační obrázek se návratem inflace do tolerančního pásma centrální banky a zpomalením dynamiky jádrové inflace zlepšil. Polská centrální banka tak bude dle nás i letos pokračovat ve snižování sazeb. Na krátkém konci se budeme pohybovat mezi 3 a 3,5 %, na delším výnosy klesnou na 4,5 %.

### DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO

V prostředí stále vysokých a neukotvených inflačních očekávání se tak zvyšují rizika pro dezinflaci, takže zpomalení tempa snižování sazeb CBRT na lednovém zasedání hodnotíme jako adekvátní (CBRT snížila sazbu o 100 b. b. místo trhem čekaných 150 b. b.). Spolu s tím klade centrální banka důraz na makrobezpečnostní opatření (např. limity u kreditních karet a kontokorentů) i potřebu lepší koordinace hospodářské politiky s vládou.

Dle očekávání tak inflační tlak udržuje silná poptávka, očekávané úpravy cen na začátku roku, neukotvená očekávání (vedoucí k předzásobování) a oslabující lira; řízená depreciace sice krátkodobě tlumí ceny citlivé na kurz, ale zároveň „maskuje“ část inflačních tlaků. Dezinflační úsilí navíc nepodpořila fiskální politika a rizikem

## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

jsou možné předčasné volby a populistická opatření. Letos čekáme další snižování sazeb (typicky 100–200 b. b.), přičemž inflace nejspíš zůstane nad cílem a bude vyžadovat důslednější měnovou politiku po delší období.

## MĚNY

U kurzu **dolaru vůči euru** jsme aktuálně svědky přechodného posílení, které je způsobeno přesunem investorů do bezpečných aktiv v reakci na válečné události. Absence jakéhokoli plánu americké administrativy na další postup dle nás povede k brzkému ukončení války doprovázenému deklarací vítězství, a pak se opět prosadí protidolarové fundamenty. Těmi jsou velký deficit veřejných financí, který letos ještě naroste (nad 5,9 % z minulého fiskálního roku) s tím, jak po rozhodnutí Nejvyššího soudu nelze pro letošní fiskální rok počítat s příjmy z cel v původní výši; deficit běžného účtu (3 %); velmi drahý akciový trh; pochybnosti o nezávislosti měnové politiky FEDu. Na druhé straně bude proti dolaru (a pro euro) působit fiskální expanze v eurozóně (zbrojení) a lepší pozice spotřebitele (vyšší růst reálných mezd v EMU, stále velmi vysoká míra úspor, která se může snížit). V krátkém horizontu čekáme posílení eura na 1,20, do konce roku pak na 1,25 USD/EUR.

**Česká koruna** profituje z faktu, že růst je obstojný a ČR má relativně malé makroekonomické nerovnováhy. Koruna tak dle nás zůstane v pásmu 24–24,50 za euro. Vychýlení na slabší stranu by vyžadovalo velké turbulence na světových trzích.

**Polský zlotý** se s uklidněním situace na Blízkém východě, které očekáváme, vrátí na úroveň kolem 4,20 PLN/EUR. Polská centrální banka mu snížením sazeb k atraktivitě nepomáhá, a tak další posílení nečekáme.

**Maďarský forint** se stal z úrokového hlediska atraktivní. Maďarská vláda je sice stále problémem, ale centrální banka drží sazby vysoko, což forintu pomáhá. Deficit běžného účtu je jen malý, dle zpráv statistického úřadu se v prvních třech čtvrtletích dobře [vedlo i deficitu rozpočtu](#) (deficit jen 1,9 % HDP, meziroční zlepšení o 2 p. b.). V dubnu budou v Maďarsku volby, které by mohla vyhrát opozice. Proti tomu ale jde velmi slabá ekonomická výkonnost (prakticky stagnace v posledních třech letech). Krátkodobě, do voleb, je možné posílení podpořené očekáváním výhry opozice a následnou normalizací vztahů s EU. Dlouhodobě však proti posilování působí absence růstu ekonomiky.

## AKCIOVÝ TRH

V následujících měsících očekáváme zvýšenou volatilitu způsobenou s příchozími makrodaty a měnovými politikami. Stále vidíme **zvýšená rizika** primárně **spojená s americkou administrativou pod prezidentem Trumpem** a s tím vytvářenou nejistotou. Americké společnosti již například indikují zvyšování cen produktů v příštím roce, a to z důvodu vyprazdňování skladů naplněných za předtarifní ceny. Dalším tématem bude i nadále monetizace a návratnost investic do AI. Zároveň **nečitelná geopolitická situace** při probíhající změně dříve nastaveného světového řádu přináší spousty rizik. **Celní války** v konečném důsledku nejvíce dopadají na samotné USA. Růst nesplacených úvěrů je jedním z důsledků. **Pokles korporátních zisků** některých společností a možný propad akciového trhu může negativně dopadnout na bohatství Američanů. Proto jsme i na základě dražších hodnotových ukazatelů na některé americké společnosti ve střednědobém horizontu opatrní. Naopak **prostor pro další přesun nejen finančního kapitálu do Evropy** může táhnout místní akcie výše. Hodnotové ukazatele evropských společností jsou výrazně levnější oproti americkým. Zároveň očekávané snížení byrokracie, revize nastavení energetického trhu, výdaje na obranu a snad revize hodnot povedou k zatraktivnění místních akcií. Od druhé poloviny roku ekonomikám a společnostem pomohou oznámené vládní balíčky nejen do infrastruktury a obranného průmyslu. Nadále jsme ze středně- a dlouhodobého hlediska **pozitivní na střeoevropské akcie**, které se obchodují na úrovni přibližně desetinásobku očekávaného P/E, což z místního trhu dělá jeden z nejlevnějších regionů na světě. Pokud by opravdu došlo k uzavření míru mezi Ukrajinou a Ruskem (což se nám stále jeví jako méně pravděpodobné) a s bezpečnostními zárukami proti dalšímu napadení ze strany Ruska, celý akciový region střední Evropy by se posunul výrazně výše.

## Důležitá upozornění:

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

Zjistěte více!



Kontaktujte nás

wm@conseq.cz

+420 225 988 200

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