

# Analytický měsíčník

Téma měsíce

## Výhled na rok 2024

ČR ČNB zahajuje cyklus uvolňování měnových podmínek

EMU Ekonomika balancuje na hranici recese

USA Fed signalizuje přechod ke snižování sazeb

[www.ppfbanka.cz](http://www.ppfbanka.cz)

leden 2024

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



2024  
START

Kliknutím na kapitolu v obsahu se přesunete na její začátek. Tato šipka na dalších stranách vás vrátí zpět na obsah.

Rok 2023 proběhl ve znamení postupné normalizace stavu světové ekonomiky po šocích způsobených pandemií a začátkem války na Ukrajině. Centrálním bankám se dařilo krotit inflaci, došlo k obnovení funkce dodavatelsko-odběratelských řetězců a Evropě se podařilo zajistit dostatek energie. Přesto se řada regionů (především Evropa a Čína) stále potýká s problémy, které způsobují nízkou výkonnost jejich ekonomik. To, zda se těmto ekonomikám podaří vrátit plnou dynamiku, je klíčovou otázkou letošního roku.

## Rok ve znamení obratu cyklu úrokových sazeb

Loňský rok byl ve světové ekonomice především ve znamení boje proti inflaci. Jak sazby centrálních bank, tak výnosy státních dluhopisů se kvůli tomu dostaly na dlouho neviděné úrovně. Mezi vyspělými ekonomikami se dařilo Spojeným státům, kde jednak vydržela silná spotřeba stimulovaná utrácením nadměrných úspor z doby pandemie a jednak pomohly vládní iniciativy (podpora zelených technologií a návratu výroby čipů do USA). Evropa na tom byla podstatně hůře. Trpělo především Německo, které se potýkalo s dopady vysokých cen energií a přechodu na elektromobilitu. Mezi rozvíjejícími se ekonomikami se dařilo Indii, a naopak nedařilo Číně, kde doznávaly pozdní dopady pandemie a značné problémy způsobila destabilizace sektoru rezidenčních nemovitostí.

### Jaký bude „nový normál“?

Náš výhled pro světovou ekonomiku na letošní rok zahajujeme přesně stejnou otázkou, jakou jsme zahájili ten loňský. Výnosy dluhopisů a inflace na konci roku 2023 byly stále podstatně vyšší, než tomu bylo v období před pandemií, ale oboje směřovalo na nižší úrovně. Ještě stále tedy není jasné, zda spějeme do stavu podobného tomu před pandemií, tedy k velmi nízké inflaci a nízkým sazbám, nebo do stavu podobného spíše období před finanční krizí 2008/9, a tedy k relativně nízké inflaci za cenu trvale citelně vyšších sazeb. Jednorázové faktory, které vedly k vzednutí inflační vlny v roce 2021 (kombinace silné postpandemické poptávky a narušení dodavatelsko-odběratelských vztahů, tedy problémů nabídkové strany), jsou buď už vyřešeny, nebo rychle ztrácejí na síle. Nižší jsou také dopady stále trvající války na Ukrajině díky přizpůsobení postižených států, především díky nalezení náhradních zdrojů ropy a plynu pro Evropu. Na druhou stranu došlo k trvalým strukturálním posunům – změnila se a i nadále se mění struktura dodavatelsko-odběratelských vztahů (deglobalizace, i když tento termín je potřeba brát s velkou rezervou) a dramaticky narostla váha faktorů ESG (environment, social, governance). Podstatně také roste ochota klíčových vyspělých ekonomik financovat pomocí dluhů obnovu po pandemii a strukturální změny diktované politikami ESG. Kombinace strukturálních změn, ochoty se zadlužovat a dlouhodobých dopadů šoků (například dorovnávání propadu reálných mezd bude pravděpodobně trvat léta) dává silné argumenty příznivcům přechodu na vyšší úroveň rovnovážných sazeb. Příznivci návratu

k nízkým sazbám a výnosům argumentují především působením dlouhodobých strukturálních faktorů, hlavně demografie a technologického pokroku, které podle jejich názoru byly hlavní příčinou nízkých sazeb v minulém desetiletí.

Podle našeho názoru se úrokové sazby v horizontu několika nejbližších let udrží na úrovních zřetelně vyšších než v minulém desetiletí, ale budou pozvolna klesat. Příčinu nevidíme ani tak ve strukturálních změnách způsobených pandemií, jako v kombinaci zvýšeného tempa zadlužování vyspělých ekonomik a dlouhodobých dopadů pandemie. Dopad deglobalizace se podle našeho názoru přeceňuje: dochází spíše k diverzifikaci a přesunu produkce než k jejímu návratu do vyspělých států. Výsledkem této diverzifikace by měl být robustnější a více konkurenční systém, tedy z hlediska inflace spíše plus. ESG sice zvyšuje náklady, a tedy i ceny, ale zároveň tlumí spotřebu. Výsledkem by tedy mělo být spíše trvalé snížení potenciálního růstu než trvale vyšší inflace. Vyšší nabídka kvalitních státních dluhopisů související s rychlejším zadlužováním ovšem na trh působí přímo, a její efekt navíc podpoří snižování bilance Fedu a ECB. A tendence dorovnávat ztrátu reálné mzdy podpořená obecně utaženými trhy práce bude nutit centrální banky k opatrnosti. Tyto faktory budou omezovat působení dlouhodobých demografických a technologických trendů, ale neměly by jejich vliv eliminovat úplně. Čím více se bude klíčovými státům dařit vracet se k rozpočtové disciplíně a čím více budou technologie podporovat růst produktivity práce, tím silnější bude vliv dlouhodobých trendů a tím rychleji budou klesat výnosy. Komplikované vzájemné působení několika faktorů a stále ne plně stabilizovaný stav po pandemickém šoku by také měly vést k tomu, že výnosy budou nestabilnější a více citlivé jak na změny politik (centrální banky, rozpočty), tak na nejrůznější šoky. Je proto nutné počítat s tím, že může docházet k výraznějším výkyvům, než na jaké jsme byli zvyklí v minulém desetiletí.

Výhled globálního růstu pro letošní rok je ovlivněn především zpožděným efektem vysokých úrokových sazeb. Kvůli tomu by měla světová ekonomika růst zhruba podobným tempem jako loni. Růst vyspělých ekonomik by měl zpomalit především kvůli USA, kde by se mělo zkombinovat působení vysokých sazeb s vyčerpáním nadměrných úspor spotřebitelů. Evropě by měla pomoci nízká základna, ale nedá se očekávat silné oživení, především kvůli kombinaci působení vysokých sazeb a chronických problémů Německa. Růst rozvíjejících se ekonomik hodně ovlivní to, nakolik bude Čína schopná oživit svou ekonomiku a zda se Indii podaří udržet silný růst, aniž aby generoval příliš vysokou inflaci.



## ČR: inflace bude klesat, otázkou zůstává jak rychle

Po roce ekonomického poklesu a vysoké inflace přinese rok 2024 pokles inflace a zároveň oživení růstu reálné ekonomiky. Velkou neznámou ale zůstává jejich velikost. Jak u inflace, tak u reálné ekonomiky bude hrát významnou roli srovnávací základna.

Česká ekonomika po celý loňský rok balancovala na hraně recese a jako jediná ze zemí EU se nevrátila na předpandemické hodnoty. Nízká srovnávací základna by tak letos měla pomoci vyššímu meziročnímu růstu. Jak rychle oživení bude, je ale velmi nejisté. Hlavní úlohu bude hrát poptávka, a to jak domácí, tak zahraniční. Reálná spotřeba českých domácností v roce 2023 klesala. Ke konci roku ale – zdá se – již našla své dno. V letošním roce očekáváme oživení spotřeby s tím, jak začnou růst reálné mzdy. Spotřebitelé ale stále podle měkkých indikátorů zůstávají pesimističtí, oživení spotřeby domácností tedy nemusí odpovídat rychlosti růstu reálných mezd. Růst reálných mezd by se v letošním roce měl pohybovat okolo 4 %, zatímco spotřeba domácností by mohla růst tempem okolo 2,5 % meziročně. Zlepšení situace v ostatních zemích EU, zejména pak v Německu, by mělo pomoci oživení exportu a také investic. Vývoj u našich obchodních partnerů bude klíčový hlavně pro český exportně orientovaný průmysl. Vyhledky Německa ale nejsou příliš růžové, což zejména pro automobilový průmysl nevytváří příznivé podmínky pro rychlé oživení. Ekonomické oživení tak bude probíhat pouze pozvolně. Pro letošní rok očekáváme růst HDP o 1,5 %, ale rizika jsou vychýlena směrem dolů. Ekonomické oživení může zbrzdit jak slabší než očekávaný výkon ostatních zemí EU, zejména Německa, tak opětovný nárůst cen energií, ale i příliš přísná měnová politika. Ani fiskální politika, kde se vláda snaží o alespoň částečnou konsolidaci, nebude prorůstová.

Pokles inflace, který probíhal po celý loňský rok, bude letos pokračovat. K největšímu inflačnímu skoku dojde díky vysoké srovnávací základně v lednu. Lednové číslo je ale také zahaleno největší nejistotou. To, jak velké bude lednové přecenění, do značné míry ovlivní měnovou politiku. Větší lednový efekt by zvýšil obavy ČNB ohledně dosažení inflačního cíle a utlumil její ochotu snižovat sazby. I kdyby lednové přecenění bylo silnější, než se aktuálně čeká, prostor pro uvolňování měnové politiky se otevírá každopádně.

Model ČNB ukazuje, že základní repo sazba by na konci roku měla být 3,5 %. Členové současné bankovní rady se ale dlouhodobě vymezují proti vlastnímu modelu, proto vnímáme riziko, že sazby půjdou dolů přeci jen pomaleji. Na druhou stranu dosavadní desinflační tlaky spolu se slabým výkonem ekonomiky budou ČNB ke snižování sazeb nutit. Vzhledem k dlouhému váhání bankovní rady bude snižování sazeb na počátku letošního roku o to rychlejší. Podle našeho názoru by se základní repo sazba mohla na konci roku dostat na 4 %.

## EMU: ekonomické oživení přijde, ale pozvolna

Státy eurozóny v loňském roce překvapivě dobře překonaly energetickou krizi během zimy, když se nenaplnily obavy, že vyšší spotřeba plynu kvůli vytápění domácností povede k jeho nedostatku se všemi důsledky nejen pro rozpočty domácností. Ke zvládnutí problému nahrazování dodávek plynu z Ruska ale významně pomohla mírná zima. Od jara ovšem ekonomický růst překvapoval naopak negativně a eurozóna se pohybovala na hraně recese, i když technicky vzato do ní v loňském roce nespada. Na slabých výsledcích se podílely v podstatě všechny složky HDP, největší brzdou byla ale spotřeba domácností, která navzdory rostoucím příjmům (mzdy rostly v prvních třech čtvrtletí loňského roku o 3,5 %) zůstávala v loňském roce velice slabá (rozdíl spotřeby domácností v prvních třech čtvrtletích roku 2022 a ve stejném období v roce 2023 činil pouhých 0,5 %).

V letošním roce budou ekonomický výhled formovat protichůdné síly. Na jedné straně tradiční hnací síly růstu, jako je monetární a fiskální politika, zůstávají restriktivní, úvěrová dynamika nízká, důvěra slabá a vnější prostředí ne příliš příznivé. Na druhé straně k faktorům podporujícím růst můžeme jednoznačně řadit rostoucí disponibilní důchod a relativně vysoké úspory domácností. Domníváme se, že naakumulované úspory spolu s klesajícími sazbami přimějí domácnosti k větší spotřebě. Na růst spotřeby domácností by měla mít pozitivní vliv i klesající inflace a silný trh práce. Relativně vysoká ziskovost podniků spolu s vysokým počtem nedokončených zakázek budou navíc podporovat podnikovou sféru.

Rychlost oživení pak bude záležet na tom, které faktory převáží. Optimistická ECB věří, že eurozóna v letošním roce zrychlí svůj reálný růst na 0,8 % y/y. Podle našeho názoru jsou rizika vychýlena spíše k pomalejšímu růstu. Velkou neznámou představuje Německo, které za ostatními zeměmi eurozóny zaostává nejen kvůli nepříznivým demografickým trendům způsobujícím nedostatek pracovní síly, ale i své závislosti na tradiční průmyslové výrobě a přechodu na energetickou koncepci bez jaderné energie. Německo jako průmyslovou zemi budou i nadále trápit vysoké ceny energií i nízká zahraniční poptávka související s konkurencí zejména z Číny. Německo jako dlouhodobý tahoun růstu tak zřejmě i příští rok zůstane nemocným mužem Evropy. Naopak vyšší spotřeba domácností by mohla růst urychlit. Nesoulad mezi růstem příjmů a spotřebou z minulého roku nelze jednoznačně vysvětlit a vysoká míra úspor může být při dalším růstu disponibilních příjmů relativně rychle zredukována a přeměněna ve spotřebu, což by mohlo výrazně podpořit ekonomický růst. Předstihové indikátory zatím mnoho optimismu nepřinášejí, ale zdá se, že již v loňském roce našly své dno.

Ve směru ekonomického oživení bude působit i uvolňování měnové politiky. ECB sice stále zdůrazňuje, že



boj s inflací ještě není dobojován, ale další zvýšení sazeb je krajně nepravděpodobné. Další pohyb sazeb tak bude směrem dolů. Otázkou zůstává, kdy. Trh aktuálně vidí první snížení sazeb již v březnu, a to s 55% pravděpodobností. I když v rychlé oživení ekonomiky nevěříme a předpokládáme jen velmi omezený růst především v první polovině letošního roku, domníváme se, že ECB bude se snižováním sazeb velice opatrná. Desinflace sice v loňském roce postupovala velice svižně, ale jádrová inflace se stále pohybuje okolo 3 % a existují obavy, aby se inflace neustálila na vyšších hodnotách po delší dobu. Rizikem zůstává, že ECB bude váhat příliš dlouho, a tím zbytečně zbrzdí ekonomické oživení.

Náš základní scénář počítá s měkkým přistáním ekonomik eurozóny a s postupným oživením ekonomické aktivity ve druhé polovině roku 2024.

## USA: měkké přistání, nebo recese?

Růst ve Spojených státech loni podstatným způsobem překonal naše očekávání. Podílely se na tom dva klíčové faktory. Začneme vlivem státu. USA loni přijaly dvě iniciativy, které především v prvním pololetí podstatně podpořily růst ekonomiky (IRA, tedy Inflation Reduction Act, neboli poněkud matoucím způsobem nazvaný soubor opatření na podporu zelených investic a také CHIP neboli tentokrát trefně nazvaný soubor opatření na podporu návratu výroby integrovaných obvodů do USA). Podpora ekonomiky, ale také podpora Ukrajiny ovšem nebyly zadarmo a vedly k vysokému rozpočtovému schodku. Vláda tak svou procyklickou podporou ekonomiky notně komplikovala situaci Fedu, který se naopak kvůli vysoké inflaci snažil ekonomiku brzdit. Navíc by se mohlo aktuální vysoké tempo zadlužování vymstít, pokud by americká ekonomika zpomalila a potřebovala rozpočtovou stimulaci. Druhým klíčovým faktorem byla stabilně silná osobní spotřeba, podpořená kombinací silného trhu práce, utrácení úspor z doby pandemie, v průběhu roku klesající inflace a pouze pozvolného promítání růstu úrokových sazeb do nákladů na obsluhu dluhů (díky fixaci hypoték na dlouhé období). Síla trhu práce je klíčová pro udržení dobré výkonnosti ekonomiky, ovšem pomáhá také ochota amerického spotřebitele udržovat vysokou úroveň spotřeby, i když se jeho prostředky vyčerpávají. A ony se skutečně vyčerpávaly, jak ukazuje pokles míry úspor k historickým minimům z období před finanční krizí 2008/9. Z toho vyplývá riziko, že v případě zpomalení ekonomiky a potřeby doplnit finanční rezervy dojde k prudkému propadu osobní spotřeby, a tedy i ekonomiky jako celku. Kombinace zpožděných dopadů utahování sazeb, vysokých rozpočtových schodků v době silného růstu a vyčerpávání finančních rezerv domácností nás vede k velmi opatrnému výhledu na tento rok. Aktuálně to vypadá, že USA jsou nezastavitelné a že růst pokračuje a bude pokračovat i nadále. Podle našeho názoru je však ekonomika přecitlivělá na negativní šoky a i malý výkyv směrem dolů

může, pokud bude postižen trh práce, vyvolat klesající spirálu. Výhodou USA na druhou stranu je, že Fed má kam snižovat sazby, a může tedy v případě potřeby ekonomiku rychle stimulovat a případný propad zkrátit. S možnou recesí v letošním roce počítá řada ekonomů, na druhou stranu mnoho jich také očekává buď „soft landing“ neboli měkké přistání (ekonomika zpomalí, ale jen mírně a hlavně dojde ke stabilizaci inflace na cíli Fedu), nebo dokonce „no landing“ (ekonomika poroste jako by se nechumelilo a inflace se i tak dostane na cíl Fedu).

Inflaci se Fedu daří zpomalovat. Otázkou je, zda bude toto zpomalování pokračovat až k cíli, tedy ke 2 %, nebo se zarazí zřetelně nad tímto cílem, což bude Fed nutit držet relativně vysoké sazby po dlouhou dobu. Obavy z usazení se inflace zřetelně nad cílem Fedu se opírají o předpoklad, že tempo růstu cen ve službách bude klesat jen velmi pomalu. Důvodem pomalého poklesu tempa růstu cen ve službách bude dlouhodobě zrychlený růst mezd (tedy nákladů), což souvisí s kombinací napjatého trhu práce a dorovnávání propadu reálných mezd. Kdy tedy Fed začne snižovat sazby, jak rychle je bude snižovat a kam? Trh aktuálně očekává, že Fed začne se snižováním sazeb brzo. Vede ho k tomu jednak očekávání zpomalení ekonomiky a jednak to, že pokles inflace způsobuje rychlý růst reálné úrovně sazeb, a tedy že sazby jsou stále restriktivnější, dokonce více restriktivní, než aktuální situace ekonomiky vyžaduje. Představitelé Fedu jsou na druhou stranu opatrní a zdůrazňují potřebu udržet měnové podmínky dostatečně utažené, aby se inflace bezpečně vrátila na cíl. To, zda bude mít trh pravdu, bude záležet na tempu růstu ekonomiky a tempu poklesu inflace. Pokud by ekonomika zůstávala podobně silná jako teď, může si Fed dovolit se snižováním sazeb vyčkávat, naopak prudké zpomalení může vyvolat rychlý pokles sazeb. Zde se skrývá odpověď na naše otázky: Fed se bude řídit podle vývoje ekonomiky a momentálně tedy není možné dát přesnou odpověď, pouze podmíněnou. V každém případě čekáme, že Fed bude spíše opatrný a že spíše hrozí, že na zpomalení ekonomiky zareaguje až se zpožděním. Proto momentálně preferujeme jako datum začátku cyklu poklesu sazeb květen, přestože trh počítá s prvním snížením už v březnu. Dříve by podle našeho názoru Fed sazby snížil pouze v případě nečekaně prudkého poklesu ekonomické aktivity.

## Rozvíjející se trhy čeká další nelehký rok

Dominantním faktorem ovlivňujícím rozvíjející se trhy byly v loňském roce vysoké úrokové sazby klíčových centrálních bank spolu s globálně vysokou inflací. Oba tyto faktory nutily místní centrální banky zvyšovat sazby, což brzdilo růst. Nepomohla ani obecně slabá globální poptávka a trvající (Ukrajina) i nové (Gaza) akutní geopolitické problémy. Rozvíjející se ekonomiky však komplikované prostředí zvládly lépe než rozvinuté a na rozdíl od nich si udržely velmi podobné tempo růstu jako v roce 2022.



Negativní faktory z loňského roku budou alespoň zpočátku působit i letos, proto se očekává pokračování růstu podobným tempem jako loni a předloni. Pokud by se však dařilo krotit inflaci, Fed a ECB by začaly snižovat sazby a následovaly by je i centrální banky v rozvíjejících se ekonomikách, a pokud by následné oživení pomohlo i živější globální obchodní výměně, mohly by rozvíjející se trhy letos překvapit příjemně.

Loňský rok nebyl pro Čínu dobrý. První pololetí bylo výrazně ovlivněno zpožděnými dopady pandemie, což souviselo s velmi pozdním uvolněním striktních restrikcí pohybu a následným propuknutím pandemie v plné síle. Čína se vedle toho potýkala s krizí na trhu rezidenčních nemovitostí, která existenčně ohrozila největší developerské společnosti a následně také stabilitu čínského finančního systému. Na výkonnost čínské ekonomiky také negativně působily vnější vlivy: obecně slabá poptávka, snaha západních států o diverzifikaci dodavatelů, a tedy odklon od dominantní Číny, a také doutnající obchodní válka mezi Čínou a USA. Všechny tyto faktory způsobily, že byl čínský růst historicky slabý (odhad letošního růstu HDP je 5,2 %, přes nízkou základnu z loňského roku), což působilo další problémy, mimo jiné vysokou nezaměstnanost mládeže. Snaha administrativy stimulovat ekonomiku se po většinu roku míjela cílem. Ke konci roku se však začínaly objevovat náznaky, že by letošní rok mohl být lepší. Zda a nakolik tomu bude, bude důležité jak pro samotnou Čínu, tak pro řadu dalších ekonomik, především v jižní a jihovýchodní Asii, které jsou na ni těsně navázány.

Indii se na rozdíl od Číny dařilo. Vydrželo jí momentum získané v období po ukončení protipandemických restrikcí a zároveň se jí dařilo udržet dostatečnou cenovou stabilitu. Díky tomu byla už druhý rok po sobě nejrychleji rostoucí velkou ekonomikou. A existují solidní šance, že si tento titul udrží i letos. Její růst by měl být přibližně stejný jako loni (6,3 %). Podmínkou ovšem je, že se bude dařit držet cenovou a finanční stabilitu. Indie má výhodu v tom, že může čerpat z bohatých vnitřních zdrojů růstu a není příliš závislá na stavu globální ekonomiky. Výjimkou jsou jen některé klíčové komodity (především ropa), na jejichž dovozu je závislá.

## Výnosy dluhopisů by letos měly klesat

Po zhruba půlroční pauze (4Q22/1Q23) se výnosy na klíčových dluhopisových trzích vrátily k růstu, ve kterém vydržely opět zhruba půl roku. Na svém vrcholu se výnosy vrátily o patnáct let zpět, do období těsně před finanční krizí. Nevydržely zde však dlouho a před koncem roku prošly ostrou korekcí. Letos sice očekáváme další pokles výnosů, ovšem určitě ne tempem, jaké jsme viděli ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku. Prostor pro pokles výnosů vidíme spíše omezený, protože předpokládáme, že i přes očekávané další snížení inflace budou působit silné faktory bránící výraznému pohybu. Klíčové by měly být dva:

vysoké tempo zadlužování kombinované s kvantitativním utahováním Fedu, tedy kombinace růstu nabídky a poklesu poptávky, a inflace sice klesající, ale ne dostatečně na to, aby Fed mohl dramaticky snížit sazby. Oba faktory by přitom měly být trhem vnímány ne jako krátkodobé, ale jako střednědobé, tedy působící v horizontu let. Výnosová křivka by si tak měla udržet mírný negativní sklon, protože by trh měl počítat s tím, že inflace bude pomalu a postupně klesat a Fed na to bude reagovat snižováním sazeb. Stále živá a z hlediska dluhopisů důležitá je otázka, na jaké úrovni je aktuálně přirozená úroková sazba. Pro chování výnosů bude také důležitý vývoj názorů investorů. V Evropě by se trh měl vyvíjet v zásadě podobně jako v USA, jen prostor pro pokles výnosů by měl být ještě menší. To je dáno aktuálně mnohem nižší úrovní výnosů. Pro chování trhu bude důležité, zda se Evropě podaří vzchopit se a dostat se do výraznějšího oživení. My jsme v tomto směru spíše skeptičtí (oživení ano, ale dané spíše nízkou základnou než tím, že by evropské ekonomiky nějak podstatněji nabíraly na síle, což platí především pro Německo). To je jeden z důvodů, proč počítáme s tím, že výnosy dále klesnou. ECB by měla zůstat konzervativní a opatrná, rizikem je, že ji kombinace rychlejšího než očekávaného poklesu inflace a větší než očekávané slabosti hospodářství přinutí k rychlejšímu poklesu sazeb, než sama čeká. To by mohlo vést k poněkud hlubšímu poklesu výnosů. Proti tomu bude naopak působit zvýšená chuť států Unie i samotné Unie půjčovat si.

## Akciové trhy

Na rozdíl od roku 2022 byl rok 2023 pro akcie dobrý. Vyfouknutí covidové bubliny a obrat trendu ve čtvrtém čtvrtletí 2022 vytvořily příznivé podmínky pro růstový trend v roce následujícím. Akcie podpořila obecná stabilizace ekonomik globálně, a především dobrá výkonnost ekonomiky americké. Proti akciím mělo působit zvyšování sazeb centrálních bank a růst výnosů, ale investoři oba faktory brali zjevně jako přechodné a dívali se na akcie z dlouhodobého pohledu. Akciový trh, především v USA, ale opět trpěl podstatnou deformací: o značnou část pohybu indexů se postarala úzká skupina technologických gigantů. Výkonnost zbytku akcií nebyla nijak oslnivá. Evropa pak rostla velmi slušně (index DAX z minima na přelomu třetího a čtvrtého čtvrtletí 2022 narostl o více než 40 %), přestože výkonnost evropských ekonomik a zejména té německé byla mizerná. Jak růst amerických technologických akcií, tak růst akcií v Evropě tak byl založen především na optimistických očekáváních.

Růst akciových trhů vypadá nezastavitelně, což je výzvou ke zvýšené opatrnosti. Pokud půjde vše podle základního scénáře (lepší Evropa, horší, ale stále solidní USA, přechod k poklesu sazeb centrálních bank), mohl by skutečně současný trend nerušeně pokračovat. Problém je, že akciové trhy jsou aktuálně oceněné na prakticky perfektní uskutečnění zmíněných scénářů. Jakýkoliv



výraznější odklon od základního scénáře způsobený jak ekonomickými problémy, tak nestabilitou ve finančním systému nebo geopolitickým šokem, může odstartovat prudké přecenění akcií, tedy prudkou korekci nebo i medvědí trh, pokud by problémy byly podstatnější. Akcie jsou tak opět v situaci, kdy na jedné straně nabízejí perspektivu lákavého zhodnocení investice, na druhé straně je potřeba počítat s tím, že toto lákání má v sobě háček v podobně zvýšeného rizika dočasného nezdaru.

## EUR/USD

Na konci roku 2022 poté, co na přelomu třetího a čtvrtého čtvrtletí došlo k obratu trendu, jsme očekávali, že euro bude v roce 2023 posilovat. Skutečnost však byla nakonec podstatně složitější: euro sice skutečně mělo tendenci posilovat a v pololetí se dostalo až na 1,125, ale jednoznačný trend k jeho posilování podobný klesajícímu trendu z roku 2022 se nekonal. Namísto toho jsme byli svědky řady výrazných výkyvů, kdy se v rámci jednoho z nich kurz dostal až k 1,05 a chvíli to vypadalo, že nakonec spíše posílí dolar než euro. Trend se však opět otočil a kurz se znovu dokázal dotknout 1,10 jen proto, aby se zase otočil k poklesu. Celoročně nakonec kurz skončil na podobné úrovni, na jaké začínal. Změny směru vývoje kurzu souvisely s měnicími se názory trhu na politiku centrálních bank a vývoj inflace i s uvědoměním si, že tempo zadlužování USA a dalších států bude mít důsledky.

Letošní rok bude podle našeho názoru podobný spíše roku 2023 než roku 2022. Nečekáme tedy jednoznačný a jasný dlouhodobý trend, spíše výrazné výkyvy. Favorizujeme euro, ale pouze mírně. Pomoci by mu měl jednak dřívější začátek snižování sazeb Fedu než ECB a jednak lepší výkonnost ekonomik EMU než loni a horší výkonnost USA.

## EUR/CZK

Česká koruna vůči euru v roce 2023 vymazala veškeré zisky z roku 2022. I když situace na začátku roku vypadala úplně jinak. Koruna těžila z optimismu na finančních trzích a v dubnu posílila na nejsilnější hodnoty za posledních 14 let (23,22 EUR/CZK). Kombinace nečinnosti ČNB a zvyšování sazeb ECB jí ale nedovolila zisky udržet a v závěru roku se pohybovala okolo 24,7 EUR/CZK.

Co se týká výhledu kurzu koruny, stejně jako v jiných letech platí, že předpovědi devizových kurzů jsou velice nejisté, protože jejich souvislost s fundamentálními faktory je často velmi volná a pohyby určují vrtkavé nálady trhu. Náš základní scénář vychází z předpokladu, že dřívější snižování sazeb ČNB než ECB bude držet korunu v první polovině roku pod tlakem. Snižování sazeb je ale všeobecně očekáváno (trh je možná ve svých očekáváních až příliš agresivní), proto se domníváme, že tlak proti koruně nebude tak silný a koruna by se měla pohybovat okolo stávajících hodnot. Krátkodobá volatilita je také

pravděpodobná. Na rozdíl od loňského roku nepředpokládáme intervence ČNB, která loni režim intervencí oficiálně ukončila. Ve druhé polovině roku by koruna mohla začít opět posilovat s tím, jak se budou se snižováním sazeb přidávat jak ECB, tak Fed.

## Komodity

Ceny ropy v minulém roce silně kolísaly, ale bez trendu. Rozsah výkyvů byl opravdu velký – od zhruba 70 USD/brl po skoro 100 USD/brl. Výkyvy souvisely s řadou faktorů, které se dají rozdělit do dvou skupin: obavy o růst světové ekonomiky, a tedy obavy o poptávku, a obavy z narušení produkce, tedy obavy o nabídku. V první skupině se kombinoval vliv vysokých sazeb centrálních bank, slabosti čínské ekonomiky a neschopnosti evropských ekonomik se vzchopit. Ve druhé skupině dominoval vliv politiky OPEC+ a snaha kartelu pomoci omezení produkce udržet vysoké ceny a geopolitika (Rusko a Gaza). Ke konci roku se ceny v důsledku kombinace solidního růstu produkce v USA, udržení úrovně produkce v Rusku a neschopnosti OPEC dále omezit produkci dostaly na úroveň ročních minim. K poklesu přispěl i poměrně slabý výhled světové ekonomiky na příští rok. Letos je opět nutné počítat s podobným vývojem jako loni, tedy s podstatnými cenovými výkyvy. Vývoj v minulém roce ukázal vrtkavost nálad a přesvědčení investorů a podle našeho názoru se na tom nic nezmění ani letos. Současná cenová úroveň začíná být zralá na obrát k růstu. Impuls k tomuto obratu může přijít například od centrálních bank (náznak ochoty přejít ke snižování sazeb) nebo z geopolitiky. Také náznaky ožívování světové ekonomiky, především pokud by se zlepšil stav v Číně, by mohly ropě pomoci zpět na vyšší úroveň.

Vývoj ceny zlata se podobal vývoji ceny ropy v tom směru, že neměl jednoznačný trend a v průběhu roku docházelo k výrazným výkyvům (od 1800 USD/oz po rekordních 2135 USD/oz). Některé faktory ovlivňující vývoj cen byl podobné jako u ropy (například politika centrálních bank nebo geopolitika), některé specifické (například nákupy zlata centrálními bankami). Zlatu se v každém případě dařilo lépe, než by se dalo čekat vzhledem k výši sazeb a výnosů kvalitních státních dluhopisů. Pomohl mu k tomu obnovený zájem centrálních bank (nejen ČNB) o jeho nakupování a hodně také přispěla nepříjemná geopolitická nejistota. Letos by se situace neměla podstatněji změnit. Hodně bude záležet na tom, zda centrálním bankám vydrží chuť nakupovat. Sazby by měly přejít k poklesu, což by mohlo zlatu pomoci. Naděje na výraznější zklidnění geopolitické situace je bohužel malá, budeme rádi, pokud se nebude dále zhoršovat.

## Rizika

Primární riziko je stejně jako v předchozích dvou letech spojeno s vývojem měnové politiky centrálních bank. Letos



se toto riziko týká časování a tempa snižování úrokových sazeb. Jak Fed, tak ECB jsou pochopitelně opatrné, což s sebou nese riziko příliš pomalého tempa uvolňování sazeb, především pokud by se nevyvíjel dobře růst reálné ekonomiky. Riziko opětovného růstu inflace je podle našeho názoru minimální, může se ovšem stát, že inflace bude klesat pomaleji, než čeká trh i centrální banky, což zbrzdí postup uvolňování měnové politiky.

Co se týká geopolitických rizik, lze doslova zopakovat loňský odstavec: dominovat bude rusko-ukrajinský konflikt, do kterého jsou silně, byť nepřímo zapojeny státy NATO. Prostor pro komplikace a eskalaci je velký. Pokud by k tomu došlo, lze očekávat prudkou negativní reakci rizikových aktiv (hlavně akcií a komodit), posílení dolaru a pokles výnosů státních dluhopisů při růstu výnosů dluhopisů podnikových. Rizikem zůstává také nestabilní Blízký a Střední východ (aktuálně konflikt v Gaze), hlavně kvůli možným dopadům na ceny ropy. Ale přeci jen přidáme něco navíc: stoupá napětí mezi USA a Čínou, a to má a patrně bude mít ještě větší dopad na jejich ekonomické vztahy, s možným rizikem globálního přesahu.

V USA se letos konají prezidentské volby, které představují určité riziko vždy, ale letos je toto riziko vyšší kvůli opětovné kandidatuře Donalda Trumpa. Jeho nečekaná výhra v roce 2016 trhy sice neotřásla, spíše naopak, přestože se to čekalo, ovšem letos hrozí, že pokud by zvítězil, bude podstatně radikálnější a nekompromisnější než před osmi lety, a že kvůli tomu propad trhu skutečně přijde. Aktuální průzkumy ukazují na reálnou šanci na jeho zvolení. Pokud by se tato tendence potvrzovala i v průběhu roku, může nervozita na trh dorazit ještě před volbami. V souvislosti s volbami může růst také vnitropolitické napětí v USA, konflikty mezi republikány a demokraty v Kongresu, což může mít negativní vliv na jeho schopnost včas reagovat na potřeby ekonomiky. Na rozdíl od USA by ekonomický výhled zemí eurozóny neměly volby do Evropského parlamentu výrazněji změnit. Podle průzkumů by měly přinést menší podporu Zelených a příklon k extrémnější pravici. Překotné změny v nastavení evropských politik ani odklon od trendu dekarbonizace a směrem k zelenějším politikám neočekáváme.

I tento rok bude riziková Čína, přestože se nyní zdá, že to nejhorší by už mohla mít za sebou. Obnovení dostatečné dynamiky ekonomiky vyžaduje stimulační opatření, administrativa je však v jejich přijímání velmi opatrná kvůli obavám z finanční destabilizace v případě příliš rychlého zadlužování. Problematický je i nadále sektor rezidenčních nemovitostí, přestože i zde, zdá se, dochází k pomalé stabilizaci a nejhorší by už mohlo být snad za námi. Problémem je podobně jako u ekonomické stimulace nejistý stav čínského finančního sektoru, který komplikuje stabilizaci sektoru rezidenčních nemovitostí.



Data z reálné ekonomiky ani předstihové indikátory doposud očekávané oživení nesignalizují. Zároveň ustupují inflační tlaky a otevírá se tak prostor pro ČNB ke snižování sazeb.

## Ekonomická aktivita

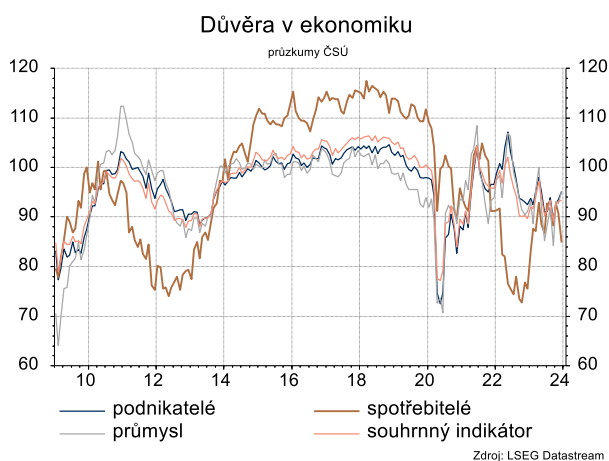
První čísla z reálné ekonomiky za poslední čtvrtletí roku 2023 skončila nad očekáváním, ale detailní pohled ukazuje, že přílišný optimismus není namístě. Maloobchodní tržby sice meziměsíčně vzrostly o slušných 0,6 %, tento výsledek byl ale ovlivněn revizí předchozího měsíce. Měsíční hodnoty navíc zůstávají značně rozkolísané. V meziročním vyjádření tržby v maloobchodě stále klesají a zůstávají cca 8 % pod předcovidovými hodnotami. Ani předstihové indikátory na zlepšení neukazují, spíše naopak. Nálada spotřebitelů se v prosinci propadla na nejnižší hodnoty od února 2023.

Průmyslová výroba vzrostla meziměsíčně o 2,8 % a meziročně o 1,9 %. Na první pohled výsledky vypadají solidně, ale bylo by předčasné se domnívat, že se jedná o změnu v trendu. V meziročním vyjádření hrála významnou roli nízká srovnávací základna automobilového průmyslu, meziměsíční srovnání zase ovlivnila výroba elektřiny, jejíž horší zářijové výsledky kvůli odstávkám i teplému počasí snížily srovnávací základnu pro meziměsíční porovnání. Předstihové indikátory ani nové zakázky (-4 % y/y) na rychlé oživení nevypadají. Index nákupních manažerů PMI ve zpracovatelském průmyslu, který se pohybuje pod hladinou 50 již 17 měsíců v řadě, sice v listopadu překonal očekávání růstem o 1,2 bodu, ale s hodnotou 43,2 stále indikuje kontrakci.

## Inflace a centrální banka

Zatímco v říjnu inflace kvůli nízké srovnávací základně zrychlila na 8,5 %, v listopadu poklesla na 7,3 %. I to bylo ale mírně nad očekáváním trhu (7,2 %) i ČNB (7,1 %). Předpověď ČNB ale počítala s říjnovým meziročním růstem cen o 8,3 %; očekávanému meziročnímu růstu cen v listopadu o 7,1 % tak odpovídal meziměsíční růst o 0,1 % v listopadu, tedy přesně takový, jaký ukázala data Českého

**I přes klesající inflaci klesá důvěra spotřebitelů.**



statistického úřadu. Jádrová inflace dokonce skončila 0,1 pb pod očekáváním ČNB na 3,9 %. Stejně jako poslední statistiky z reálné ekonomiky byla inflační čísla pro ČNB spíše neutrální a potvrdila vyznění aktuální prognózy.

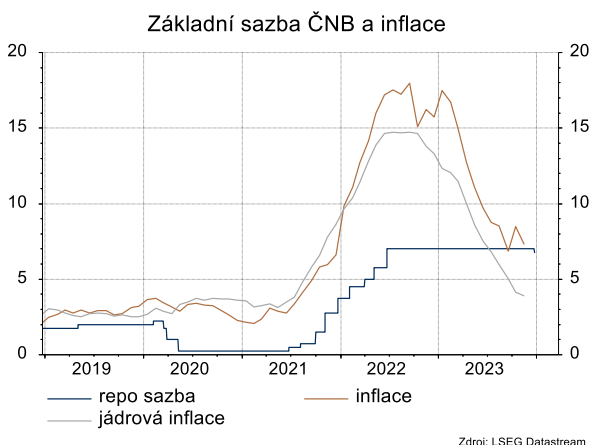
Detailní pohled na inflační data ukazuje, že v meziročním vyjádření inflační tlaky klesají napříč spotřebním košem, nejvýrazněji u potravin a bydlení. Desinflačním tlakům pomáhají i klesající ceny pohonných hmot. Nejistotou stále zůstává lednový efekt, kterého se obávají centrální bankéři, a proto dlouho se snižováním sazeb váhali. I kdyby ale lednový efekt byl silný a ceny v lednu poskočily meziměsíčně například o 2 %, znamenalo by to pro meziroční inflaci pokles na 3,5 %. Prostor pro snižování sazeb má centrální banka velký, ale se snižováním sazeb začala velmi pozvolna a to na posledním zasedání v loňském roce, když bankovní rada jednomyslně odhlasovala snížení základních sazeb o 25 bb. Repo sazba se nyní nachází na 6,75 %.

Na tiskové konferenci guvernér Michl zdůrazňoval, že bankovní rada bude ve snižování sazeb pokračovat velice opatrně, a pokud inflace nebude v příštím roce pokračovat v poklesu v souladu s prognózou, může být cyklus uvolňování měnových podmínek pozastaven. Guvernér také zdůraznil, že trajektorie sazeb bude velmi pravděpodobně výše oproti základnímu scénáři. Základní scénář aktuální prognózy počítá s repo sazbou na konci letošního roku na 3,5 %. Na druhou stranu guvernér nevyločil možnost, že snižování sazeb v příštím roce bude rychlejší než po 25 bb. Spekulace o zrychlování tempa poklesu sazeb jsou ale předčasné. Další zasedání ČNB je 2. února, tedy před zveřejněním lednové inflace, (přecenění v lednu je jedním z klíčových rizik pro ČNB). ČNB tak bude stále opatrná a v únoru sníží sazby jen o 25 bb.

## Rizika

Rizikem pro očekávané oživení české ekonomiky zůstává jak vývoj u největšího obchodního partnera Německa, tak domácí faktory, jako je příliš utažená měnová politika nebo přetrvávající pesimismus domácností, který by bránil v rychlejším oživení spotřeby.

**ČNB začíná se snižováním sazeb.**





Statistiky zveřejněné v posledním měsíci minulého roku potvrdily slabý ekonomický růst a klesající inflaci. I přesto Rada guvernérů ECB nechce naznačit, kdy začne snižovat sazby.

## Ekonomická aktivita

Zveřejněné detaily revidovaných údajů HDP za 3. čtvrtletí roku 2023 potvrdily, že hlavní slabostí ekonomik eurozóny zůstává spotřeba domácností, která poklesla meziročně o 0,4 %. Naopak k růstu pozitivně přispěla vládní spotřeba nebo zahraniční obchod. Celkově HDP stagnoval, což znamená mírnou revizi předběžných údajů směrem dolů (o 0,1 pb).

První statistiky z posledního čtvrtletí loňského roku slabost spotřeby domácností potvrdily. Maloobchodní tržby v souladu s očekáváním poklesly meziročně o 1,2 %, oproti předchozímu čtvrtletí byly tržby nepatrně vyšší, o 0,1 %. Slabost domácí poptávky pokračuje navzdory rostoucím mzdám.

A nepříliš příznivě vyzněly i říjnové statistiky z průmyslu. Navzdory očekáváním, že po zářijovém propadu dojde ke zlepšení, konečná čísla ukázala na další propad, meziročně o 6,6 %, meziměsíčně o 0,7 %. A ani předstihové indikátory nesignalizují brzký obrat k lepšímu. PMI ve zpracovatelském průmyslu se již rok a půl pohybuje pod hladinou 50, a i když se zdá, že své dno již našel, rychlý obrat se zatím zdá být v nedohlednu. V prosinci PMI ve zpracovatelském průmyslu zůstal za očekáváním na hodnotě 44,2 a zklamáním byly i výsledky ve službách, kde PMI poklesl na 48,1 z listopadových 48,7. Měkké indikátory tak představují riziko pro aktuální očekávání trhu počátku oživení již v 1 čtvrtletí letošního roku.

## Inflace a centrální banka

Listopadová inflační čísla potvrdila desinflační trend. Celková inflace poklesla na 2,4 % z říjnových 2,9 %

a klesající trend, i když pozvolnější, je patrný i na jádrové inflaci, která v listopadu poklesla na 3,6 %.

Na posledním zasedání v loňském roce ECB podle očekávání ponechala sazby beze změny. Repo sazba tak zůstala na 4,5 %, depo na 4 % a zápůjční sazba na 4,75 %.

Toto rozhodnutí se díky snižující se inflaci a horším výsledkům reálné ekonomiky očekávalo. Co bylo ale poměrně překvapivé, bylo ohlášení konce reinvestic maturujících dluhopisů z programu PEPP. Zatímco ještě v říjnu ECB avizovala pokračování reinvestic nejméně do konce roku 2024, nyní plánuje snížení reinvestovaného objemu v druhém pololetí o 7,5 mld. EUR za měsíc a úplné skončení reinvestic na konci roku 2024.

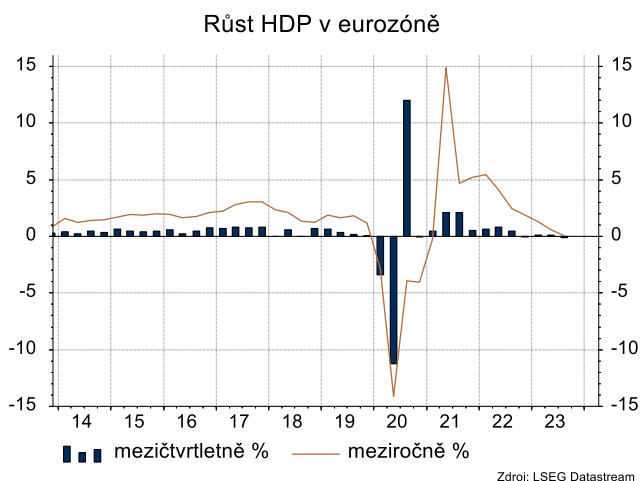
Co se týká sazeb, ECB zdaleka tak konkrétní nebyla. Se zvyšováním sazeb sice Rada guvernérů s největší pravděpodobností nepočítá, ale podle prezidentky Lagarde diskuze o jejich snižování zatím neproběhla. Prezidentka opět zdůraznila důležitost přicházejících dat. Za klíčové označila mzdy a ziskovost podniků. Z tohoto pohledu bude důležitá první polovina letošního roku. První snížení sazeb tak přichází v úvahu – v závislosti na datech – nejdříve v červnu 2024. Tržní očekávání prvního poklesu sazeb v dubnu považujeme za předčasná.

Na prosincovém zasedání prezidentka Lagarde představila i novou prognózu, která snížila výhled inflace i růstu. Stále je ale prognóza ECB v porovnání s konsensuálním očekáváním podle Bloombergu poměrně optimistická. Zatímco analytici očekávají růst HDP v roce 2024 o 0,5 %, ECB očekává 0,8 % y/y.

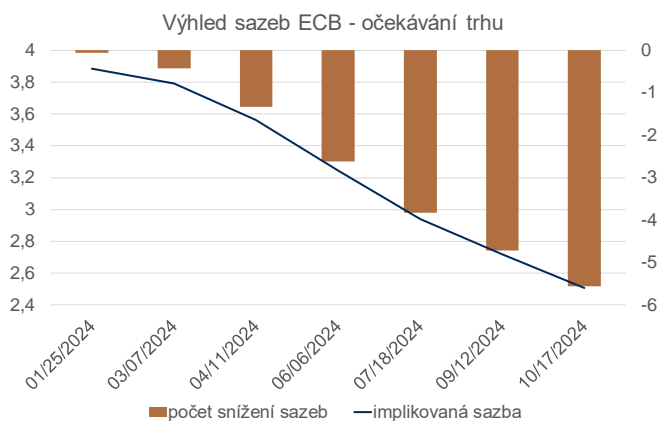
## Rizika

Slabý ekonomický růst v kombinaci se zvýšenou jádrovou inflací, která bude oddalovat uvolnění měnových podmínek, je jedním z rizik, které budou eurozónu letos provázet. Další z vnitřních nejistot, které mohou limitovat ekonomické oživení, je situace v Německu.

## Eurozóna balancovala v loňském roce na hranice recese.



## I přes klesající inflaci ECB o snižování sazeb ještě nediskutovala, trh ale snížení sazeb očekává již brzy.



Trh silně spekuluje na brzký začátek cyklu snižování úrokových sazeb, zatímco Fed sice připouští, že se tento okamžik blíží, ale varuje, že než nadejde, bude to ještě nějakou dobu trvat. Vývoj inflace a inflačních očekávání i posun v prognóze Fedu blížící se první snížení sazeb potvrzují. Jak brzy k tomu dojde, bude záležet především na ekonomické aktivitě. Pokud by americká ekonomika pokračovala v růstu nad potenciálem nebo blízko něho, mohl by si Fed bez problémů dovolit počkat a ujistit se, že má inflaci opravdu pod kontrolou. Pokud dojde k rychlému zpomalení výrazně pod potenciál, měl by Fed přestat váhat a přejít k rychlé akci.

## Ekonomická aktivita

Data z trhu práce byla tentokrát poněkud silnější, než se čekalo. Týkalo se to zejména míry nezaměstnanosti, která klesla. Počet vytvořených pracovních míst byl také o něco vyšší, než se čekalo, ale tento údaj byl zkreslený ukončením stávek v automobilovém sektoru. Zaujal o něco silnější růst mezd. Mzdy jsou pro Fed strašákem, protože jejich vyšší růst by mohl vést k inflačním tlakům; zde je ale potřeba uvést, že ve třetím čtvrtletí poměrně rychle klesaly jednotkové náklady práce a že tedy růst mezd více než vyvažuje růst produktivity práce, což by mělo případné inflační tlaky eliminovat. Důležité také je, že přes poněkud lepší listopadová data zůstává zachována tendence ke slábnutí trhu práce, jak mimo jiné potvrdil výrazný pokles poptávky po pracovní síle (JOLTS). Síla trhu práce pomáhá udržovat vysokou osobní spotřebu, což odsunuje dále do budoucnosti hrozbu případného výraznějšího zpomalení. Výrobní sektor zůstává podle konjunkturálních indikátorů ve

stabilním útlumu. V listopadu byla poněkud slabší i reálná čísla, podíl na tom však mohla mít stávka v automobilovém průmyslu.

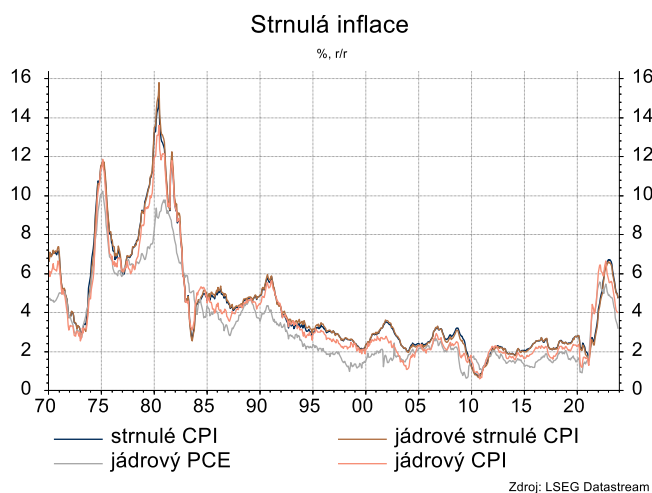
## Inflace a centrální banka

Inflace byla v uplynulém měsíci blízko očekávání, pokračuje tedy pomalý trend jejího postupného snižování. Jádrou inflaci stále táhne nahoru jen velmi pomalu zpomalující růst nájmu, což je zpožděný efekt růstu cen nemovitostí v období pandemie. Dále roste cena pojištění aut, což souvisí se specifickými faktory týkajícími se sektoru, nikoliv s celkovou ekonomickou situací, a rostou také ceny služeb ve zdravotnictví, což souvisí s růstem poptávky po zdravotnických službách a nedostatkem pracovníků v tomto sektoru. Vyhledky pro pokles inflace jsou tedy dobré, ale pokles cen služeb v rámci jádrové inflace bude i nadále pomalý. To zohlednila i nová prognóza Fedu, podle které by se inflace na konci letošního roku měla už poměrně výrazně blížit k cíli. Fed ale stále je a i nadále bude opatrný, protože inflační rizika stále existují a předčasný začátek snižování sazeb by mohl vyvolat zbytečné problémy. Pokud ekonomika na začátku roku prudce nezpomalí, počítáme se začátkem snižování sazeb na květnovém zasedání, tedy později než trh, který jej očekává už v březnu.

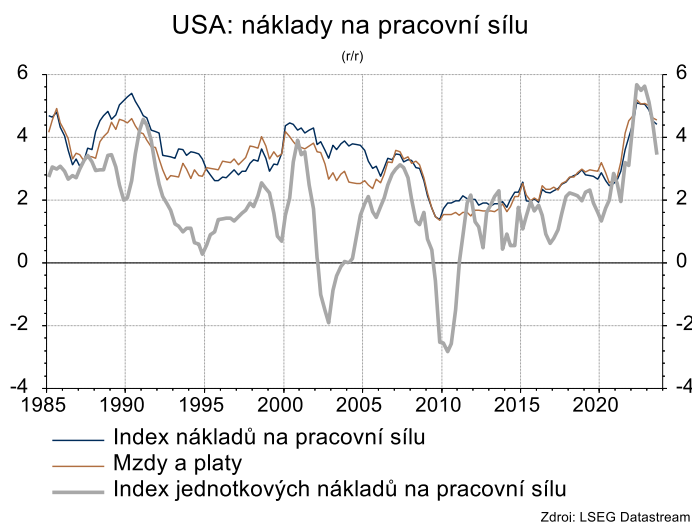
## Rizika

Trvá vysoká nejistota ohledně udržení současného vysokého tempa růstu. Ve čtvrtém čtvrtletí hospodářství nejspíše zpomalilo, i když pravděpodobně ne tak výrazně, jak předpokládá konsensus analytiků (analytici podle Bloombergu čekají růst o 1 % anualizovaně, nowcast Atlantského Fedu ukazuje na růst přes 2 %). Růstová data, především vývoj osobní spotřeby, budou sledována velmi pozorně a časování snižování sazeb se bude upravovat podle nich.

### Strnulá inflace je v rychlém trendovém poklesu.



### Růst mezd sice zpomaluje, ale stále je příliš rychlý.



## EUR/USD

Dolar zhruba do poloviny prosince posiloval, potom rychle otočil a dostal se nad minima z druhé poloviny listopadu. Za tímto vývojem stály především měnící se názory na vývoj sazeb Fedu a ECB, konkrétně příklon trhu k očekávání, že Fed začne brzy a rychle snižovat sazby. Impuls v tomto směru trh vyčetl i ze zasedání FOMC, i když tuto poněkud přehnaně optimistickou interpretaci korigovalo vystoupení člena FOMC Williamse. V lednu lze očekávat pokračování vysoké citlivosti na faktory ovlivňující očekávání časování snižování sazeb, ale výrazný vliv mohou mít i sezónní investiční toky. My předpokládáme udržení poměrně výrazné volatility s možností překmitnutí přes 1,10. Tento pohyb by měl být později korigován, protože letos počítáme jen s mírným posílením eura při trvale vysoké volatilitě.

## EUR/CZK

Poslední měsíc loňského roku byl ve znamení pozvolného oslabování. Koruna nedokázala ocenit optimismus na globálních trzích, když její postavení podrývaly stále větší sázky na brzké snižování sazeb. Tato očekávání podporovala jak inflační data, tak samotní centrální bankéři, kteří postupně více a více začali připouštět možnost prvního snížení sazeb již v prosinci. Ke snížení sazeb nakonec centrální bankéři na svém posledním měnově-politickém jednání v loňském roce přistoupili. To korunu dostalo ještě více pod tlak, ale k dramatickému oslabení nedošlo. Loňský rok koruna končila na hodnotách 24,7 vůči euru, tedy zhruba o 1,7 % slabší než na začátku prosince.

První měsíce letošního roku by koruna měla zůstat pod tlakem. Ten bude způsobený snižováním úrokového diferenciálu díky snižování sazeb ze strany ČNB a zároveň opatrnějšího přístupu ECB.

## Dluhopisy

Trend k poklesu výnosů dluhopisů v USA podle našeho názoru v prosinci přestřelil – dlouhý konec výnosové křivky poklesl příliš rychle příliš hluboko. Pokud by data v lednu ukazovala na zpomalování ekonomiky, což by pomáhalo udržet očekávání brzkého a rychlého poklesu sazeb, mohou ještě výnosy mírně poklesnout. Pokud by však data ukazovala na udržení tempa růstu nebo jen mírné zpomalení anebo pokud by došlo k negativním překvapením u inflace, může se trend lehko velmi prudce obrátit. Dluhopisový trh je podle našeho názoru poměrně výrazně překoupený a korekce tím pádem značně pravděpodobná. Ve střednědobém výhledu počítáme se stabilizací dlouhého konce křivky mezi 3,5–4,0 % za předpokladu zpomalení ekonomiky a inflace, a tím pádem postupného poklesu sazeb. Riziko je směrem nahoru (tedy vyšší výnos), pokud zůstane ekonomika silná a Fed bude opatrný.

Pokles výnosů byl v Evropě relativně (vzhledem k jejich úrovni) ještě výraznější než v USA. To bylo dáno jednoznačnou slabostí evropských ekonomik, které koketují s recesí. Snaha ECB signalizovat své jestřábí nastavení se kvůli tomu míjela účinkem. I kdyby měl trh pravdu a kombinace slabosti evropských ekonomik a dalšího poklesu inflace by přinutila ECB změnit názor a skutečně začít snižovat sazby, měl by být prostor pro další pokles výnosů už jen omezený. Lepší se výhled evropských ekonomik nebo nečekaný posun inflace směrem nahoru by lehko mohly vyvolat korekci, ale pouze omezenou.

České dluhopisy v prosinci sledovaly vývoj ve světě, tedy klesaly. Tendenci k poklesu podporovalo i očekávání brzkého začátku snižování sazeb ČNB. Podobně jako ve světě by i u nás měl být prostor pro další pokles sazeb už jen poměrně omezený a riziko korekce směrem nahoru vysoké. Kromě vývoje v zahraničí bude trh výrazně ovlivňovat i názor trhu na tempo pokračování poklesu výnosů, jakož i na to, jak moc se ekonomika letos zotaví. Optimismus ohledně inflace a pesimismus ohledně ekonomiky by mohly trend poklesu výnosů prodloužit.

## Akcie

Konec roku světovým akciovým trhům hodně přál a akcie díky tomu dosáhly velmi dobré výkonnosti i za celý rok. V prosinci pokračoval silný růstový trend z listopadu, který byl podpořen kombinací spekulací na pokles sazeb Fedu a ECB a také poklesem výnosů dluhopisů při dobré výkonnosti americké ekonomiky. Růst akciového trhu v USA je však hodně koncentrovaný hlavně do technologických akcií a u nich především do velkých společností (index malých podniků Russell 2000 rostl loni o 12 %, široký index velkých společností S&P500 o 22 % a index Nasdaq 100, tedy velké technologické společnosti, o 48 %, přičemž index FANG+, do kterého je zahrnuta úzká skupina největších technologických společností, rostl o 86 %). Evropa na tom byla podobně jako USA bez velkých technologických společností – široký index STOXX MIT rostl o 12 %, úzký index velkých společností STOXX 50 o 19 %. Regionálně mezi velkými ekonomikami Unie vyhrála Itálie (28 %) před Španělskem (24 %). Německo (20 %) a Francie (17 %) zaostaly. Akcie by letos mělo podpořit snižování sazeb klíčových centrálních bank, které by mělo být pro akcie primárním faktorem. Ohrozit by je mohla výraznější ekonomická nestabilita (nečekaně silná recese v USA, finanční nestabilita).

Pražská burza si v prosinci připsala slušných, přesto podprůměrných 1,37 %, když vyspělý svět finišoval rok 2023 výrazně svižněji. Růstem v Praze v prosinci překvapily akcie KB 4,34 %, jedna z fundamentálně nejdražších bank, tak dosáhla v prosinci největšího zhodnocení ze všech sledovaných akcií. Slušné zhodnocení přinesly také akcie VIG 4,17 % a Moneta 2,09 %. Zajímavé je, že i přes snížení sazeb ze strany ČNB a i masivnímu snížení výnosu na dluhopisové křivce měly



nejlepší výkonnost akcie z finančního sektoru. Naopak nedařilo se Pilulce -15 % a ČEZu -3,37 %. Celkovým vítězem roku 2023 jsou akcie společnosti ČEZ, které si připsaly 43,7 %, dále pak MONETA 34,7 % a ERSTE BANK 34,4 %. Propadákem roku je Pilulka -66 %.

Letošní rok nebude tak různový a rozhodně tak jednoduchý jako ten loňský. I přes pokles inflace a pokles úrokových sazeb ze strany ČNB je ekonomika v ne úplně super formě. Sázka na jistotu a dividendové akcie může být správnou volbou. Bude nutné sledovat a využívat silnější tržní pohyby.

## Kredit

Náš předpoklad z minulého měsíčníku se potvrdil a lékárnická odnož Penty se postarala o největší tuzemskou emisi letošního roku. Soudě podle poměru krácení objednávek u institucionálních investorů se syndikátu pěti bank podařilo umístit přes 80 % emise mezi klienty z řad fyzických osob a dluhopis Dr. Max se tak zařadí mezi emise s největším počtem klientů vůbec. Další zajímavou emisí v prosinci byla podřízená perpetuita v objemu 100 milionů EUR a výnosem 5 % nad 6M EURIBOR, o kterou se postarala banka Creditas. Dostupné parametry emise naznačují, že bude výtěžek z jejího prodeje uznatelný jako tzv. AT2 kapitál a pomůže tak s naplněním požadavku na kapitálovou přiměřenost.

Ke konci roku se ale udála ještě jedna zajímavá událost, která může mít podstatný vliv na dluhopisové trhy v celém středoevropském regionu. Společnost CPI Radovana Vítko čelí od konce listopadu nařčení z vyvádění majetku a účetních podvodů ze strany hedgeového fondu Muddy Waters. Výnosy dluhopisů poskočily výrazně nahoru a kupříkladu ceny 3 ze 4 vydaných perpetuit klesly až k úrovni 20 %. Naštěstí skupinu CPI nečeká v nadcházejícím roce splatnost žádného zásadního objemu a bude tak mít dostatek času se bránit a nařčení vyvrátit. Už v roce 2025 bude totiž potřebovat refinancovat skoro 2 miliardy EUR, a to by při současném tržním náhledu na nemovitostní sektor byl opravdu tvrdý oříšek i bez zmíněné kampaně ze strany Muddy Waters.

## Komodity

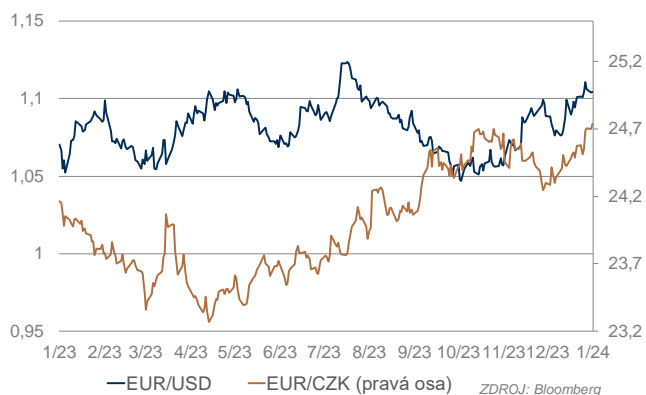
Jak se dalo očekávat, vysoká volatilita cen ropy pokračovala i v prosinci. Do poloviny měsíce byla ropa pod tlakem a její cena (Brent) klesla až lehce pod 73 USD/brl, poté se trend obrátil a cena se vrátila k 80 USD/brl. Faktory ovlivňující cenu ropy byly stejné jako v předchozích měsících: dostatečná nabídka tlačila cenu dolů, naopak naděje na oživení ekonomiky díky snížení sazeb měla účinek opačný. Specifikem prosince byla geopolitika, konkrétně útoky na lodě v Rudém moři a s nimi související obavy z narušení dopravy ropy v tomto klíčově důležitém regionu. Volatilita by s námi měla zůstat i v novém roce, stejně jako faktory, které ji způsobují. Předpokládáme, že

cena bude zpočátku spíše nižší, a pokud v průběhu roku skutečně díky snížení sazeb dojde ke znatelnému oživení růstu ve světě, mohla by se později dostat na vyšší úroveň. Šum bude i nadále do vývoje cen vnášet geopolitika, především nestabilita na Blízkém a Středním východě může způsobit silné výkyvy.

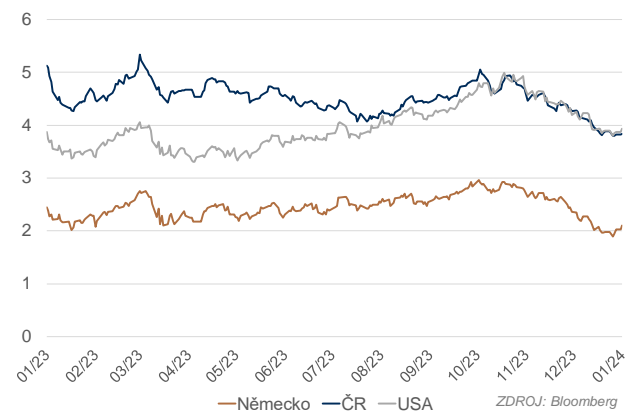
Cena zlata sice v prosinci prošla silnými výkyvy, ale v souhrnu se udržela nad psychologicky důležitou úroveň 2000 USD/oz. Na úplném začátku měsíce se cena dostala na historické maximum, ale šlo jen o krátký výkyv pravděpodobně související s technickými faktory. V polovině měsíce naopak lehce klesla k 1970 USD/oz. Ale opět šlo spíše o šum než fundamentálně motivovaný pohyb. Zlatu určitě pomáhají spekulace na snižování sazeb, pokles výnosů i oslabování dolaru. Důležitou roli také hraje geopolitika a vysoká míra nejistoty. Kombinace těchto faktorů by mohla pomoci udržet cenovou úroveň poblíž současných hodnot, ale je otázkou, jestli bude stačit na významnější posun směrem nahoru. Podle našeho názoru spíše hrozí propad ceny, především pokud by méně nakupovaly centrální banky nebo pokud by došlo ke zmírnění geopolitických tenzí. V měsíčním horizontu je však nejpravděpodobnější pokračování postranního trendu.



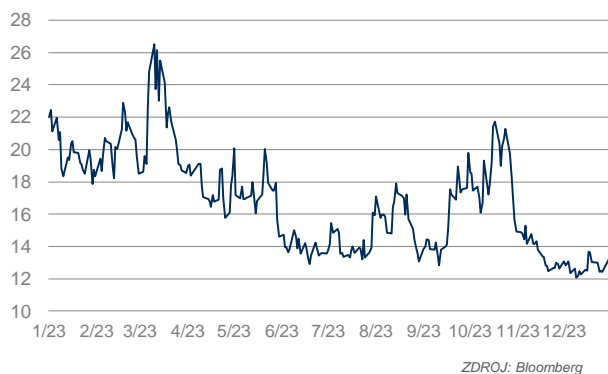
## Devizové kurzy



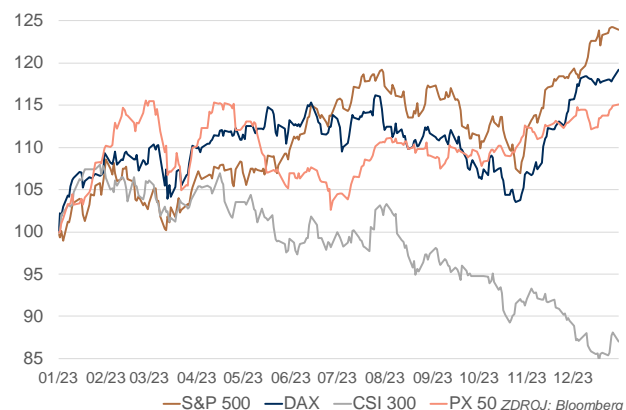
## Dluhopisy (10 let)



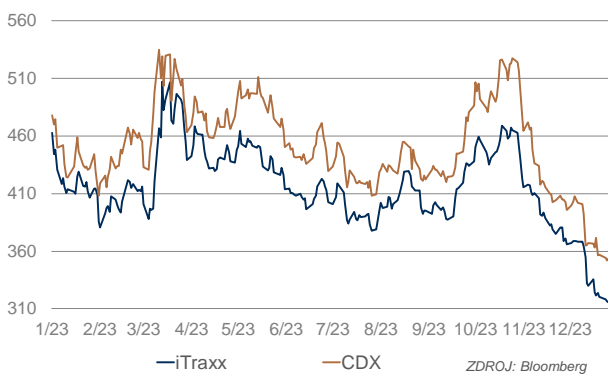
## Index volatility VIX



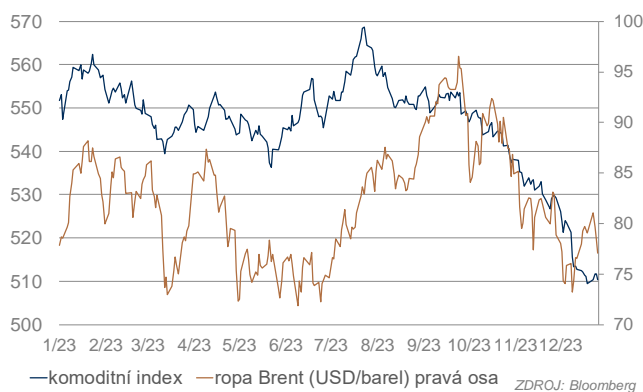
## Akciové indexy (1. 1. 2023 = 100)



## Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



## Ropa a komoditní index



	SOUČASNÁ HODNOTA			3 M		6 M		12 M	
	M-12	M-1		ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
<b>SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK</b>									
Fed	4,25-4,50	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25- 5,50	→	4,75 - 5,00	↓	4,00-4,25	↓
ECB	2,5	4,5	4,5	4,5	→	4,25	↓	3,25	↓
ČNB	7,0	7,0	6,75	6,0	↓	5,25	↓	4	↓
<b>KURZY</b>									
EUR/USD	1,07	1,08	1,10	1,10	↓	1,11	↑	1,12	↑
EUR/CZK	24,15	24,41	24,70	24,6	↓	24,6	→	24,4	↓
<b>DLUHOPISY</b>									
US dluhopis 2y	4,43	4,54	4,31	4,4	↑	4,0	↓	3,0	↓
US dluhopis 10y	3,87	4,20	3,94	4,0	→	3,8	↓	3,5	↓
Něm. dluhopis 2y	2,71	2,68	2,46	2,5	→	2,5	→	2,0	↓
Něm. dluhopis 10y	2,44	2,36	2,09	2,2	↑	2,0	↓	2,0	→
České dluhopisy 2y	5,65	4,71	4,10	4,0	↓	3,8	↓	3,5	↓
České dluhopisy 10y	5,13	4,25	3,80	3,8	→	3,5	↓	3,5	→
<b>KREDIT</b>									
USA CDX 5y	484,0	399,8	356,4	380,0	↑	350	↓	330	↓
EMU iTraxx 5y	472,2	367,0	315,6	340,0	↑	320	↓	290	↓
<b>AKCIE</b>									
S&P 500	3839,5	4594,6	4769,8					5000	↑
Eurostoxx 50	3856,1	4418,5	4549,6					4800	↑
DAX	13923,6	16397,5	16884,0					17500	↑
CSI 300	3871,6	3482,9	3386,4					4500	↑
PX 50	1201,7	1390,4	1415,4					1500	↑

\* Změna oproti předchozímu období (šipka dole u kurzu znamená změnu v prognóze směrem k silnějším hodnotám USD, resp. CZK)  
 ZDROJ: Bloomberg, Reuters, ČNB, PPF banka a.s.



# Hlavní makroekonomické ukazatele

## Česká republika

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-0,4	-0,6	-0,7	-0,1	0,3	0,8	1,7	2,3	2,4	-0,4	1,5	2,8
soukromá spotřeba	-5,4	-4,5	-2,3	-0,5	1,6	2,3	3,1	3,6	-0,8	-3,2	2,6	3,6
vládní spotřeba	3,2	3,2	3,9	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	0,6	2,5	1,1	1,1
investice	-0,8	2,5	3,3	5,9	7,0	4,2	3,7	3,2	3,0	2,9	4,5	3,2
dovoz	3,0	0,8	-1,8	-2,6	-0,5	1,6	2,9	3,8	6,3	-0,3	1,9	4,9
vývoz	6,4	4,4	-0,5	0,0	0,7	2,1	3,2	4,1	7,2	2,7	2,5	5,0
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,6	3,6	3,8	4,0	4,2	3,8	3,6	3,6	3,4	3,8	3,8	3,7
inflace (% y/y)	16,4	11,2	8,1	7,5	2,7	2,6	2,2	2,8	15,1	10,8	2,6	2,1
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,1	-0,8	-0,5	0,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,2	-3,6	-1,6	-1
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	44,2	45,0	45,4	44,4

## Evropská měnová unie

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,2	0,6	0,0	0,1	0,2	0,2	0,6	1,0	3,4	0,5	0,6	1,4
soukromá spotřeba	1,3	0,6	-0,4	0,5	0,5	0,8	1,0	1,3	4,4	0,4	0,9	1,5
vládní spotřeba	-0,4	0,1	0,5	0,2	1,0	0,8	0,8	0,9	0,7	0,1	0,85	0,9
investice	1,9	1,2	-0,1	0,3	-0,2	-0,1	0,5	1,2	0,9	1,0	0,3	1,6
dovoz	1,9	-0,3	-3,8	-0,9	0,6	1,2	2,3	2,9	8,0	-0,5	1,4	2,8
vývoz	2,9	-0,4	-2,8	-0,8	-0,6	0,9	1,8	2,8	7,3	0,1	0,95	2,7
nezaměstnanost (%)	6,6	6,5	6,5	6,6	6,6	6,8	6,8	6,7	6,7	6,5	6,7	6,7
inflace (% y/y)	8,0	6,2	4,9	2,9	2,7	2,5	2,1	2,2	8,4	5,5	2,5	2,1
jádrová inflace (% y/y)	5,5	5,5	5,1	4,1	3,4	3,1	2,6	2,2	3,9	5,1	2,9	2,2
běžný účet (% HDP)	-0,4	0,2	1,3	1,9	1,6	1,8	1,9	2,1	-0,6	1,6	1,8	1,8

## Spojené státy americké

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,7	2,4	2,9	2,6	2,1	1,7	0,7	0,8	1,9	2,4	1,2	1,7
soukromá spotřeba	2,1	1,8	2,4	2,5	1,7	1,7	1,0	1,0	2,5	2,2	1,3	1,5
vládní spotřeba	2,7	4,1	4,5	3,6	2,6	2,1	1,1	1,0	-0,9	3,7	1,5	0,9
investice	-6,1	-2,2	1,8	0,9	3,2	1,9	0,2	0,8	4,8	-0,9	1,0	2,8
dovoz	-1,0	-3,9	-1,4	0,0	-0,1	2,3	1,3	1,7	8,6	-1,6	1,1	2,6
vývoz	7,3	2,1	-0,2	1,3	0,6	3,3	2,2	2,3	7,0	2,5	1,0	2,5
nezaměstnanost (%)	3,5	3,6	3,7	3,9	4,1	4,2	4,4	4,4	3,6	3,7	4,2	4,3
inflace (CPI % y/y)	5,8	4,0	3,5	3,2	3,0	2,8	2,6	2,4	8,0	4,1	2,7	2,3
jádrová inflace (PCE % y/y)	4,8	4,6	3,9	3,5	3,0	2,7	2,6	2,5	5,2	4,2	2,6	2,2
běžný účet (% HDP)	-3,4	-3,2	-3,0	-3,1	-3,0	-3,1	-3,1	-3,1	-3,8	-3,1	-3,1	-3,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,7	-8,3	-5,2	-6,0	-5,8	-5,3	-5,6	-5,6	-5,4	-6,2	-6,0	-6,2
vládní dluh (% HDP)	96,1	96,0	97,7	98,0	98,0	98,2	98,6	99,2	97,0	97,5	99,5	102,0

\* Předpověď

Zdroj: Bloomberg, Reuters, Český statistický úřad, ČNB, PPF banka a.s.



## Karel Tregler

DIVIZE KOMERČNÍ A INVESTIČNÍ BANKOVNICTVÍ  
+420 224 175 838  
ktregler@ppfbanka.cz

## Magdalena Středová

ODBOR INVESTIČNÍCH PRODUKTŮ A ANALÝZ  
+420 224 175 950  
mstredova@ppfbanka.cz

## Ľuboš Mokráš

ODBOR INVESTIČNÍCH PRODUKTŮ A ANALÝZ  
+420 224 175 860  
lmokras@ppfbanka.cz

## Barbora Skřipská

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ  
+420 224 175 919  
bskřipska@ppfbanka.cz

## Tomáš Krejčí

ODBOR SALES PRO KORPORÁTNÍ A MUNICIPALNÍ KLIENTY  
+420 224 175 837  
tkrejci@ppfbanka.cz

## Dušan Jalový

ODBOR SALES PRO INSTITUCIONÁLNÍ KLIENTY  
+420 224 175 790  
djalovy@ppfbanka.cz

## Miroslav Tutter

ODBOR VEŘEJNÉHO SEKTORU  
+420 224 175 691  
mtutter@ppfbanka.cz

## UPOZORNĚNÍ

Toto sdělení není návrhem ani nabídkou na prodej či nákup investičních nástrojů či jiných produktů a nezakládá ani závazek k upsání, koupi, prodeji nebo nabídku financování. Stanoviska zde vyjádřená se mohou změnit bez předchozího oznámení a mohou se lišit od stanovisek jiných pracovníků PPF banky a.s. (dále jen „PPFB“). Zde uvedené závěry nejsou objektivní nezávislé vysvětlení situace, ale vyjadřují subjektivní názor PPFB. Není-li písemně sjednáno jinak, PPFB neposkytuje svým klientům služby investičního poradenství a toto sdělení nelze považovat za investiční poradenství, investiční doporučení nebo investiční výzkum. Banka implementovala řadu procedur k identifikaci a řízení střetu zájmů a zároveň přijala opatření zajišťující jejich aplikaci a kontrolu, přesto však nelze vyloučit ve výjimečném případě následující střety zájmů. PPFB či její spřízněná osoba může být emitentem investičních nástrojů či obchodovat na vlastní účet investiční nástroje, které jsou zmiňovány v tomto sdělení nebo mají vztah k zemi, měně, úrokovým sazbám, indexům nebo jiným zde zmiňovaným ukazatelům. PPFB poskytuje či má v úmyslu poskytovat investiční či jiné služby pro emitenty jakýchkoli investičních nástrojů. PPFB či její pracovníci (včetně těch, s nimiž autoři mohli provádět konzultace při přípravě tohoto sdělení), příp. jiní klienti PPFB mohou ve zde uváděných investičních nástrojích držet krátkou či dlouhou pozici, mohli nabýt takové pozice za ceny či za tržních podmínek, které již nemusí být

aktuálně k dispozici, a mohou mít zájmy odlišné či nepříznivé ve vztahu k vašim zájmům. Informace zde obsažené vycházejí z obecně dostupných informací, které byly získávány ze zdrojů, které PPFB považuje za spolehlivé; jejich správnost nebo úplnost však PPFB neověřovala, a tudíž není zaručena. PPFB není odpovědná uživateli tohoto sdělení či třetí osobě za kvalitu, přesnost, včasnost, trvalou dostupnost či úplnost údajů ani za jakoukoliv zvláštní, přímou, nepřímou, nahodilou či následnou ztrátu či škodu, která může vzniknout v důsledku použití informací zde obsažených, či utrpěnou jinak v souvislosti s tímto sdělením. Jakákoli obchodní či investiční rozhodnutí, která učiníte, činíte v závislosti na vaší vlastní analýze či úsudku a/nebo analýze či úsudku vašich poradců, nikoliv v závislosti na PPFB. Před uzavřením jakékoliv transakce byste proto měli zvážit, aniž byste se přitom spoléhali na PPFB, ekonomická rizika či výhody, jakož i právní, daňové a účetní charakteristiky a důsledky transakce a posoudit, zda jste schopni přijmout taková rizika. Toto sdělení nepředstavuje předpověď či odhad budoucích událostí. Výkonnost v minulosti není zárukou ani spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů/výkonnosti. Jakékoliv ceny zde uvedené (kromě těch označených jako historické/minulé) jsou pouze indikativní a nepředstavují pevné kotace, a to ani ohledně ceny, ani ohledně objemu.

