

# Analytický měsíčník

Téma měsíce

## Sestupná část cyklu úrokových sazeb

ČR Slabá koruna omezuje prostor pro měnové uvolňování

EMU Pokračuje trend poklesu produktivity práce

USA Očekávání prvního snížení sazeb trh odsunul na léto

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

březen 2024

Magdalena Středová, Luboš Mokráš

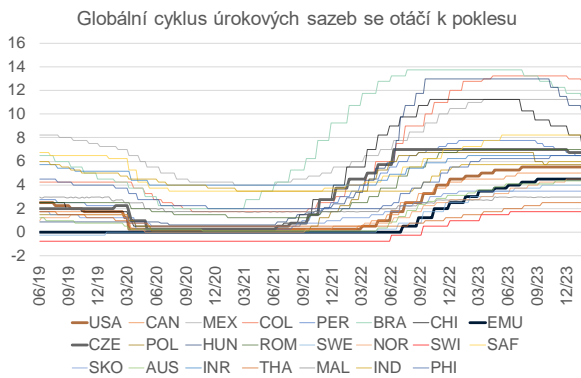


ČNB už začala sazby snižovat, obrat cyklu úrokových sazeb u klíčových centrálních bank (především Fedu a ECB) se blíží. Budoucí trajektorie vývoje sazeb centrálních bank je však nejistá a měnící se názory investorů na ni podstatně ovlivňují chování finančních trhů. Protože prostor pro pokles sazeb je velký, je silný i vliv měnících se názorů. Jaká je výchozí situace, jaké faktory ovlivňují budoucí vývoj i jaký je náš názor na pravděpodobný další postup centrálních bank a chování trhů, to jsou témata toho měsíce.

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

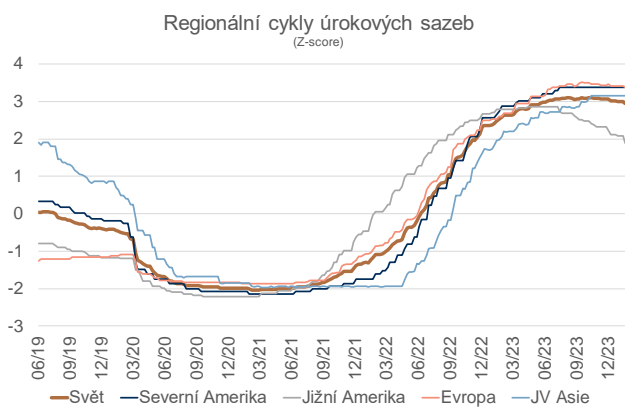
## Jak se letos budou vyvíjet úrokové sazby?

V loňském roce jsme se dostali na vrchol cyklu úrokových sazeb, letos bychom měli být v jeho sestupné části. V tématu měsíce se podíváme na aktuální situaci včetně historického kontextu, pravděpodobný vývoj sazeb klíčových centrálních bank (Fed a ECB) a ČNB, na faktory, které jej ovlivní, a na jeho vliv na finanční trhy.



### Aktuální stav

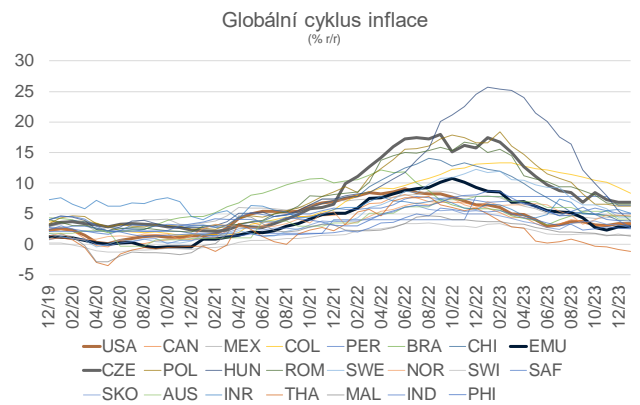
Úrokové sazby jsou globálně za vrcholem cyklu, proces snižování ve světě už začal (včetně ČNB). I Fed a ECB jsou (velmi pravděpodobně) na svém maximu a v obou případech finanční trhy spekulují, kdy začne sestupná část cyklu, jak bude rychlá a kde skončí. Regionálně je cyklus nejpokročilejší v Jižní Americe, kde již sazby zřetelně klesají. Naopak jižní a jihovýchodní Asie jsou zřetelně zpožděné za světovým cyklem. Klíčové centrální banky



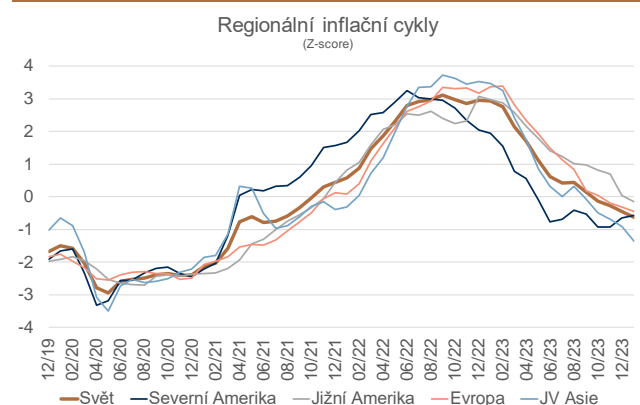
jsou blízko světového cyklu.

Pro vývoj sazeb je klíčová především inflace. Ta je globálně daleko za svým vrcholem, ovšem na cílech

centrálních bank zatím obecně není. Ty jsou vesměs opatrné, takže cyklus úrokových sazeb za inflačním cyklem zřetelně zaostává a toto zaostávání se bude nejspíše ještě dále zvyrazňovat.



Regionálně je vývoj inflace podstatně odlišný od vývoje sazeb. Inflační vlna v Severní Americe měla jednoznačný předstih před zbytkem světa, kde se inflace vyvíjela navzájem značně podobně. Rozdíl je také v tom, že zatímco ve zbytku světa dezinflační trend stále pokračuje, v Severní Americe se pokles zastavil na úrovních zřetelně nad hodnotami před začátkem inflační vlny. Obava, že by inflace mohla zůstat nad jejich cíli, je klíčovým důvodem opatrnosti centrálních bank.

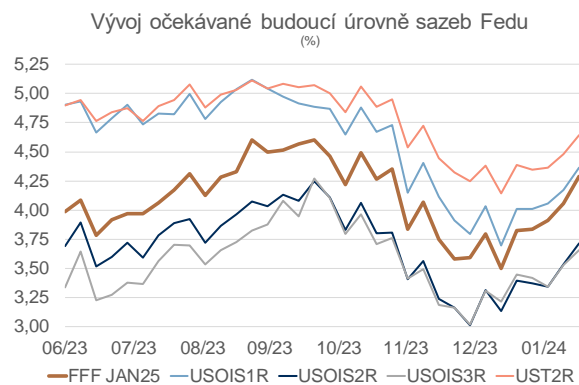


### Fed

Fed je z globálního hlediska nejdůležitější centrální bankou, proto jím náš přehled začneme. Názor na to, od kdy, jak rychle a kam až bude Fed snižovat sazby, prošel podstatným a místy i značně dynamickým vývojem. Investoři byli vesměs optimističtější než představitelé Fedu,



čekali tedy dřívější a rychlejší pokles sazeb. Opatrnost představitelů Fedu do značné míry vychází ze snahy neopakovat chybu v měnové politice, které se centrální banka dopustila pod vedením Arthura Burnse v sedmdesátých letech, kdy začala snižovat sazby příliš brzy, a podstatně tak přispěla k prudkému růstu inflace na konci sedmdesátých let a přechodu ekonomiky do stagflace. Fedu navíc pomáhá konzistentně silná ekonomika, která mu jeho opatrnost nejen umožňuje, ale přímo jej k ní motivuje. Právě síla ekonomiky byla primárním důvodem, proč se nenaplnila očekávání investorů. Na začátku minulého roku řada analytiků předpokládala, že v jeho druhém pololetí USA projdou recesí, což jednak pomůže s dezinflací a jednak bude Fed



Zdroj: Bloomberg

FFF JNA25 – futures na federální fondy pro leden 2025, USOIS – dolarový OIS (overnight indexed swap), UST2R – dvouletý státní dluhopis

nutit k podpoře ekonomiky. Na těchto předpokladech byla založena očekávání, že Fed začne sazby snižovat ještě koncem loňského roku.

Graf tento vývoj ilustruje. Nejpřesněji vystihují očekávání investorů futures na federální fondy, které přímo odrážejí názor investorů na výši sazeb po jednotlivých zasedáních FOMC. Vývoj jednotlivých instrumentů v grafu ukazuje, jak trh v závislosti na tom, jak se ukazovalo, že ekonomika zůstává silná a recese se konat nebude, přecházel od očekávání rychlejšího poklesu sazeb k pomalejšímu. Následný výrazný pokles očekávané sazby souvisel s poklesem inflace a přesvědčením trhu, že tento trend bude pokračovat a bude nutit Fed k zahájení snižování sazby. Navíc se před koncem roku opět objevily obavy ze zpomalení ekonomiky, které tento pohyb podpořily. Trh tehdy vyloženě ignoroval konzistentně opatrnou rétoriku Fedu. Poslední pohyb směrem nahoru pak souvisí s návratem trhu do reality – ekonomika zůstává silná a inflace je vyšší, než trh předpokládal. Zatímco ještě nedávno měl trh za vysoce pravděpodobné, že snižování sazeb započne v březnu a bude rychle pokračovat, nyní nepočítá s jistotou ani se snížením sazeb v červnu a značně zredukoval i očekávaný počet letošních snížení. Zajímavé také je, že synchronně s posunem očekávaného

začátku snižování sazeb se posunuje i finální výše sazeb (dvouletý a tříletý OIS swap). Podle našeho názoru je stále možné první snížení sazeb v květnu, ale podmínkou je obnovení poklesu inflace a slabší data z ekonomiky. Neklesající inflace a silná ekonomika budou první snížení sazeb odsunovat na červen nebo ještě později.

Důležitým faktorem ovlivňujícím vývoj sazeb je probíhající proces „kvantitativního utahování“ neboli snižování bilance Fedu. Tento proces sice není trhem sledován tak pozorně jako vývoj sazeb, ale má dopady jak na reálnou ekonomiku, tak na finanční trhy. Příkladem je situace z podzimu 2019, kdy ke snižování bilance také docházelo, až to nakonec kvůli nedostatku volné likvidity vedlo k destabilizaci peněžního trhu a nutnosti rychlého zásahu Fedu. Fed si tuto lekci pamatuje a snaží se proto být tentokrát velmi opatrný. Přesto se nedá vyloučit, že by kvůli tomuto procesu mohlo na finančních trzích dojít ke krátkodobým turbulencím. Hlavním efektem snižování bilance Fedu je zatím normalizace nástrojů, které primárně používá, konkrétně postupný pokles objemů prostředků ve stahovacích reverzních repo operacích. Tento pokles sice na trhu vzbudil mírné obavy, ale podle našeho názoru jde o zdravý proces potvrzující normalizaci situace po mimořádných opatřeních z období pandemie.

Nejdůležitějším ukazatelem ovlivňujícím očekávání vývoje úrokových sazeb Fedu bude inflace, konkrétně vývoj cen jádrových služeb očištěných o nájmy. Pokles tempa růstu nájmu by měl pokračovat, i když patrně jen pomalu – na jednu stranu by se do něj i nadále mělo promítat zpomalení tempa růstu cen nemovitostí, na druhou stranu by jej měla brzdit předchozí vysoká inflace, která se do nájmu promítá se stejným zpožděním jako růst cen nemovitostí. Jádrové služby očištěné o nájmy jsou citlivé na vyšší tempo růstu mezd a také na sílu osobní spotřeby. Obecně tedy silná ekonomika tažená osobní spotřebou a podporovaná silným trhem práce představuje pro inflaci riziko. Tyto faktory (síla trhu práce, tempo růstu mezd, síla osobní spotřeby) tedy budou doplňovat přímé inflační údaje jako další faktor ovlivňující tržní očekávání vývoje sazeb Fedu.

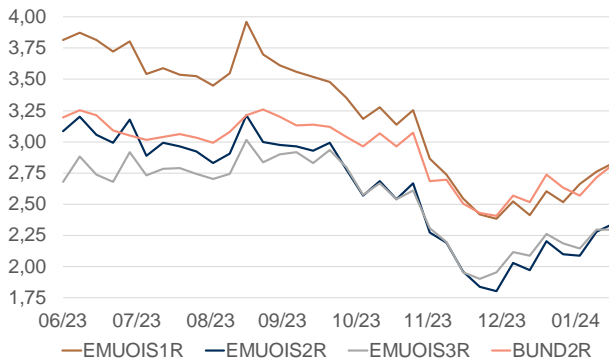
## ECB

ECB je jen na mírně nižší úrovni než Fed z hlediska globálního vlivu (to je dáno kombinací poněkud nižší váhy eura v globálních devizových rezervách, větší ekonomickou vahou USA a také delší historií dolaru jako rezervní měny). Pro Českou republiku je však ECB podstatně důležitější než Fed, protože ČR má velmi silné ekonomické vazby na státy eurozóny a navíc mnoho českých podniků používá euro jako de facto primární měnu – ilustrací je zvětšování podílu půjček v eurech, který již přesáhl 50 %.

ECB je podobně jako Fed opatrná a konzistentně signalizuje, že se snižováním sazeb nebude spěchat a počká si, až si bude jistá, že je inflační vlna za námi a inflace se stabilně usadí v okolí jejího cíle. Na rozdíl od



Vývoj očekávané budoucí úrovně sazeb ECB (%)



Zdroj: Bloomberg

EMUOIS – eurový overnight indexed swap, BUND – německý státní dluhopis

USA ji však v tomto postojí nepodporuje obecně silná ekonomika. Výjimkou ve vesměs neradostném stavu evropských ekonomik je silný trh práce, který spolu s doháněním ztráty kupní síly vytváří riziko příliš rychlého růstu mezd, a tedy vzniku mzdově-inflační spirály. Právě o toto riziko se především opírá argumentace představitelů ECB obhajujících své opatrné stanovisko. Kombinace rychlého poklesu inflace a slabé poptávky, a tedy slabého růstu a pozitivního vývoje vnějšího prostředí (globální dezinflace) by jinak vytvářela předpoklady k brzkému přechodu do sestupné fáze cyklu úrokových sazeb.

Očekávání budoucího vývoje sazeb ECB byla po většinu loňského roku poměrně stabilní. Na rozdíl od USA v Evropě nedošlo k žádnému podstatnému ekonomickému překvapení. První pololetí bylo poněkud lepší, než se čekalo, především díky tomu, že se nepotvrdily obavy z nedostatku energie. Druhé pololetí bylo naopak poněkud slabší, ale ne tak výrazně, aby to implikovalo potřebu okamžitě přejít k rychlému poklesu sazeb. K výraznějšímu poklesu OIS swapů došlo až ke konci roku, což souviselo s kombinací pozitivního vývoje inflace, konzistentně slabých růstových dat, vlivu vývoje v USA a posunu časového horizontu swapů. Růst od přelomu roku je dán vlivem USA, evropská data pro něj důvod nedávají a komunikace ECB se nemění – trh ji, zdá se, postupem času jen víc akceptuje.

Podobně jako Fed i ECB snižuje svoji bilanci. Tento proces byl ze začátku podstatně razantnější než u Fedu, protože převážná většina poklesu souvisela s ukončováním programů podpory úvěrování (TLTRO). V další fázi ECB postupně zastavuje reinvestice dluhopisů nakoupených v rámci kvantitativního uvolňování. Podobně jako v USA by mohl příliš rychlý a příliš výrazný pokles bilance eventuálně vést k nedostatku likvidity na mezibankovním trhu, takže ECB musí být při dalším postupu opatrná.

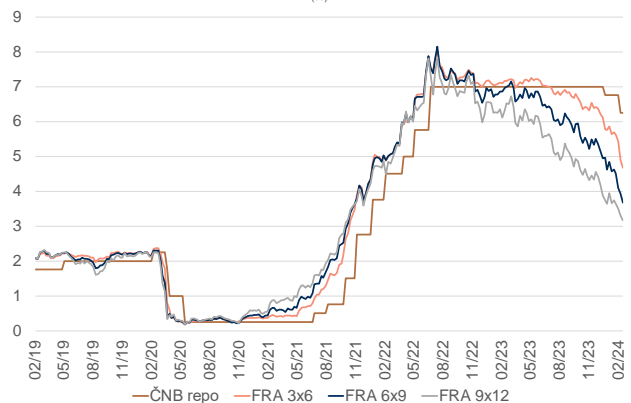
V Evropě bude hodně sledován vývoj mezd. Oficiální údaje se zveřejňují se čtvrtletní frekvencí a poslední údaje

(4. čtvrtletí 2023) potvrdily zastavení zrychlování růstu mezd. ECB však patrně bude chtít potvrzení, že mzdově-inflační spirála opravdu nehrozí, a bude čekat na údaje za první čtvrtletí, což znamená, že nesníží sazby před červnem. Jak ECB, tak investoři a analytici zároveň mají k dispozici sice neoficiální, ale rychlejší data o vývoji mezd (měsíční z Indeed Wage Tracker<sup>1</sup>), která umožňují oficiální data o vývoji mezd odhadovat. Sledována budou také data o vývoji inflace i růstové indikátory a samozřejmě vývoj komunikace představitelů ECB.

## ČNB

Česká národní banka už proces snižování sazeb zahájila v prosinci minulého roku. Její komunikace byla podobně jako u Fedu a ECB dlouhodobě opatrná a i nyní, v situaci, kdy na začátku letošního roku prudce klesla inflace, zůstala vyjádření centrálních bankéřů převážně opatrná. Podobně jako u ECB i u ČNB dominují obavy z příliš rychlého růstu mezd, který by mohl vést ke vzniku mzdově-inflační spirály. ČNB však na rozdíl od Fedu a ECB, které se kurzu eura k dolaru věnují naprosto minimálně, musí dávat pozor, aby příliš velký a rychlý pokles sazeb, a tedy úrokového diferenciálu k ECB a Fedu, nevedl ke vzniku silného tlaku proti koruně. Ta sice na zahájení cyklu poklesu sazeb reagovala, ale zatím pouze mírně. Možnost, že by došlo

Vývoj korunových FRA a sazba ČNB (%)



Zdroj: Bloomberg

k výraznějšímu oslabení, však vyloučit nelze a v takovém případě by ČNB tempo snižování sazeb zpomalila, případně by snižování sazeb mohla i pozastavit. V tomto smyslu bude vývoj sazeb v ČR ovlivňovat i ECB a Fed svým postupem. ČNB bude brát do úvahy i růst české ekonomiky, především osobní spotřeby. Počítá se s jejím oživením, zejména kvůli zastavení poklesu reálné mzdy a nízké základně z minulého roku. Pokud by oživení zaostalo za očekáváním, otevře to ČNB prostor k rychlejšímu poklesu sazeb.

<sup>1</sup><https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op338-dd97c1f69e.en.pdf?a1270dd1c874c2ecc6aa6deaf61f1cb3>



## Centrální banky a finanční trhy

Pro investory je samozřejmě nejzajímavější vliv měnové politiky centrálních bank na finanční trhy. Ten je univerzální – není finanční aktivum, jehož by se přímo nebo nepřímo nedotýkal. Nejpřímočařejší vliv mají sazby centrálních bank a jejich očekávaný vývoj na dluhopisy, jejichž chování do značné míry odráží měnící se očekávání investorů ohledně politiky centrálních bank. Krátký konec výnosové křivky je ovlivněn očekávaným časováním změn sazeb ve střednědobém horizontu (v tomto kontextu se jedná zhruba o jeden až dva roky), zatímco dlouhý konec křivky sleduje názor trhu na rovnovážnou úroveň sazeb. Krátký konec by proto teoreticky měl být ovlivňován především cyklickými faktory, zatímco dlouhý konec by měl být více pod vlivem strukturálních faktorů. V praxi to tak úplně neplatí, protože dlouhý konec křivky obvykle reaguje více, než by teoreticky měl, na měnící se očekávání vývoje sazeb. Přistupovat k dlouhému konci výnosové křivky strukturálně se však vyplatí, protože pokud se investorovi podaří identifikovat dlouhodobé trendy, má zajištěn dlouhodobě nadprůměrný výnos. Aktuálně je v tomto směru klíčová debata o tom, zda a jak moc se posunula nahoru přirozená úroková míra, která do značné míry ovlivňuje dlouhodobý průměr sazeb centrálních bank a přes něj dlouhodobý průměr výnosů na dlouhém konci křivky.

Centrální banky zásadně ovlivňují také chování měn, a to do takové míry, že chování měn běžně zpětně ovlivňuje rozhodování centrálních bank (jak jsme ilustrovali na příkladu ČNB). Vývoj úrokového diferenciálu a jeho vliv na měnové kurzy je důležitý především pro centrální banky na rozvíjejících se trzích, protože podstatným způsobem působí na strukturu a intenzitu zahraničních investic. Proto jsou centrální banky na rozvíjejících se trzích tak výrazně ovlivňovány velkými centrálními bankami, především Fedem. Struktura a intenzita zahraničních investic pak ovlivňuje kurz a kurz má (především u otevřených ekonomik, což je většina rozvíjejících se trhů) vliv na inflaci, tedy veličinu, kterou centrální banky cílí. Politika centrálních bank je ale významná i pro klíčové měny (USD, EUR, JPY, GBP, CHF) a jak aktuální nastavení sazeb, tak očekávání jejich budoucího vývoje podstatně ovlivňují jejich vzájemné kurzy.

Vliv politiky centrálních bank na akcie je sice nepřímý, ale zásadní. Výnosy dluhopisů ovlivňují fundamentální ocenění akcií a dluhopisy navíc představují pro akcie alokační konkurenci. Centrální banky ovlivňují výkonnost ekonomiky a dostupnost úvěrů, což je pro mnoho akciových společností také klíčové. Dalším faktorem, který má podstatný vliv na chování akcií, je schopnost centrálních bank udržet nebo obnovit stabilitu finančních trhů v případě šoku, a tím ovlivňovat míru rizikové averze (příkladem je tzv. Greenspanův put, tedy politika Fedu snížit sazby při propadu akciového trhu, a tím zabránit přenosu tohoto šoku do reálné ekonomiky; dalším příkladem je dodávání likvidity při finanční krizi 2008/2009

a opět v době pandemie). Důvěryhodné centrální banky s předvídatelnou a úspěšnou měnovou politikou výrazně podporují výkonnost akcií.

Komodity centrální banky ovlivňují především přes svůj vliv na reálné ekonomiky, a tedy přes poptávku po komoditách (tzn. rychlost růstu ekonomik) a nabídku (výše úrokových sazeb určuje, které projekty těžby a zpracování komodit je možné uskutečnit, a tedy přímo jejich nabídku). U komodit, které se ve velké míře využívají jako uchovatel hodnoty (především zlato), působí výše sazeb přímo na jejich atraktivitu, protože ovlivňuje výnos konkurenčních aktiv.

## Závěr

Co všechno z výše uvedeného prakticky vyplývá pro pravděpodobné chování finančních trhů v příštích měsících? Podle našeho názoru trh aktuálně přešel od přílišného optimismu, který ho ovládal ještě před několika týdny, k přílišnému pesimismu. Nejklíčivějším projevem tohoto posunu jsou zatím poměrně okrajové spekulace na další růst sazeb Fedu. Posun z posledních týdnů je dobrou ilustrací, jak citlivě až přehnaně trh reaguje na zveřejňovaná data. Lednové údaje mohly být výrazně ovlivněny jednorázovými faktory, které jsou v tomto měsíci běžně silnější (především u inflace) než v jiných měsících, únorová data tak mohou lehkou přinést vystřízlivění po přehnané reakci a další obrát. Na druhou stranu byl únorový posun na trhu tak výrazný, že by k jeho prodloužení byla zapotřebí další významná překvapení. Z toho plyne, že posun výnosových křivek je podle našeho názoru blízko svého maxima a snadno může dojít k obrátu trendu zpět k poklesu. Akcie aktuálně ovládá růstové momentum, na jehož zastavení posun očekávání ohledně vývoje sazeb nestačil, a dolar z tohoto posunu vytěžil překvapivě málo, z čehož by mělo plynout, že pravděpodobnější je posun k silnějšímu euru než naopak. U korun by teoreticky mělo být riziko na straně dalšího oslabení, především bude-li ČNB na rychlý pokles inflace reagovat sérií výrazných snížení sazeb. České dluhopisy pak už do značné míry rychlý a výrazný pokles sazeb započítávají, takže prostor pro další pokles výnosů je už pravděpodobně dost omezený.



Nižší než očekávaná inflace a slabý růst reálné ekonomiky – to je kombinace, která by nahrávala rychlému uvolňování měnových podmínek. Tuto rovnici ale narušuje koruna, která oslabuje a ČNB trochu svazuje ruce.

## Ekonomická aktivita

Poslední čísla z reálné ekonomiky z konce loňského roku překonala očekávání. Prosincový rychlý růst průmyslové výroby o 2,8 % m/m byl nejen pro nás kvůli slabé domácí i zahraniční poptávce překvapivý. Z detailních dat je jasné, že růst táhla především výroba automobilů, počítačů a strojů. Z předstihových indikátorů se ale nezdá, že by lepší prosincové výsledky signalizovaly obrat v průmyslu. Spíše naopak. Podle průzkumů ČSÚ důvěra v průmyslu v únoru opět poklesla a aktuálně se pohybuje v blízkosti minim z loňského září. PMI sice skončil nad očekáváním, ale hodnota 44,3 stále ukazuje na pokles v průmyslu.

Také maloobchodní tržby překonaly v prosinci očekávání, když meziročně po sezónním očistění vzrostly o 0,6 %. I když růst byl nad očekáváním, maloobchodní tržby jsou stále velice slabé, ale známky velice pozvolného oživení jsou již patrné. Podle našeho názoru by oživení spotřeby mělo v letošním roce postupně nabírat na síle s tím, jak s nízkou inflací porostou reálné příjmy. Rychlost oživení ale nebude nijak závažná. Sentiment mezi spotřebiteli zůstává stále hluboko pod dlouhodobým průměrem a ani únorové zlepšení o 2,8 bodu na hodnotu 94,0 na tom nic nezměnilo.

## Inflace a centrální banka

Bankovní rada ČNB na únorovém zasedání snížila dvoutýdenní repo sazbu o 50 bb na 6,25 %. Toto rozhodnutí nebylo široce očekáváno, a proto reakce koruny byla relativně prudká (oslabení nad 25 EUR/CZK).

I když rozhodnutí bankovní rady nebylo předem jasné, ekonomicky dává jednoznačně smysl. Podle nové prognózy ČNB v prvním čtvrtletí letošního roku čeká 2,9% inflaci, prostor pro rychlejší snižování sazeb zde tedy

jednoznačně je. Nová prognóza se od stávající ve svém inflačním výhledu příliš neliší. Změny v trajektorii inflace jsou v řádu jedné desetiny procentního bodu. Výrazně byl ale přehodnocen vývoj reálné ekonomiky. ČNB letos čeká růst pouze o 0,6 %. Guvernér Michl na tiskové konferenci ale řekl, že sazby kvůli přetrvávajícím inflačním rizikům vidí přece jen nad modelem. Dokonce varoval, že proces snižování sazeb může být přerušen nebo i zastaven, pokud se některé z proinflačních rizik naplní.

Poslední inflační data ale spíše naznačují, že se tato rizika zatím nenaplnují, spíše naopak. Lednová inflace překvapila nižšími než očekávanými hodnotami. Zatímco trh čekal 2,9 % a ČNB 3 %, spotřebitelské ceny v lednu vzrostly pouze o 2,3 % a výrazně nižší byla i jádrová inflace, která klesla na 2,9 % oproti ČNB očekávaným 3,8 %. Za nižšími inflačními čísly stál jak o poznání slabší lednový efekt přecenění, tak slabší růst cen energií i pokles cen potravin.

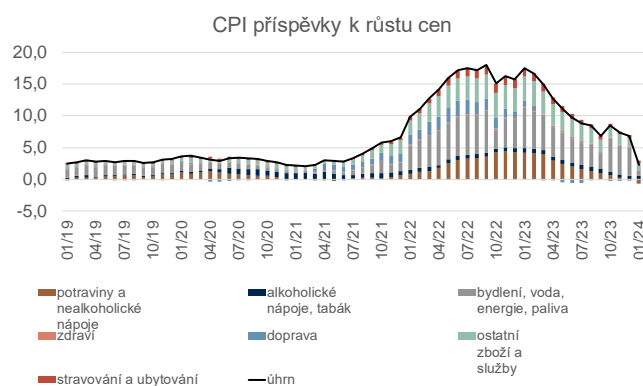
Nižší lednová inflace ovlivní i meziroční inflační čísla v dalších měsících, což by spolu s nízkým očekávaným růstem reálné ekonomiky mělo ospravedlňovat rychlejší snižování sazeb. Tomu ale brání kurz koruny. Koruna se aktuálně pohybuje okolo 25,3 EUR/CZK, což je 2,6 % nad prognózou. Zjednodušeně lze říci, že koruna za ČNB odpracovala snížení sazeb o 50-75 bb.

Model počítá s průměrnými sazbami za 1. čtvrtletí na 5,4 %. Guvernér Michl na posledním zasedání avizoval, že sazby ČNB budou v letošním roce výše, než ukazuje model. Z tohoto úhlu pohledu prostor pro urychlení cyklu uvolňování měnové politiky není a rétorika některých centrálních bankéřů to potvrzuje. Naopak pohled na samotnou inflaci kolem 2 %, slabou ekonomiku a repo sazbu 6,25 % k rychlému snižování sazeb vyzývá. Slabost koruny ale podle našeho názoru nedovolí na dalším zasedání ČNB razantnější snížení než o 50 bb.

## Rizika

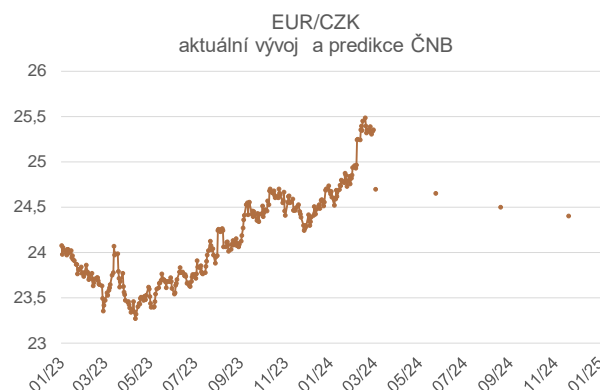
Vývoj české koruny představuje velkou neznámou, která může mít velký vliv na měnovou politiku. Čím slabší koruna, tím pomalejší uvolňování měnových podmínek.

### Inflace v lednu poklesla díky slabému lednovému efektu, nižším cenám potravin i imputovanému nájemnému.



Zdroj: ČSÚ

### Koruna se drží o 3 % slabší, než odpovídá prognóze.



Zdroj: Bloomberg

# Evropská měnová unie

Data z německé ekonomiky potvrzují její slabost a vzhledem k váze Německa v celé eurozóně ohrožují rychlejší oživení celého bloku. Jádřová inflace zároveň zůstává zvýšená a podporuje váhavost ECB v uvolňování měnových podmínek, které by mohlo pomoci k hospodářskému oživení.

## Ekonomická aktivita

Statistiky z posledního čtvrtletí minulého roku potvrzují znatelný kontrast mezi slabým HDP a rostoucí zaměstnaností. Zatímco druhá revize statistik HDP potvrdila mezičtvrtletní stagnaci ekonomiky, data zaměstnanosti naopak potvrdila rostoucí trend. Zaměstnanost ve 4. čtvrtletí loňského roku meziročně vzrostla o 1,3 %. Pokračoval tak trend poklesu produktivity. Silný trh práce výrazněji nepůsobí na ochotu domácností utrácet. Podle prosincových statistik maloobchodní tržby poklesly v porovnání s předchozím měsícem o 1,1 %.

Ani prosincové statistiky z průmyslu nepřinesly výraznější pozitivní překvapení. Průmyslová produkce v prosinci sice nečekaně meziměsíčně vzrostla o 2,6 %, ale tento růst byl způsoben opět volatilními irskými daty (+23,5 % m/m). Bez Irska průmyslová výroba v prosinci meziměsíčně vzrostla jen o 0,5 %. Na opačném konci naopak opět stálo Německo, kterému se stále nedaří. Průmyslová výroba v prosinci opět skončila v červených číslech, když poklesla o 3 % y/y. Naopak nové objednávky v průmyslu v prosinci nečekaně vzrostly meziměsíčně o 8,9 %. Za tímto vývojem ale byly velké objednávky, konkrétně letadel. Bez nich by tento ukazatel meziměsíčně poklesl o 2,2 %. Na oživení německé ekonomiky si s velkou pravděpodobností budeme muset ještě nějakou dobu počkat.

Ani předstihové ukazatele na rychlé ekonomické oživení neukazují. Specificky německé indexy ZEW a Ifo sice v únoru zaznamenaly určité zlepšení, ale stále se

pohybují pod svými dlouhodobými průměry. Také PMI ve zpracovatelském průmyslu již rok a půl zůstává pod hladinou 50, signalizující pokles aktivity. Únorová data dokonce ukazují na zrychlení tohoto poklesu. Klesá jak produkce, tak nové zakázky a dokonce i zaměstnanost. Na druhou stranu zbytek eurozóny na tom tak špatně jako Německo není. Podle indexů PMI pesimismus postupně odeznívá, i když kompozitní index zatím stále zůstává pod hodnotou 50, ukazující na pokračující ekonomický pokles.

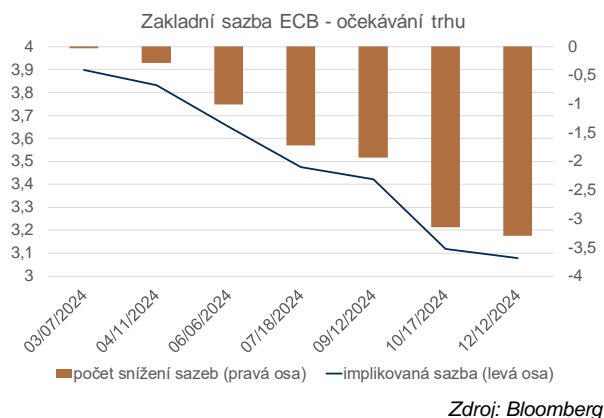
## Inflace a centrální banka

Inflace v eurozóně pokračuje v poklesu a v lednu se dostala na 2,8 % a v únoru na 2,6 %, což bylo ale o 0,1 ob více, než čekal trh. ECB více trápí vývoj jádřové inflace, která byla v meziročním srovnání sice o 0,1 pb nižší než v prosinci, ale její meziměsíční dynamika zůstává stále zvýšená – po sezónní úpravě vzrostla z 0,2 % v prosinci na 0,3 % v lednu. Pokud by se tato dynamika udržela po celý letošní rok, znamenalo by to, že na konci roku by jádřová inflace byla 3,3 %, tedy nad cílem ECB. Tuto zvýšenou dynamiku lze sice částečně vysvětlit znovuzvýšením německé DPH ze 7 % na 19 %, ale ani v únoru jádřová neklesla podle očekávání když skončila na 3,1 % oproti očekávaným 2,9 %. Podle zápisu ze zasedání ECB se zdá, že obavy z protiinflačních rizik sdílí většina členů Rady guvernérů. Ze zápisu vyplynulo, že převládá názor o předčasnosti debaty o snižování sazeb. V návaznosti na opatrnou rétoriku ECB trhy postupně upravují svá očekávání směrem k pozdějšímu snižování sazeb. Aktuálně dávají 72,5% pravděpodobnost snížení sazeb v červnu.

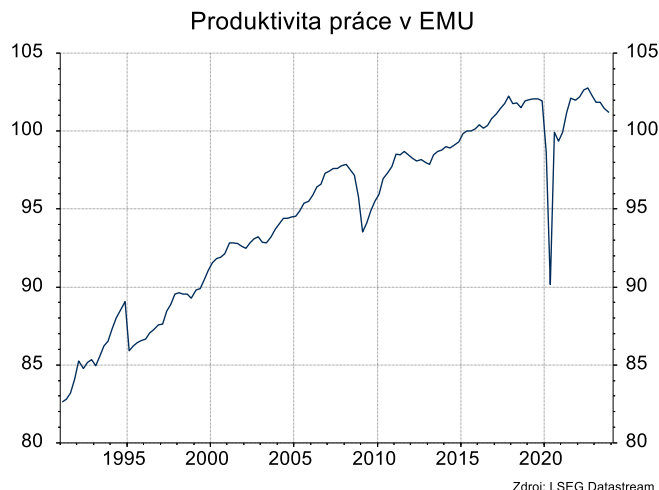
## Rizika

Váhání ECB při uvolňování měnové politiky může ještě zvýšit riziko, že oživení ekonomik eurozóny přijde pomaleji a později. Rizikem pro ekonomický růst eurozóny zůstává příslovečná pomalost při jakýchkoliv změnách.

## Trhy upravují svá očekávání směrem k pozdějšímu snižování sazeb.



## Stagnující reálná ekonomika v kombinaci s rostoucí zaměstnaností tlačí na pokles produktivity práce.



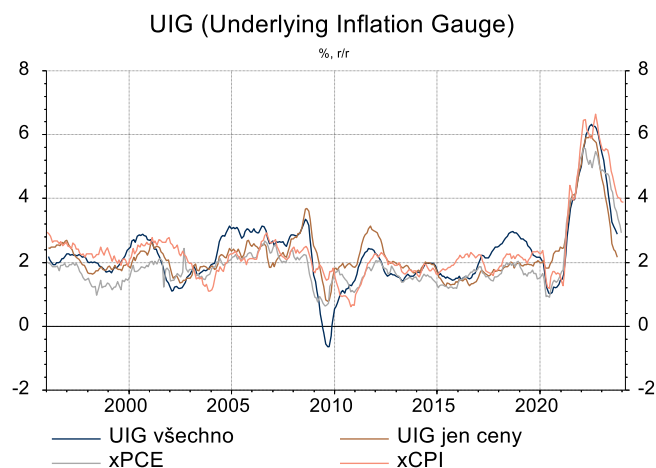
# Spojené státy americké

Únor přinesl několik překvapení a všechna stejným směrem – zpochybnění brzkého začátku snižování úrokových sazeb. Nejdřív přišel podstatně vyšší než očekávaný přírůstek zaměstnanců včetně rychlejšího než očekávaného růstu mezd. Následovala vyšší inflace, a to jak CPI, tak PPI. Jde tedy o kombinaci silného trhu práce potenciálně podporujícího mzdově-inflační spirálu a negativního působení setrvačných položek (především ve službách) zpomalujících pokles inflace. Trh na tyto informace reagoval podstatnou změnou očekávání ohledně časování poklesu sazeb.

## Ekonomická aktivita

Data z trhu práce překvapila svojí silou: počet vytvořených pracovních míst byl dvojnásobný oproti očekávání (353 tis. skutečnost, 180 tis. očekávání). Míra nezaměstnanosti stagnovala na 3,7 % místo očekávaného růstu na 3,8 % a růst hodinových mezd byl výrazně rychlejší. Vyšší byl i počet nabízených pracovních míst (JOLTS), zatímco počet dobrovolných odchodů ze zaměstnání, který úzce koreluje s rychlostí růstu mezd, pokračoval v poklesu. Vývoj týdenních údajů o počtu žádostí o podporu v nezaměstnanosti nenaznačuje, že by docházelo ke slábnutí trhu práce. Přes sílu trhu práce a rychlejší růst mezd si spotřebitel dal v lednu pauzu, takže maloobchodní služby poměrně výrazně zaostaly za očekáváním. Rozkolísanost údajů může souviset se specifickým charakterem ledna – dochází zde k některým jednorázovým výkyvům souvisejícím s přelomem roku. Leden byl navíc v USA nepříznivý z hlediska počasí, což mohlo negativně ovlivnit maloobchodní tržby.

**Ukazatele inflačních trendů klesají rychleji než jádrová inflace.**



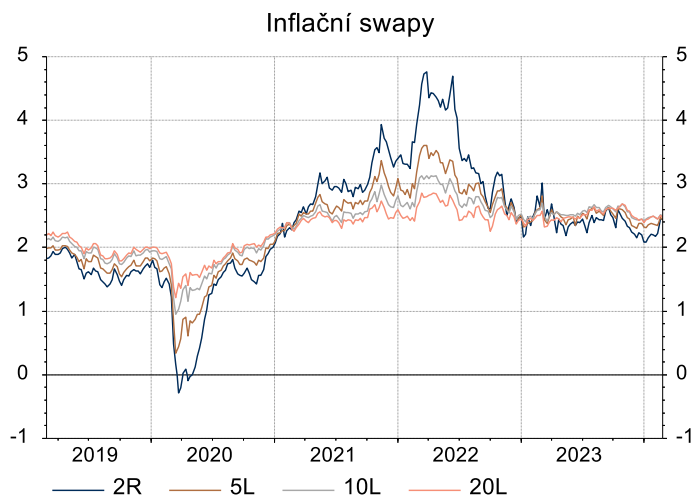
## Inflace a centrální banka

Inflace – jak celková, tak jádrová – byla vyšší, než se očekávalo. Inflaci stále dominují nájm, u nichž tempo růstu klesá jen velmi pozvolna. Reakcelerace růstu cen nemovitostí a také dopady předchozího růstu jádrové inflace očištěné o vývoj nájmů hrozí úplným zastavením poklesu tempa růstu nájmů, což by mohlo podstatně přispět k usazení inflace na úrovních nad cílem Fedu. Citelně vyšší, než se čekalo, byl navíc i růst cen průmyslových výrobců (PPI). Kombinace překvapivě silné ekonomiky a rychlejšího růstu cen vedla investory k radikálnímu přehodnocení budoucího vývoje sazeb. Od spekulací na první snížení v březnu se očekávání rychle přesunula na červen, a ani ten není aktuálně započten se 100% pravděpodobností. Navíc se, zatím pouze okrajově, začínají objevovat spekulace na to, že dalším krokem Fedu nebude snížení, ale naopak zvýšení sazeb. My zatím ponecháváme v platnosti náš odhad, že k prvnímu snížení dojde už v květnu (trh dával této možnosti 26. února 18% pravděpodobnost). Vede nás k tomu možná specifická lednových dat; počkáme tedy na to, zda se trendy z ledna potvrdí i v únorových datech. Klíčové pro nás bude chování inflace, především to, nakolik široké budou případné inflační tlaky (tedy jaké procento položek inflačního koše, především u služeb, bude vykazovat příliš vysoký nebo zrychlující růst).

## Rizika

Na radaru se opět objevil periodický problém s financováním vlády. Podle posledních informací to vypadá, že by se Kongres mohl dohodnout na krátkodobém posunutí termínu (částečné omezení financování vlády mělo začít 1.3., odloženo by mělo být do 22.3.). Největším rizikem je, že by v důsledku těchto zmatků mohla ratingová agentura Moody's, která jako poslední drží USA na nejvyšším možném stupni AAA, tento rating snížit.

**Tržní inflační očekávání se drží lehce nad 2 %.**





## EUR/USD

V průběhu února vše hrálo do karet dolaru – silná data z trhu práce a vyšší než očekávaná inflace vedly k podstatnému přehodnocení očekávaného vývoje sazeb. Dolar v reakci na tento vývoj sice dokázal do poloviny měsíce relativně mírně posílit, ve druhé polovině měsíce ale tyto zisky kompletně ztratil. Dolaru v únoru evidentně chybělo technické momentum, které se postupně vyčerpalo v předchozím měsíci, a nepomohla mu ani síla americké ekonomiky kontrastující se slabostí té evropské. Obrát v polovině února tak pravděpodobně znamená konec trendu posilování dolaru, který začal v polovině loňského prosince. Pokud tomu tak skutečně je, měly by nyní být reakce na zveřejňovaná data výrazně asymetrické: podstatně silněji by trh měl reagovat na data pozitivní pro euro než na data pozitivní pro dolar. Obrát trendu by tak měl pokračovat, euro by tedy mělo získávat, i když tempo těchto zisků bude patrně pomalé a volatilita zůstane vysoká.

## EUR/CZK

Tlak proti koruně v únoru ještě zesílil. Oslabení koruny bylo dáno nejen snížením sazeb na počátku února o 50 bb, což bylo pro část hráčů na trhu překvapením, ale proti koruně působila i změna očekávání trhu ohledně snižování sazeb v EMU i USA. Pozdější snižování sazeb v EMU a v USA v kombinaci s relativně rychlým uvolňování měnových podmínek ze strany ČNB dostalo korunu až na úroveň 25,5 vůči euru. To jsou hodnoty nevídané od května 2022, kdy ovšem ČNB výkyv zabrzдила svými intervencemi a kurz pak po zbytek roku dalšími intervencemi udržovala pod hladinou 25 EUR/CZK. Nyní je rétorika ČNB jiná. O intervencích centrální bankéři nehovoří a jejich preference silné koruny také není téma, které by bylo skloňováno tak jako ještě před rokem. ČNB naopak slibuje, že nechá trh, aby volně určil rovnovážný kurz. V případě slabé koruny pak ČNB avizuje zpomalení cyklu uvolňování měnové politiky. A právě politika centrální banky bude v nejbližších měsících pro korunu klíčová. Očekávání dalšího snižování sazeb by podle našeho názoru mělo držet korunu i nadále pod tlakem. Ze sazeb FRA ale vyplývá, že trh přikládá velkou pravděpodobnost březnovému snížení sazeb o 75 bb. Podle našeho názoru bude ČNB při aktuálním kurzu koruny opatrnější a sníží sazby spíše jen o 50 bb. To by mohlo tlak na korunu trochu oslabit. Výraznější posílení ale nečekáme, spíše stabilizaci kurzu EUR/CZK okolo 25,3.

## Dluhopisy

Leden končil výrazným poklesem výnosů, při kterém americký desetiletý výnos klesl až k 3,82 %. Na začátku února však přišel rychlý obrát inspirovaný nečekaně silnými údaji z trhu práce. Následný trend růstu výnosů byl dále

podpořen překvapivě vysokými daty o inflaci, takže na konci měsíce se desetiletý výnos dostal až na 4,35 % (růst o 53 bb z minima). Výrazně nahoru se posunul i krátký konec křivky s tím, jak trh přehodnotil časování snižování sazeb a odsunul očekávané první snížení z března na červen letošního roku. V posunu výnosové křivky, hlavně v jeho pozdější fázi, hrály roli i technické faktory jako momentum a psychologie – podobně jako trh na konci ledna přeháněl směrem k poklesu výnosů, na konci února přeháněl směrem k jejich růstu. To vedlo k vyčerpání technického momenta a lehké korekci ještě před koncem měsíce. Podle našeho názoru je výnosová křivka i po částečné korekci stále příliš vysoko, a proto náchylná na další pokles. Na současných úrovních by ji mohla udržet pouze další překvapení. Slabší než očekávaná data z trhu práce nebo návrat k poklesu inflace by mohly desetiletý výnos snadno posunout blíž ke 4,0 %.

Vývoj na evropských dluhopisových trzích v zásadě kopíroval vývoj v USA, i když zde podobné výrazné impulsy jako v USA chyběly. Německý desetiletý výnos se na začátku měsíce dotkl 2,12 %, na jeho konci kolísal nad 2,4 %. U Evropy stojí za zmínku také to, že na rozdíl od USA prošel německý desetiletý výnos minimem už na konci minulého roku (1,9 %) a že s jednou korekcí na konci ledna trvá růstový trend výnosů už od této doby. Ze specificky evropských faktorů ovlivňujících trh byla důležitá konzistentní snaha představitelů ECB přesvědčit trh, že se centrální banka nechystá v blízké době snížit sazby a že bude se snížením pravděpodobně čekat minimálně do června. Data růst výnosů nepodporovala – inflace pokračuje v poklesu a růst je mizerný. Podle ECB jsou rizikem mzdy a vznik mzdově-inflační spirály podporovaný těsným trhem práce. Data za čtvrté čtvrtletí minulého roku ukázala zastavení zrychlování růstu mezd. ECB bude čekat, zda se obrát v mzdové dynamice potvrdí i v prvním čtvrtletí letošního roku. Německá výnosová křivka by aktuálně měla podle našeho názoru být poblíž svého lokálního vrcholu. Březen by měl přinést stagnaci nebo mírný pokles.

Český trh žil v únoru vlastním životem, vývoj na hlavních trzích se ho dotkl jen okrajově. Dlouhý konec křivky po poklesu až na 3,7 % na přelomu ledna a února reagoval na růst výnosů na hlavních trzích po zveřejnění dat z amerického trhu práce, ale růst byl poměrně omezený (3,85 %). Relativně brzo díky nižší než očekávané lednové inflaci v ČR převážil vliv očekávaného poklesu sazeb ČNB a desetiletý výnos se vrátil lehce nad minima. Koncem měsíce pak začaly výnosy driftovat opět nahoru, patrně se začal poněkud více projevovat vliv vývoje ve světě. U dvouletého výnosu, tedy krátkého konce křivky, naprosto dominoval vliv nižší inflace. Po jejím zveřejnění výnos v podstatě skokově klesl z 3,9 % na 3,7 %. Reagoval tak na posun očekávání investorů k rychlejšímu tempu snižování sazeb. Březnové obchodování by mělo být

ovlivněno především daty o vývoji inflace, tedy tím, zda se potvrdí nebo nepotvrdí její rychlé směřování k cíli ČNB.

## Akcie

Americký i evropský trh pokračoval v růstu podobným tempem. Vedle technického momenta podpořila růst i celkem dobrá výsledková sezóna, ve které opět dominovaly velké technologické firmy (tentokrát výrazně pozitivně překvapily Nvidia a Meta, obě postupně překonaly rekord v denním přírůstku tržní kapitalizace). Akcie ignorovaly posun očekávání začátku poklesu sazeb a orientovaly se spíše na solidní výkonnost americké ekonomiky. Momentálně není vidět ani v USA ani v EMU bezprostřední riziko pro pokračování růstu, snad s výjimkou nedobré situace v sektoru komerčních nemovitostí, která vytváří významná rizika i v bankovníctví. Propad ceny jedné z bank však trh prakticky nezaznamenal a Fed ujistil, že situaci monitoruje a je připraven zasáhnout. Růst tedy bude patrně v dohledné budoucnosti pokračovat, nemusí však udržet tempo a možná je technická korekce na překoupeném trhu.

Pražská burze si za únor připsala nepatrných 0,7 %, když poslední den obchodování, ještě k tomu 29. únor, přinesl negativní vývoj v podobě zveřejněných výsledků Erste bank. Index poslední den oslabil o více než 1,2 % a snížil, tak celkovou výkonnost za měsíc únor. Mezi nejhorší patří právě Erste bank s poklesem o 6 %. Horší byl už jen ČEZ, který oslabil o více než 8 % a zakončil únor na 801 CZK za akcii. Naopak mezi úspěšné se řadí Komerční banka, která v průběhu února zveřejnila hospodářské výsledky, které byly v souladu s očekáváním, ale hodně překvapila návrhem na rozdělení 100 % zisku letos a příští rok. Akcie tak reagovaly slušným růstem a připsaly si za únor 9,4 %. Česká Zbrojovka (COLT) pokračovala v krasojízdě a po akvizičním tažení nadále akcie rostou, tento měsíc o 4,98 %.

Světové akciové trhy jsou na historických maximech, nálada, zdá se, je výborná na palubě se lidově řečeno tančí, tak uvidíme, kam až ten optimismus zajde. Nás v Praze stále zajímá výsledková sezóna, která bude pokračovat i v březnu, především pak u akcií ČEZ. Březen je poslední měsíc prvního kvartálu a je pravděpodobné, že bude snahou udržet a vykázat dobré zhodnocení, tedy že by se dalo očekávat pokračování mírného růstu.

## Kredit

Při pohledu na travnaté svahy českých hor prožíval milovník lyžařských sportů stejně skličující pocity, jakými si během letošního února procházel i každý fanoušek dluhopisového financování. Sem tam se sice rolbařům podařilo udržet mělkou vrstvu umělého sněhu, ale na úpatí takového kopce žádný lyžař blaženým pocitem neoplýval. Podobně tomu bylo i na tuzemském primárním trhu, kdy jediným dluhopisovým vrcholem letošního února byla

miliardová emise společnosti J&T Private Equity Group Financing CZ I a.s. S výnosem 7,75 % při splatnosti 5 let nabídl kreditní spread lehce nad čtyřprocentní hranici.

Nejdelší únor za poslední čtyři roky překvapivě nepřál našincům ani v zahraničí. Eurové HZL listované na burze v Lucemburku by si s kreditním spreadem 71 bb nad 3M EURIBOR a ratingem Aa2 určitě našlo spoustu zájemců. Česká pobočka UniCredit se ale rozhodla uzavřít atraktivní emisi jen pro soukromou společnost a celý objem ve výši 750 milionů EUR se na tři roky do splatnosti zabydlel na portfoliích v rámci skupiny UniCredit.

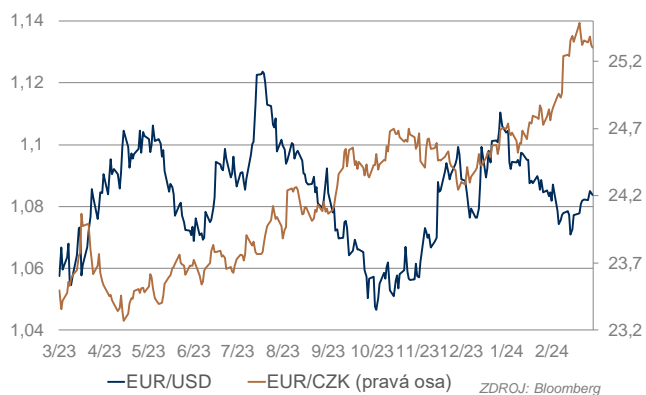
## Komodity

Cena ropy se po krátkém poklesu na začátku měsíce k 77 USD/brl (Brent) po většinu měsíce držela mezi 81 a 84 USD/brl. Trh sledoval celou řadu faktorů od vývoje světové ekonomiky po geopolitiku. Cenu ropy podporovalo napadání komerčních plavidel v oblasti Rudého moře komplikující obecně dopravu ropy od producentů ke spotřebitelům. Nabídka je však aktuálně dostatečná. USA postupně zvyšují produkci (je na novém historickém maximu) a také export. Spekuluje se o možnosti, že by OPEC+ na začátku března oznámil nové kolo dobrovolného snižování produkce s cílem podpořit cenu. Bez tohoto snížení a za předpokladu, že se dále nezhorší geopolitická situace (což ovšem ani zdaleka není možné vyloučit), existuje prostor pro pokles ceny daný jak dostatečnou produkcí, tak stále spíše nevalnou výkonností světové ekonomiky, specificky Číny a Evropy.

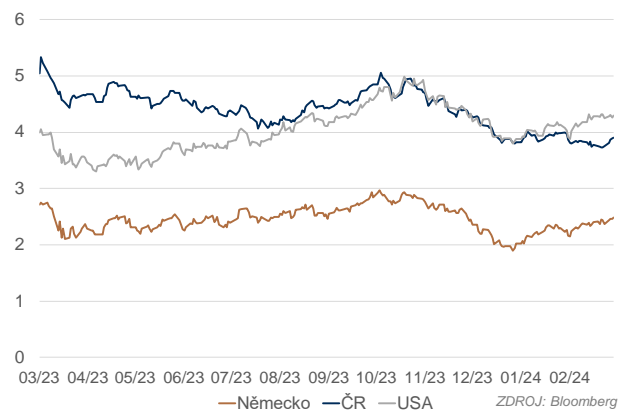
Cena zlata byla v průběhu února většinou klidná a držela se lehce nad 2 000 USD/oz. Výjimkou byl krátký propad v polovině měsíce, nejspíše technické povahy. Zlato v průběhu měsíce nereagovalo prakticky na nic – ani na měnící se očekávání ohledně vývoje sazeb klíčových centrálních bank, ani na geopolitiku. Jak dlouho mu netečnost vydrží, je těžké odhadnout, ale po jejím skončení je pravděpodobný spíše posun směrem dolů.

# Finanční trhy

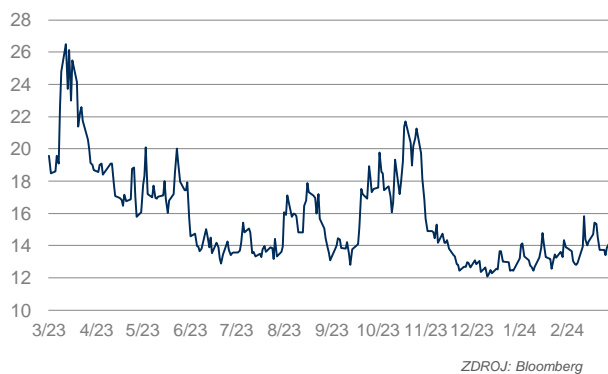
## Devizové kurzy



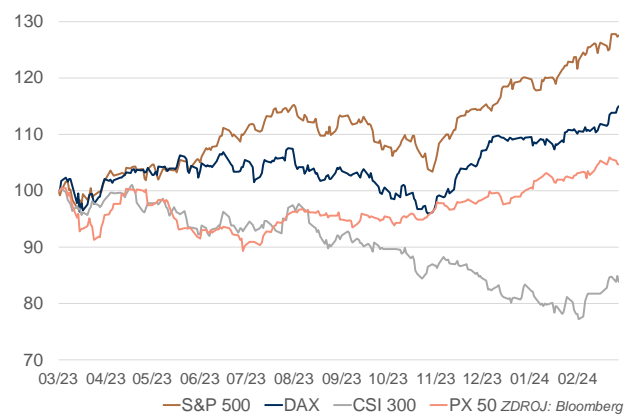
## Dluhopisy (10 let)



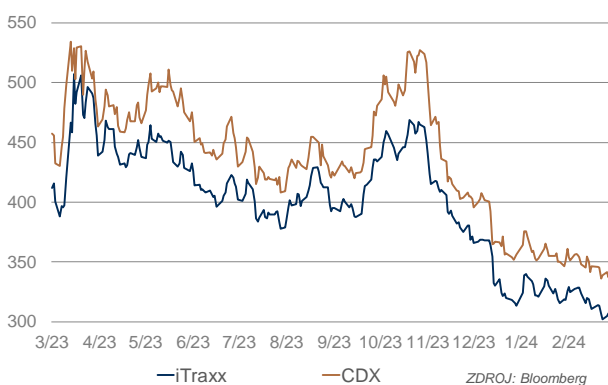
## Index volatility VIX



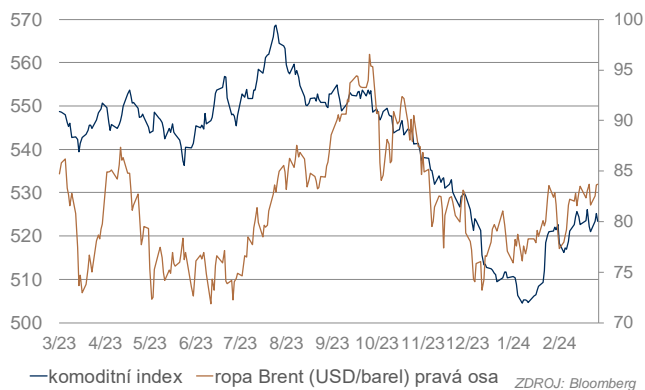
## Akciové indexy (1. 3. 2023 = 100)



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



## Ropa a komoditní index



# Finanční trhy

	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	→	4,25-4,50	↓	3,25-3,50	↓
ECB	3,0	4,5	4,5	4,5	→	4,25	↓	3,25	↓
ČNB	7,0	6,75	6,25	5,25	↓	4,75	↓	4	↓
<b>KURZY</b>									
EUR/USD	1,06	1,08	1,08	1,10	↓	1,11	↑	1,12	↑
EUR/CZK	23,50	24,82	25,33	25,3	→	24,8	↓	24,5	↓
<b>DLUHOPISY</b>									
US dluhopis 2y	4,82	4,32	4,68	4,0	↓	3,7	↓	3,0	↓
US dluhopis 10y	3,92	4,07	4,30	3,8	↓	3,6	↓	3,3	↓
Něm. dluhopis 2y	3,14	2,57	2,96	2,3	↓	2,2	↓	2,0	↓
Něm. dluhopis 10y	2,65	2,24	2,49	2,0	↓	2,0	→	2,0	→
České dluhopisy 2y	5,79	3,73	3,58	3,6	→	3,5	↓	3,5	→
České dluhopisy 10y	5,01	3,82	3,87	3,7	↓	3,6	↓	3,5	↓
<b>KREDIT</b>									
USA CDX 5y	462,5	361,2	342,4	360,0	↑	330	↓	315	↓
EMU iTraxx 5y	413,1	325,7	309,4	320,0	↑	305	↓	290	↓
<b>AKCIE</b>									
S&P 500	3970,2	4845,7	5069,8					5300	↑
Eurostoxx 50	4238,4	4648,4	4884,9					5000	↑
DAX	15365,1	16903,8	17669,5					18000	↑
CSI 300	4069,5	3215,4	3516,1					3900	↑
PX 50	1413,7	1452,9	1463,3					1600	↑

\* 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)	-0,3	-0,4	-0,8	-0,2	0,0	0,1	1,3	1,9	2,4	-0,4	0,9	2,4
soukromá spotřeba	-5,4	-4,0	-2,4	-0,5	1,0	0,9	2,0	2,3	-0,8	-3,1	1,6	3,1
vládní spotřeba	3,1	3,8	3,9	1,9	2,4	1,9	0,9	1,3	0,3	3,0	1,6	1,1
investice	-0,9	3,8	3,9	4,7	5,9	1,8	3,3	2,9	3,1	3,3	3,4	3,2
dovoz	3,0	2,1	-1,8	-4,7	-1,1	-0,8	1,2	2,3	6,3	-0,4	0,4	4,3
vývoz	6,4	5,0	-0,6	1,0	0,0	0,7	2,5	3,2	7,2	3,1	1,6	4,4
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	7,6	2,2	2,3	2,2	2,5	15,1	10,8	2,3	2,0
běžný účet (% HDP)	2,0	-1,4	0,2	2,9	4,8	0,4	-2,4	-0,1	-6,1	0,9	0,6	1,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,2	-3,8	-2,0	-1,5
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	44,2	44,2	45	44,7

## Evropská měnová unie

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,3	0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7	1,0	3,4	0,5	0,5	1,4
soukromá spotřeba	1,4	0,6	-0,4	0,5	0,5	0,8	0,9	1,2	4,4	0,5	0,9	1,3
vládní spotřeba	-0,2	0,2	0,6	0,2	1,0	1,0	0,8	0,8	0,7	0,2	1	0,9
investice	1,8	1,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,1	0,1	1,1	0,9	0,7	0,1	1,7
dovoz	1,4	-0,4	-4,0	-1,7	-0,7	0,1	1,8	2,6	8,0	-1,2	0,9	2,7
vývoz	2,5	-0,6	-3,0	-1,8	-1,6	0,3	2,0	2,7	7,3	-0,7	0,7	2,8
nezaměstnanost (%)	6,6	6,5	6,5	6,4	6,6	6,7	6,7	6,7	6,7	6,5	6,7	6,6
inflace (% y/y)	8,0	6,2	4,9	2,7	2,5	2,4	2,0	2,2	8,4	5,4	2,3	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	0,3	1,2	2,1	1,8	1,9	2,4	2,2	-0,6	1,7	1,7	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	3,1	3,0	2,7	1,8	1,3	1,9	2,5	2,1	1,7
soukromá spotřeba	2,1	1,8	2,2	2,6	2,2	2,3	1,9	1,6	2,5	2,2	1,9	1,7
vládní spotřeba	2,7	4,1	4,8	4,3	3,5	3,0	1,8	1,2	-0,9	4,0	2,3	1,0
investice	-6,1	-2,2	2,2	1,8	4,3	3,2	1,1	1,1	4,8	-1,2	2,1	2,4
dovoz	-1,0	-3,9	-1,7	-0,2	0,0	2,5	1,9	2,1	8,6	-1,7	1,4	2,5
vývoz	7,3	2,1	-0,4	2,1	1,4	4,2	3,3	2,4	7,0	2,7	2,2	2,5
nezaměstnanost (%)	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	4,1	4,2	3,6	3,6	4,0	4,1
inflace (CPI % y/y)	5,8	4,0	3,5	3,2	3,0	2,9	2,6	2,5	8,0	4,1	2,7	2,4
jádrová inflace (PCE % y/y)	4,8	4,6	3,8	3,2	2,6	2,3	2,3	2,3	5,2	4,1	2,4	2,1
běžný účet (% HDP)	-3,4	-3,2	-3,1	-3,0	-2,8	-2,8	-2,9	-3,0	-3,8	-3,1	-3,0	-3,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,7	-8,3	-6,3	-6,5	-6,0	-5,7	-5,7	-5,5	-5,4	-6,5	-6,0	-6,1
vládní dluh (% HDP)	96,1	96,0	97,4	97,8	98,2	98,5	98,8	98,6	97,0	98,4	99,2	101,2

\* Předpověď

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

# Kontakty

## 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.