

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Dopad možného zavedení cel v USA na Evropu

ČR ČNB váhá s dalším snižováním sazeb

EMU Slabý růst pokračuje

USA Vítězství D. Trumpa v prezidentských volbách
vnáší nejistotu do ekonomického výhledu

www.ppfbanka.cz

prosinec 2024

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

Výsledky amerických prezidentských voleb vyvolaly v Evropě obavy. Kromě bezpečnostních rizik evropské státy nejvíce znepokojuje možnost zavedení cel. Vzhledem k tomu, že oživení zejména některých evropských států je v současné době velmi pozvolné, hrozí, že by se slabý růst mohl změnit v recesi. Budoucí kroky prezidenta Trumpa jsou zahaleny značnou nejistotou. Cla zřejmě zavedena budou, ale jejich výše a to, které ze svých předvolebních slibů nakonec splní, jasné není.

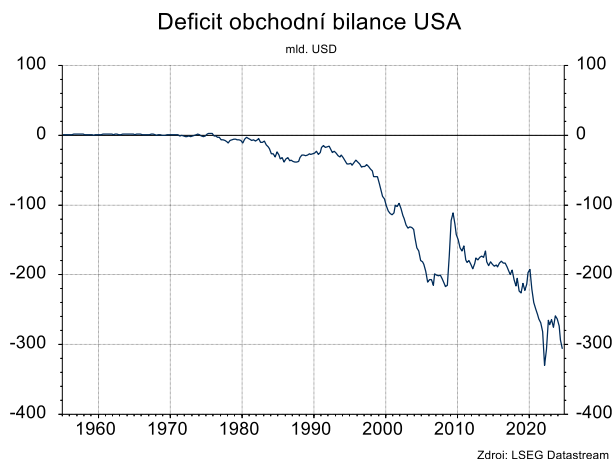
Jak moc může zavedení cel v USA zasáhnout Evropu?

Americké prezidentské volby vyhrál Donald Trump. I když není zdaleka jisté, že své předvolební sliby splní, a může dojít k určitým kompromisům, dopad jeho zahraniční a obchodní politiky může být dalekosáhlý, a to i pro americké spojence, jakým Evropská unie bezesporu je. Ponecháme-li stranou Trumpův postoj k Ukrajině a obecně k NATO, který Evropu po právu děsí, a zaměříme-li se na ekonomické dopady druhého prezidentského období Donalda Trumpa, je jasné, že tématem číslo jedna jsou cla. Clo bylo jedním z nejméně frekventovaných slov v Trumpově kampani a tato agenda bude zaměstnávat nejen americkou administrativu i v příštím roce. Má Evropa důvod obávat se zásadních negativních dopadů? Jak velký vliv bude mít případné zavedení cel na jednotlivé země? A jak si v tomto ohledu stojí česká ekonomika? To jsou otázky, na které neexistuje jednoznačná odpověď. S jistotou lze říci, že dopady nebudou pozitivní.

Obchodní války nepřinášejí nic dobrého

Zastánci zavádění cel většinou argumentují ochranou domácích výrobců před levným dovozem dotovaným vládami jiných zemí. Obecně se ekonomové shodují, že krátkodobě mohou cla pomoci ochránit specifická domácí

Donald Trump chce stejně jako v prvním prezidentském období reagovat na dlouhodobě deficitní bilanci zahraničního obchodu.

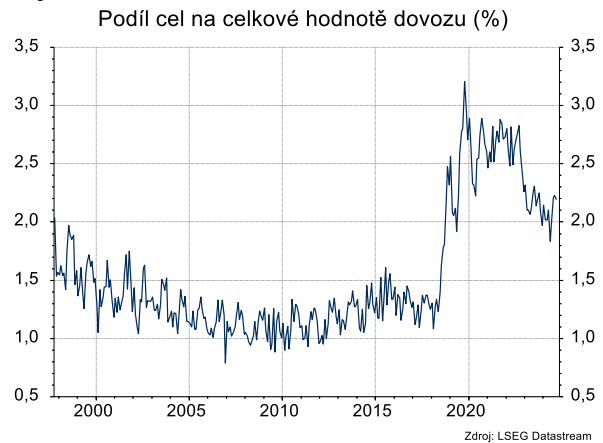


odvětví, ale dlouhodobě většinou vedou k negativním efektům přes několik transmisních mechanismů. Cla představují v podstatě daň na určité zboží, kterou nakonec zaplatí spotřebitelé, nerovnoměrné rozložení cel pak

většinou vede k přesunům výroby, kde profitují ty země, které se dokázaly clům vyhnout, což může vést i k zprůtrhání doposud fungujících dodavatelsko-odběratelských řetězců. V neposlední řadě cla zvyšují nejistotu, což může mít negativní efekt na investice.

Zavádění cel bylo tématem Trumpovy administrativy i během jeho prvního prezidentského období. V roce 2018 obchodní napětí mezi USA a EU eskalovalo a USA uvalily 25% clo na ocel a 10% na hliník. Ve hře bylo i zavedení cel na automobily a jejich části. Eskalaci ale naštěstí nakonec zabránila politická dohoda mezi předsedou Evropské komise Junckerem a americkým prezidentem Trumpem. Tím bylo zabráněno ještě větším škodám.

Ve druhém období bude Donald Trump pokračovat ve zvyšování cel.



Publikované studie na téma dopadu cel z let 2018–2019 se shodují na tom, že dopad na ekonomiky EU byl relativně malý. Odhady se pohybují okolo 0,01 % HDP. Připomeňme, že dohoda z roku 2021 zavedla kvóty pro evropské dodavatele oceli a hliníku, kde do určitého množství byly exporty těchto komodit do USA z EU bez cla. Kvóty byly nastaveny pro EU relativně příznivě.

Nyní je ale Evropa v jiné situaci. Čelí stále rostoucí asijské konkurenci a potýká se s velmi pomalým růstem. Navrhovaná cla jsou navíc vyšší a s širším dosahem. Není tedy vyloučeno, že by se za této situace mohl v některých zemích slabý růst změnit v plnou recesi.

Aktuální návrhy pro druhé prezidentské období Donalda Trumpa

Není zdaleka jisté, zda všechny předvolební sliby ohledně cel budou naplněny, ale kdyby byly, znamenalo by to pro některé země EU nemalý problém.

Ústředním bodem předvolební rétoriky ohledně cel byla navrhovaná plošná celní sazba ve výši 10 % na veškeré zboží vyrobené v zahraničí, která by měla

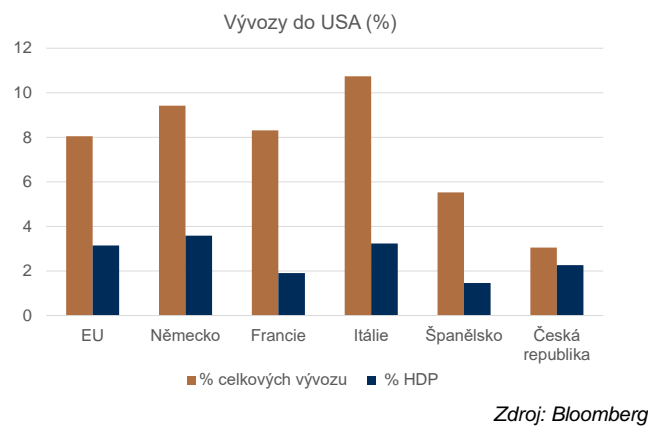


univerzální platnost bez ohledu na zemi původu nebo povahu zboží. V některých prohlášeních navrhoval Donald Trump univerzální clo ve výši 20 %. Dalším možným opatřením jsou navrhované 60% cla na zboží z Číny a 100% cla na dovážené automobily.

Tato opatření by nepochybně měla negativní dopad na HDP zemí, které s USA obchodují. Pohled na exporty zemí eurozóny do USA ukazuje, že přímý efekt 10% cel by byl relativně malý. Exporty EMU do USA představují zhruba 3,1 % HDP a dovozy 2,2 % HDP. Plně promítnutí 10% cel by tedy stálo exportéry 0,3 % HDP. V praxi by cla částečně absorbovaly obchodní marže a k určitému přizpůsobení by došlo přes změny v měnovém kurzu. Jak velké by byly kurzové pohyby, je vždy nejisté, ale směr je jasný. Cla by měla podpořit dolar a naopak oslabit euro, potažmo měny zemí střední Evropy, včetně české koruny, čímž by tyto země mohly získat určitou konkurenční výhodu. Dalším zmíněním by byla vyšší cla na čínské zboží, čímž by evropští výrobci získali určitou kompetitivní výhodu. Velikost tohoto efektu je do značné míry závislá na substituovatelnosti daných produktů a je těžké ji odhadnout. Na druhou stranu uvalení vysokých cel na dovoz čínských výrobků by mohlo způsobit zahlcení evropského trhu levným čínským zbožím a dostat tak pod tlak evropské výrobce. Za těchto podmínek by se Evropa jen těžko vzdala odvetných opatření.

Dopad by navíc byl rozdílný podle propojenosti dané země s USA, i když sekundární dopady by poté vliv na země méně propojené s USA samozřejmě zvýšily. Ze zemí EU je přímo na USA nejvíce navázané jednoznačně Německo, pro které USA představují hlavní exportní trh. Naopak například pro Francii jsou až pátým největším exportním trhem. Pohled na ČR ukazuje, že přímé napojení na USA je sice relativně malé, ale problémem zde je napojení na zranitelné Německo.

Nejpropojenější zemí s USA přes přímý zahraniční obchod je Německo



Zavedení 100% cel na automobily, i když je toto opatření cíleno hlavně na čínská elektrická auta, by bylo další ránou i pro některé evropské ekonomiky, zejména tu německou a českou.

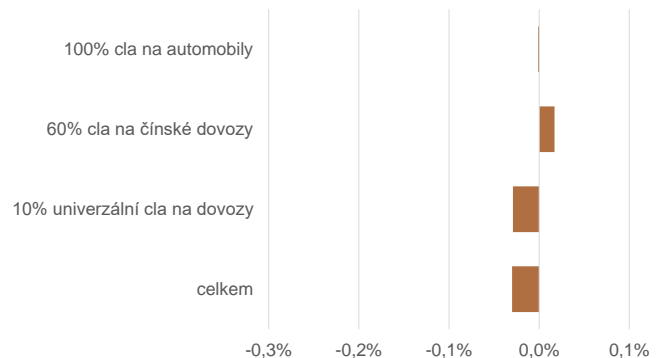
Kvantifikace dopadů případného zavedení cel

Kvantifikovat dopady opatření, která ještě nebyla přijata a není jisté, v jakém rozsahu přijata budou, je velice obtížné. Navíc není jasné, jak se zachovají ostatní dotčené země. S jistotou lze říci, že nejhorším scénářem pro všechny by bylo vypuknutí obchodní války, která by zahrnovala odvetná opatření vůči USA. Tento scénář v roce 2020 zažehnala úspěšná jednání mezi USA a EU. Lze tedy doufat, že k odvetným opatřením nedojde. S tímto předpokladem pracovali i výzkumníci z London School of Economics¹. Z jejich výpočtů vyplývá, že růst HDP EU by proti základnímu scénáři byl nižší o pouhou 0,1 pb. Velké rozdíly jsou ovšem mezi zeměmi. Nepřekvapivě největší dopad cel by pocítilo Německo.

Jiné studie vidí dopady o něco větší. JPMorgan například v roce 2025 počítá s omezením růstu o 0,4 pb. Analytici z Německého ekonomického institutu (IW) odhadují, že růst HDP eurozóny by mohl být o 0,5 až 1 pb

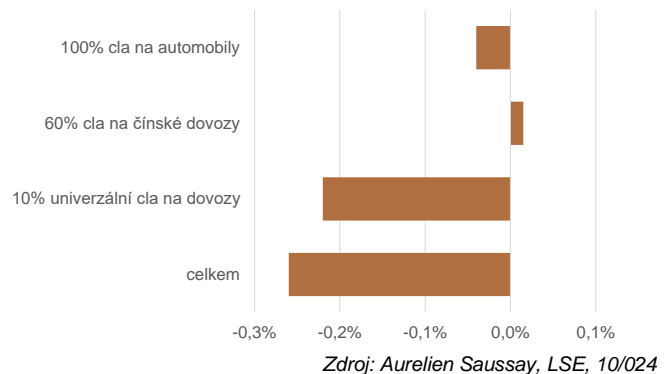
Přímé dopady cel na Francii by byly o poznání menší než na Německo.

Dopad zavedení cel na dovoz do USA na Francii (HDP % změna proti základnímu scénáři bez cel)



Dopady zavedení cel na Německo by mohly stagnující Německo uvrhnout do recese.

Dopad zavedení cel na dovoz do USA na Německo (HDP % změna proti základnímu scénáři bez cel)



¹ The economic impacts of Trump's tariff proposals on Europe, Aurelien Saussay, October 2024



nižší než bez zavedení tarifů. Německý HDP by podle jejich odhadu byl o 1,5 % nižší než při základním scénáři bez tarifů.

Kvantifikace dopadů případného zavedení cel není jednoduchá nejen kvůli tomu, že není jasné, zda a v jaké výši budou cla zavedena, včetně případných protipatření, ale i díky schopnosti ekonomiky přizpůsobit se novým podmínkám. Toto přizpůsobení bylo vidět v případě zavedení amerických cel na čínské zboží. Pohled na růst vývozu z Vietnamu do USA a úměrný růst dovozů meziproductů z Číny do Vietnamu dává tušit, že čínské exporty do USA nyní přicházejí přes třetí země.

I když se velikost dopadů zavedení cel na reálnou ekonomiku liší, směr je jednoznačný. Zavádění cel má negativní dopad na globální růst HDP.

Dopad na inflaci tak jednoznačný není. Vyšší tarify by měly přímo působit na zvyšování cen, na druhé straně nižší ekonomický růst působí na cenovou hladinu opačně. Pokud nedojde k odvetným opatřením a obchodní válce, je docela dobře možné, že v eurozóně, kde v současné době dochází pouze k velmi slabému oživení, převládne faktor pomalého růstu ekonomiky a inflace bude klesat. Takovýto scénář by samozřejmě měl implikace pro měnovou politiku a znamenal by nižší sazby ECB. Náš základní scénář zatím počítá s konečnými sazbami ECB na 2 %, ale pokud by se EMU dostala do recese, nelze vyloučit – za předpokladu stabilní cenové hladiny – snížení depozitní sazby i pod 2 %.

Dopad Trumpovy politiky na ČR

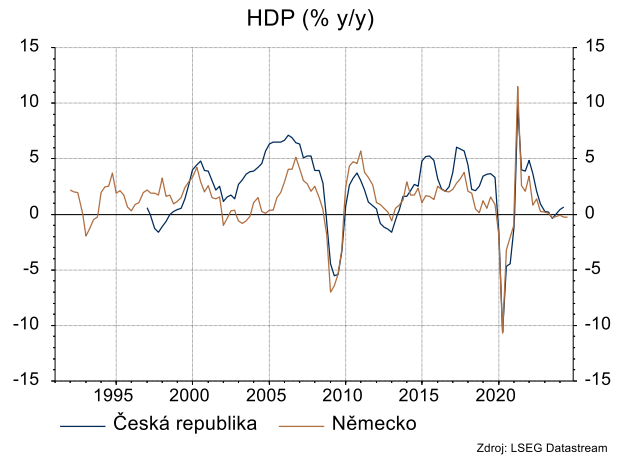
Česká republika jako malá otevřená ekonomika reaguje velmi silně na externí vlivy. Připomeňme reakci na problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích po pandemii, na které česká ekonomika reagovala výrazným zpomalením růstu, nebo energetickou krizí po začátku války na Ukrajině. S dopady těchto šoků se česká ekonomika potýká doposud a v ekonomickém růstu stále zaostává za ostatními zeměmi EU.

Bezprostřední reakcí na vítězství Donalda Trumpa bylo oslabení koruny. Proti euru pouze mírně, ale proti dolaru se koruna dostala na nejslabší hodnoty za více než dva roky. Pokud tlak proti koruně bude dlouhodobější, což je velice pravděpodobné, může ČNB považovat slabší korunu za důvod k pozastavení cyklu uvolňování měnové politiky. Bezprostřední dopad americké politiky tak pocítíme nejen ve slabší měně, ale potenciálně i ve vyšších sazbách. V delším horizontu ale dopad na měnovou politiku může být obrácený, kdy slabý růst spojený s tlakem proti růstu cen otevře centrální bance větší prostor pro měnové uvolňování.

Propojenost české a americké ekonomiky ovšem není tak velká a na první pohled by se mohlo zdát, že případná cla českou ekonomiku nemusí výrazněji zasáhnout. Exporty sice tvoří 70 % HDP, ale z tohoto velkého objemu ty do USA představují pouze 3 %.

Problémem pro Českou republiku naopak budou sekundární efekty. Důvodem je notoricky známá provázanost české a německé ekonomiky – lze ji doložit například objemy vývozů směřujících z ČR do Německa (32 %) nebo i pouhým pohledem na vývoj českého a německého průmyslu či HDP.

Česká ekonomika je na německou silně navázaná.



Závěr

Výsledek amerických voleb bude mít jednoznačně celosvětový vliv. Jak velký tento vliv bude, bude záležet na konkrétních krocích americké administrativy. Vzhledem k tomu, že republikáni budou mít od ledna většinu v Senátu i ve Sněmovně reprezentantů, bude mít prezident Donald Trump poměrně lehkou pozici v prosazování svých cílů. Zavedení cel by tak pro něj neměl být problém prosadit. Na druhou stranu se již v minulosti ukázalo, že předvolební rétorika, jakkoliv je přísná, nemusí být do praxe převedena zdaleka v plném rozsahu. Další neznámou je i reakce dotčených států. Pokud dojde k protipatřením, může aktuální situace eskalovat až v obchodní válku a dopady na světovou ekonomiku by byly mnohem větší, než uvádějí citované studie. Dopady se budou také lišit podle států a regionů v závislosti na tom, jak těsné jsou jejich obchodní vazby. Obecně otevřenější ekonomiky budou více vystavené přímým i nepřímým vlivům zavádění cel.

Poslední zprávy budoucího prezidenta Donalda Trumpa na sociálních sítích hovoří o zavedení cel ve výši 25 % na dovoz z Mexika a Kanady a dodatečných 10 % na dovoz z Číny. V posledním výčtu cel chyběla zmínka o Evropě. To samozřejmě neznamená, že se jim Evropa vyhne. I když nevěříme, že budou splněny všechny předvolební sliby ohledně cel, domníváme se, že celní bariéry budou podstatně silnější než v roce 2018. Navíc přicházejí v době, kdy je Evropa vystavena konkurenci především z Číny, které není schopná čelit, a dopady na ekonomický růst tak mohou být silnější. Z jednotlivých sektorů by podle všeho měl být nejvíce zasažen



Téma měsíce

automobilový průmysl, z čehož vyplývají i naše obavy z dopadů na německé a české hospodářství.

Pokud nedojde k rozpoutání obchodní války, věříme, že přizpůsobení dotčených ekonomik nakonec může překvapit pozitivně a dopad nemusí být tak silný.



Dočasně zrychlená inflace zvyšuje pravděpodobnost, že ČNB přeruší cyklus měnového uvolňování. Na druhou stranu pokračující slabost české ekonomiky i výhled rychlejšího měnového uvolňování v EMU může centrální bankéře nakonec přesvědčit k dalšímu snížení sazeb v prosinci.

Ekonomická aktivita

Statistiky z posledního měsíce 3. čtvrtletí potvrdily obrázek české ekonomiky se slabým průmyslem a stavebnictvím na jedné straně a s oživující spotřebou domácností na straně druhé. To potvrdily i detaily HDP, které ukázaly silnou spotřebu a slabé investice.

Průmyslová výroba v září byla o 1,1 % nižší než v předchozím měsíci. V meziročním srovnání sice průmysl vzrostl o 0,8 %, což bylo ale způsobeno nízkou srovnávací základnou (automobilová výroba meziměsíčně po sezónním očištění poklesla o 3,3 %, meziročně ale díky poklesu produkce v září 2023 vzrostla o 3,7 %). Slabost českého průmyslu zejména kvůli slabé poptávce z Německa trvá. I když určitý optimismus tentokrát přinesly statistiky nových objednávek, které vzrostly meziročně o 5,1 %, a to zejména díky novým objednávkám z tuzemska. Objednávky ze zahraničí jsou stále tlumené.

V září se nedařilo ani sektoru stavebnictví. Inženýrské stavitelství, které dostalo sektor stavebnictví v posledních dvou měsících do kladných hodnot, tentokrát naopak výrazně propadlo o 8,7 % y/y. Propad prohloubilo i stavitelství pozemní (-6,1 % y/y). Tento vývoj byl do značné míry způsoben zářijovým deštivým počasím, proto očekáváme zlepšení již v říjnu. I když celkově se pozemnímu stavitelství dlouhodobě příliš nedaří.

Ekonomiku tak i nadále táhne především soukromá spotřeba. Růst maloobchodních tržeb v září opět zrychlil. Meziročně maloobchodní tržby vzrostly o 5,6 % v souladu s očekáváním. Očekáváme, že spotřeba domácností by s ohledem na pokles inflace, růst reálných mezd i stále silný trh práce měla i nadále růst.

Inflace a centrální banka

Inflace je na vzestupu. Spotřebitelské ceny meziměsíčně v říjnu vzrostly o 0,3 %, což díky nižší srovnávací základně znamenalo meziroční nárůst o 2,8 %.

Stejně jako v předchozích měsících letošního roku přispěl k meziroční inflaci největším dílem oddíl bydlení. Naopak pohonné hmoty inflační tlaky zmírňují.

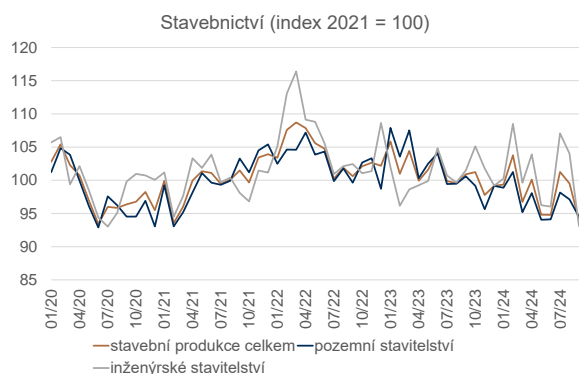
Vývoj spotřebitelských cen, jak celkových, tak jádrové složky, byl v říjnu v souladu s očekáváním trhu i ČNB. V následujících měsících by se měla inflace ještě zvyšovat, což bude způsobeno efektem srovnávací základny. Očekáváme, že v listopadu ceny meziměsíčně vzrostou jen o 0,1 %, ale v meziročním vyjádření to bude znamenat 2,9 %. V prosinci pak inflace překoná 3 %. Velkou neznámou stále zůstávají potraviny, jejich volatilita je v současné době zvýšená a ceny zemědělských výrobců ukazují, že ceny potravin znamenají proinflační riziko.

Co to znamená pro měnovou politiku ČNB? Inflace byla v souladu s modelem, to ale nezaručuje, že se bankovní rada bude podle modelu řídit. Na posledním zasedání bankovní rada sice schválila snížení sazeb o 25 bb tak, jak trh čekal, ale v rozporu s vyzněním nové prognózy guvernér Aleš Michl na tiskové konferenci oznámil, že ČNB je připravena cyklus uvolňování měnové politiky zastavit, buď dočasně, nebo úplně. Naproti tomu nová prognóza, která přehodnotila výhled růstu reálné ekonomiky směrem dolů (v roce 2025 z 2,8 % na 2,4 %) a výhled inflace nahoru (v roce 2025 z 2 % na 2,6 %), počítá se snižováním sazeb nejen v letošním roce, ale i v roce příštím, a to až na 3 % v polovině roku 2025. Zároveň prognóza ukazuje, že měnověpolitická inflace (bez efektu změn nepřímých daní) by se měla na horizontu měnové politiky (15–18 měsíců) dostat do těsné blízkosti inflačního cíle, konkrétně na 2,1 %.

Rizika

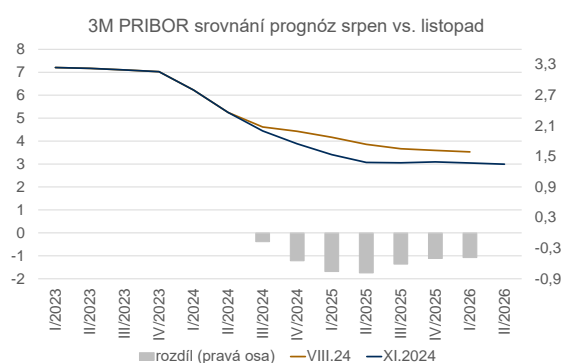
Možné politické turbulence nejen po volbách v USA, ale i po rozpadu vládní koalice v Německu zvyšují celkovou nejistotu, která představuje určité riziko i pro českou ekonomiku.

Vysoké srážkové úhrny poznamenaly v září inženýrské stavitelství.



Zdroj: ČSÚ

S novou prognózou je konzistentní rychlejší pokles sazeb, bankovní rada, ale signalizuje možnost pauzy v měnovém uvolňování.



Zdroj: ČNB



Předstihové indikátory signalizují, že růst ekonomik eurozóny zůstane i nadále slabý. Pozornost ECB se tak přesouvá od inflace k růstu, což zvyšuje pravděpodobnost razantnějšího snížení sazeb. Trhy začínají spekulovat, že první 50 bodové snížení může přijít již v prosinci.

Ekonomická aktivita

Ekonomický růst zůstává slabý. Průmyslová výroba v září zklamala očekávání, když meziměsíčně poklesla o 2 %. Výsledek byl sice trochu zkraven volatilitními irskými daty, ale i bez Irska průmyslová výroba poklesla o 1,3 % a vymazala tak sprnové zisky. Nepříznivě vyzněly i předstihové indikátory, které sice ve zpracovatelském průmyslu zůstávají dlouhodobě nízké, ale listopadová hodnota 45,2 skončila výrazně pod očekáváním, což vyvolalo obavy o křehké oživení ekonomik eurozóny. Navíc kromě notoricky slabého zpracovatelského průmyslu se pod 50 dostalo i PMI ve službách. Kompozitní index PMI se tak dostal na hodnotu 48,1, nejnižší za posledních 10 měsíců. Aktuální hodnoty PMI ukazují na mezičtvrtletní růst o 0,1 % ve 4. čtvrtletí, což je poloviční růst, než očekávala ECB ve své poslední prognóze.

Sledované německé indikátory ZEW ani Ifo pozitivně nepřekvapily. Poklesl jak index ZEW, tak Ifo, přičemž index ZEW stále zůstává oproti ostatním německým předstihovým indikátorům příliš optimistický.

Ani ostatní předstihové indikátory nepřinesly pozitivní překvapení. Indikátory důvěry od Evropské komise ukázaly mírné zhoršení důvěry spotřebitelů. Podle našeho názoru se může jednat o pouhý měsíční výkyv a trend zvyšování spotřebitelské důvěry by měl pokračovat. K tomu by měla i nadále přispívat dobrá situace na trhu práce, nízká inflace a pozvolný růst reálných mezd. Poslední čísla za maloobchodní tržby tento náš pohled podporují. V září maloobchodní tržby meziměsíčně vzrostly o 0,5 %, což

navzdory revizím předchozího měsíce směrem vzhůru předčilo očekávání. V meziročním vyjádření rostly maloobchodní tržby o 2,9 % oproti očekávaným 1,3 %.

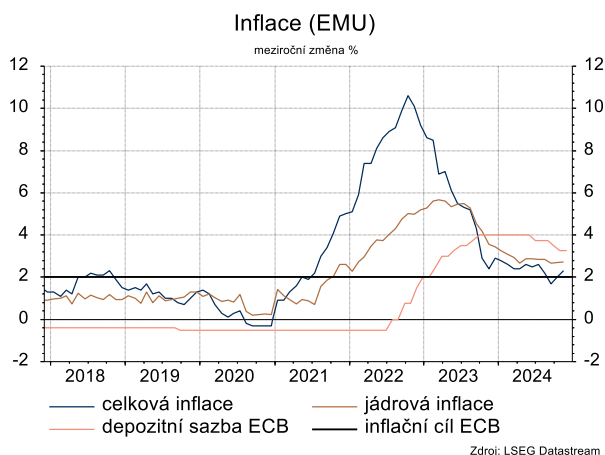
Inflace a centrální banka

Inflace v listopadu se kvůli srovnávací základně mírně zvýšila na 2,3 %, tento růst byl ale všeobecně očekávaný a ECB by neměl znepokojoovat, spíše naopak, protože jádrová inflace mírně poklesla na 2,7 %. V poslední době se představitelé ECB více obávají slabého růstu reálné ekonomiky než inflace. Tento postoj byl potvrzen v listopadovém Financial Stability Review. Z něj je posun vnímání rizik patrný. Podle tohoto dokumentu je inflace aktuálně na cíli centrální banky, ale ekonomický růst překvapuje svou slabostí, a navíc možné zavedení obchodních bariér riziko pomalého růstu nebo dokonce recese zvyšuje. Tento postoj bude mít bezesporu vliv na měnovou politiku směrem k rychlejšímu uvolňování měnových podmínek. I když na trhu stále více rezonuje názor, že ECB sníží sazby o 50 bb již na prosincovém zasedání, my základní scénář neměníme. Očekáváme pokračování snižování sazeb o 25 bb na každém dalším zasedání. Na to, kam až sazby sníží, bude mít vliv mnoho faktorů, včetně toho, jak se zachová po nástupu do funkce nový prezident USA Donald Trump a hlavně jaké celní bariéry nakonec prosadí. Trhy již nyní spekulují, že by se sazby ECB mohly dostat pod 2 %. To by se podle našeho názoru stalo pouze v případě větší eskalace obchodních válek mezi USA a EMU. Zatím držíme náš scénář s terminální sazbou 2 %.

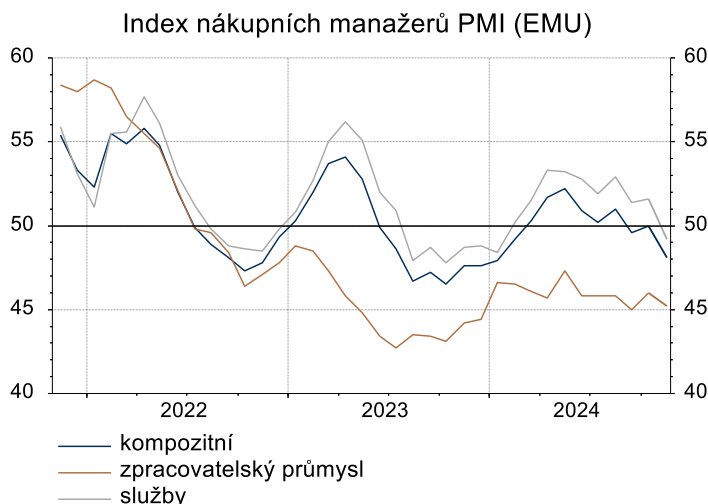
Rizika

Výsledky amerických voleb přinášejí pro eurozónu nové riziko především kvůli plánovaným clům. Rizika pro růst reálné ekonomiky jsou tedy směrem dolů, naopak dopad na inflaci jednoznačný není.

Inflace zrychlila ke konci roku kvůli efektu nízké srovnávací základny.



Konjunkturální indexy opět zklamaly.



Událostí měsíce byly prezidentské volby a nečekaně výrazné vítězství D. Trumpa. Republikáni ovládli i Kongres, i když obě komory jen těsně. To by mělo Trumpovi umožnit realizovat bez problémů jeho radikální ekonomický program (deregulace, ochranná politika v zahraničním obchodě realizovaná zavedením cel). Podstatné změny jak na úrovni USA, tak na globální úrovni, které by to s sebou přineslo, znamenají velkou nejistotu. Navíc se jedná o D. Trumpa – dlouhodobě stabilní názory a pečlivě promyšlená koncepční politika nikdy nebyly jeho silnými stránkami, takže musíme počítat s dynamickým vývojem s mnoha změnami a překvapeními.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce byla slabá, část této slabosti však šla na konto jednorázových vlivů (hurikány, stávky). Přesto je zřejmé, že trh práce pokračuje v trendovém slábnutí. Snižuje se především poptávka po pracovní síle, jak ilustruje nečekaně výrazný pokles počtu nabízených pracovních míst (JOLTS). Na druhé straně se málo propouští, jak ukazují nízké počty žádostí o podporu v nezaměstnanosti. Vývoj trhu práce bude v příštích měsících klíčový jak pro celkový stav americké ekonomiky, tak pro vývoj měnové politiky Fedu. Signalizovaná antiimigrační politika nové administrativy by mohla vést k opětovnému utažení trhu práce, především pokud by hospodářství pozitivně reagovalo na předpokládanou deregulaci. Osobní spotřeba se drží na vysoké úrovni. Potvrdily to údaje o vývoji maloobchodních tržeb. Navíc roste spotřebitelská důvěra, což indikuje silnou předvánoční nákupní sezónu. Průmyslová produkce meziměsíčně mírně klesla, ale zde podobně jako u trhu práce hrály roli jednorázové faktory. Konjunkturální

indikátory (ISM, PMI, indexy regionálních Fedů) konzistentně ukazují dobrý stav sektoru služeb a mírně horší stav výrobních odvětví.

Inflace a centrální banka

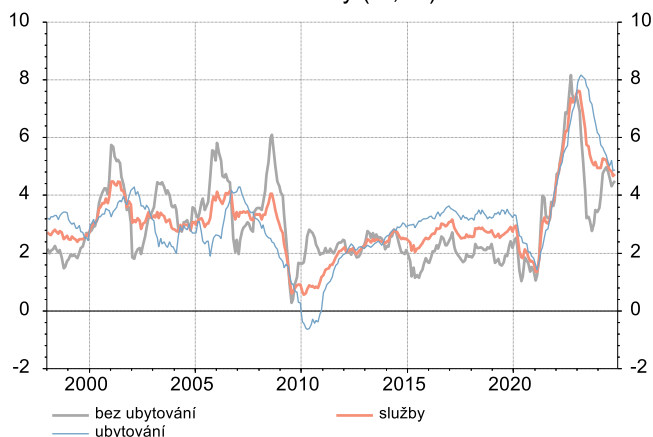
Maloobchodní inflace (CPI) byla v souladu s očekáváním a její jádrová složka pokračovala v poněkud rychlejším růstu stejně jako před měsícem. Ceny průmyslových výrobců (PPI) rostly poněkud rychleji, než se čekalo. Kombinace praktického zastavení poklesu inflace zřetelně nad cílem Fedu a hrozby vyšší inflace kvůli očekávanému zavedení cel znepokojuje trh a vedla k podstatným změnám v očekávání dalšího vývoje měnové politiky. Výrazně se zmenšil celkový rozsah dalšího očekávaného snížení sazeb i tempa jejich poklesu. Spekuluje se o možnosti pozastavení snižování sazeb, a to buď na prosincovém, nebo lednovém zasedání FOMC. Komunikace činitelů Fedu, včetně záznamu z posledního zasedání FOMC, ukazuje, že zatím je snížení sazeb v prosinci pravděpodobné. Přicházející data však ještě mohou tento výhled změnit.

Rizika

Formování Trumpovy administrativy zatím ukazuje, že jeho vládnutí může být podstatně jiné, než tomu bylo v jeho prvním volebním období. Aktuálně je dominantní nejistota, která se bude zmenšovat až potom, co Trump reálně nastoupí do funkce a začne realizovat své sliby. Pokud by Trump byl skutečně agresivně nekompromisní, byly by dopady jak na ekonomiku USA, tak na globální ekonomiku podstatné. Je však stále možné, že jeho agresivní rétorika má za cíl jen vytvořit dobrou výchozí pozici pro jednání a že bude ochoten ke kompromisům. Důležitý bude také jeho přístup ke klíčovým geopolitickým rizikům (Ukrajina, Blízký východ), protože může podstatně ovlivnit obchodní toky a ceny komodit.

Růst cen ve službách bez ubytování se vrátil nad 4 %.

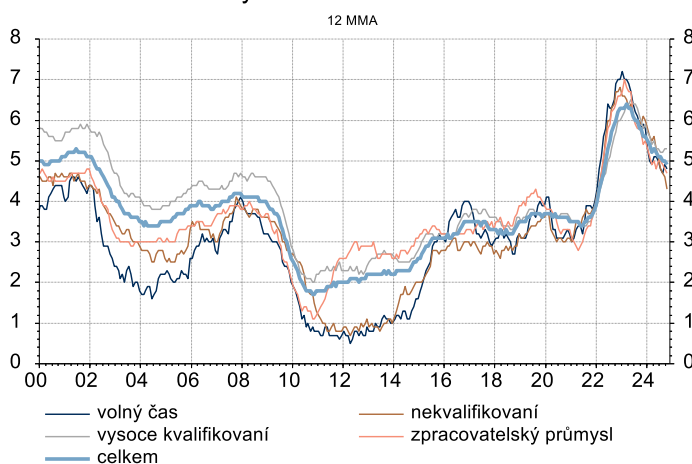
CPI - služby (r/r, %)



Zdroj: LSEG Datastream

Tempo růstu mezd pokračuje v poklesu.

Mzdový index atlantského Fedu



Zdroj: LSEG Datastream



EUR/USD

Vítězství D. Trumpa v prezidentských volbách jednoznačně převážilo nad všemi ostatními faktory, což vedlo k dalšímu rychlému posílení dolaru. Na přelomu měsíce, ještě před volbami, kurz mírně korigoval na 1,095, ale po volbách už v zásadě existoval jen jeden směr – k silnějšímu dolaru, takže se kurz na konci listopadu pohyboval už v okolí 1,05, když se v průběhu měsíce dotkl 1,035. Trh počítá se slíbeným zavedením cel, což by jednak mělo dolar podpořit přímo a jednak by to mělo vést k vyšší inflaci, tedy vyšším sazbám, a tedy k pro dolar příznivějšímu úrokovému diferenciálu k euru a dalším měnám. Na konci listopadu sice došlo k zabrzdění posilování dolaru a mírné korekci, ale technické momentum je stále na jeho straně a podpořit jej mohou také změny v investičních alokacích na přelomu letošního a příštího roku. V horizontu několika příštích měsíců by tak dolar měl zůstat silný a existuje prostor pro jeho další posílení. Zda mu jeho síla vydrží i za tímto časovým horizontem, bude hodně záležet na tom, jak bude reálně fungovat nová Trumpova administrativa. Dalším důležitým hráčem bude Fed a jeho ochota nebo naopak neochota pokračovat ve snižování sazeb. Míra nejistoty je tedy mimořádně vysoká a přesnější představu o dalším vývoji situace získáme až ve druhé polovině prvního čtvrtletí příštího roku. Odhady kurzu na šest a více měsíců jsou proto aktuálně extrémně nespolehlivé.

EUR/CZK

Tlak proti koruně pokračoval i v říjnu. Výsledek amerických voleb hrál do karet dolaru a jako vždy tato konstelace nebyla příznivá pro středoevropské měny včetně koruny. Koruna se vůči euru pohybovala v listopadu v pásmu mezi 25,2–25,4 bez jasného trendu. Vývoj kurzu koruny vůči dolaru naopak jednoznačný směr měl, a to ke slabší koruně. Zatímco na počátku listopadu se koruna pohybovala okolo 23,3 USD/CZK, ke konci měsíce se krátce dostala nad 24,5 USD/CZK. Minima nakonec dokázala opustit a listopad koruna zakončila pod 24 USD/CZK.

Výhled koruny je jako vždy nejistý, ale v nadcházejících měsících bude jen těžko hledat důvod k posilování. Tlak proti koruně budou způsobovat hlavně vnější faktory, jako jsou především obavy z obchodní války mezi USA a Evropou. Na druhou stranu by korunu alespoň vůči euru mohly podporovat spekulace o rychlejších snižování sazeb ECB kvůli slabé ekonomice. Naopak ČNB ve své rétorice očekávání snižování sazeb brzdí. Tyto protichůdné faktory budou podle našeho názoru udržovat korunu okolo 25,3 v horizontu několika měsíců.

Dluhopisy

Výnosy amerických státních dluhopisů v průběhu listopadu postupně ztrácely momentum, přestože jim vítězství D.

Trumpa v prezidentských volbách na začátku měsíce dalo impuls k dalšímu růstu. Zejména v první polovině měsíce se hodně spekulovalo o dalším růstu výnosu desetiletého dluhopisu až k pěti procentům, v realitě však výnos nepřekonal 4,5 %. Výnosová křivka má tvar U, když minimum je na pěti letech. Mírný, ale zřetelný růst výnosů nad pěti lety by mohl souviset s aktuálními obavami z dlouhodobého vývoje zadlužení USA, z hlediska inflačních očekávání moc smysl nedává. Samotná tržní inflační očekávání (inflační swapy) sice narostla, ale zatím se drží na horním okraji pásma, ve kterém se pohybují v posledních dvou letech, tedy od konce nárůstu souvisejícího s popandemickou inflační vlnou. Podle našeho modelu by měl být výnos desetiletého dluhopisu odpovídající současné úrovni sazeb a inflačních očekávání na 4,0 %, 95% konfidenční interval je 3,7–4,4 %. Výnos tedy přechodně přestřelil, ale jeho současná hodnota poblíž 4,2 % je už v solidní shodě s očekáváním. Pokud nedojde k zásadnějšímu přehodnocení očekávání ohledně inflace a vývoje sazeb, lze po ztrátě růstového momenta očekávat další pokles výnosů minimálně ke 4,0 %, možný je i pokles mírně pod tuto úroveň. Stejně jako v případě kurzu dolaru bude i u chování dluhopisového trhu hodně záležet na tom, jak začne reálně fungovat Trumpova administrativa. Pro trh i Fed bude především důležité, jaké bude mít její chování implikace pro výhled vývoje inflace.

Německé výnosy prošly maximem na začátku listopadu a poté postupně klesaly, přičemž se tempo poklesu ke konci měsíce viditelně zrychlilo. Došlo k dalšímu rozšíření spreadu k USA, ten se dostal na úroveň dubnových maxim. Hlavním faktorem ovlivňujícím dluhopisový trh v Evropě je slabost ekonomiky a očekávaný pokles sazeb ECB. Důležitou roli hrají ale i politické problémy ve Francii a Německu. Ve Francii nejistota kolem sestavování rozpočtu na příští rok vedla k růstu výnosů. Řecké výnosy naopak klesaly, takže na konci měsíce se francouzský a řecký desetiletý výnos ocitly na stejné úrovni, což je určitě hodně zajímavé. Italské výnosy se drží zřetelně nad francouzskými kvůli přetrvávajícím obavám z vysokého zadlužení Itálie. Do konce roku by se toho na evropských trzích už moc dít nemělo, hlavně druhá polovina prosince by měla být ve znamení klesající aktivity na trzích kvůli svátkům. Pro vývoj na začátku příštího roku bude důležitých několik faktorů: zda se objeví náznaky oživení ekonomiky, zejména v Německu, jak bude na vývoj ekonomiky reagovat ECB (především zda bude pokračovat ve snižování sazeb a jakým tempem), jak se bude vyvíjet politická situace v Německu a Francii (předčasné volby v Německu, nestabilita vlády a poté předčasné volby ve Francii) a konečně jak agresivně bude administrativa D. Trumpa prosazovat ochranná opatření (cla). Náš hlavní scénář je udržení výnosů na současné úrovni s tím, že vidíme vyšší riziko mírného růstu než poklesu. Výrazné pohyby aktuálně nevypadají pravděpodobně.



České výnosy se vyvíjely podobně jako německé v tom smyslu, že vrcholem prošly na přelomu října a listopadu a poté klesaly. Zpočátku rychleji, chybělo však zrychlení na konci měsíce. Klesal dlouhý konec křivky, krátký se držel kvůli nejistotě ohledně dalšího postupu ČNB (časování a rozsah poklesu sazeb). Další vývoj bude závislý jak na vnějším prostředí, tak na vývoji měnové politiky ČNB. Krátký konec výnosové křivky by se měl držet na zhruba stejné úrovni jako nyní. U dlouhého konce pokládáme za pravděpodobný spíše mírný pokles, ale nejistota je kvůli faktorům zmíněným u evropských dluhopisů aktuálně opravdu vysoká.

Akcie

Vítězství D. Trumpa v prezidentských volbách dalo akciím očekávaný růstový impuls. Týkal se pochopitelně především USA, ale částečně se s ním svezla i západní Evropa. Listopadový růst akciového trhu však byl jen třehničkou na dortu – akciové trhy letos rostly po většinu roku a je pravděpodobné, že jejich výkonnost bude ještě lepší než minulý rok. Takto dlouhý růstový trend sebou nevyhnutelně přináší problematicky vysoké fundamentální ohodnocení, a tedy riziko podstatného poklesu v případě nesplnění předpokladů nebo externího šoku. Růst je navíc podstatně koncentrován na několik obrovských technologických společností. To vše v situaci, kdy v USA nastupuje administrativa s plány na podstatné změny ekonomické politiky a hrozbou obchodních válek, v Evropě mají dva klíčové státy (Německo a Francie) problémy s politickou stabilitou a EU jako celek se jen s obtížemi ekonomicky rozjíždí, Čína se potýká s nedostatečným růstem ekonomiky a dopady kolapsu trhu rezidenčních nemovitostí a geopolitická situace zůstává velmi komplikovaná. To vše, nehledě na vyhlídky ekonomiky, nabádá k velké opatrnosti. Růst sice může pokračovat, ale udržení tempa z posledních dvou let je značně nepravděpodobné a hrozba podstatné korekce nebo i medvědího trhu velmi reálná.

Pražské burze se v listopadu také dařilo, a to nejen díky tomu, že kopírovala růst ve světě. Výrazně jí pomohly i výsledky společností (to se týkalo zejména Kofoly a Monety, která navíc oznámila mimořádnou dividendu) a pozitivní pohled investorů na možný odkup soukromě vlastněných akcií společnosti ČEZ státem. Výjimkou byly akcie Photon Energy, u nichž se cena po zveřejnění výsledků posunula citelně dolů. Pro blízkou budoucnost by měla zůstat výkonnost českých akcií solidní, ale v delším časovém horizontu si je potřeba uvědomit provázanost českého trhu se světovým a v této souvislosti rizika, o nichž jsme psali v předchozím odstavci. Plus se pomalu, ale jistě blíží parlamentní volby v Česku a česká ekonomika je tažená dolů problémy Německa.

Kredit

Letošní listopad zazářil přepestrou paletou nejen v arboretech. První týden ještě nechal investorům klid na uctění památky zesnulých, ale hned od pondělí znovu dokazoval, o jak rekordní rok se letos jedná. V pondělí 11. listopadu zahájila J&T Banka nabídku podřízeného dluhopisu, jehož výtěžek pomůže bance se splněním požadavku na kapitál tier 2. Desetiletý dluhopis s fixním výnosem 6,25 % a pololetní výplatou bude s vysokou pravděpodobností splacen již po 5 letech a v případě dostatečného zájmu je emitent připraven předpokládaný objem 1,5 miliardy navýšit na konečných 2,5 miliardy korun.

Hned ve středu téhož týdne, tj. 13. listopadu, představila svůj dluhopis i skupina Rohlik.cz. Po dobu 5 let bude každý půlrok vyplácen výnos 6 % p.a., aby byl věrným investorům při splatnosti vyplacen dodatečný bonus v rozmezí 20–27,5 % v závislosti na hodnotě skupiny Rohlik.cz. Předpokládaný objem 3 miliard se bude PPF banka společně s J&T Bankou a Českou spořitelnou snažit co nejvíce přiblížit maximálnímu objemu 4,5 miliardy korun. Výrazným impulsem pro investory by mohla být i oznámená spolupráce s Amazonem v Německu, která je slovy zakladatele Tomáše Čupra opravdovým game-changerem.

Jako by toho na jeden týden nebylo dost, přispěchala s další benchmarkovou transakcí na eurobondovém trhu společnost CTP. V rámci nabídky 8letého zeleného dluhopisu s ratingem Baa3/BBB- byl zároveň spuštěn i odkup dvou dluhopisů splatných v roce 2026 v celkovém objemu až 200 milionů EUR. Investoři tak měli možnost výrazným způsobem posunout splatnost svých aktuálních expozic na CTP. Kniha byla 5,5x přeupsána a z původně indikovaného kreditního spreadu 210 bb se podařilo výnos stlačit na 3,99 % p.a., což odpovídá spreadu 173 bb.

Posledním barevným lístečkem, který si pro nás připravil letošní listopad, byla emise HB Reavis. Až do poloviny prosince můžou investoři u KB či UniCredit objednávat pětiletý dluhopis s pololetně vypláceným výnosem 7 % p.a. Předpokládaný objem 750 milionů může být navýšen až na dvojnásobek. Vypořádání primárního úpisu proběhne 5. ledna roku 2025.

Komodity

Cena ropy se v listopadu držela v postranním trendu, který začal zhruba v polovině října. Výkyvy v rámci trendu byly podstatné, cena ropy brent kolísala mezi 70 a 76 USD/brl. Faktory ovlivňující cenu zůstaly stejné jako v předchozích měsících – geopolitika, především Blízký východ, a kombinace dostatečné produkce a spíše mírně slabší spotřeby. Stav světové ekonomiky a rovnováha na trhu s ropou implikuje spíše nižší než vyšší ceny ropy, růstové epizody tak vesměs souvisí se zvýšením geopolitického napětí. Na začátku příštího roku k faktorům ovlivňujícím cenu přibude nově nastupující Trumpova administrativa. Chystá se k deregulaci, která by se měla týkat i těžby ropy.

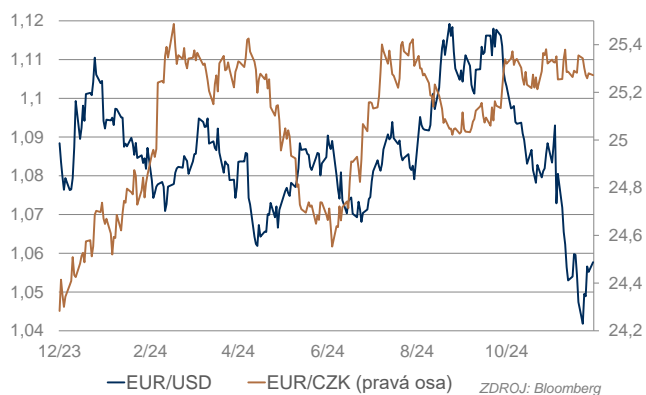


To by mohlo vést k dalšímu růstu produkce v USA, a tedy k vyšší nabídce na trhu. Důležité také bude, jak Trump přistoupí ke geopolitickým ohniskům napětí, zda dojde k uvolnění, nebo naopak k eskalaci. Což znamená, že výhled ceny ropy je sice nadále značně nejistý, ale také nadále převládá tendence ke spíše nižší než vyšší ceně ropy.

Cena zlata prožila divoký listopad, což přímo souviselo s výsledkem amerických prezidentských voleb a následnou reakcí dolaru. S prudkým posílením dolaru se dolarová cena zlata propadla a tento propad vydržel až do poloviny listopadu. Zastavení posilování dolaru kolem poloviny měsíce stačilo na výraznou korekci, kterou ovšem další posílení dolaru opět otočilo. V eurech byl ovšem vývoj opačný – růst v první polovině měsíce, potom korekce na nižší hodnoty a nakonec opět skok nahoru. Výkyvy ceny zlata tak převážně kopírovaly vývoj situace na devizových trzích. Pokud pomineme tuto měnovou volatilitu, zůstalo zlato i nadále atraktivní. Stejně jako v předchozích měsících mu pomáhá kombinace nákupů centrálních bank, geopolitické nejistoty, momenta a vysokého ohodnocení řady dalších aktiv, především akcií a kryptoměn. Krátkodobě patrně pozitivní momentum vydrží, ovšem z hlediska delšího časového horizontu může být zlato citlivé na výkyvy na dalších trzích. Pokud však vydrží nákupy centrálních bank, mělo by to zlato podpořit a omezovat prostor pro případný pokles.



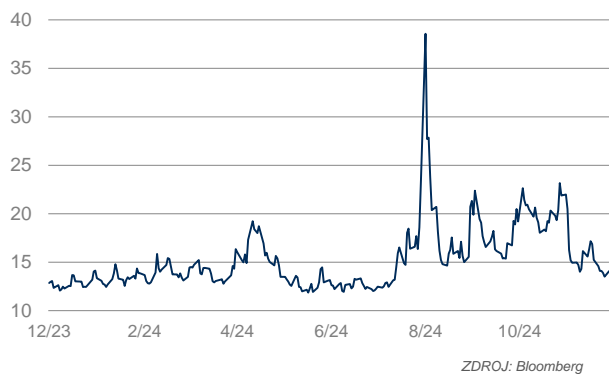
Devizové kurzy



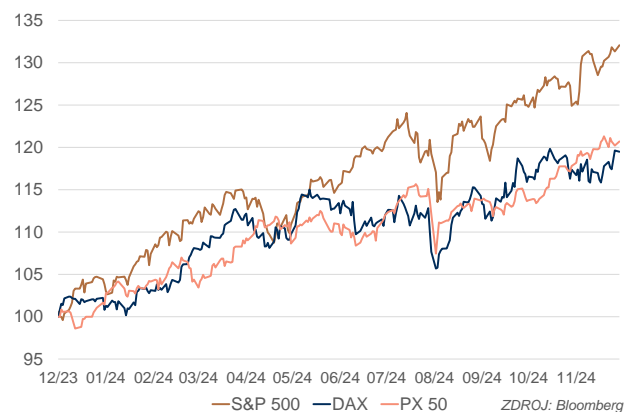
Dluhopisy (10 let)



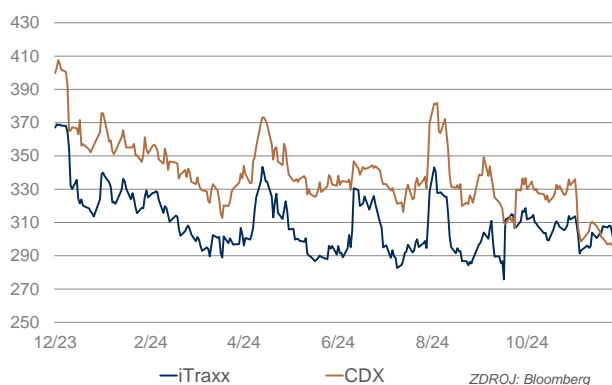
Index volatility VIX



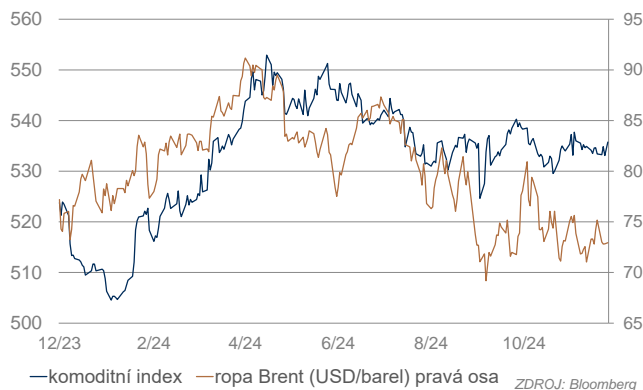
Akciové indexy (1. 12. 2023 = 100)



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* |
| SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK | | | | | | | | | |
| Fed | 5,25-5,50 | 4,75-5,00 | 4,50-4,75 | 4,25 - 4,50 | ↓ | 3,25 - 3,50 | ↓ | 2,75 - 3,00 | ↓ |
| ECB (depo) | 4,0 | 3,5 | 3,25 | 2,75 | ↓ | 2,25 | ↓ | 2 | ↓ |
| ČNB | 7,0 | 4,25 | 4,00 | 3,50 | ↓ | 3,25 | ↓ | 3 | ↓ |
| KURZY | | | | | | | | | |
| EUR/USD | 1,08 | 1,09 | 1,05 | 1,03 | ↓ | 1,03 | → | 1,05 | ↑ |
| EUR/CZK | 24,4 | 25,3 | 25,3 | 25,3 | → | 25,3 | → | 25,2 | ↓ |
| DLUHOPISY | | | | | | | | | |
| US dluhopis 2y | 4,54 | 4,21 | 4,19 | 4,0 | ↓ | 3,8 | ↓ | 3,5 | ↓ |
| US dluhopis 10y | 4,20 | 4,38 | 4,20 | 4,0 | ↓ | 3,8 | ↓ | 3,5 | ↓ |
| Něm. dluhopis 2y | 2,68 | 2,25 | 1,91 | 2,2 | ↑ | 2,2 | → | 2,1 | ↓ |
| Něm. dluhopis 10y | 2,36 | 2,41 | 2,04 | 2,2 | ↑ | 2,2 | → | 2,2 | → |
| České dluhopisy 2y | 5,64 | 3,58 | 3,58 | 3,4 | ↓ | 3,2 | ↓ | 3,1 | ↓ |
| České dluhopisy 10y | 4,26 | 4,12 | 3,95 | 3,8 | ↓ | 3,6 | ↓ | 3,5 | ↓ |
| KREDIT | | | | | | | | | |
| USA CDX 5y | 399,8 | 336,0 | 295,0 | 315 | ↓ | 305 | ↓ | 290 | ↓ |
| EMU iTraxx 5y | 367,0 | 313,7 | 301,6 | 290 | ↓ | 285 | ↓ | 270 | ↓ |
| AKCIE | | | | | | | | | |
| S&P 500 | 4594,6 | 5728,8 | 6032,4 | | | | | 6000 | → |
| Eurostoxx 50 | 4418,5 | 4877,8 | 4780,3 | | | | | 4850 | ↑ |
| DAX | 16397,5 | 19255,0 | 19604,7 | | | | | 19500 | → |
| CSI 300 | 3482,9 | 3890,0 | 3947,6 | | | | | 4000 | ↑ |
| PX 50 | 1390,4 | 1648,4 | 1688,9 | | | | | 1680 | → |

* 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

| | 2024 | | | | 2025* | | | | 2023 | 2024* | 2025* | 2026* |
|----------------------------|------|------|------|-----|-------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4* | Q1* | Q2* | Q3* | Q4* | | | | |
| HDP (% y/y) | 0,4 | 0,6 | 1,3 | 1,7 | 2,1 | 2,4 | 2,7 | 2,6 | 0,0 | 1,0 | 2,4 | 2,4 |
| soukromá spotřeba | 1,7 | 1,0 | 2,2 | 1,7 | 1,6 | 2,1 | 2,5 | 2,7 | -2,9 | 1,6 | 2,2 | 2,8 |
| vládní spotřeba | 3,2 | 4,4 | 3,0 | 2,9 | 2,2 | 0,7 | 1,3 | 0,9 | 3,5 | 3,4 | 1,3 | 0,8 |
| investice | -0,1 | 0,7 | -0,8 | 1,8 | 3,7 | 2,3 | 2,9 | 2,7 | 2,7 | 0,9 | 2,9 | 2,7 |
| dovoz | -2,9 | -1,5 | 3,4 | 3,0 | 4,0 | 4,7 | 5,3 | 5,5 | -0,6 | -0,2 | 4,9 | 5,3 |
| vývoz | -0,1 | 0,4 | 4,0 | 1,8 | 2,5 | 2,8 | 3,5 | 4,0 | 3,0 | 1,1 | 3,2 | 4,6 |
| nezaměstnanost (%) (MPSV) | 3,7 | 3,8 | 3,9 | 3,9 | 3,9 | 3,9 | 4,0 | 4,0 | 3,6 | 3,8 | 4,0 | 4,0 |
| inflace (% y/y) | 2,1 | 2,5 | 2,3 | 3,0 | 2,9 | 2,6 | 2,6 | 2,4 | 10,7 | 2,5 | 2,6 | 2,2 |
| běžný účet (% HDP) | 5,4 | -0,1 | 1,3 | 0,0 | 4,7 | -0,2 | -2,4 | -0,8 | 0,3 | 1,6 | 0,2 | 0,3 |
| rozpočtový deficit (% HDP) | - | - | - | - | - | - | - | - | -3,8 | -2,7 | -2,3 | -2,2 |
| vládní dluh (% HDP) | - | - | - | - | - | - | - | - | 42,4 | 43,5 | 44 | 44,7 |

Evropská měnová unie

| | 2024 | | | | 2025* | | | | 2023 | 2024* | 2025* | 2026* |
|-------------------------|------|------|------|------|-------|-----|-----|-----|------|-------|-------|-------|
| | Q1 | Q2 | Q3* | Q4* | Q1* | Q2* | Q3* | Q4* | | | | |
| HDP (% y/y) | 0,5 | 0,6 | 0,9 | 1,1 | 1,0 | 1,2 | 1,1 | 1,3 | 0,4 | 0,8 | 1,2 | 1,3 |
| soukromá spotřeba | 1,0 | 0,6 | 0,6 | 0,9 | 1,0 | 1,3 | 1,2 | 1,4 | 0,7 | 0,8 | 1,2 | 1,4 |
| vládní spotřeba | 2,0 | 2,5 | 1,6 | 1,4 | 1,3 | 0,9 | 0,8 | 0,9 | 2,2 | 1,9 | 1,0 | 0,9 |
| investice | -1,2 | -3,3 | -2,8 | -3,6 | -1,2 | 1,3 | 1,2 | 1,7 | 2,2 | -2,7 | 0,9 | 2,0 |
| dovoz | -2,2 | -1,3 | 1,1 | 1,2 | 2,3 | 2,4 | 2,8 | 2,7 | -1,2 | -0,4 | 2,6 | 2,6 |
| vývoz | -0,9 | 1,6 | 3,4 | 3,3 | 2,7 | 1,9 | 2,3 | 2,5 | -0,7 | 1,8 | 2,4 | 2,3 |
| nezaměstnanost (%) | 6,5 | 6,4 | 6,5 | 6,4 | 6,5 | 6,5 | 6,4 | 6,4 | 6,6 | 6,5 | 6,5 | 6,4 |
| inflace (% y/y) | 2,6 | 2,5 | 2,2 | 2,2 | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 1,9 | 5,5 | 2,4 | 2,0 | 2,0 |
| jádrová inflace (% y/y) | 3,1 | 2,8 | 2,8 | 2,7 | 2,6 | 2,4 | 2,0 | 2,0 | 5,0 | 2,7 | 2,3 | 2,0 |
| běžný účet (% HDP) | 2,1 | 2,5 | 2,4 | 2,5 | 2,2 | 2,8 | 2,4 | 2,7 | 1,7 | 1,7 | 1,8 | 2,8 |

Spojené státy americké

| | 2024 | | | | 2025* | | | | 2023 | 2024* | 2025* | 2026* |
|-----------------------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4* | Q1* | Q2* | Q3* | Q4* | | | | |
| HDP (% y/y) | 2,9 | 3,0 | 2,6 | 2,3 | 2,3 | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 2,9 | 2,7 | 2,0 | 2,0 |
| soukromá spotřeba | 2,2 | 2,7 | 2,8 | 2,6 | 2,6 | 2,4 | 2,1 | 2,0 | 2,5 | 2,6 | 2,3 | 2,0 |
| vládní spotřeba | 3,5 | 3,5 | 2,5 | 2,0 | 1,9 | 1,5 | 1,3 | 1,2 | 3,9 | 3,3 | 1,8 | 1,1 |
| investice | 5,5 | 5,6 | 3,6 | 3,9 | 3,7 | 2,3 | 2,6 | 2,9 | 0,1 | 4,2 | 2,7 | 2,9 |
| dovoz | 2,9 | 5,6 | 6,0 | 5,8 | 5,1 | 4,0 | 3,1 | 2,8 | -1,2 | 5,6 | 3,7 | 2,6 |
| vývoz | 2,0 | 3,5 | 3,3 | 2,4 | 2,6 | 3,0 | 2,6 | 2,6 | 2,8 | 3,3 | 2,9 | 3,0 |
| nezaměstnanost (%) | 3,8 | 4,0 | 4,3 | 4,2 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 4,3 | 3,6 | 4,1 | 4,3 | 4,2 |
| inflace (CPI % y/y) | 3,3 | 3,2 | 2,6 | 2,6 | 2,3 | 2,2 | 2,4 | 2,4 | 4,1 | 2,9 | 2,3 | 2,5 |
| jádrová inflace (PCE % y/y) | 3,0 | 2,7 | 2,6 | 2,8 | 2,4 | 2,3 | 2,3 | 2,2 | 4,2 | 2,8 | 2,3 | 2,2 |
| běžný účet (% HDP) | -3,2 | -3,3 | -3,6 | -3,7 | -3,7 | -3,7 | -3,7 | -3,6 | -3,3 | -3,6 | -3,6 | -3,5 |
| rozpočtový deficit (% HDP) | -5,9 | -5,6 | -6,0 | -6,1 | -6,0 | -5,4 | -5,9 | -6,0 | -6,5 | -6,5 | -6,4 | -6,3 |
| vládní dluh (% HDP) | 98,2 | 98,3 | 97,2 | 98,0 | 98,2 | 98,2 | 98,2 | 98,2 | 97,2 | 98,2 | 99,6 | 101,7 |

* 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

Jan Milota

ODBOR DEBT CAPITAL MARKETS
+420 224 175 899
jmilota@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.

