

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Výhled na rok 2025

ČR ČNB po roce přerušuje cyklus měnového uvolňování

EMU ECB pokračuje v pozvolném uvolňování měnových podmínek

USA Fed snížil sazby, ale naznačil blížící se pauzu

www.ppfbanka.cz

leden 2025

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

Světová ekonomika má po šocích v předchozích letech opět blízko ke stabilitě. Ta je aktuálně ohrožována především politickými a geopolitickými faktory, z nichž nejdůležitějším je blížící se nástup D. Trumpa do jeho druhého prezidentského období. Může se ukázat, že momentálně panující obavy jsou stejně přehnané, jako byly ty před jeho prvním nástupem do funkce, ale je možné, že dějiny se tentokrát opakovat nebudou. Politické problémy trápí také Evropu (Francie, Německo) a muziku tvrdí dvě horká geopolitická ohniska napětí (Ukrajina/Rusko, Blízký východ) a jedno rozhořivající se (USA/Čína).

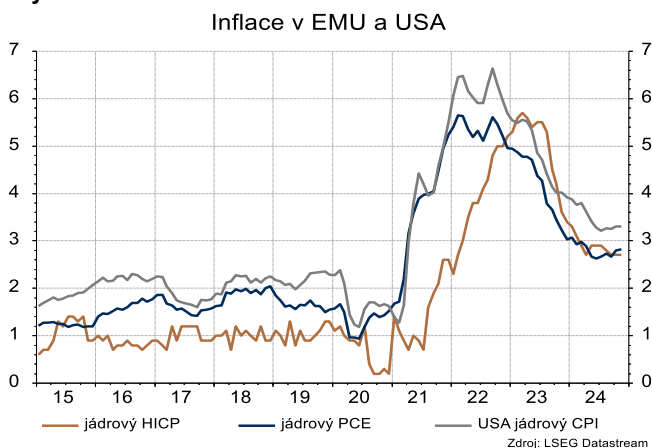
Rok ve znamení politiky a geopolitiky

Světová ekonomika v roce 2024 pokračovala ve stabilizaci. Pokles inflace umožnil hlavním centrálním bankám (Fed a ECB) snížit sazby. USA se podařilo udržet velmi solidní tempo růstu, zatímco růst v EU byl nerovnoměrný – některým státům jako například Španělsku se dařilo, ale největší ekonomika eurozóny Německo nadále zápasila se strukturálními problémy. Čínská ekonomika se z problémů spojených s krizí v sektoru rezidenčních nemovitostí vzpamatovávala jen velmi pomalu, naopak Indii se podařilo i loni udržet solidní růst, a opět tak byla nejrychleji rostoucí velkou světovou ekonomikou. Umírněně pozitivní ekonomické trendy by mohly pokračovat i letos, ale velkou neznámou je, nakolik bude situaci komplikovat politika (především nástup D. Trumpa do funkce amerického prezidenta a politická nestabilita ve Francii a Německu) a geopolitika (Ukrajina, Blízký východ, Čína vs. USA).

Světová ekonomika se blíží stabilizaci, politika a geopolitika však stabilitu ohrožují

Bezprostřední důsledky šoků ze začátku desetiletí prakticky dozněly, což se týká především globální inflační vlny, která ve vyspělých státech dosáhla nejvyšších hodnot od konce sedmdesátých let a která překvapila klíčové centrální banky. Inflace se jak v EMU, tak v USA blíží k cíli, a pokud nedojde k dalšímu externímu šoku, měla by se na něm letos stabilizovat. Do značné míry došlo i ke stabilizaci

Inflační vlna je sice za námi, ale inflace zatím zůstává zvýšená.



ekonomického růstu, v případě USA na překvapivě vysoké úrovni, v případě EMU naopak na překvapivě nízké.

Největším rizikem pro scénář návratu stability bude letos politika. Do funkce amerického prezidenta nastupuje podruhé D. Trump se svým slibem zavedení univerzálních cel na všechno dovážené zboží. Vzhledem k váze¹ USA ve světové ekonomice by jejich zavedení mělo nepochybně globální dopady. Jak moc významné, je předmětem diskuse a samozřejmě to bude záležet na tom, co přesně bude Trumpova administrativa dělat. V Evropě je politickým problémem nestabilita a nejasný vývoj v klíčových státech Francii a Německu. Francie se s politickou nestabilitou potýká už od voleb do Evropského parlamentu, zatímco v Německu vypukla otevřená politická krize až na podzim. V obou státech budou letos volby, ale otázkou je, jestli něco změní. Oba státy se přitom potýkají s řadou problémů (Francie především s růstem zadlužení, Německo se strukturální krizí a slabostí ekonomiky), a potřebovaly by proto nutně silné politické vedení, které by je dokázalo řešit. A protože jde o dvě největší ekonomiky eurozóny², promítají se tyto problémy nevyhnutelně i do jejího ekonomického stavu a potenciálně ohrožují její stabilitu a soudržnost.

Aktivní a vysoce nebezpečná zůstávají i geopolitická ohniska napětí. Válka mezi Ruskem a Ukrajinou nejenže pokračuje, ale dochází k její plíživě eskalaci. Momentálně není vidět žádné dobré řešení a dopady konfliktu budou především Evropu ekonomicky negativně ovlivňovat dlouhodobě bez ohledu na jeho výsledek. Také letitý konflikt na Blízkém východě, který se rozhořel koncem roku 2023 po útoku Hamásu na Izrael, se v průběhu loňského roku stupňoval a stále více měnil v přímou konfrontaci mezi Izraelem a Íránem. Přímou na konci loňského roku překvapivě rychlý pád Asadova režimu v Sýrii jen dále zkomplikoval už tak nepřehlednou situaci v regionu. Hlavním přímým rizikem blízkovýchodního ohniska napětí je ohrožení dodávek ropy z tohoto regionu, který je z hlediska její produkce stále klíčově důležitý. Ale jak ukazují problémy s námořní dopravou v Rudém moři, není to jediné globální riziko, které s sebou tento konflikt nese.

Relativně stabilní byl i vývoj v obou největších rozvíjejících se ekonomikách. Čína se jen velmi pomalu probírala z dopadů krize v sektoru rezidenčních nemovitostí. Napjatá finanční situace omezovala možnosti stimulace ekonomiky, takže se čínské vedení muselo spokojit s tempem růstu³, které by ještě nedávno bylo považováno za projev krize. Až koncem roku se čínské

¹ V roce 2023 byl podíl USA na světovém HDP 26 %, v PPP 15,5 %.

² Německo mělo v roce 2023 24,3% podíl na HDP EU, Francie 16,5% – dohromady 40,8 %.

³ 3. čtvrtletí 2024 4,6 % r/r, před pandemií rostla o 6 %.

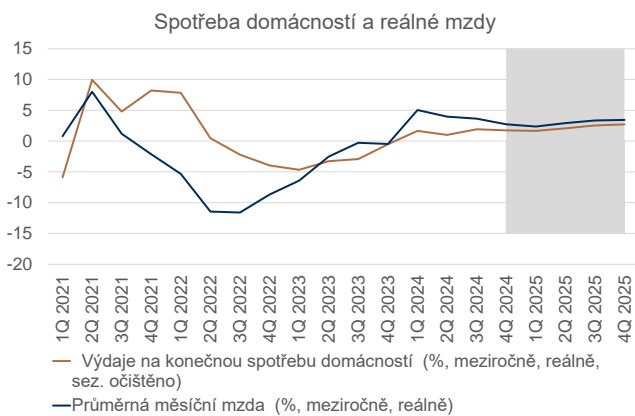


vedení odhodlalo k měnové stimulaci a je velmi pravděpodobné, že letos v tom bude pokračovat. Indie pokračovala v silném růstu a i loni byla nejrychleji rostoucí velkou světovou ekonomikou, a to přes překvapivě slabý výsledek vládnoucí strany premiéra Módího ve volbách. Módímu se však zjevně podařilo dojednat dostatečně stabilní koalici, takže má šanci napravit chyby, kterých se v předchozím volebním období dopustil. Rychlý růst indické ekonomiky má však i stinnou stránku v podobě vyšší inflace, která brání centrální bance ve snížení sazeb. Letos by měl silný růst indického hospodářství pokračovat, i když hrozí riziko mírného zpomalení kvůli vyčerpávání růstového potenciálu osobní spotřeby.

Česká republika: očekáváme oživení růstu

Rok 2025 by měl přinést v České republice ekonomické oživení. I přes velice nízkou srovnávací základnu nebude toto oživení nijak závratné a mělo by se pohybovat okolo 2,5 % y/y. Rizika jsou ale spíše směrem k pomalejšímu růstu, a to především kvůli limitované zahraniční poptávce. Z produkčního pohledu by pak stejně jako loni měly růst táhnout zejména služby a obchod. Průmyslu v roce 2025 již tolik nebude pomáhat ani automobilový průmysl, který v roce 2024 významně těžil z dokončování objednávek

Růst mezd by měl podporovat soukromou spotřebu.



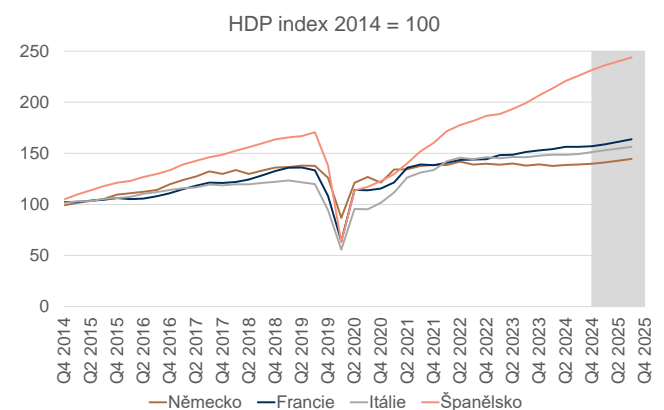
Zdroj: ČNB

nahromaděných v předchozích letech kvůli covidu a postcovidovým problémům v dodavatelsko-odběratelských řetězcích. Na druhou stranu rostoucí domácí i zahraniční poptávka by měla podpořit ostatní sektory. Domníváme se tedy, že dosavadní stagnace průmyslové výroby by měla v roce 2025 přece jen přejít do pozvolného růstu. Rychlejšímu oživení českého průmyslu by pomohlo hlavně oživení německé ekonomiky jako hlavního obchodního partnera. To se ovšem stále odkládá. Riziko představují i možná cla na dovozy do USA. I když české experty do USA představují jen 3 % celkových vývozu, pro Německo by takovéto opatření znamenalo další faktor limitující jeho stagnující ekonomiku, což by se nutně přeneslo negativně i do českého hospodářství.

Z výdajového pohledu by ekonomiku měla táhnout zejména spotřeba, a to jak soukromá, tak vládní. Spotřebu domácností podpoří relativně nízká inflace i silný trh práce a s ním spojený růst reálných mezd (od ledna dochází i ke zvýšení minimální mzdy o 1 900 CZK na 20 800 CZK). Očekáváme, že reálné mzdy by v letošním roce měly vzrůst o 3 % y/y. Stejně jako v loňském roce se ale tento růst nepřenese do spotřeby v plné výši. Češi zůstávají opatrní – jejich míra úspor se po pandemii ustálila o 5 pb výše, než byl její dlouhodobý průměr, a nyní se pohybuje okolo 18 %. Růst spotřeby by se tak mohl držet mírně nad 2 %. Vzhledem k tomu, že spotřeba domácností představuje 46 % HDP, bude stejně jako loni za polovinou růstu celé ekonomiky stát růst spotřeby domácností. Prorůstově by podle našeho názoru měly působit i vládní výdaje. Schválený deficitní rozpočet ve výši 241 mld. CZK i podzimní parlamentní volby tento náš názor podporují. K růstu by mohly přispět i investice, naopak čistý zahraniční obchod kvůli dovozní náročnosti jak investic, tak spotřeby bude z růstu ubírat.

Růst ekonomiky by měla v letošním roce podpořit i uvolněnější měnová politika. Jak rychle ale bude ČNB snižovat sazby, je velmi nejisté. Model ČNB předpokládá, že průměrná inflace by v roce 2025 měla z loňských 2,5 % vzrůst marginálně na 2,6 %, přičemž na horizontu měnové politiky by inflace měla být velmi blízko 2% inflačního cíle. Prostor pro uvolňování měnové politiky tedy stále ještě je, ale na rozdíl od závěrů modelu ČNB jsou centrální bankéři naladěni více v jestřábím duchu. S jistotou můžeme říci, že uvolňování měnových podmínek bude probíhat pomaleji než v roce 2024. V našem základním scénáři

Za slabým růstem eurozóny se skrývají velké rozdíly mezi zeměmi.



Zdroj: LSEG Datastream

předpokládáme, že se repo sazba ČNB dostane ke konci roku na 3,5 %.

EMU: Německo bude i nadále zaostávat

Zrychlení růstu eurozóny jako celku v roce 2024 bylo jen marginální, ale rozdíly mezi zeměmi platícími jednotnou měnou byly značné. S určitou dávkou zjednodušení by se



dalo říci, že jih překonával sever. A tento vývoj bude zřejmě pokračovat i v letošním roce. Eurozóna by měla oproti loňsku opět jen mírně zrychlit tempo ekonomického růstu a nemocným mužem Evropy zřejmě zůstane Německo se svými strukturálními problémy.

Celkově by růst HDP eurozóny měl jen lehce překonat 1 % y/y, s tím, že Německo a Francie budou i nadále zaostávat s růstem 0,7 % resp. 0,9 % y/y, zatímco Španělsko bude stejně jako v loňském roce ostatní země překonávat (2,2 % y/y). Španělsku by měl i nadále pomáhat rostoucí turismus, export i zlepšená situace na trhu práce. Naopak Německu budou v rychlejším oživení bránit kromě přetrvávajících strukturálních problémů a neschopnosti přizpůsobit svůj tradiční zpracovatelský průmysl silné konkurenci zejména z Číny i upadající zahraniční poptávce také relativně dražší ceny energií (v porovnání s USA i asijskými konkurenty) a v neposlední řadě se k těmto přetrvávajícím problémům přidávají ještě značná politická rizika, a to jak domácí, tak zahraniční. Z těch domácích se jedná o předčasné volby. Německo by pro nastartování růstu potřebovalo nemalé investice nejen ze soukromé sféry, ale i ze státního rozpočtu, ale tomu brání dluhová brzda, kterou současná politická garnitura nebyla schopna zrušit. Zda se to povede po volbách, zůstává otázkou. Jisté však je, že politické turbulence neprospívají investicím, které jsou pro nastartování ekonomického růstu klíčové. Politická nejistota se stejnými ekonomickými důsledky trvá i ve Francii, kterou po pádu vlády čekají složitá vyjednávání a možná i předčasné volby, ne ovšem dříve než v červenci. K domácím politickým změnám se přidávají i ty zahraniční, konkrétně nástup Donalda Trumpa do funkce amerického prezidenta a jeho slib zavedení cel na dovoz do USA. Toto opatření by mělo vliv hlavně na Německo, které do USA vyváží téměř 10 % celkových vývozů.

Slabý ekonomický růst bude i v letošním roce vytvářet tlak na uvolňování měnových podmínek ECB. Ta již v loňském roce dala najevo, že větším problémem než inflace je nyní reálná ekonomika. Vzhledem k tomu, že ECB předpokládá návrat inflace na cíl na horizontu měnové politiky, má prostor nižšími sazbami ekonomiku podpořit. Náš základní scénář počítá s tím, že ECB bude postupnými kroky snižovat sazby až na 2 %. Podle našeho názoru bude postupovat spíše po 25 bb, než že by přistoupila ke snížení o 50 bb. Nelze ale vyloučit ani scénář, ve kterém se sazby dostanou pod 2% úroveň či kde dojde ke snížení o 50 bb. Sázky na tuto variantu se na trhu objevují.

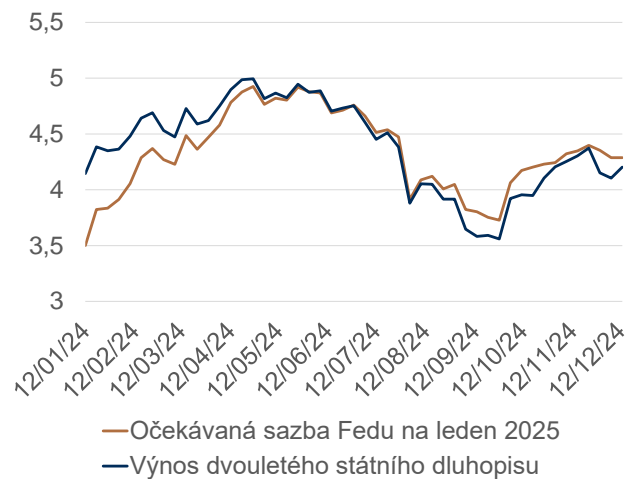
USA: pozitivní výhled s velkou dávkou nejistoty

Rok 2024 byl pro USA ekonomicky úspěšný: udržely solidní růst hospodářství, přitom se dařilo dále tlumit inflaci a Fed zahájil cyklus uvolňování měnové politiky. Nenaplnily se tak předpovědi očekávající zpomalení americké ekonomiky nebo dokonce recesi. USA se do značné míry podařilo dosáhnout no-landingu, tedy (téměř) zkrotit inflaci bez toho,

aby se to negativně projevilo na růstu. Poněkud zeslábl trh práce, ale v kontextu zvýšené inflace a hrozcích inflačních tlaků souvisejících se zrychleným růstem mezd šlo spíše o pozitivní vývoj. Mírně slabší trh práce navíc umožnil Fedu začít snižovat sazby.

Nejvýznamnější událostí loňského roku bylo zvolení D.

Tržní očekávání vývoje sazeb Fedu v roce 2024 výrazně kolísalo.



Zdroj: Bloomberg

Trumpa na jeho druhé prezidentské období. Před jeho nástupem do prvního funkčního období řada expertů předvíдалa Spojeným státům ekonomické problémy. Přínejmenším v prvních dvou letech jeho prvního mandátu však díky deregulaci provedené jeho administrativou ekonomika pookřála. Druhá polovina funkčního období pak byla negativně poznamenána rozhořivající se obchodní válkou s Čínou a závěrečný rok pandemií. Celkově se nedá říci, že by jeho tehdejší hospodářská politika byla neúspěšná – nutnost krotit čínské ambice uznávají i demokraté, a proto pokračovali v tom, co Trump začal. Druhé Trumpovo funkční období však může být podstatně jiné než první. Jeho rétorika je zatím citelně radikálnější a nekompromisnější, navíc má podporu obou komor Kongresu. I výběr osobností do vrcholných funkcí zatím ukazuje na agresivnější snahu prosadit avizované plány. Z ekonomického hlediska budou důležitá opatření v několika oblastech – hrozcí podstatné zvýšení dovozních cel, omezení imigrace a repatriace nelegálních migrantů, deregulace a méně zelená politika v oblasti energetiky, těžby surovin a životního prostředí. Zvýšení cel by mělo globálně negativní dopad na růst, přičemž hrozí obchodní války a silná fragmentace globálního ekonomického systému. Obavy z deglobalizace by se tak mohly materializovat. Pro USA by za jinak stejných podmínek mělo zvýšení cel také za následek vyšší inflaci, i když o tom, o kolik, se vedou debaty. V každém případě by už pouhá hrozba, že cla zvýší inflaci, Fed nutila k opatrnějšímu uvolňování měnové politiky. Tažení proti imigraci by mělo dopad především na trh práce. Hrozilo by

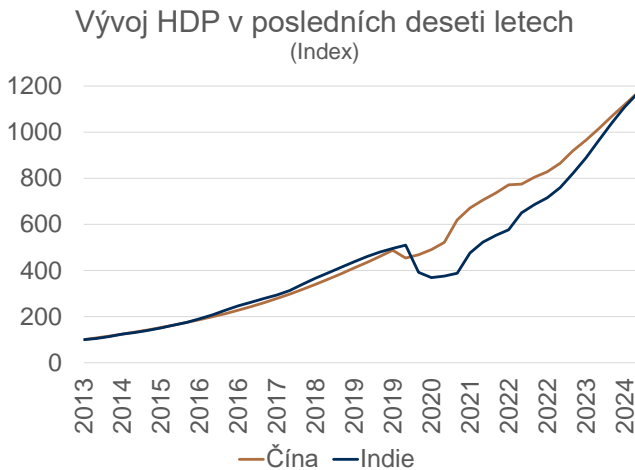


jeho opětovné utažení, navíc velké množství migrantů nepochybně přispělo k rychlejšímu růstu ekonomiky, takže bez nich by se dalo čekat zpomalení růstu HDP. O kolik, je opět otázka, částečně i proto, že další očekávaná Trumpova opatření (deregulace, těžba) by měla ekonomiku naopak podpořit. Jak moc radikální skutečně druhá Trumpova administrativa bude, by se mělo ukázat už v prvních měsících po nástupu do funkce, tedy hlavně v průběhu druhého čtvrtletí. Až poté – v závislosti na míře skutečně projevené, a ne jen slovně signalizované agresivity – bude možné udělat pevnější závěry o dopadech druhého Trumpova prezidentství jak na USA, tak globálně.

Rozvíjející se trhy

V roce 2024 do značné míry pokračovaly trendy z roku 2023, především významný vliv vývoje měnové politiky USA. Na důležitosti nabyla geopolitika, kdy vedle probíhajících konfliktů na Ukrajině a Blízkém východě nepříjemně narůstá napětí mezi Čínou a USA. Geopolitické konflikty vedou k další fragmentaci světové ekonomiky jak kvůli nejrůznějším sankcím a obchodním omezením, tak kvůli silicím překážkám mezinárodního obchodu (například ostřelování lodí v Rudém moři). To mnoha rozvíjejícím se ekonomikám komplikuje situaci. Příkladem je především Čína, která vedle pokračujících problémů s nízkou domácí poptávkou stále více zápasí s ekonomickým tlakem USA. Pomoci by Číně měla postupně přijímaná stimulační

Indie dohání Čínu.



Zdroj: Bloomberg

opatření. Do jaké míry budou účinná, by se mělo ukázat letos. Negativnímu globálnímu prostředí dobře odolává indické hospodářství především díky obrovským vnitřním zdrojům růstu. Indie, které se poměrně úspěšně daří balancovat velmi solidní tempo růstu s cenovou stabilitou, před sebou může mít ještě léta silného růstu, pokud se jí podaří udržet ekonomickou a politickou stabilitu.

Rozvíjejícím se státům jako celku by mohlo situaci výrazně zkomplikovat zvýšení cel avizované nastupujícím

americkým prezidentem Trumpem. Specificky by mohla výrazně utrpět Jižní a Střední Amerika, zde především Mexiko. Zároveň však hrozí, že izolacionistická politika USA by mohla otevřít prostor pro další globální expanzi Číny, která je už teď v mnoha rozvíjejících se státech ekonomicky velmi aktivní. To by dále stupňovalo konflikt mezi Čínou a USA a přispívalo k další fragmentaci světové ekonomiky s negativními důsledky pro růst a cenovou stabilitu.

Pokračující uvolňování měnové politiky v USA a EMU by naopak mohlo být pro rozvíjející se trhy pozitivem, protože by vedlo k větší dostupnosti úvěrů, a tím obecně k rychlejšímu růstu.

Dluhopisy

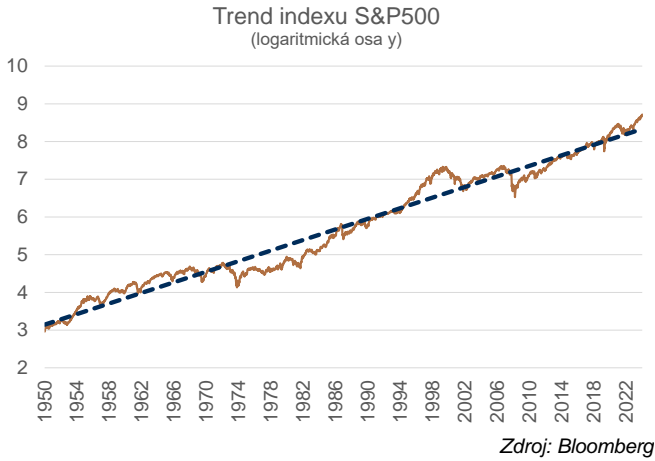
Rok 2024 byl na dluhopisových trzích ve znamení výkyvů a nakonec jen malé meziroční změny. Krátký konec výnosové křivky v souladu s naším očekáváním klesl s tím, jak centrální banky přešly ke snižování sazeb, ale rozsah poklesu se měnil podle toho, jak se měnila očekávání dalšího vývoje ekonomiky a sazeb. V USA se ke konci roku pokles zmírnil především kvůli předpokládanému negativnímu dopadu očekávaného zvýšení cel na inflaci, a tedy menšímu prostoru pro pokles sazeb. K redukci poklesu přispěla i trvající síla ekonomiky a jen pomalý pokles inflace k cíli centrální banky. V Evropě se naopak u krátkého konce výnosové křivky pokles koncem roku ještě zvýraznil především kvůli trvající slabosti evropského hospodářství a očekávanému zrychlení a zvětšení poklesu sazeb ECB. Na dlouhém konci výnosové křivky však k výraznějšímu posunu výnosů směrem dolů nakonec nedošlo, přestože zpočátku se toto očekávání naplňovalo. V USA výnos desetiletého státního dluhopisu meziročně mírně vrostl, v Evropě mírně klesl. To na jednu stranu odráží faktory, které ovlivnily krátký konec křivky, ale na druhou stranu u dlouhého konce výnosové křivky hrály důležitou roli obavy z nekontrolovaného růstu zadlužení většiny vyspělých států. Specificky výrazný byl tento faktor u francouzských státních dluhopisů kvůli politické krizi, která brání řešení tamních rozpočtových problémů.

Letos bude vývoj dluhopisových trhů hodně ovlivněn tím, jak bude reálně fungovat nová Trumpova administrativa a jaké bude mít její reálné chování dopady na americkou a světovou ekonomiku. Pokud dojde ke kombinaci vyšší inflace způsobené cly, rychlejšího růstu díky deregulaci, těsnějšího trhu práce kvůli boji proti migraci a pokračujícího zadlužování, mají výnosy v USA prostor pro růst. Jak velký by tento případný růst byl, bude záležet na velikosti těchto dopadů všeobecně a specificky na tom, jak moc ovlivní inflaci, a tedy vývoj sazeb. Vývoj na americkém trhu bude důležitý i pro zbytek světa, působit ale samozřejmě budou i specifické regionální faktory. Pro Evropu bude důležité zejména to, nakolik se podaří rozhybat její ekonomiku (a především Německo). My jsme v tomto ohledu spíše mírně skeptičtí, takže prostor pro růst



vidíme jako omezený. Pokud by Trumpovy ekonomické politiky nebyly tak proinflační, jak trh nyní očekává, otevřelo by to prostor pro obnovení poklesu výnosů.

Index S&P500 je aktuálně nad dlouhodobým trendem.



Český dluhopisový trh bude jako obvykle pod výrazným vlivem vývoje ve světě, především v Evropě. Z domácích faktorů bude klíčová měnová politika ČNB, tedy hlavně to, na jakou úroveň budou směřovat sazby. Roli bude hrát i celková výkonnost ekonomiky a vyhlídky vývoje státního dluhu. V tomto směru mohou trh potenciálně ovlivnit parlamentní volby. Krátký konec české výnosové křivky má prostor pro pokles, velikost tohoto prostoru bude ovlivňovat vývoj měnové politiky ČNB. U dlouhého konce je spíše pravděpodobné kolísání podle toho, jak bude trh reagovat na vývoj klíčových faktorů (světové trhy, výhled vývoje domácí rozpočtové politiky, dlouhodobá očekávání inflace a sazeb).

Akcie

Akciové trhy si loni zopakovaly úspěšný rok 2023 a pokračovaly v růstovém trendu, který začal v září 2022. Růst akciových trhů byl loni dokonce ještě o něco rychlejší než předloni, ke zrychlení trendu došlo rok po jeho začátku, tedy v září 2023. Za poslední dva roky (přesně od 30. 12. 2022 do 9. 12. 2024, kdy byly provedeny tyto výpočty) tak index S&P500 narostl o úctyhodných 58,6 %, což je 25,9 % ročně při použití složeného úročení. To je opravdu hodně. Možná až příliš... To si určitě myslí mnoho lidí, ovšem v širším kontextu vypadá růst z posledních dvou let poněkud jinak. Pokud rozšíříme horizont na tři roky, tedy zahrneme propad akciového trhu v roce 2022, smrskne se roční růst na 9,1 %. To je stále poměrně dost... Ne tak docela, jak ukáže srovnání v ještě širším časovém měřítku. Když srovnáme růst mezi lety 2009 až 2019, tedy zhruba od propadu akciových trhů ve finanční krizi do vypuknutí pandemie, vyjde nám roční růst 12,3 %. Mezi lety 2020 a 2024 (do 9. 12. 2024) pak trh rostl tempem 13,5 %. Růst od finanční krize však byl zřetelně nadprůměrný – za opravdu dlouhé období (74 let od konce roku 1950) rostl

index ročně o 8 %. V širším kontextu tedy růst v posledních několika letech zas až tak mimořádný nebyl – problém je, že akciové trhy střídají období výrazného růstu s obdobími výrazného propadu, což je třeba mít na paměti při výhledu na letošní rok.

Po dvou silných letech, kdy byl akciový trh tažen především velkými technologickými společnostmi, je fundamentální ohodnocení akcií hodně vysoké, nastavené na prakticky optimální výkonnost ekonomik a společností. Podobná situace byla už na začátku minulého roku, akciím pomohlo, že se „velké sedmičky“ technologických akcií vesměs dařilo a že se dařilo i americké ekonomice. Rychlý růst a následné vysoké ohodnocení akcií však znamenají vysokou citlivost na nejrůznější šoky a problémy, čehož se s nově nastupující administrativou v USA můžeme lehkou dočkat. Snadno se tak může stát, že po dvou silných letech si zopakujeme rok 2022, a že se tedy akciové trhy „trochu vyfouknou“, aby se poté nadechly k obnovenému růstu v dalších letech.

Výše uvedené platí primárně pro USA, ale dominance amerického akciového trhu je tak velká, že převážná většina světových trhů bude následovat jeho vedení. To platí především pro Evropu. Výhled na rok 2025 je tedy podle nás hodně nejistý a spíše negativní – růst akciových trhů sice může pokračovat, pokud budeme mít hodně štěstí, ale riziko i podstatné korekce je opravdu vysoké.

Komodity

První čtvrtletí minulého roku bylo ve znamení růstu ceny ropy, který měl primárně geopolitické příčiny (rozšiřování a prohlubování konfliktu na Blízkém východě). Od konce prvního čtvrtletí však cena ropy s výkyvy klesala. Do září se z vrcholu lehce nad 92 USD/brl (ropa Brent) dostala až k 70 USD/brl a poté při vysoké volatilitě kolísala nad touto úrovní. Dominantním faktorem se stala dostatečná produkce a malá pravděpodobnost, že by došlo k jejímu podstatnému narušení. Rizika v podobě geopolitických konfliktů sice přetrvávala a konflikty se dokonce spíše stupňovaly, než uklidňovaly, ale trh z jejich dosavadního průběhu usoudil, že nehrozí bezprostředním rizikem narušení dodávek ropy. Výkyvy ve vnímání rizika byly hlavní příčinou krátkodobého kolísání ceny. K nižší ceně ropy nadále přispívala i relativní slabost globální ekonomiky (především Čína a EMU). Výhled produkce zlepšilo zvolení D. Trumpa americkým prezidentem, protože Trump má relativně pozitivní vztah k fosilním palivům a je pravděpodobné, že v rámci deregulace bude uvolňovat podmínky pro těžbu ropy a plynu. OPEC+ reaguje na vývoj cen odkládáním plánovaného zvýšení produkčních kvót, ale není schopen zastavit tlak na pokles ceny, pouze zpomaluje jeho tempo. Kvůli výše uvedeným okolnostem očekáváme letos cenu ropy spíše nižší než vyšší s tím, že může poklesnout pod loňská minima. Vzhledem k probíhajícím komplikovaným konfliktům a nevyočitatelnosti Trumpova prezidentství jsou



pravděpodobné výrazné výkyvy ceny, růsty by ale vesměs měly být sice ostré, ale krátkodobé.

Zlatu se loni dařilo skvěle, jeho cena výrazně narostla. Velkou roli v tom hrály nákupy centrálních bank, na které se nabalili momentoví spekulanti. Koncem roku po zvolení D. Trumpa prezidentem sice dolarová cena zlata zakolísala, ale to souviselo primárně s posílením dolaru a tendencí zlata zůstat stabilní vůči koši měn. Atraktivitu zlata zvyšuje nedobrá geopolitická situace a sílící konflikty mezi mocnostmi (především mezi USA a Čínou) a růst státního zadlužení, který snižuje důvěru ve státní dluhopisy. Částečně zlatu pomohl i přechod hlavních centrálních bank ke snižování sazeb. Vzhledem k tomu, že všechny uvedené faktory podporující zlato budou působit i letos, jsou jeho vyhlídky pozitivní. Růst sice letos pravděpodobně nebude ani zdaleka tak výrazný jako loni, ale zlato by si minimálně mělo udržet atraktivitu a cenovou úroveň. Pozitivní by pro něj byl další pokles sazeb centrálních bank. Zlato však také může být citlivé na případnou nestabilitu na finančních trzích (například výraznější korekci na akciových trzích), protože jak ukazuje předchozí vývoj, v případech nestability je jeho korelace s vývojem cen rizikových aktiv vysoká. To je dáno tím, že pro část jeho držitelů slouží v takových případech jako nouzový zdroj likvidity.

Rizika

Hlavní riziko pro letošní rok má jméno Donald Trump. To je dáno jednak radikálností jeho předvolebních slibů a možností, že tentokrát se je bude snažit důsledně plnit, a jednak jeho nevyočitatelně kolísavým chováním. Trh počítá s poněkud zvýšenými inflačními tlaky, a tedy menším snížením sazeb kvůli slibovanému zvýšení cel. Nakolik se toto riziko bude realizovat a jak rychle, bude záležet na tempu a rozsahu zvýšení cel. My jsme spíše opatrně optimističtí a držíme se rčení „pes, který štěká, nekouše“ – Trumpova rétorika mu vytváří dobrou pozici pro jednání a dosahování pro USA výhodných obchodních smluv, což by pro USA bylo lepší než prosté plošné zvýšení celních bariér. Výjimkou může být Čína, protože konflikt mezi ní a USA se netýká jen obchodu a ekonomiky, ale má významné geopolitické přesahy. Čínsko-americké vztahy (včetně možného konfliktu kolem Tchaj-wanu) se tak stále více přidávají ke dvěma dalším důležitým ohniskům geopolitického napětí – Ukrajině a Blízkému východu. Ani v jednom z nich to nevypadá na zlepšování. Sílící ruský tlak na Ukrajinu vyvolává sílící protitlak Západu, a tedy postupnou eskalaci konfliktu. Konflikt na Blízkém východě se změnil z lokálního problému (Gaza) na stále zřetelnější souboj mezi Izraelem a Íránem. Situaci v regionu komplikuje řada dalších faktorů (Kurdové, turecké aktivity, potenciální nestabilita Iráku, pád Asadova režimu v Sýrii, Húťové v Jemenu...), takže možných eskalací a komplikací je opravdu hodně. A tento region je stále klíčovým dodavatelem ropy a plynu. Další rizika jsou sice méně hroživá, ale neméně vážná. Ekonomická stabilita

Číny se, zdá se, zlepšuje, ale riziko komplikací souvisejících s trhem s rezidenčními nemovitostmi a šířeji se stabilitou finančního sektoru stále trvá. Přes probíhající stimulaci je ekonomika i nadále zpomalená, což může vést k sociální a politické nestabilitě. Řadu problémů má také Evropa: politická nestabilita ve Francii a Německu, strukturální problémy Německa, jejichž výsledkem je stagnace jeho ekonomiky, snaha o reformu evropské ekonomiky podle kritérií ESG, která zatím neprobíhá příliš dobře, stále hrozící problémy s dodávkami energií, zejména zemního plynu. Náš výhled pro evropské ekonomiky je sice relativně pozitivní, mělo by pokračovat jejich pozvolné zotavování, ale rizik je opravdu hodně. Konečně ještě zmíníme riziko nestability finančních trhů. Akciím se v posledních dvou letech dařilo skvěle, kryptoměny a zlato rostly do nebes – to s sebou nese riziko zvýšené citlivosti na negativní šoky a klasického efektu, kdy trh zpanikaří a všichni se snaží zavřít pozice najednou. Toto riziko je sice v nějaké míře přítomno vždy, ale kombinace předchozího výrazného růstu a zvýšené nejistoty související především s nejasnou politikou USA je činí akutnějším než obvykle.



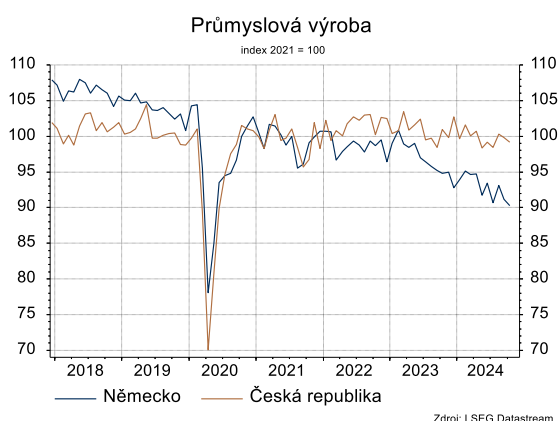
Českou ekonomiku táhne jednoznačně spotřeba domácností. Sílicí chuť utrácet spolu s rostoucími mzdami a dočasně zvýšenou inflací přiměla ČNB k pauze v měnovém uvolňování. Věříme ale, že příští rok bude ve snižování sazeb pokračovat, a podpoří tak ekonomické oživení.

Ekonomická aktivita

První měsíční statistiky ze 4. čtvrtletí ukázaly, že situace v české ekonomice se nemění. Ekonomiku i nadále táhne spotřeba domácností. V říjnu maloobchodní tržby vzrostly o 5,5 % y/y, a překonaly tak očekávání. Naopak průmyslová výroba, která – zanedbáme-li měsíční volatilitu – v podstatě stagnuje od roku 2021, v tomto nepříliš příznivém trendu pokračuje. V říjnu průmyslová produkce meziročně poklesla o 2,1 %. Pokles byl sice do určité míry ovlivněn vysokou srovnávací základnou, ale vliv měla i opatrnost podniků, co se týká investic, i slabá zahraniční poptávka. Meziroční pokles zasáhl většinu klíčových odvětví. Předstihové indikátory ukazují, že situace se v nejbližších měsících měnit nebude. PMI ve zpracovatelském průmyslu se již více než dva roky pohybuje pod hladinou 50, tedy ukazuje na pokračující zhoršování situace. Říjnová hodnota 46 bodů pak potvrdila pokračující nepříznivé vyhlídky českého průmyslu. K obratu českého průmyslu by pomohlo oživení toho německého, to ale zatím nepřichází a rizika amerických cel a pokračující čínské konkurence znamenají další hrozbu pro tento segment německé ekonomiky. Na druhou stranu vývoj průmyslové výroby za posledních 7 let ukazuje, že český průmysl se dokázal do určité míry německým problémům přizpůsobit. Zatímco německý průmysl poklesl od počátku roku 2021 kumulativně o 10 %, ten český stagnoval.

Nepřesvědčivé výsledky vykazovaly v říjnu i stavebnictví. Meziměsíční růst o 3,8 % sice na první pohled může vypadat příznivě, ale byl způsoben slabým zářím ovlivněným deštivým počasím. V meziročním srovnání stavební výroba poklesla o 3,6 %, na čemž se podílelo jak pozemní, tak inženýrské stavebnictví.

Německý průmysl klesá, ale ten český „jen“ stagnuje.



Inflace a centrální banka

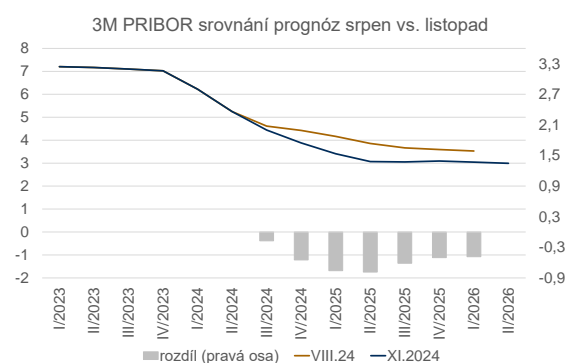
V listopadu spotřebitelské ceny vzrostly o 2,8 % oproti stejnému období minulého roku. To bylo o 0,1 pb méně, než čekala ČNB, a o 0,2 pb pod očekáváním trhu. V meziměsíčním vyjádření spotřebitelské ceny vzrostly pouze o 0,1 %. Tento relativně malý růst nebyl způsoben volatilitními potravinami, ty meziměsíčně vzrostly o 0,4 %. Naopak poklesly ceny alkoholických nápojů a méně, než by odpovídalo sezónním vzorcům, vzrostly ceny oděvů a obuvi. Ceny meziměsíčně překvapivě poklesly i v oddíle rekreace a kultura nebo bytové zařízení. Stále ale platí, že v meziročním srovnání ceny zboží rostou mnohem pomaleji (1,4 % y/y) než ceny služeb (5,2 % y/y).

I když poslední inflační čísla byla o trochu nižší, než se čekalo, ČNB přerušila v prosinci po roce cyklus měnového uvolňování. Trh ale toto rozhodnutí očekával, a proto nebyla reakce koruny nijak silná. Očekávání, že sazby zůstanou na stávající úrovni, podporovala hlavně rétorika centrálních bankéřů. Naproti tomu přicházející data z trhu tak jednoznačně nevyznávala. Z poslední prognózy, kterou měla bankovní rada v listopadu k dispozici, jednoznačně vyplývalo další snížení sazeb. Centrální bankéři se k tomuto výhledu stavěli skepticky a odvolávali se na to, že se rozhodnou podle nových dat z ekonomiky. Ta ale nevyzněla ani jedním směrem. Zatímco rychlejší růst mezd nebo silná spotřeba spotřebitelů představovaly argument pro pauzu v měnovém uvolňování, mírně nižší listopadová inflace spolu se slabou průmyslovou výrobou i horšími než očekávanými předstihovými indikátory spíše radily pokračovat ve snižování sazeb. Letos by se měla inflace dostat zpět do blízkosti inflačního cíle a umožnit tak ČNB pokračovat ve snižování sazeb, i když jen velmi pomalu.

Rizika

Otevřenost české ekonomiky, kde exporty představují 70 % HDP, způsobuje její velkou citlivost na externí šoky. A těch může přijít mnoho od slabé německé ekonomiky přes nedostatek dodávek plynu až po rozpoutání obchodních válek.

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



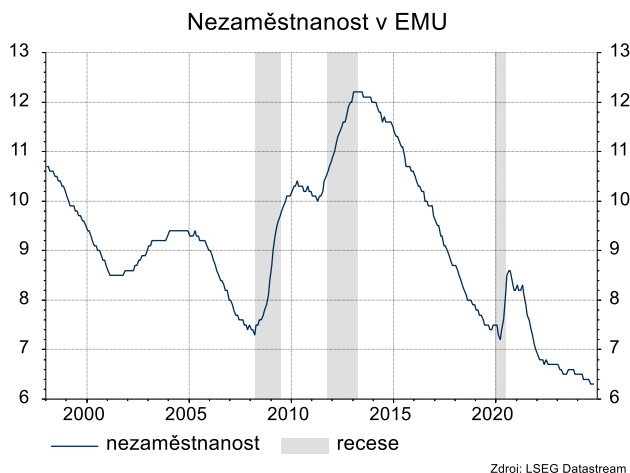
Slabá ekonomická aktivita eurozóny v kombinaci s klesající inflací nepřiměla ECB k radikálnějšímu snižování sazeb. Uvolňování měnové politiky tak nadále pokračuje a zřejmě bude pokračovat pozvolna po krocích o velikosti 25 bb.

Ekonomická aktivita

Ekonomický růst zůstává slabý. Průmyslová výroba v říjnu meziročně poklesla o 1,2 %. Pokračuje tak klesající trend, který začal již v roce 2023. Detaily ale ukazují poměrně značné rozdíly mezi zeměmi. Za poklesem průmyslové výroby stojí hlavně Německo, naopak situace ve Španělsku, Francii, ale i Itálii (kde sice v říjnu průmyslová výroba meziročně poklesla) je situace výrazně lepší. V posledních dvou letech zde průmyslová výroba spíše stagnovala, než že by klesala. Slabost evropského průmyslu potvrzují i indexy PMI, které se ve zpracovatelském průmyslu drží již od poloviny roku 2022 pod 50 – hladinou, která odděluje expanzi od kontrakce. Poslední prosincové hodnoty nejsou výjimkou a ukazují, že Německo ještě nějakou dobu zaostávat bude. Zatímco PMI za celou eurozónu ve zpracovatelském průmyslu zůstal nezměněný na 45,2, německý PMI ve zpracovatelském průmyslu poklesl na 42,5. Situace se vyvíjí o poznání lépe ve službách. Tam se po listopadovém propadu PMI v prosinci dostal opět nad hladinu 50. Ani specificky německý předstihový indikátor Ifo nepřinesl příznivé zprávy. Hodnocení současných podmínek se sice zlepšilo, ale očekávání byla v prosinci nejpesimističtější od února.

Optimističtěji hodnotíme situaci na trhu práce, kde nezaměstnanost zůstává na historických minimech, což podporuje spotřebu domácností. Poslední zveřejněné údaje o vývoji maloobchodních tržeb mírně překonaly očekávání (1,9 % y/y vs. 1,7 % y/y) a potvrdily rostoucí chuť spotřebitelů utrácet. Soukromá spotřeba by tak měla zůstat i nadále hlavním tahounem růstu eurozóny.

Trh práce by měl podporovat růst spotřeby.



Inflace a centrální banka

Na posledním zasedání v loňském roce se Rada guvernérů ECB jednomyslně shodla na snížení tří základních sazeb o 25 bb. Depozitní úroková sazba se tak dostala na 3,00 %, úroková sazba pro hlavní refinanční operace na 3,15 % a úroková sazba mezní zápůjční facility na 3,40 %.

Rada guvernérů měla k dispozici i novou prognózu. Oproti té ze září byla změna patrná hlavně u růstu reálné ekonomiky, který byl přehodnocen směrem dolů. Podle nové prognózy by ekonomika eurozóny měla v příštím roce růst pouze o 1,1 % y/y. Změny v predikci inflace byly opravdu jen marginální a potvrzují směřování inflace k cíli. Naopak rizika růstu ekonomiky jsou podle ECB vychýlena směrem k ještě pomalejšímu růstu.

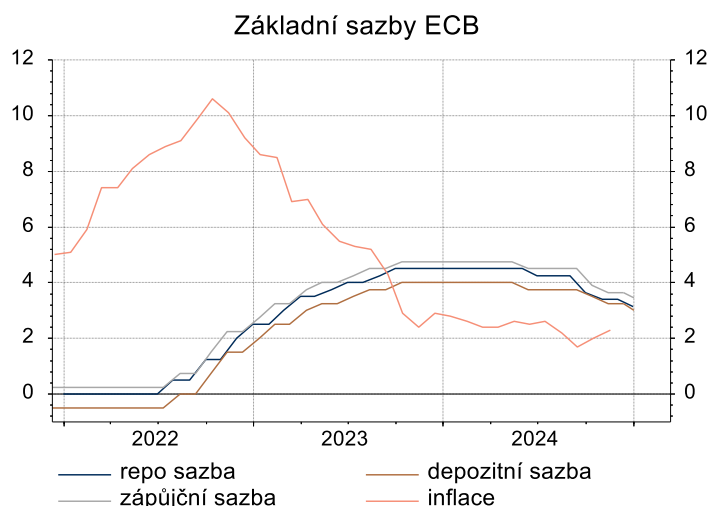
Za zmínku stojí i vynechání jedné věty z tiskového prohlášení, konkrétně odhodlání ponechat měnověpolitické sazby po nezbytně dlouhou dobu na dostatečně restriktivní úrovni. Na tuto změnu se soustředilo několik novinářských dotazů na tiskové konferenci, ale prezidentka Lagarde odmítla potvrdit domněnky, že si ECB připravuje půdu na snížení sazeb o 50 bodů v lednu. Vynechání této věty vysvětlovala větší jistotou ECB, že se inflace navrací k cíli. Dále prezidentka Lagarde opakovala, že se ECB nezavazuje k žádné konkrétní trajektorii sazeb a bude se rozhodovat na základě přicházejících dat.

My stále držíme náš základní scénář postupného snižování sazeb po 25 bb až na 2 % (depozitní sazba) v polovině příštího roku. Riziko snížení o 50 bb nebo nižších konečných sazeb ale vyloučit nelze.

Rizika

Vnitřní politické nejistoty ve Francii a Německu spolu s nástupem nového amerického prezidenta Donalda Trumpa představují největší riziko pro křehké oživení ekonomik eurozóny.

ECB pokračuje v uvolňování měnových podmínek.



Spojené státy americké

Makroekonomické údaje zveřejněné v průběhu prosince potvrdily předchozí trendy: solidní růst ekonomiky, mírně slábnoucí trh práce a inflace stále nad cílem Fedu. Právě inflace se kvůli své praktické stagnaci v posledních měsících dostala opět do centra pozornosti Fedu. Ten na posledním zasedání FOMC v minulém roce opět ostře změnil rétoriku, když výrazně zhoršil inflační výhled a snížil očekávaný rozsah poklesu sazeb.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce byla ovlivněna návratem zaměstnanců po hurikánech a stávkách v předchozím měsíci. Proto vypadal počet nových zaměstnanců poměrně dobře. Míra nezaměstnanosti ale opět narostla, což potvrdilo trend mírného slábnutí trhu práce. Trvající síla trhu práce pomáhá udržovat vysokou úroveň osobní spotřeby, jak potvrdila i data o maloobchodních tržbách. Horší je situace v průmyslu, kde došlo už třetí měsíc po sobě k meziměsíčnímu poklesu. Pokles byl způsoben nízkou výkonností těžby a síťových odvětví, ale ani zpracovatelský průmysl nijak nezářil, když meziměsíčně vrostl jen o 0,2 %. Tvrdá data tak potvrzují konjunkturální indikátory, které konzistentně ukazují na mírnou kontrakci výrobních odvětví a naopak silnou expanzi služeb.

Inflace a centrální banka

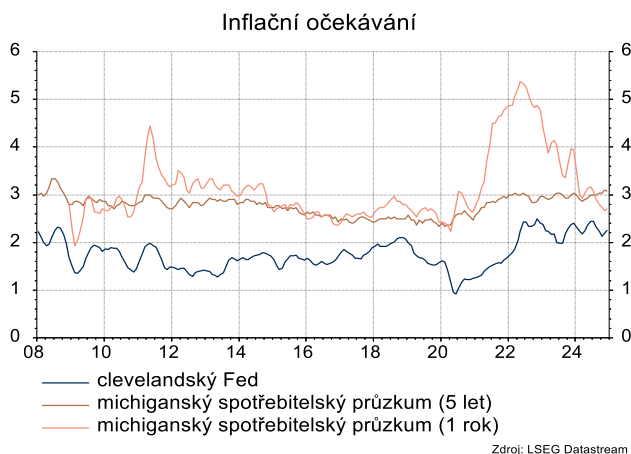
Data o inflaci nepřinesla výraznější překvapení. Pomalu se zmírňuje růst nájmu, bohužel zároveň zůstává relativně silný růst cen jadrových služeb očištěných o náklady na bydlení (tzv. superjádru). Růst cen průmyslových výrobců (PPI) překonal očekávání, ale bylo to způsobeno výrazným nárůstem cen potravin, konkrétně vajec. Složky PPI, které vstupují do preferovaného inflačního ukazatele Fedu, inflačního indexu PCE, rostly naopak vesměs mírněji.

Pomalý pokles inflace představuje pro Fed problém o to více, že hrozí její akcelerace kvůli očekávanému zvýšení cel. Zasedání FOMC na to reagovalo a přineslo očekávaný obrat k jestřábí rétorice, nečekaná však byla prudkost tohoto obratu. Prezident Fedu Powell dal na tiskovce jasně najevo, že se inflace opět vrací do centra pozornosti amerických centrálních bankéřů a trh práce že by měl být v pohodě. Obrat Fedu odráží i změna makroekonomického výhledu k vyšší inflaci a menšímu snižování sazeb. Fed zároveň zdůraznil nejasnost dalšího vývoje v jediné změně v prohlášení po zasedání, když do něj přidal konstatování, že rozsah a tempo dalšího snižování jsou nejisté. V této souvislosti je potřeba mít na paměti, že jak Fed, tak trh v minulém roce několikrát radikálně změnily svůj pohled na budoucí vývoj. Nejnovější stanovisko Fedu a aktuální nálada na trhu tedy nemusí mít dlouhé trvání, především v situaci, kdy vůbec není jasné, jak bude postupovat nová Trumpova administrativa. My jsme na jestřábí obrat Fedu reagovali zvýšením očekávané finální úrovně sazeb na 3,5 %. To je pod aktuální úrovní indikovanou Fedem a očekávanou trhem. Podle našeho názoru má jak Fed, tak trh tendenci soustavně přestřelovat, proto ten opatrně gradualistický přístup ke změně našeho výhledu.

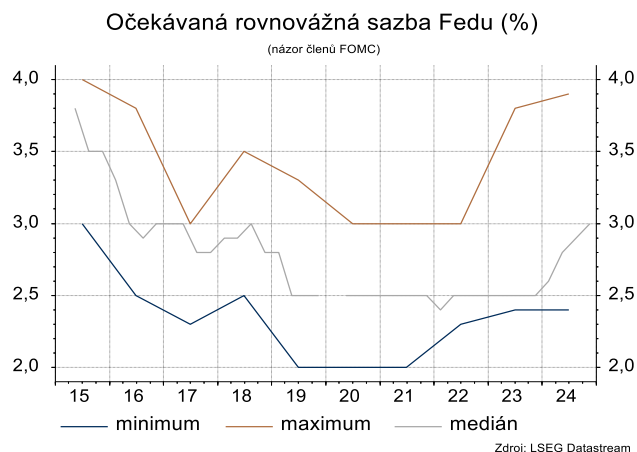
Rizika

Hlavní rizikem je aktuálně nejistota ohledně postupu nastupující Trumpovy administrativy. Bude trvat několik měsíců, než se vyjasní, nakolik razantní bude v prosazování avizovaných opatření (cla, deregulace, daňové úlevy, opatření proti migraci...). Tato nejistota může generovat zvýšenou volatilitu na finančních trzích, a může hrozit i jejich nestabilita. Zejména riziková aktiva, především akcie a kryptoměny, jsou zranitelná kvůli předchozímu výraznému růstu. Pokud by skutečně došlo k citelnější destabilizaci finančních trhů, mělo by to dopady i do reálné ekonomiky (především horší růst) a na vývoj měnové politiky Fedu.

Jednorozční spotřebitelská inflační očekávání klesla k hodnotám před inflační vlnou.



Očekávaná rovnovážná sazba Fedu, tak jak ji vidí členové FOMC, roste.



EUR/USD

Kurz po posílení dolaru zhruba od poloviny listopadu našel rovnovážnou hodnotu a přešel do konsolidace v okolí 1,05 v první polovině prosince a kolem 1,04 v jeho druhé polovině. Výhled aktuálně nadále favorizuje dolar. Pomoci by mu mohla ECB, pokud by přistoupila k agresivnějšímu uvolňování měnové politiky, pomoci by mu mohl Fed, pokud by naopak při uvolňování měnové politiky byl opatrnější, a konečně by mu mohla pomoci i nastupující Trumpova administrativa, pokud by rychle přistoupila ke slibovanému plošnému zvýšení dovozních cel. Každá z těchto alternativ by byla pro dolar pozitivní a patrně by mu pomohla na silnější úrovně, jejich kombinace by mu pak otevřela prostor pro výrazné posílení. Oslabení dolaru v dohledné budoucnosti nevypadá pravděpodobně. Aby se tak stalo, muselo by dojít k výraznému oživení v Evropě nebo naopak nečekanému podstatnému zpomalení v USA a především k výraznému zhoršení situace na místním trhu práce. Pro tyto scénáře však momentálně prakticky neexistují předpoklady, jelikož dvě největší evropské ekonomiky trpí politickou nestabilitou: Francie bojuje s růstem zadlužení, Německo se strukturálními problémy. V obou případech je brzké vytvoření silné a akceschopné vlády nepravděpodobné. Trumpův nástup by pak mohl pomoci americké ekonomice kombinací deregulace a většího optimismu mezi podnikateli. Dolar by tedy měl v dohledné době zůstat silný, otázkou je, jak moc.

EUR/CZK

První polovina měsíce prosince byla ve znamení posilování koruny. Koruně pomohla holubičí ECB v kombinaci s opatrnou rétorikou ČNB. Výhled rychlejšího snižování sazeb v eurozóně a proti tomu blížící se pauza v měnovém uvolňování ze strany ČNB, jehož výsledkem je příznivější úrokový diferenciál pro korunová aktiva, poslaly korunu v polovině prosince až na hladinu 25,0 EUR/CZK. Korunu podpořil i sentiment na středoevropském trhu, kde posiloval i polský zlotý a maďarský forint. Za této konstelace zůstávala koruna odolná vůči negativním vlivům, především hrozbě cel ze strany USA. Hladina odporu 25 EUR/CZK se ale ukázala jako pevná. Kurz koruny se od ní odrazil a pak už koruna ztrácela (stejně jako ostatní měny v regionu). Vliv mělo i zasedání Fedu, který signalizoval pomalejší snižování sazeb, což hrálo do karet dolaru, a posilování dolaru obecně středoevropským měnám nesvědčí. Rozhodnutí ČNB přerušit cyklus měnového uvolňování na korunu výraznější vliv nemělo, protože trhy vzhledem k rétorice centrálních bankéřů tento krok očekávaly. Ve druhé polovině měsíce, ale koruna své zisky vůči euru do značné míry ztratila. Rok 2024 tak končila zpět okolo hladiny 25,2 EUR/CZK.

Dluhopisy

Prosinec byl na americkém dluhopisovém trhu podobně jako listopad měsícem dvou polovin, jen v obráceném gardu – v první polovině měsíce pokračoval trend poklesu výnosů z druhé poloviny listopadu, ve druhé polovině se trend otočil k růstu výnosů. Při růstu výnosů se opět objevily spekulace na jeho pokračování, tentokrát v extrému až přes šest procent. Tato očekávání se opírají především o předpoklad negativního vývoje veřejných financí. Vzhledem k podstatnému posunu očekávané výše sazeb Fedu směrem nahoru by hodnoty na pěti a více procentech nebyly nijak extrémně výjimečné ani z historického hlediska. Dlouhý konec výnosové křivky na začátku cyklu snižování sazeb sice obvykle klesá, ale podstatně pomaleji než samotné sazby. Právě v tomto období má výnosová křivka normálně vysokou strmost, především v případě, že je pokles sazeb rychlý a výrazný. Aktuálně jsme v situaci, kdy je výnosová křivka po dlouhém období negativního sklonu prakticky plochá a očekávaný pokles sazeb je zároveň malý, takže očekávání zvýšení její strmosti prostřednictvím růstu výnosů je realistické. Jeho rozsah je otázkou, podle našeho názoru by měl být prostor pro růst dlouhého konce spíše menší než větší a měl by hodně záviset na tom, jak bude ekonomika reagovat na akce Trumpovy administrativy a jak se bude dále vyvíjet inflace. Náš opatrný výhled se opírá o fakt, že výraznější pozitivní sklon výnosové křivky byl historicky typicky doprovázen vyššími tržními inflačními očekáváními tak, jak je odráží inflační swapy. Před rokem 2009 kolísala hodnota inflačního swapu 5 let na 5 let kolem 3 %, po roce 2009 většinou kolem 2 %. Dalším faktorem, který v posledních dvaceti letech výrazně ovlivnil sklon výnosové křivky, byl obrovský objem likvidity dodaný Fedem do finančního systému. Po značnou část tohoto období Fed praktikoval různé formy kvantitativního uvolňování, což samo o sobě přispívalo ke snížení sklonu výnosové křivky. Fed je v procesu snižování svojí bilance, což by také mělo přispět ke zvýšení strmosti výnosové křivky. Jak velký tento příspěvek bude, bude záviset na tom, kolik likvidity ještě Fed stáhne, jisté však je, že do stavu před rokem 2009 se nevrátíme a že bilance Fedu zůstane podstatně větší, a tedy že by sklon výnosové křivky měl kvůli tomu zůstat za jinak stejných podmínek mírnější.

Vývoj výnosů v Evropě se od vývoje v USA poměrně dost lišil – listopadový pokles skončil už na přelomu měsíců a v prosinci tedy výnosy na dlouhém konci výnosové křivky jen rostly. Obrat pravděpodobně souvisel s korekcí nadměrného pesimismu ohledně vývoje v EMU. Následný růst však nebyl nijak závažný, když se německý výnos posunul z 2,0 % nad 2,3 %, což je stále ještě relativně nízko. Výhled vývoje sazeb ECB (tedy jejich další poměrně výrazný pokles) by měl držet výnosy v Evropě nízko. Pomoci by k tomu měla spíše holubičí ECB a stále relativně slabá ekonomika, proti by měl působit vývoj v USA. I Evropa bude ovlivněna nástupem D. Trumpa do funkce,



zde bude hodně záležet na tom, nakolik jeho akce negativně ovlivní růst v EMU.

České dluhopisy sledovaly vývoj v EMU, to znamená, že výnosy také v průběhu prosince mírně rostly. Přispěla k tomu také stále opatrnější rétorika členů bankovní rady ČNB. Ve druhé polovině prosince jako obvykle aktivita na trhu klesala. Výnosy by se v prvních měsících nového roku měly držet lehce nad 4 % a nadále sledovat vývoj v EMU.

Akcie

Americké akciové indexy šly do poloviny prosince rozdílnou cestou: technologický NASDAQ100 pokračoval v růstovém trendu, široký S&P500 přešel do konsolidace a blue chip index Dow Jones Industrial se otočil k poklesu. Všechny však jednotně reagovaly na výsledky zasedání FOMC ostrým výprodejem. Akciový trh má za sebou dva velmi dobré roky, což ovšem má i své stinné stránky – silný růst vedl k tomu, že akcie jsou z hlediska jejich fundamentální hodnoty aktuálně relativně velmi drahé, oceněné na optimální vývoj ekonomiky. Proto zvýšená nejistota a jakékoliv náznaky možných problémů mohou velmi lehko vyvolat podobné prudké poklesy, jaké jsme viděli v reakci na zasedání FOMC. Pokud se ekonomika bude vyvíjet dobře, mohou se akcie vrátit k růstu, ale riziko krátkodobých prudkých korekcí i obratu k dlouhé a hluboké korekci je vysoké. Už velikost „lednového efektu“, tedy obvyklého růstu akcií na začátku roku, by mohla ukázat, kolik optimismu ještě investorům zbývá.

Pražské burze se v prosinci dařilo – v první polovině měsíce rostla spolu se světovými trhy, ve druhé odolala poklesu části z nich. Nejlépe se dařilo Erste Bank, které pomohlo doporučení ke koupi od přední americké investiční banky a také pozitivní vyhlídky evropského bankovního sektoru. Dařilo se také společnosti Colt díky dobrým výsledkům a pomoci mohly i personální změny ve vedení společnosti. Na chvostu se stejně jako v posledních měsících držela společnost Photon Energy, která pokračovala v klesajícím trendu. Pražská burza bude letos jako vždy citlivá na vývoj ve světě, proto hrozí, že by mohla být zasažena korekcemi na přehřátém americkém trhu. Pomáhat by jí naopak měl zlepšující se stav české ekonomiky.

Kredit

Za letošním rokem se budeme ohlížet s podobně blaženými pocity, jaké prožívala maminka mladičkého Kevina, když se po zpackaném výletu do Paříže opět na Vánoce shledali. Ani prosinec se nenechal zahanbit, a i přes svojí pověst tradičně silného měsíce nás dokázal překvapit. Řeč je o dolarové privátní emisi z dílny Czechoslovak Group, která hned v prvním týdnu přilákala zájem investorů v celkovém objemu 734 milionů dolarů. Celou sadu neobvyklých parametrů, v čele s plovoucím výnosem stanoveným až na konci úrokového období,

bohatě kompenzuje kreditní spread na úrovni rovných 7 %. Z pohledu objemu se jedná o pátou největší emisi letošního roku.

Ve stejný den, kdy Hasičský záchranný sbor České republiky testuje funkčnost soustavy sirén byl vypořádán Tier2 podřízený dluhopis J&T Banky. S fixním výnosem 6,25 % se desetiletého dluhopisu podařilo upsat 2,5 mld. korun, tedy o rovnou miliardu více, než byl původně avizovaný objem. Třetí týden měsíce pak přinesl vypořádání nemovitostní emise s vazbou na výstavbu bytů na Rohanském nábřeží v objemu 1,1 mld. korun. Tzv. zero-bond byl upsán za cenu 72,14 %, která pro pětiletou splatnost indikuje roční výnos na úrovni 6,75 %. O pomyslnou tečku za rekordním rokem se postarala společnost Rohlik.cz Finance. Pětiletého dluhopisu s výnosem 6 % a s minimálně 20 % bonusem při splatnosti se podařilo České spořitelně, J&T bance a PPF bance umístit úctyhodný objem 4 miliard korun.

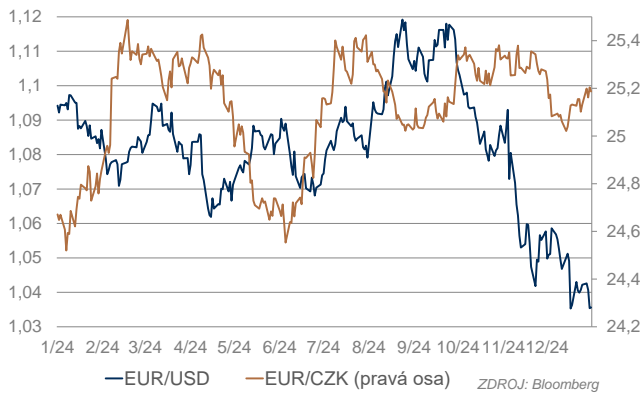
Komodity

Cena ropy v prosinci pokračovala ve volatilní konsolidaci. Brent se držel ve svém střednědobém rozmezí mezi 70 až 76 USD/brl. Faktory ovlivňující krátkodobý vývoj cen se nemění – jde primárně o impulsy z geopolitických ohnisek napětí. Největší geopolitickou událostí v prosinci byl pád Asadova režimu v Sýrii, který přinejmenším přechodně znejasnil další vývoj na Blízkém východě, což posunulo přechodně cenu ropy nahoru. Cenu ropy dlouhodobě ovlivňuje rovnováha mezi produkcí a spotřebou a tam to aktuálně vypadá na převahu nabídky nad poptávkou, tedy tendenci k spíše nižší než vyšší ceně ropy. Převahu nabídky nad poptávkou letos patrně podpoří Trumpova opatření na deregulaci těžby plynu a ropy a stejným směrem bude působit slabost OPEC+. Nabídku by mohla snižovat snaha USA omezit přístup Ruska na mezinárodní trh. Na straně poptávky bude hodně záležet na tom, jak se čínskému vedení podaří pomoci stimulů nastartovat místní ekonomiku. Celkově nadále předpokládáme stabilní až nižší cenu ropy s občasnými výkyvy směrem nahoru v reakci na geopolitické impulsy.

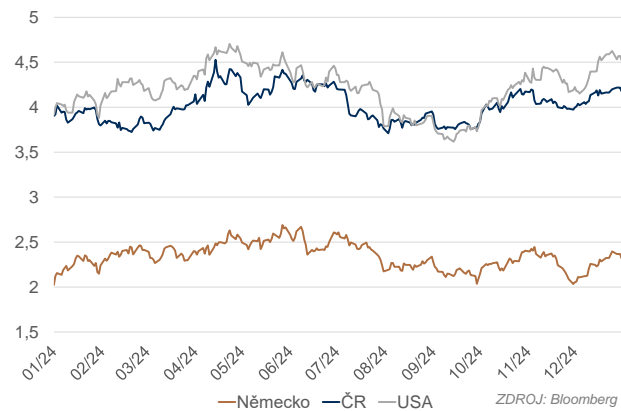
Zlato bylo v prosinci ve volatilním postranním trendu. Výkyvy částečně kopírovaly pohyby dolaru, proti zlatu působilo zmenšování očekávaného prostoru pro snižování sazeb Fedu. Částečně se na výraznosti výkyvů podílely technicko-psychologické faktory. V platnosti zůstává náš hlavní scénář vývoje ceny zlata: dominantní by měla zůstat výrazná geopolitická nejistota, která by měla podporovat poptávku po zlatě ze strany centrálních bank (snaha zmenšit závislost na dolaru jako rezervní měně, pojistka pro extrémní okolnosti). Pravděpodobně vyšší sazby v USA budou atraktivitu zlata poněkud zmenšovat, naopak zlatu by mohlo pomoci, kdyby Trump a jeho administrativa prosazovaly agresivní mezinárodní politiku, zejména ve vztahu k Číně.



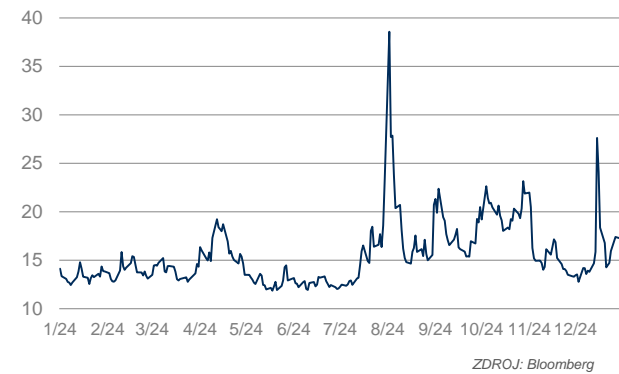
Devizové kurzy



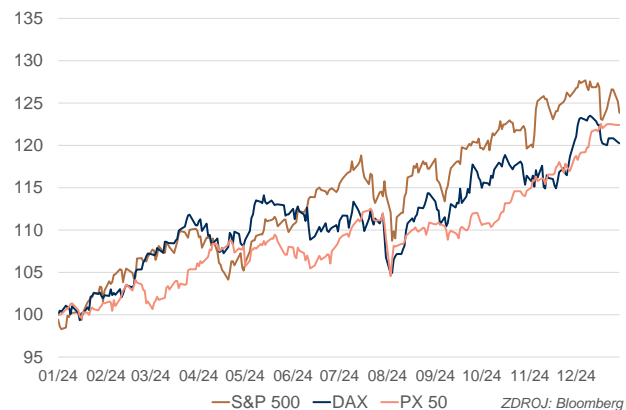
Dluhopisy (10 let)



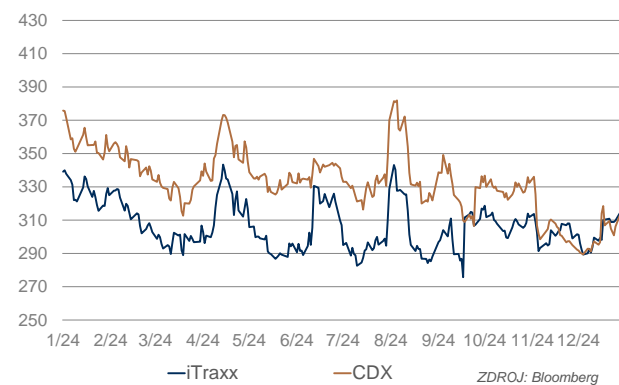
Index volatility VIX



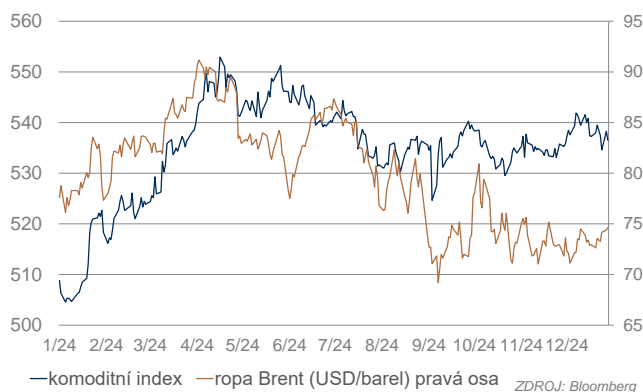
Aktiové indexy (1. 1. 2024 = 100)



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	4,25-4,50	4,00-4,25	↓	3,50-3,75	↓	2,25-3,50	↓
ECB (depo)	4,0	3,25	3,0	2,5	↓	2	↓	2	→
ČNB	7,0	4,00	4,00	4,00	→	3,75	↓	3,5	↓
KURZY									
EUR/USD	1,09	1,05	1,04	1,02	↓	1,03	↑	1,05	↑
EUR/CZK	24,7	25,2	25,2	25,2	↓	25,2	→	25,1	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,32	4,18	4,23	4,1	↓	3,9	↓	3,6	↓
US dluhopis 10y	3,93	4,19	4,54	4,5	↓	4,3	↓	4,0	↓
Něm. dluhopis 2y	2,45	1,90	2,07	2,1	↑	2,0	↓	2,0	→
Něm. dluhopis 10y	2,07	2,03	2,36	2,2	↓	2,2	→	2,2	→
České dluhopisy 2y	4,64	3,58	3,71	3,7	↓	3,5	↓	3,5	→
České dluhopisy 10y	3,87	3,95	4,14	4,2	↑	4,0	↓	3,7	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	364,4	292,3	311,5	315	↑	305	↓	290	↓
EMU iTraxx 5y	324,0	301,6	308,7	290	↓	285	↓	270	↓
AKCIE									
S&P 500	4742,8	6047,2	5881,6					6000	↑
Eurostoxx 50	4512,8	4846,7	4879,1					4850	→
DAX	16769,4	19933,6	19909,9					19500	↓
CSI 300	3386,4	3947,6	3820,4					4000	↑
PX 50	1422,3	1704,8	1766,1					1800	↑

* 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
inlace (% y/y)	2,1	2,5	2,3	2,9	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)	0,4	0,5	0,9	1,0	1,0	1,1	1,1	1,3	0,4	0,8	1,1	1,3
soukromá spotřeba	1,0	0,5	0,6	1,0	1,1	1,3	1,2	1,3	0,7	0,8	1,2	1,4
vládní spotřeba	1,9	2,7	1,6	1,5	1,3	0,9	0,8	0,9	2,2	1,9	1,0	0,9
investice	-1,1	-3,2	-2,8	-3,4	-1,2	1,4	1,2	1,6	2,2	-2,7	0,7	1,9
dovoz	-1,7	-0,6	1,1	1,2	2,3	2,4	2,8	2,7	-1,3	-0,3	2,5	2,6
vývoz	-0,7	1,9	3,4	3,3	2,7	1,9	2,4	2,5	-0,7	1,8	2,3	2,3
nezaměstnanost (%)	6,5	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,6	6,4	6,4	6,4
inlace (% y/y)	2,6	2,5	2,2	2,2	2,0	2,0	1,9	2,0	5,5	2,4	2,0	2,0
jádrová inlace (% y/y)	3,1	2,8	2,7	2,6	2,3	2,2	2,1	2,2	5,0	2,8	2,2	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	2,4	2,4	2,2	2,0	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	1,7	1,1
investice	5,5	5,6	3,6	3,9	3,7	2,4	2,6	2,9	0,1	4,2	2,7	3,0
dovoz	2,9	5,6	6,0	5,7	5,1	3,9	3,0	2,8	-1,2	5,5	3,7	2,5
vývoz	2,0	3,5	3,3	2,4	2,6	3,0	2,6	2,6	2,8	3,3	2,8	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
inlace (CPI % y/y)	3,3	3,2	2,6	2,6	2,3	2,3	2,4	2,5	4,1	2,9	2,4	2,5
jádrová inlace (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)	-5,8	-5,4	-6,0	-6,0	-5,7	-5,7	-5,9	-6,0	-6,3	-6,5	-6,4	-6,4
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 Skřípská

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 919
bskripska@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.

