

# Analytický měsíčník

Téma měsíce

## Kryptoměny v rezervách centrálních bank

ČR Centrální bankéři naznačují snížení sazeb již  
v únoru

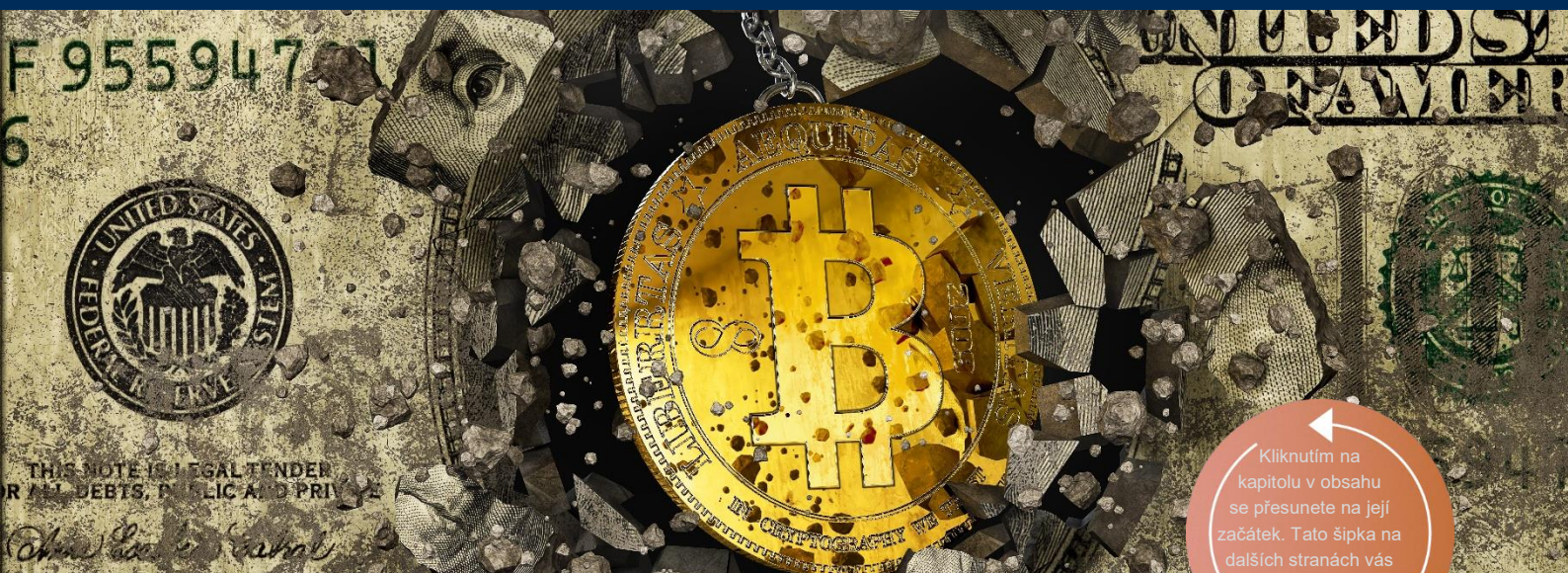
EMU ECB pokračuje ve snižování sazeb

USA Trumpův nástup do funkce byl razantní

únor 2025

Magdalena Středová, Luboš Mokráš

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



Hlavní roli ve struktuře rezerv centrálních bank dlouhodobě hraje dolar a euro, tedy měny, které se nejvíce používají k vypořádávání transakcí zahraničního obchodu. Nedílnou součástí rezerv je zároveň i zlato. V poslední době se s rostoucí popularitou kryptoaktiv začíná otevírat otázka, zda by se rezervy centrálních bank neměly rozšířit i o ně. Zevrubný pohled na roli rezerv centrálních bank a vlastnosti kryptoaktiv ale v současné době ukazuje, že tento druh aktiv je alespoň prozatím pro použití v rezervách centrálních bank nevhodný.

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

## Patří kryptoměny do rezerv centrálních bank?

Trhy s kryptoaktivy se v posledním desetiletí výrazně rozrostly a jejich působnost a tržní struktury se rychle vyvíjely. Zavedení ETF s kryptoaktivy (exchange traded funds, burzovně obchodované fondy) bylo revoluční, a nabídlo tak investorům zjednodušený způsob, jak získat podíl na kryptoaktivech bez nutnosti správy soukromých klíčů. Tyto ETF přilákaly investice v řádu miliard dolarů a dále zvýšily zájem o kryptoaktiva, jejichž cena začala rychle růst. V této souvislosti institucionální investoři, včetně centrálních bank, začali zkoumat expozice vůči kryptoaktivům a zvažovat, zda je zařazení těchto nástrojů do jejich portfolií žádoucí.

### Role devizových rezerv centrálních bank

Devizové rezervy centrálních bank jsou aktiva v cizí měně v držení centrální banky. Tato aktiva slouží k mnoha účelům, ale hlavně jsou držena proto, aby centrální banka měla k dispozici záložní prostředky, a mohla tak v případě nedostatku na trh dodávat likviditu nebo intervenovat na podporu vlastní měny při jejím skokovém oslabení. Někdy není ani přímá intervence potřeba a jen samotná existence rezerv a možnost, že by k intervencím mohlo dojít, zajišťuje stabilitu a brání náhlým velkým výkyvům a odlivu kapitálu. Jinými slovy, devizové rezervy jsou prostředky, které jsou určeny k použití během různých krizí nebo výraznějších tržních výkyvů. Další jejich funkcí je i zajištění zahraničního platebního styku pro státní správu, aby velké objemy (typicky transfery z fondů EU), které probíhají, neovlivnily kurz domácí měny. Některé centrální banky využívají devizové rezervy na obsluhu zahraničního dluhu. Primárním důvodem držení devizových rezerv tak není zisk, ale stabilizace případných výkyvů na trhu. Zisk je pak jen sekundárním efektem a centrální banky v některých zemích i odvádějí část zisku státní správě a vylepšují bilanci státního rozpočtu.

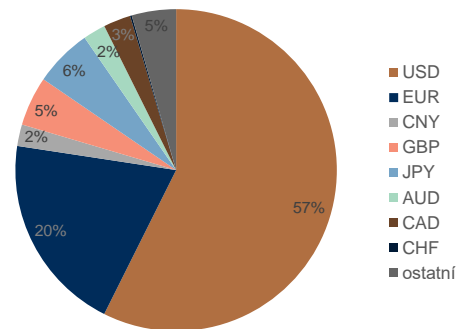
Mezinárodní měnový fond definuje jako rezervní aktiva zlato, zvláštní práva čerpání (druh mezinárodních peněz vytvořený MMF a přidělený jeho členskými zeměmi, existují ve formě zápisů na účet), rezervy u MMF, zahraniční měny, depozita, dluhové a kapitálové cenné papíry, finanční deriváty a ostatní pohledávky.

Z určení devizových rezerv vychází i jejich struktura, která je determinována složením obchodních a finančních transakcí dané země (přes 80 % globálních exportů je fakturováno v dolarech nebo eurech). Použití devizových rezerv k intervencím na devizovém trhu nebo platbám zahraničních závazků pak dolary a eura pro tyto funkce

favorizují. Podle průzkumů Světové banky alokují centrální banky v průměru 57 % svých rezerv do amerických dolarů a 20 % do eur. Výhodou těchto měn je i jejich vysoká likvidita, která zůstává i v případě krize.

### Dolar je jednoznačně nejpoužívanější rezervní měnou.

Měnové složení oficiálních devizových rezerv - svět



Zdroj: MMF

### Proč se kryptoměny nehodí do rezerv centrálních bank

#### Likvidita a náklady obchodování

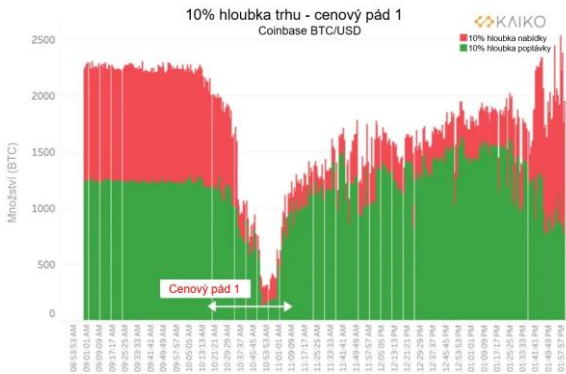
Rezervní aktiva musí mít centrální banka k dispozici během náhlých šoků, proto je potřeba, aby aktiva byla vysoce likvidní, což kryptoaktiva mnohdy nesplňují. Denní obchodované objemy nejznámějších kryptoaktiv jsou mnohonásobně nižší než objemy zobchodovaných amerických vládních dluhopisů, zároveň popularita bitcoinu v posledních letech zvýšila objemy obchodování do té míry, že dohnal německé státní dluhopisy. Toto srovnání ale může být zavádějící, protože podíl obchodovaných bitcoinů z celkového množství je relativně malý (podle různých odhadů asi 20 %). To je dáno tím, že se jedná o extrémně spekulativní aktivum, které se na rozdíl od dluhopisů obchoduje velice intenzivně. V tomto ohledu srovnání zobchodovaných objemů neříká nic o hloubce trhu. Ten je v případě bitcoinu velmi mělký a při panice na trhu nebo při objemově velkých transakcích může kvůli nedostatečné nabídce či poptávce velice snadno zkolabovat. To se již v minulosti několikrát projevilo, když likvidita na trhu vyschla a cena se prudce propadla, jak ukazuje graf, který znázorňuje 10% hloubku trhu. Tento údaj na základě statistiky objednávek ukazuje, jak velký musí být pokyn, aby došlo k posunu tržní ceny o 10 %. V případě krize centrální banky typicky obchodují velké až velmi velké objemy, které musí přeměnit na likviditu, aby ji pak mohly použít například na intervence. V případě bitcoinů by ale





velký objem prodejů výrazně ovlivnil cenu směrem dolů. Pro takovéto účely není proto žádný mělký trh vhodný.

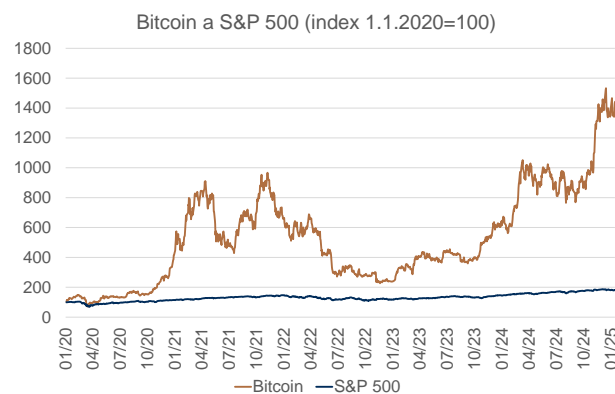
**Trh s kryptoaktivy je mělký a v případě krize může zkolabovat.**



## Volatilita a bezpečnost

S hloubkou trhu souvisí bezprostředně i volatilita a bezpečnost devizových rezerv. Aktiva, která drží centrální banky ve svých rezervách, musejí být bezpečná a nízkoriziková, aby je bylo možné použít v případě náhlého šoku. Kryptoaktiva jsou velice volatilní a pohyby cen o desítky procent nejsou výjimkou. Volatilita je daná samou podstatou kryptoaktiv, která nemají vnitřní hodnotu, a hlavní silou, jež určuje pohyby jejich cen, je spekulace. Akcie, které některé centrální banky v devizových rezervách také drží, sice nelze považovat za bezrizikové, ale v porovnání s kryptoaktivy je jejich volatilita

## Volatilita kryptoměn



Zdroj: Bloomberg

nevýznamná.

Navíc alespoň prozatím žádná z tisíců kryptoměn, které se na trhu objevily, nemá primárně transakční funkci jako běžné peníze. Zvýšená volatilita by mohla ovlivnit funkci devizových rezerv, a to dodávání likvidity v případě nepříznivých šoků.

Dalším problémem je také nedostatečná regulace kryptoměn, která teprve vzniká a liší se mezi zeměmi. Nejistota v domácí regulaci a mezinárodní regulační arbitráž představují rizika pro přijatelnost kryptoaktiv. Nedostatečná regulace navíc nahrává používání kryptoaktiv k praní špinavých peněz, což pro centrální banky představuje neakceptovatelné reputační riziko. Pokud by centrální banky začaly nakupovat do svých rezerv kryptoaktiva, dodaly by těmto investicím kredibilitu, kterou si v současné chvíli kvůli výše uvedeným důvodům jednoznačně nezaslouží. Kryptoaktiva ve své současné podobě nejsou investicí, ale pouze spekulací na aktivum, které nemá vnitřní hodnotu.

Možné vyšší zisky z kryptoaktiv pro centrální banky nemohou být brány jako výhoda, protože devizové rezervy mají primárně plnit jiné cíle než vytváření zisku.

Kryptoaktiva navíc nejsou výhodná ani pro diverzifikaci rizika, a to nejen kvůli volatilitě, ale i kvůli korelaci s ostatními rizikovými aktivy.

Jiným případem jsou případné blockchainové měny vydávané centrálními bankami. Centrální banky aktuálně tuto možnost zkoumají, ale povaha těchto kryptoměn je z definice jiná. Tyto měny by byly navázané na tradiční peníze a byly by regulovány a vydávány centrálními bankami. V takovém případě by tedy přijetí do rezerv nemělo být problém, spíše naopak – takováto forma rezerv by mohla přispět k urychlení transakcí.

## Ohrožení transmise měnové politiky

Pro centrální banky může být při akceptování kryptoaktiv do rezerv problémem i fakt, že jedním z cílů při vzniku bitcoinu bylo vytvoření alternativy k centrálně plánované měnové politice. Centrální banky by nákupy na mělkém trhu kryptoaktiv pouze posilovaly jejich popularitu, a tím podřývaly účinnost transmise vlastní měnové politiky. Pokud by se totiž kryptoměny staly celosvětově uznávanou platební metodou, mohly by částečně nebo zcela vytlačit klasické peníze a centrální banky by tak ztratily vliv. Prozatím se zdá, že kryptoměny zůstávají pouze spekulativním aktivem bez vnitřní hodnoty, ale nelze vyloučit, že v budoucnu by mohly tradiční peníze nahrazovat. Napomáhat tomuto trendu tím, že by centrální banky nakupovaly kryptoaktiva do svých rezerv, by bylo popření jejich funkce.

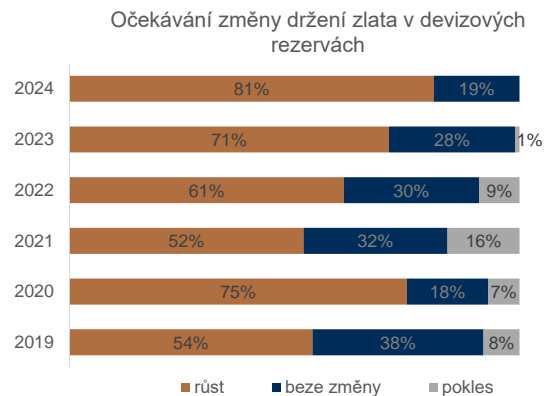
## Kryptoaktiva jako alternativa ke zlatu

Někdy jsou kryptoaktiva přirovnávaná ke zlatu, které je běžnou součástí devizových rezerv centrálních bank. Navíc jeho důležitost v poslední době opět roste. Po finanční krizi v roce 2008 začaly centrální banky nakupovat ve zvýšené míře zlato ve snaze zvládnout zvýšenou nejistotu finančního systému. Cena zlata v souladu se zvýšenou poptávkou vzrostla, za posledních 16 let o téměř 140 %. Podíl zlata v devizových rezervách centrálních bank aktuálně celosvětově dosahuje 15 % a podle průzkumu



World Gold Council bude jeho váha v devizových rezervách spíše stoupat.

## Podíl zlata v devizových rezervách



Zdroj: World Gold Council, Central Bank Gold Survey 2024

Podobnost kryptoměn se zlatem začíná a končí na tvrzení, že jejich nabídka je omezená, nenesou úrok a je možné je obchodovat bez tradiční mezinárodní platební sítě. O kryptoměnách se proto stejně jako o zlatu někdy hovoří jako o alternativě k tradičním měnám při eskalaci geopolitického napětí. Pro centrální banky se ale zlato od kryptoaktiv jako součásti devizových rezerv výrazně odlišuje. Zlato hrálo v mezinárodním měnovém systému v historii vždy významnou roli, i když podíl zlata v bankovních rezervách dlouhodobě až donedávna klesal. Hlavní rozdíl mezi kryptoaktivy a zlatem je ale to, že kryptoměny neplní funkci uchovatele hodnoty, zejména kvůli vysoké volatilitě. Zlato je na rozdíl od kryptoaktiv relativně bezpečné a jednoduché na obchodování s minimálními náklady. Kryptoaktiva mohou navíc vznikat další a další, což u zlata nehrozí. V dohledné době tak centrální banky jen těžko zlato nahradí.

Dalším významným rozdílem mezi kryptoaktivy a zlatem je, že zlato je fyzické aktivum a centrální banka je může mít ve svém trezoru (i když většina rezerv je uložena jinde a je otázkou, zda by se zlato v případě vypuknutí hluboké krize, pro kterou je drženo, k centrálním bankám dostalo zpět). Naproti tomu kryptoaktiva bez internetu neexistují. Jejich použití pro případ těžké krize je nevhodné.

## Devizové rezervy České národní banky

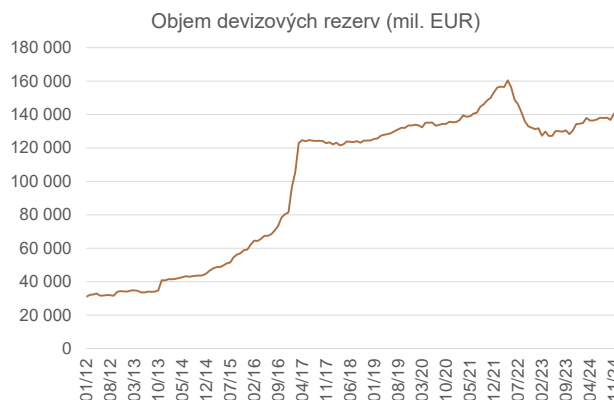
Možnost nákupu bitcoinu do rezerv centrální banky připustil nedávno guvernér České národní banky Aleš Michl, který od svého nástupu do guvernérské funkce opakovaně řeší ztrátu ČNB, která je do značné míry výsledkem přečeňování vysokých devizových rezerv.

Pro optimální velikost devizových rezerv neexistuje jednoznačné pravidlo. Tradičně se mezinárodní instituce soustředí na určení minimální hladiny rezerv, která by se

neměla dostat pod objem tříměsíčních dovozů, nebo alternativně by devizové rezervy měly pokrýt krátkodobý zahraniční dluh.

Česká národní banka ale rozhodně nemá problém s dosažením minimální výše rezerv, spíše naopak. I když je česká ekonomika velice otevřená, výše devizových rezerv mnohonásobně převyšuje minimální požadavky. K nárůstu devizových rezerv došlo v období kurzového závazku v letech 2013–2017. V roce 2022 naopak prodeje devizových rezerv, kdy ČNB bránila nadměrným výkyvům koruny, jejich objem snížily. V srpnu 2023 byl obnoven program odprodeje části výnosů z devizových rezerv, který jen zpomaluje další nárůst bilance centrální banky. Aktuálně devizové rezervy dosahují objemu 146 426 mil. USD, což představuje 44 % HDP. Devizové rezervy nyní

## Devizové rezervy ČNB výrazně narostly v období kurzového závazku.



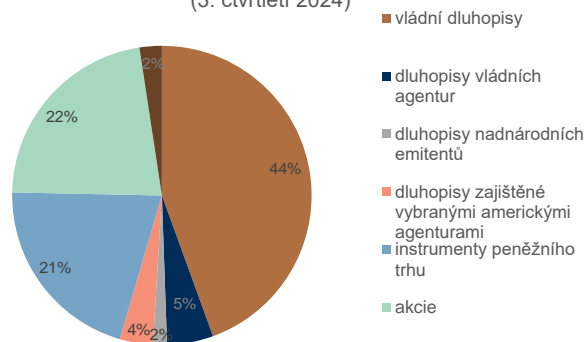
Zdroj: ČNB

pokrývají 8 měsíců dovozů a převyšují celkový český krátkodobý zahraniční dluh o 30 %.

Při takto vysokých devizových rezervách se nabízí otázka, zda musí být nutně celý objem likvidní a zda neoptimalizovat strukturu rezerv tak, aby byl jejich výnos vyšší. Zvláště v situaci, kdy ČNB dlouhodobě akumuluje ztrátu a funguje se záporným vlastním jměním. V kladných hodnotách se vlastní jmění od roku 2000 pohybovalo jen

## Struktura devizových rezerv se změnila ve prospěch akcií.

Složení devizových rezerv podle instrumentu (3. čtvrtletí 2024)



Zdroj: ČNB



v letech 2014–2016. Kumulovaná ztráta se v roce 2023 i přes přebytkové hospodaření dostala na 432 mld. CZK. V roce 2024 podle zatím předběžných údajů ČNB dosáhla rekordního zisku 154,8 mld. CZK. Kumulovaná ztráta se tak opět snížila, podle předběžných údajů na 277 mld. CZK.

Debata o tom, zda ztráta centrální banky vadí nebo nevadí, probíhá již několik let. Guvernér Aleš Michl je zastáncem toho, že se ztrátou by měla centrální banka něco dělat. Proto se zasadil o změnu ve struktuře devizových rezerv, kdy došlo k navýšení podílu akcií na aktuálních 22 % a ČNB počítá s dalším rozšiřováním akciového portfolia.

V rámci změn struktury devizových rezerv ČNB guvernér Michl zvažuje i nákup bitcoinů. V rozhovoru pro Financial Times uvedl, že chce nakoupit bitcoiny v objemu až 5 % devizových rezerv. Vzhledem k velikosti devizových rezerv by to znamenalo nakoupit bitcoiny za 7 mld. USD. To už je objem, který by mohl cenu bitcoinu při mělkosti trhu ovlivnit. Guvernér Michl v rozhovoru sám sebe definoval jako typického investičního bankéře. Investiční banka má ale jinou funkci než centrální banka, která má zákonem stanovený cíl, a to starat se o cenovou stabilitu, a pokud té je dosaženo, má podporovat hospodářský růst. O generování zisku v zákoně není ani zmínka.

Žádná z centrálních bank ve vyspělých zemích o nakupování kryptoaktiv do svých rezerv neuvažuje, naopak se drží konzervativní strategie. Například guvernér Bundesbanky Joachim Nagel přirovnal bitcoin k digitálním tulipánům s odkazem na tulipánovou horečku v 17. století v Holandsku.

Podle našeho názoru kryptoměny v současném podání nepatří do devizových rezerv seriózních centrálních bank, které se soustředí na provádění měnové politiky. Role spekulanta na finančních trzích neprospívá jejich kredibilitě. Nákupem alternativních měn navíc centrální banka de facto podryvá svou vlastní funkci.

Pokud má některá z centrálních bank nadměrné devizové rezervy tak jako ČNB, nepotřebuje je celé držet v likvidních aktivech. Může si pak dovolit investovat určitou část portfolia například do akcií, které mohou přinést při nadměrných rezervách dodatečný zisk (i když se zatím zdá, že doba, kdy ČNB bude schopná přispívat do státního rozpočtu, je velice vzdálená). Investiční strategie by i v akciové části portfolia měla být relativně konzervativní. Naopak nevýhody kryptoměn jako rezervního aktiva, jak byly popsány výše, podle našeho názoru jednoznačně převládají nad možným krátkodobým ziskem. V rámci zachování důvěryhodnosti, která je pro centrální banky při provádění měnové politiky klíčová, by centrální banky měly své devizové rezervy – jakkoliv jsou vysoké – investovat velice konzervativně, soustředit se více na svou primární funkci udržování cenové stability a spekulace přenechat jiným hráčům na trhu.





Rostoucí spotřeba domácností na straně jedné a pokračující slabost průmyslu na straně druhé – takový byl obrázek české ekonomiky v loňském roce a letos se situace pravděpodobně měnit nebude, i když celkový růst by měl být přece jen rychlejší.

## Ekonomická aktivita

Průmyslová výroba v listopadu překvapila větším než očekávaným poklesem. Meziročně spadla o 2,7 %, za čímž stál především automobilový průmysl, který meziročně propadl o 7,1 % a nedaří se ani dalšímu páteřnímu odvětví – strojírenství. Výroba strojů a zařízení se meziročně snížila o 9,4 %. Pozitivně nevyzněly ani nové objednávky, a to zejména ty zahraniční, které poklesly o 1,4 % y/y. Také předstihové indikátory PMI ve zpracovatelském průmyslu v listopadu propadly na 45,9, slabost průmyslu tak bude velmi pravděpodobně přetrvávat i na počátku letošního roku. Očekáváme ale, že by se situace měla v průběhu roku pozvolna vylepšovat díky mírnému zlepšení v Německu, které by se po dvou letech ekonomického poklesu mělo dostat konečně do černých čísel. Rizika jsou ale stále velká a týkají se zejména automobilového průmyslu, který nejvíce může být zasažen plánovanými americkými cly.

Ekonomické oživení v loňském roce táhla především spotřeba domácností a listopadové maloobchodní tržby tento trend potvrdily, když v porovnání se stejným obdobím předchozího roku vzrostly o 4,3 %. Spotřeba domácností by měla i nadále zůstat silná díky rostoucím mzdám a nízké inflaci. Naproti tomu spotřebitelská nálada v lednu neočekávaně mírně klesla.

Spotřebu bude podporovat i silný trh práce.

Nezaměstnanost sice v prosinci vzrostla z listopadových 3,9 % na 4,1 %, tento mírný nárůst byl ale způsoben běžným sezónním výkyvem, kdy v prosinci na úřadu práce končí více lidí kvůli konci sezónních prací například ve stavebnictví nebo v zemědělství. Celkově trh práce mírně

ochlazuje, ale opravdu jen mírně. To je vidět i na statistikách počtu volných pracovních míst. V prosinci podíl nezaměstnaných na jedno pracovní místo vzrostl na 1,2, to je sice nejvíce od roku 2018, ale stále velice málo.

## Inflace a centrální banka

Poslední inflační čísla loňského roku překvapila nižšími než očekávanými hodnotami. Zatímco ČNB i trh očekávaly, že spotřebitelské ceny v prosinci vzrostou o 3,3 % meziročně, cenový růst byl nakonec o 0,3 pb menší. Inflace tak zůstala v cílovaném inflačním pásmu 3 %. Nižší než očekávaná inflace byla způsobena do značné míry nižšími cenami potravin a nealkoholických nápojů. Tyto položky jsou tradičně velmi volatilní a nelze vyloučit opačný pohyb v lednu. Jádrová inflace (2,3 %) byla pouze o 0,1 pb nižší, než očekávala ČNB. Stále platí, že zůstává zvýšený růst cen ve službách. Ceny služeb rostly o 5 % y/y. Naopak růst cen zboží je utlumený (1,7 % y/y).

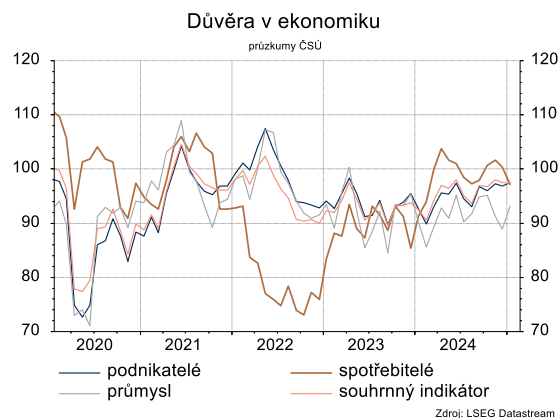
Data sama o sobě pro trh neznamena větší vzrušení. Reakci ovšem vyvolala překvapivá slova viceguvernerky Zamrazilové, která pro agenturu Bloomberg v souvislosti s inflačními čísly řekla, že centrální banka bude moci obnovit snižování sazeb začátkem letošního roku. Koruna na její slova oslabila zpět k 25,2 vůči euru.

Podle našeho názoru bude pro rozhodování ČNB, zda na únorovém zasedání sníží sazby, klíčová lednová inflace. Její předběžný odhad (novinka od ČSÚ) bude zveřejněn v den zasedání ČNB. Roli bude hrát i kurz koruny. Vzhledem k tomu, že očekáváme pokračování období silného dolaru, bude mít koruna jen málo důvodů pro posílení. Slabší koruna sice hovoří ve prospěch delší pauzy v měnovém uvolňování, ale poslední vyjádření některých centrálních bankéřů vyznívají ve prospěch snížení sazeb již v únoru, což je náš hlavní scénář.

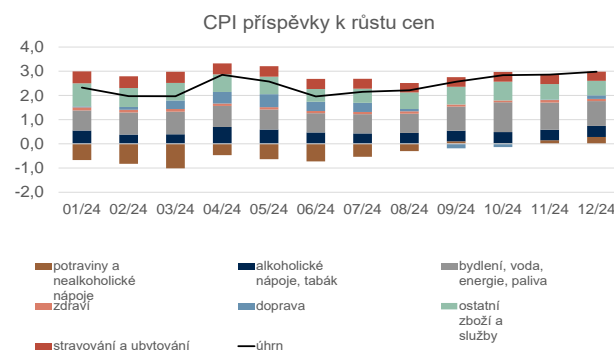
## Rizika

Hlavní rizika pro českou ekonomiku stále vidíme hlavně z vnějšku v podobě amerických cel, německé stagnace a v neposlední řadě i geopolitického napětí.

## Důvěra spotřebitelů se v lednu zhoršila.



## Inflace v lednu podle očekávání vzrostla, ale zůstala v inflačním pásmu.



Zdroj: ČSÚ



Eurozóna se stále potýká se slabým růstem reálné ekonomiky, který ale doprovází dezinflační tlaky, a ECB tak má stále otevřený prostor pro pokračování uvolňování měnových podmínek, čehož využívá.

## Ekonomická aktivita

Předběžné údaje ukazující na růst HDP za 4. čtvrtletí i celý loňský rok potvrdily očekávání. Oživení ekonomiky eurozóny v roce 2024 přišlo, ale bylo pomalé. HDP eurozóny vzrostl o 0,7 % y/y, mezikvartálně v posledním čtvrtletí loňského roku HDP stagnoval, což ukazuje, že k akceleraci růstu alespoň prozatím nedochází. Za tímto souhrnným číslem ale stojí rozdílný vývoj v jednotlivých zemích. Zatímco Německo zažilo v roce 2024 již druhý pokles HDP, španělský růst akceleroval. Podle předběžných údajů rostl španělský HDP ve 4. čtvrtletí o 3,2 % y/y.

V letošním roce očekáváme pokračování oživení a první indexy nákupních manažerů v eurozóně vydané v letošním roce nám dávají za pravdu, když předčily očekávání. Pozitivní zprávou je, že kompozitní PMI pro celou eurozónu se po 4 měsících vrátil nad 50, hladinu signalizující zlepšování ekonomických podmínek, a na osmiměsíční maximum se dostal index ve zpracovatelském průmyslu. Velkou roli v pozitivním překvapení hrál český největší obchodní partner – Německo. Také německý PMI ve zpracovatelském průmyslu vzrostl na osmiměsíční maximum a kompozitní index se vrátil nad hladinu 50 poprvé od srpna 2024. Obrat k lepšímu přichází navzdory obavám z nástupu staronového amerického prezidenta Donalda Trumpa do Bílého domu. Blýská se v Německu na lepší časy? Nejistot je však zatím příliš mnoho a predikční schopnost indexů nákupních manažerů se po pandemii bohužel výrazně zhoršila. Je ale velmi pravděpodobné, že po dvou letech ekonomického poklesu německá ekonomika

konečně vzroste, i když tempo oživení nebude nijak závratné. Konsensuální odhad analytiků oslovených agenturou Bloomberg očekává růst německého HDP v letošním roce o 0,4 % y/y.

## Inflace a centrální banka

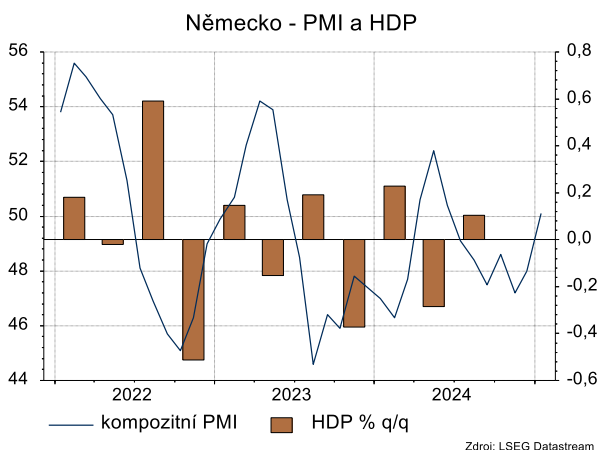
Celková inflace v prosinci mírně narostla z 2,2 % v listopadu na 2,4 %. Za tímto vývojem ale stál z velké míry efekt nižší srovnávací základny. Pokud se podíváme na meziměsíční inflační dynamiku, je zřejmé, že inflační tlaky ustupují. Průměrná jádrová inflace vypočtená z posledních čtyř meziměsíčních sezónně očištěných růstů cen vychází na 1,7 %. V tomto světle je tedy prostor pro uvolnění měnové politiky relativně velký. Budoucí vývoj je ale krajně nejistý, a to především kvůli možným americkým clům. Prozatím není jasné, proti komu a v jaké výši budou cla zavedena a ani to, zda převládne proinflační efekt navyšování cen jako přímý efekt cel, nebo zda naopak cla budou nakonec působit protiinflačně přes zpomalený ekonomický růst i nárůst levných dovozů z Číny.

Slábnoucí inflační tlaky spolu se slabou reálnou ekonomikou vytvářejí prostor pro snižování sazeb centrální banky. Na posledním zasedání na konci ledna ECB podle očekávání sazby snížila o 25 bb, a i když se Rada guvernérů nezavazuje k předem definované trajektorii sazeb, je velice pravděpodobné, že snižování bude pokračovat. Podle prezidentky Lagarde je aktuální nastavení měnových podmínek restriktivní a základní depozitní sazba nad neutrální sazbou, a to vše v situaci, kdy inflace směřuje k cíli a reálná ekonomika je slabá.

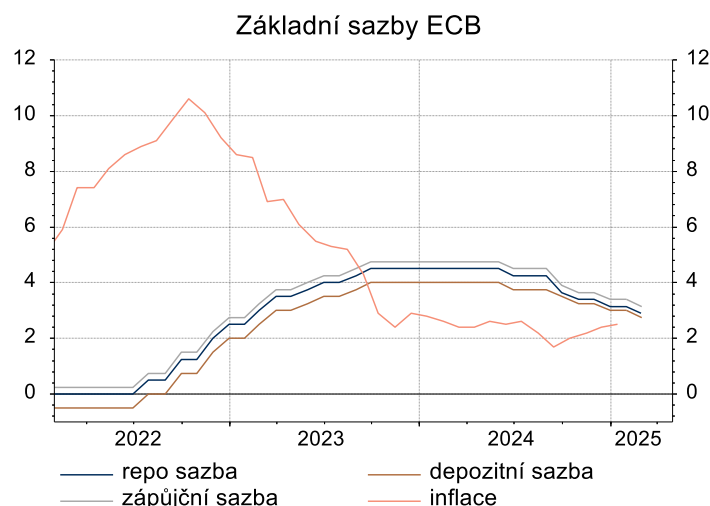
## Rizika

Razantní vstup Donalda Trumpa do druhého prezidentského období naznačuje, že riziko cel je zcela reálné. Pro eurozónu je to aktuálně největší riziko, které by se projevilo jednoznačně negativně na ekonomickém růstu. Dopad do inflace je ale nejistý.

## Predikční schopnost indexů nákupních manažerů se po pandemii zhoršila.



## ECB podle očekávání pokračuje ve snižování sazeb.



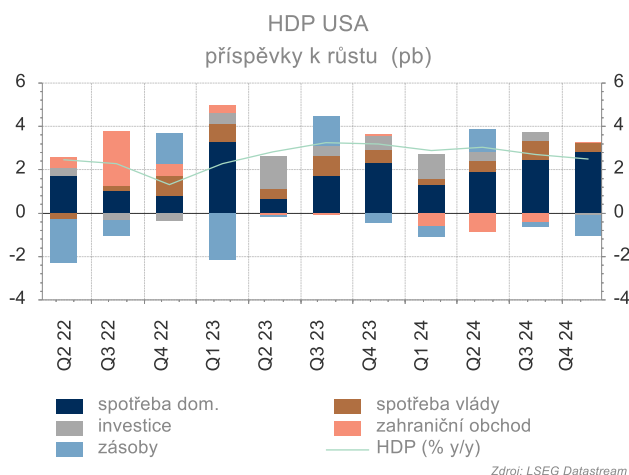
# Spojené státy americké

Leden byl ve znamení nástupu staronového prezidenta D. Trumpa do funkce. Prozatím se vyjasnila odpověď na jednu důležitou otázku: druhé Trumpovo prezidentské období se bude hodně lišit od prvního. Už první týden Trumpova prezidentství ukázal, že není možné počítat s relativně klidným a umírněným působením, místo něj nastoupila nesmlouvavá razance. To s sebou nese podstatně zvýšenou politickou i ekonomickou nejistotu jak pro USA, tak pro zbytek světa. Trump převzal americkou ekonomiku ve velmi dobrém stavu (silný růst, klesající inflace). Jak ji ovlivní, uvidíme v příštích měsících.

## Ekonomická aktivita

Trh práce opět jednou překvapil pozitivně. Počet nově obsazených pracovních míst výrazně překonal očekávání a míra nezaměstnanosti mírně klesla, čekala se stabilita. Vyšší, než se čekalo, byl i počet nabízených pracovních míst. Po mírném zeslábnutí se trh práce stabilizoval na stále velice solidní úrovni, což je ideální pro Fed: díky růstu míry nezaměstnanosti a poklesu počtu nabízených pracovních míst se zlepšila rovnováha na trhu práce, a tím se snížily potenciální inflační tlaky. To se potvrdilo i mírným snížením tempa meziročního růstu mezd, zde se také očekávala stabilita. Růst mezd je stále poněkud rychlejší, než by bylo z hlediska inflace ideální. To je ale dáno sekundárními efekty dozívající inflační vlny a mělo by se to postupně zmírňovat a následně normalizovat. Silný trh práce je klíčový z hlediska podpory a udržení silné osobní spotřeby, což je zase klíčové pro udržení růstu ekonomiky, jak ukázala i první data o vývoji HDP ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku. Růst celkově byl sice slabší kvůli zásobám, ale spotřebitelé utráceli ostošest. Zklamaly fixní investice, ale ty by mohla povzbudit Trumpova deregulace.

## Osobní spotřeba táhne růst HDP.



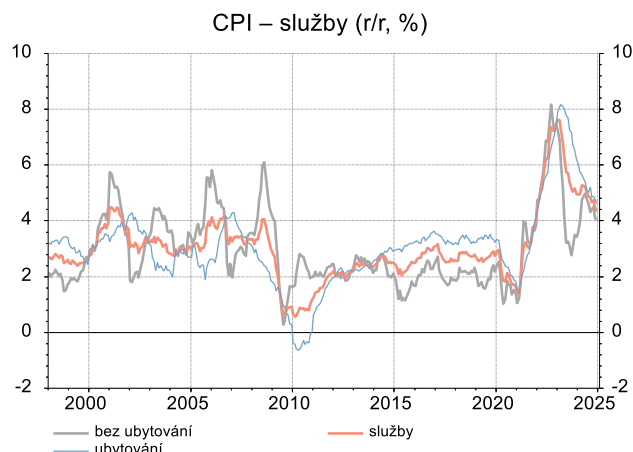
## Inflace a centrální banka

PPI byl lepší a CPI mírně lepší, než se čekalo, což znamená, že meziměsíční změna preferovaného inflačního ukazatele Fedu, tedy jádrového cenového indexu PCE, by měla být také na úrovni konzistentní s dosažením cíle Fedu. Fed si však chce být jistý, že inflace skutečně směřuje k jeho cíli, a proto na svém lednovém zasedání přerušil cyklus snižování sazeb. Trh práce se podle něj stabilizoval a je dostatečně silný, naopak pokrok při dosahování inflačního cíle se zastavil. Podle prezidenta Fedu Powella dojde k obnovení snižování sazeb až po tom, co Fed uvidí, že se inflace opět reálně přibližuje k jeho cíli, nebo pokud dojde k obnovení slábnutí trhu práce. Vzhledem k rizikům spojeným s nástupem D. Trumpa do funkce je tento postoj pochopitelný. Proto počítáme s pauzou minimálně do poloviny roku. Fed by se pak ještě měl vrátit ke snižování sazeb, pokud to vývoj inflace dovolí.

## Rizika

Razantní nástup prezidenta Trumpa do funkce potvrdil jeden z možných zdrojů rizik. I nadále tedy bude nutné pečlivě sledovat jeho kroky a být v rámci možností připraven na tržní výkyvy s nimi související. Globálně je klíčová otázka jeho dalšího postupu v oblasti cel. Pro USA budou důležitá i jeho deregulační opatření a ekonomické dopady může mít i jeho antiimigrační politika. Na konci ledna otrásl akciovým trhem výprodej technologických akcií motivovaný obavami z dopadů vysoce efektivního čínského velkého jazykového modelu. Na jednu stranu byla podle našeho názoru sice reakce na tento technologický průlom protismyslná, na druhou stranu perfektně ilustrovala extrémní citlivost technologických akcií na cokoliv, co zpochybní velmi optimistické předpoklady, na kterých je založeno jejich ocenění. Volatilita na akciovém trhu může mít i významné ekonomické dopady a může ovlivnit i politiku Fedu.

## Inflace ve službách zůstává zvýšená, ale otáčí se ke zpomalování.





## EUR/USD

První polovina ledna byla ve znamení vysoké volatility, která hodně souvisela s technickými faktory. Dolar vůči euru od začátku listopadu výrazně posílil (z hladin mírně nad 1,09 až k 1,02, tedy zhruba o 7 %), což vedlo k technické překoupenosti dolaru. Postupně se také vyčerpalo momentum a roli hrála i blízkost klíčové psychologické hladiny, tedy parity dolaru vůči euru. Po první ostré korekci hned po začátku roku se dolar ještě dokázal vzpamatovat a dostat na nová maxima, ale po dosažení a otestování hladiny 1,02 přibližně v polovině měsíce se trend otočil a kurz se vrátil až nad 1,05. Korekci výrazně podpořil nástup D. Trumpa do funkce prezidenta USA, protože Trump v prvních dnech v úřadu, kdy jinak hýřil aktivitou, nepřijal žádná konkrétní opatření v oblasti cel. Napravil to však hned na začátku února, kdy vyhlásil cla pro Mexiko, Kanadu a Čínu, což vrátilo kurz zpět k lokálním maximům pro dolar. Ve prospěch dolaru by měl hrát růst úrokového diferenciálu a trvalý růstový diferenciál. Cla stále mohou hrát roli katalyzátoru v obnovení trendu posilování dolaru, protože jejich zavedení je stále spíše pravděpodobné. Otázkou ovšem je jejich rozsah. Podle našeho názoru je pravděpodobné, že nakonec budou podstatně nižší, než Trump avizoval v předvolební kampani, a že jejich zavedení může trvat poměrně dlouho. Nejistota kolem cel a dalších aspektů Trumpovy ekonomické politiky by měla být významným zdrojem volatility kurzu.

## EUR/CZK

Vývoj kurzu koruny byl v lednu jako na houpačce. Česká měna zahájila nový kalendářní rok posilováním, vůči euru se dostala až k 25,05, ale její spanilou jízdu zastavila nižší než očekávaná prosincová inflace. 3% růst spotřebitelských cen byl o 0,3 pb nižší, než očekávala ČNB, a trhy začaly spekulovat, že pauza v měnovém uvolňování, kterou si ČNB vybrala v prosinci, nebude dlouhá. Po zveřejnění inflačních čísel koruna rychle oslabila až k 25,3 EUR/CZK. Na slabších hodnotách vydržela zhruba týden a poté ji slabší dolar pomohl k vymazání předchozích ztrát a koruna se dostala zpět na dohled od 25,05 EUR/CZK. Svě zisky koruna ale opět neudržela a leden končila zpět na 25,2 EUR/CZK.

Podle našeho názoru by další měsíce měla koruna zůstat volatilní bez jednoznačného trendu. Jako obvykle bude reagovat na vnější podněty, zejména kroky staronového prezidenta Donalda Trumpa by ji mohly rozkolísat. Hrozby amerických cel nebo další posilování dolaru by pro korunu jednoznačně pozitivní nebylo. Z domácích faktorů bude mít hlavní slovo politika ČNB. S případným snížením sazeb v únoru ale trhy již počítají, a nemělo by tedy na korunu mít výraznější negativní účinek.

## Dluhopisy

Výnos desetiletého amerického dluhopisu se choval poměrně dost podobně jako kurz dolaru – na začátku roku mírná korekce na rostoucím trendu, následně nové maximum zhruba v polovině měsíce a poté korekce zpět na měsíční minima. Podobně jako u dolaru hrály v tomto vývoji významnou roli technické faktory (přeprodanost a ztráta momenta). Určitou roli mohla i u dluhopisů sehrát absence zavedení cel v prvních dnech po nástupu D. Trumpa do funkce, protože růst výnosů částečně souvisel s obavou z vyšší inflace a vyšších sazeb kvůli clům. V měsíčním horizontu vidíme jako pravděpodobnou konsolidaci, tedy pohyb desetiletého výnosu v okolí 4,5 %. Trh by měl čekat na další data o vývoji hospodářství (především inflace) a na další postup Trumpovy administrativy v oblasti ekonomiky. My jsme ohledně inflace optimisté, což implikuje naše očekávání střednědobého poklesu výnosů, který by měl být poměrně významný. Než k tomu dojde, však může trvat relativně dlouho, protože trh a Fed se budou potřebovat přesvědčit, že inflace je skutečně zvládnuta.

Vývoj evropských výnosů byl v zásadě podobný jako v USA s jedním velmi významným rozdílem: pokles německého desetiletého výnosu ve druhé polovině měsíce byl hodně kosmetický, a výnos tak zůstal podstatně výše, než byl na začátku měsíce. Zároveň se vyvíjí dobře inflace, ekonomika je slabá a ECB se chystá (na rozdíl od Fedu) snižovat sazby. Důvodem tohoto vývoje je tedy nejspíše určitá ztráta kredibility, která se velmi zřetelně projevila u Francie a projevuje se i u Německa. Roli mohla hrát i nejistota před únorovými předčasnými volbami. Naopak Francie, které se – zdá se – nakonec přece jen podařilo sestavit vládu schopnou vydržet do voleb, zaznamenala mírně větší pokles výnosů než Německo, a došlo tak k zmenšení rozdílu mezi německými a francouzskými výnosy. Výsledek německých voleb může sehrát důležitou roli v dalším vývoji: pokud by se po volbách podařilo sestavit akceschopnou koalici, měly by výnosy reagovat poklesem. Naopak, pokud by došlo k podobné situaci, jaká byla ve Francii po volbách, tedy patu, výnosy by se minimálně udržely na současné úrovni nebo dále narůst.

České výnosy do značné míry kopírovaly vývoj ve světě, ke konci ledna tedy došlo k jejich mírnému poklesu. Přispět k němu mohla i poněkud větší ochota ČNB snižovat sazby. Vývoj ve světě a očekávání trhu ohledně vývoje sazeb ČNB budou i nadále dominantní faktory ovlivňující vývoj českého dluhopisového trhu. Vedle nich bude trh sledovat i vývoj ekonomiky (inflace, tempo růstu a s ním související vývoj rozpočtu).

## Akcie

První měsíc v roce byl pro akcie netypický: zatímco americké akcie sotva rostly a nedařilo se zejména technologickým titulům, Evropě se dařilo mnohem lépe a rostla solidně. Jde o důsledek typického předchozího vývoje, kdy americké akcie měly dlouhodobě lepší



výkonnost než evropské, a kvůli tomu se postupně zvětšoval rozdíl ve fundamentálním ohodnocení – americké akcie jsou vůči evropským nadhodnocené, z čehož plyne jejich větší rizikovost a menší prostor pro další růst. Proto investoři na začátku roku při restrukturalizaci portfolií upřednostnili evropské tituly a naopak nejvíce nadhodnocené technologické akcie zaostávaly. Přispěla k tomu i typická akciová panika vyvolaná zveřejněním nového velkého jazykového modelu čínské provenience DeepSeek. Model se vyznačuje jednak špičkovou kvalitou, ale především podstatně nižšími náklady. Právě tyto nižší náklady vyvolaly paniku vycházející ze zjednodušující úvahy, že nebude potřeba tak rozsáhlá infrastruktura podporující AI, jaká se nyní v USA buduje, a že tedy společnosti, které tuto infrastrukturu budují nebo se na jejím budování podílejí, nenaplní očekávání, na kterých byly založeny jejich valuační. Tato zkratkovitá úvaha pomíjí řadu aspektů vývoje AI, především to, že levnější provoz modelů rozšiřuje možnosti jejich aplikace, a také to, že levnější vývoj modelů umožní jejich další zlepšování, které ale bude pochopitelně vyžadovat vyšší výpočetní výkon, než vyžadují aktuální modely. Podle našeho názoru tedy šlo o bouři ve sklenici vody, která poměrně brzy pomine po tom, co se investorům rozleží v hlavě všechny souvislosti. Propad technologických akcií byl zároveň ukázkou toho, před čím jsme varovali: přecitlivělosti investorů na jakékoliv zprávy vnímané jako negativní kvůli vysokému ocenění akcií. Efekt DeepSeek tak sice patrně poměrně rychle pomine, zároveň ale mohou přijít další informace s podobně silnou odezvou.

Pražské burze se podobně jako dalším evropským burzám v lednu dařilo. Z velkých společností měl nejlepší výkonnost ČEZ, ale rostla i velká většina ostatních titulů. Růstový trend u akcií ČEZu trvá od října, ale nesetkává se příliš s pochopením analytiků, takže roste počet prodejních doporučení. Aktuálně má ČEZ u analytiků sledovaných agenturou Bloomberg tři nákupní doporučení, pět doporučení držet a osm doporučení prodat. Významnou novinou pro pražskou burzu je veřejná nabídka akcií Doosan Škoda Power. Nabídnuto bude 33 % společnosti a očekávaný výnos činí 8,3 mld. CZK. Veřejná nabídka by měla společnosti umožnit redukovat její dluh a podpořit investice v situaci, kdy roste poptávka po jejích výrobcích (turbínách pro energetiku).

## Kredit

Nic nespědí emitentům víc než klidné kapitálové trhy. Takové, které nás ale velice pravděpodobně letos nečekají. První kroky amerického prezidenta zřetelně dokázaly, že po vzoru svého argentinského protějšku rozhodně nebude „milej“. K tomu přičtíme křehkou bublinu kolem AI či slábnoucí konkurenceschopnost EU v čele s automotive. Ani u nás ale nebude ve volebním roce o impulzy k rozkolísanosti trhů nouze. O jedno takové překvapení se postaral náš historicky první investiční guvernér národní

banky, který se rozhodl následovat příkladu Salvadoru a Bhútánu a do měnových rezerv plánuje zahrnout i pozici v bitcoinu. Hlubšího propadu koruny se mu nicméně nepodařilo dosáhnout ani ujištěním, že nás jen pár dnů dělí od dalšího snížení úrokových sazeb.

Více než v předchozích letech bychom si letos měli proto opravdu vážit každé emise dluhopisů, které se podaří prodat na světlo světa. V pátek 10. ledna se o první letošní dluhopis postarala J&T Securities Management, když nabídla široké veřejnosti pětiletý dluhopis s fixním kupónem 6,75 % p.a. O tom, jak silná byla poptávka, nejlépe vypovídá fakt, že se o necelé dva týdny později investiční skupina J&T ucházela o přízeň investorů znovu s identickým instrumentem, u kterého si dokonce mohla dovolit snížit výnos o 25 bb. Předpokládáme proto, že se jí z každé emise podařilo upsat maximální objem 2 mld. CZK.

Možná i říjnovým úspěchem J&T Banky s retailovou nabídkou Tier 2 dluhopisů se nechala inspirovat největší tuzemská banka (z pohledu počtu klientů) a po několika eurobondových emisích přišla nečekaná nabídka desetiletého dluhopisu exkluzivně retailovým klientům České spořitelny. Nominální hodnota jednoho kusu je netradiční 1,3 milionu korun a emitent by rád umístil 2,5 miliardy korun. Během prvních pěti let jsou dluhopisy úročeny fixní sazbou 5,05 %, tj. cca 150 bb nad 5Y IRS. Pokud by nedošlo k očekávanému předčasnému splacení, ponese dluhopisy v druhé polovině svého života výnos na úrovni 6M PRIBOR + 128 bb.

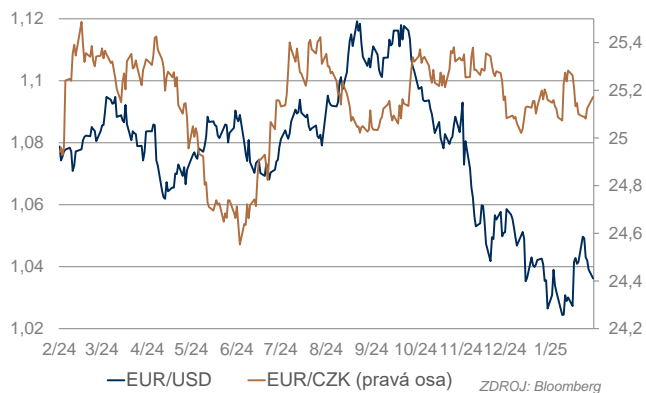
## Komodity

Začátek roku byl ve znamení prudkého růstu cen ropy, který souvisel s dalším rozšířením sankcí USA na ruský export ropy. Mělo by především dojít k omezení vývozu ropy do Číny a Indie. Trhy se obávají, že omezení dodávek ruské ropy by mohlo posunout rovnováhu na trhu ve prospěch producentů. Od poloviny měsíce však ceny opět začaly klesat, což mohlo souviset s nástupem D. Trumpa do funkce a jeho snahou rozšířit těžbu ropy a plynu v USA, což by naopak prospělo spotřebitelům. Cena ropy však zatím zůstala zřetelně nad úrovní z konce minulého roku. Vývoj v lednu by měl být charakteristický pro celý letošní rok: geopolitické faktory budou tlačit cenu ropy nahoru, rovnováha poptávky a nabídky naopak dolů. Počítat je proto potřeba s podstatnou volatilitou, ale převládat by měla spíše nižší cena blíže k 70 USD/brl.

Zlatu se v lednu dařilo skvěle a přiblížilo se ke svým historickým maximům. Rostlo stabilně celý měsíc a nevěšvalo si příliš dění na dalších trzích, především prakticky nereagovalo na pohyby kurzu eura k dolaru. Zlatu nadále prospívá geopolitická nejistota, kterou jen podpořil nástup D. Trumpa do funkce. Zlepšení geopolitické situace v dohledné budoucnosti není pravděpodobné, zhoršení je bohužel možné. Takže vyhlídky zlata zůstávají v zásadě pozitivní, i když velikost prostoru pro jeho další růst je při současných úrovních nejistá a spíše omezená.



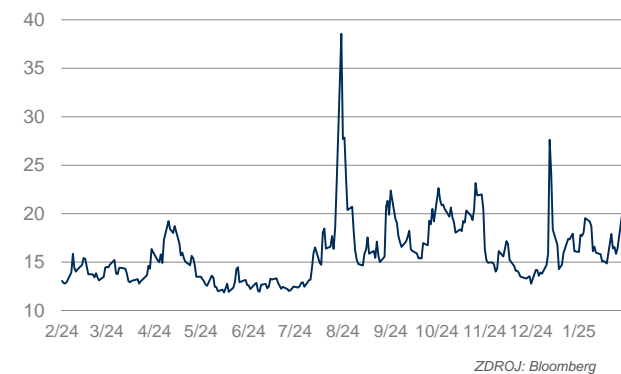
## Devizové kurzy



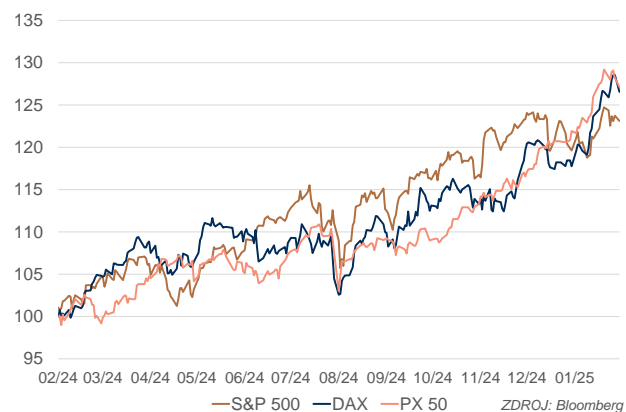
## Dluhopisy (10 let)



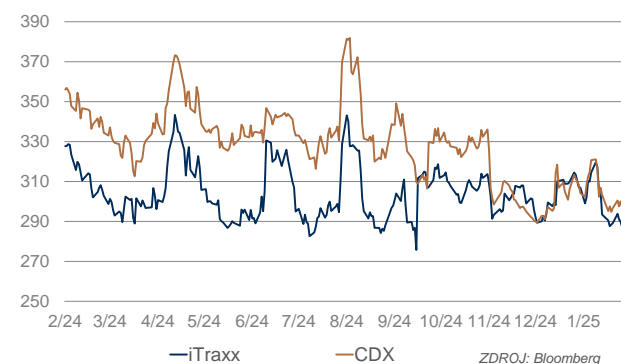
## Index volatility VIX



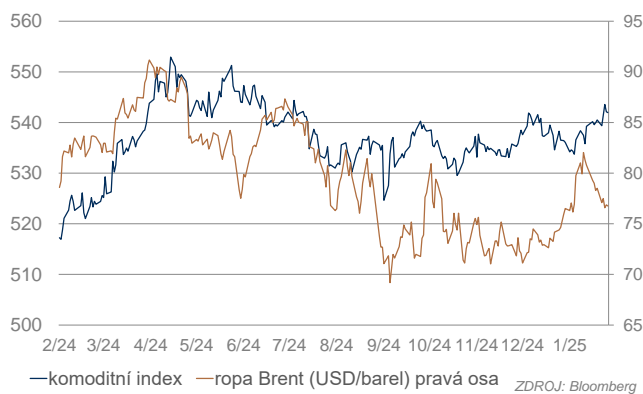
## Akciové indexy (1. 2. 2024 = 100)



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



## Ropa a komoditní index





	M-12	M-1	SOUČASNÁ HODNOTA	3 M		6 M		12 M	
				ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
<b>SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK</b>									
Fed	5,25-5,50	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50	↓	4,25-4,50	↓	3,50-3,75	↓
ECB (depo)	4,0	3,0	2,75	2,5	↓	2	↓	2	→
ČNB	7,0	4,0	4,0	3,75	↓	3,5	↓	3,25	↓
<b>KURZY</b>									
EUR/USD	1,07	1,03	1,02	1,00	↓	1,00	→	1,05	↑
EUR/CZK	25,0	25,1	25,3	25,3	→	25,3	→	25,2	↓
<b>DLUHOPISY</b>									
US dluhopis 2y	4,36	4,28	4,27	4,2	↓	4,0	↓	3,8	↓
US dluhopis 10y	4,02	4,60	4,55	4,5	↓	4,3	↓	4,0	↓
Něm. dluhopis 2y	2,57	2,16	2,05	2,1	↑	2,0	↓	2,0	→
Něm. dluhopis 10y	2,24	2,43	2,41	2,2	↓	2,2	→	2,2	→
České dluhopisy 2y	4,06	3,71	3,55	3,7	↑	3,5	↓	3,5	→
České dluhopisy 10y	3,80	4,14	4,00	4,2	↑	4,0	↓	3,8	↓
<b>KREDIT</b>									
USA CDX 5y	356,0	304,2	300,3	300	↓	290	↓	280	↓
EMU iTraxx 5y	327,7	306,9	295,8	285	↓	275	↓	270	↓
<b>AKCIE</b>									
S&P 500	4958,6	5942,5	6040,5					6000	→
Eurostoxx 50	4654,6	4871,5	5202,0					5100	↓
DAX	16918,2	19906,1	21382,0					21000	↓
CSI 300	3200,4	3775,2	3817,1					4000	↑
PX 50	1457,3	1779,2	1854,7					1850	→

\* 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	1,6	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	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	0,9	1,0	1,1	0,9	1,1	0,4	0,7	1,0	1,2
soukromá spotřeba	1,0	0,5	1,0	1,2	1,3	1,6	1,3	1,4	0,7	0,9	1,3	1,3
vládní spotřeba	2,0	2,7	2,5	1,9	1,9	1,0	0,8	0,8	2,2	2,2	1,1	0,8
investice	-1,1	-3,2	-1,4	-2,7	-0,2	2,1	1,0	1,4	2,2	-2,1	0,7	1,8
dovoz	-1,7	-0,6	1,2	1,3	2,2	1,7	2,1	2,5	-1,3	0,0	2,1	2,5
vývoz	-0,7	1,9	1,4	1,6	1,0	0,1	2,1	2,5	-0,7	1,1	1,6	2,3
nezaměstnanost (%)	6,5	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	6,6	6,4	6,4	6,4
inflace (% y/y)	2,6	2,5	2,2	2,2	2,1	2,1	2,0	2,0	5,5	2,4	2,1	1,9
jádrová inflace (% 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	2,6	2,7	2,3	2,5	2,7	2,8	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	2,7	2,5	2,7	2,4	2,2	2,0	2,9	2,8	2,2	2
soukromá spotřeba	2,2	2,7	3,0	2,8	2,9	2,7	2,3	2,1	2,5	2,7	2,4	1,95
vládní spotřeba	3,5	3,5	3,4	3,0	3,0	2,5	1,6	1,4	3,9	3,3	1,9	1,24
investice	5,5	5,6	3,3	3,5	3,3	2,0	2,6	2,9	0,1	4,2	2,7	3,05
dovoz	2,9	5,6	7,1	6,4	5,8	4,7	2,7	2,9	-1,2	5,4	3,6	2,1
vývoz	2,0	3,5	4,6	3,3	3,6	4,0	2,2	2,5	2,8	3,3	2,6	2,3
nezaměstnanost (%)	3,8	4,0	4,2	4,2	4,2	4,3	4,2	4,2	3,6	4,0	4,3	4,11
inflace (CPI % y/y)	3,3	3,2	2,6	2,7	2,6	2,5	2,7	2,6	4,1	3,0	2,6	2,51
jádrová inflace (PCE % y/y)	3,0	2,7	2,7	2,8	2,5	2,5	2,5	2,4	4,2	2,8	2,5	2,3
běžný účet (% HDP)	-3,2	-3,3	-3,6	-3,8	-3,9	-3,9	-3,9	-3,9	-3,3	-3,7	-3,8	-3,61
rozpočtový deficit (% HDP)	-5,8	-5,4	-6,2	-6,0	-5,8	-5,8	-6,0	-5,7	-6,3	-6,4	-6,5	-6,6
vládní dluh (% HDP)	98,2	98,3	97,2	97,8	98,4	98,4	98,4	98,4	97,2	98,7	100,4	102,45

\* 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.

