

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Ekonomické dopady AI

ČR Po únorovém snížení sazeb centrální bankéři naznačují pauzu

EMU Inflační dynamika je umírněná, prostor pro další snižování sazeb zůstává

USA Spotřebitelská důvěra se propadá

www.ppfbanka.cz

březen 2025

Magdalena Středová, Ľuboš Mokráš



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

Od zveřejnění ChatGPT nepřestala umělá inteligence (AI) poutat pozornost široké veřejnosti i investorů. Přísliby AI jsou velké, úsilí velkých i malých společností je realizovat intenzivní. Občas se zdá, že až moc, jako například po zveřejnění čínského jazykového modelu DeepSeek, kdy si investoři uvědomili, že pokrok ve vývoji softwaru může způsobit, že obrovské investice do hardwaru budou zbytečné. Naším cílem je dát záplavu informací týkajících se AI do kontextu – využíváme k tomu analogii s vývojem internetu a zároveň chceme načrtnout alespoň základní obrys možných dopadů AI na ekonomiku, především v krátkodobém horizontu.

Aktuální ekonomické dopady AI

Umělá inteligence jako směr akademického výzkumu vznikla v padesátých letech. K širokému praktickému uplatnění postupů vyvinutých v rámci jejího výzkumu dochází od osmdesátých let (expertní systémy). Po roce 2000 se začaly prakticky uplatňovat systémy strojového učení. Představení a zdostupnění aplikací založených na velkých jazykových modelech (generativní AI) vyvolalo nejen velký zájem, ale také vlnu ekonomické aktivity, především masivních investic do infrastruktury umožňující jejich výzkum, vývoj a provoz. Zároveň začal proces jejich praktického uplatnění, což vedlo k otázce, jak rychlé a široké bude a jaké budou krátkodobé a dlouhodobé ekonomické důsledky jejich zavádění. Jakou mají tyto rozbíhající se procesy už nyní praktickou váhu, názorně ukázala reakce akciových trhů na představení čínského jazykového modelu DeepSeek. Tato událost byla bezprostředním podnětem pro téma tohoto měsíce, ve kterém se podíváme především na aktuální ekonomické dopady nástupu této technologie.

Analogie AI a internetu

„Umělá inteligence představuje bezpochyby největší příležitost od dob cloudu a pravděpodobně největší technologický posun a příležitost v byznysu od vzniku internetu“ – Andy Jassy, šéf Amazonu. Začínáme citátem, který byl pronesen nedávno při představování čtvrtletních výsledků společnosti Amazon a který do značné míry vystihuje názory a náladu mezi šéfy největších technologických společností. Analogie mezi internetem a umělou inteligencí funguje v několika směrech – internet představuje primárně revoluci ve sdílení a dostupnosti informací, umělá inteligence v jejich zpracování. Historie internetu i umělé inteligence sahá do šedesátých let, ale jejich skutečný ekonomický potenciál se projevil až po tom, co došlo k jejich zpřístupnění pro širokou veřejnost – v případě internetu šlo o vytvoření standardu WWW (1989) a internetových prohlížečů (Netscape, 1994), v případě AI to jsou velké jazykové modely (LLM) a na nich založení chatbotů (ChatGPT 2022). Internet, co se týká dostupnosti a široké využitelnosti, předběhl AI o 30 let, a díky tomu máme k dispozici paralelu pro odhad možných ekonomických dopadů AI.

Adopce internetu v devadesátých letech byla velmi rychlá. Už několik málo let po otevření pro veřejnost (1991)

a zejména po vytvoření prostředků usnadňujících přístup bylo jeho využívání masové. Zároveň došlo velmi rychle k jeho komercializaci a explozi široké nabídky služeb. Nadšení z nabízejících se možností podstatně podpořilo vznik bubliny na akciovém trhu na přelomu tisíciletí. Po



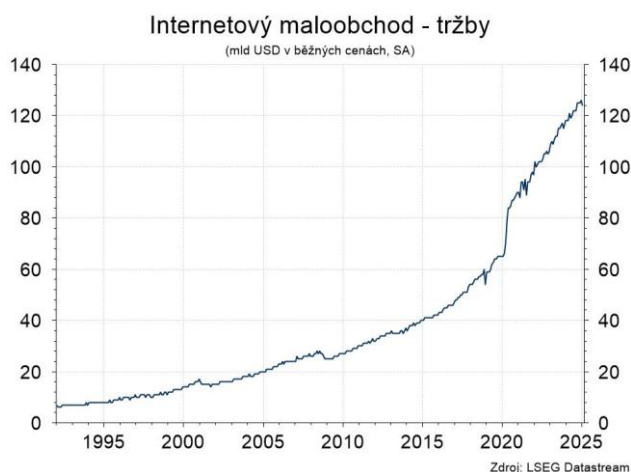
jejím prasknutí přišlo období skepse a nedůvěry v možnosti monetizace internetových služeb. Vzestup společností, jako je Amazon, Google a později Facebook (Meta), však skeptiky usvědčil z omylu. Internet se také velmi rychle vyvíjel technicky a až neuvěřitelně rychle přešel z vytáčeného připojení o rychlosti 28,8 kb/s ke schopnosti přenášet bez problémů video s vysokým rozlišením.

Rozvoj internetu měl řadu ekonomických dopadů, některé z nich jsou velmi hluboké, přímo měnící zažitá ekonomická paradigmat. Zásadní byla jeho role v rozvoji globalizace, velko- i maloobchodu, přestrukturoval marketing i masová média. Všeobecná dostupnost, široké možnosti využití a prakticky beznákladová replikace softwaru umožnily vznik úplně nových forem monetizace služeb, kdy přímé platby za jejich využití byly nahrazeny distribucí reklamy. Internet také ukázal převahu otevřených standardů a systémů nad uzavřenými – uzavřený stát řízený Minitel neměl šanci, stejně jako selhala snaha společnosti AOL vytvořit vlastní uzavřený internetový subsystém.

V rámci naší analogie se AI nyní nachází někdy v roce 1995/6. Když si pokusíte představit, kde byl internet v roce 1995 a kde je dnes, může vám to pomoci s vytvořením představy, kde aktuálně stojíme z hlediska praktického uplatnění AI a jaký je prostor pro její rozvoj a vytváření nových aplikací. Výhodou pro AI je okamžitá široká dostupnost díky existenci internetu a díky extrémně rychlému budování datacenter. Stejně jako internet ve svých počátcích je AI pro širokou veřejnost aktuálně především atrakcí, hračkou. A stejně jako u internetu před



30 lety i u AI dnes jednak dochází k rychlé snaze o její produktivní využití a zároveň pokračuje její velmi rychlý vývoj. Stejná je také směs bezbřehého nadšení a optimismu na jedné straně a opatrné skepse a nedůvěry na straně druhé.



Infrastruktura (hardwarová i softwarová)

Bezprostřední ekonomický dopad nástupu chatbotů založených na velkých jazykových modelech se projevili především masivními investicemi do podstatného urychlení budování datacenter zajišťujících jejich fungování. Značnou část těchto investic vynaložilo několik klíčových společností poskytujících cloudovou infrastrukturu, jejíž součástí se staly i služby hostování AI aplikací. Jak ukázala nedávná výsledková sezóna (výsledky společností za 4. čtvrtletí 2024), ani toto vysoké tempo zatím nestačí a možnosti dalšího urychlení jsou omezeny limity na straně dodavatelů (výroba čipů a navýšení dodávek energie) a administrativními zdržením souvisejícími s povolováním výstavby nových datacenter. Všechny velké firmy poskytující AI v cloudu oznámily pokračování masivních investic i v letošním roce. Zároveň pokračuje vysoká aktivita v navazujících odvětvích, především v investicích do rozšiřování kapacity na výrobu energie.

Pokračuje také velmi rychlý vývoj umělé inteligence i jejích aplikací. Z hlediska dopadu na akciový trh a posunu ve vnímání AI je specifickým příkladem nedávné uvedení čínského LLM DeepSeek. Síla reakce měla tři důvody: 1) jde o čínský model, zatím v této oblasti dominovaly americké společnosti, 2) kvalita modelu, který se minimálně vyrovnal do té doby nejlepšímu americkému modelu o1 společnosti OpenAI, 3) relativně nízké náklady na trénink modelu.

To, že je DeepSeek čínský model a že je vysoce kvalitní, má dvě implikace: geopolitickou a ekonomickou. Z geopolitického hlediska ukazuje riziko, že by USA mohly ztratit své vedení v této klíčové oblasti, což by mohlo mít negativní dopady na jejich ekonomiku i bezpečnost.

Z ekonomického hlediska DeepSeek dokazuje, že lze vyvinout vysoce konkurenceschopný model i bez špičkového hardwaru, na jehož vývoz do Číny USA udělily embargo. To mělo bezprostředně dopady především na tržní vnímání perspektiv výrobce klíčových čipů Nvidia.

Kombinace kvality modelu DeepSeek a nízkých nákladů na jeho vývoj hodně překvapila trh, ale roli v tom opět sehrál fakt, že jde o čínský model. Efektivita a kvalita modelů roste průběžně i v USA, investoři si toho ale až tak nevšimli. Příkladem může být nedávné uvedení modelu společnosti Google Gemini 2.0, který je podle CEO Google DeepMind Demise Hassabise srovnatelný z hlediska kvality i efektivity s DeepSeek. Je vysoce pravděpodobné, že rychlý vývoj AI modelů a aplikací bude pokračovat ještě poměrně dlouho, jak může opět ilustrovat analogie s internetem: vyhledávač Google byl uveden v roce 1998, tedy čtyři roky po prvním internetovém prohlížeči, a Facebook jako prototyp úspěšné sociální sítě byl pro širokou veřejnost zpřístupněn v roce 2006, tedy 12 let po prvním prohlížeči. A v obou případech pochopitelně pokračoval další intenzivní vývoj. Stejně jako u internetových aplikací lze i u AI očekávat rychlé rozšiřování možností použití spolu s růstem kvality a obecné dostupnosti. Aktuálním příkladem je přechod od prostých chatbotů určených k přímé komunikaci ke složitějším agentům umožňujícím podstatně širší spektrum činností.

Bezprostřední reakce na DeepSeek se týkala především jeho efektivnosti a z ní plynoucího pocitu, že díky němu nebude potřeba tak masivní infrastruktura, jaká je budována, a že tedy aktuální tempo investic je přehnané. Zároveň nebude potřeba ani tolik energie, což mělo dopad na hodnocení dodavatelů energie. Existuje několik důvodů, proč byla reakce založená na tomto pocitu neadekvátní. Široce byl citován Jevonsův paradox, tedy skutečnost, že zvýšení efektivity, a tedy snížení nákladů vede k širšímu použití technologie. Specificky je tento fakt důležitý pro komerční uplatnění AI, protože nižší náklady jednak znamenají vyšší konkurenceschopnost a současně rozšiřují okruh činností, kde je AI konkurenceschopná jako náhrada lidské práce. Dalším důvodem neadekvátnosti bezprostřední reakce je fakt, že růst spotřeby energie pokročilými modely umělé inteligence silně limitoval její další vývoj. Aby se AI vůbec mohla dále vyvíjet, muselo nutně dojít ke zvýšení její efektivity. Bude ale nutné, aby i nadále růst kvality AI krácel ruku v ruce s růstem její efektivity. To bude vyžadovat neustálé rozšiřování a modernizaci stávající infrastruktury tak, jak je tomu analogicky i v případě internetu.

Ekonomické dopady praktického uplatňování AI

Ekonomickými dopady praktického nasazení AI se ekonomové zabývají už poměrně dlouho, výrazně před uvedením chatbotů. Podnětem ke zkoumání ekonomických



dopadů AI bylo jednak její praktické nasazování (už zmíněné expertní systémy a systémy strojového učení), ale také donedávna zdánlivě vzdálená a čistě teoretická perspektiva vytvoření AI srovnatelné svými schopnostmi s lidmi. Přelom v podobě LLM a chatbotů vedl k nové vlně zájmu a v mnoha případech k přehodnocení dopadů AI. Pohledy na ekonomický dopad AI se však poměrně podstatně liší – od vysoce optimistických po podstatně opatrnější. Spektrum názorů ilustrujeme na několika studiích.

Ekonomický potenciál generativní AI: nová hranice produktivity¹ je často citovaná studie od společnosti McKinsey. Zabývá se možným rozsahem a dopady nasazení generativní AI (tj. té části, která je založena na LLM) na obecné úrovni a také konkrétněji pro několik odvětví. Tato studie patří mezi ty optimistické, očekávající výrazný pozitivní dopad praktického uplatnění generativní AI. Ta by podle jejích odhadů měla zvýšit globální HDP o biliony dolarů (přímé dopady jsou konkrétně odhadovány na 2,6 – 4,34 bln. USD ročně, světové HDP v roce 2023 bylo 106,2 bln. USD, HDP Velké Británie v roce 2021 3,1 bln. USD), což by zvýšilo celkový příspěvek AI k HDP o 15–40 %. Generativní AI by se podle ní měla uplatnit především v zákaznickém servisu, marketingu a prodeji, v oblasti softwarového inženýrství a ve výzkumu a vývoji. Generativní AI by měla díky schopnosti komunikovat v přirozeném jazyku obecně urychlit tempo náhrady lidské práce automatizací. Studie zároveň upozorňuje na rizika a problémy spojené se zaváděním AI,

především co se týká přizpůsobení náplně práce zaměstnanců.

Potenciálně veliký efekt AI na růst hospodářství² predikuje studie od ekonomů Goldman Sachs. Také zde převládá optimismus ohledně ekonomických dopadů. Autoři odhadují, že až dvě třetiny současných pracovních pozic mohou být částečně automatizovány s pomocí AI a že AI může automatizovat až čtvrtinu pracovních úkonů (nejvíce u kancelářských prací, nejméně ve stavebnictví). Dopad AI by měl být podstatně výraznější u vyspělých států, což je dáno značným množstvím administrativních pracovníků. Autoři uvádějí přehled odhadů dopadů AI na růst produktivity práce z pěti studií. Medián odhadů je 2,6 % ročně, odhady se pohybují od 1,7 % do 6,8 % a všechny byly zveřejněny před uvedením velkých jazykových modelů, nezahrnují tedy možné zvýšení přínosů plynoucí z jejich uplatnění.

Do třetice se podíváme na jednu akademickou studii – **Jednoduchá makroekonomie AI**³, jejímž autorem je nositel Nobelovy ceny za ekonomii z loňského roku D. Acemoglu. Tato studie je na rozdíl od předchozích, zpracovaných zaměstnanci konzultantské společnosti a investiční banky, poněkud skeptická. Acemoglu vychází z odhadu podílu činností, kde se může AI uplatnit, a odhadu podílu nákladů, který může ušetřit. Tyto odhady zpracovává pomocí ekonomického modelu a výsledkem je odhad růstu celkové produktivity faktorů o méně než 0,54 % v průběhu příštích deseti let, což není zanedbatelné, ale není to ani nijak zvlášť převratné.

My patříme mezi optimisty a předpokládáme, že ekonomický dopad AI bude zásadní a přijde poměrně rychle. Inspirující je v tomto směru opět analogie mezi AI a internetem. Zmíněné studie vesměs vycházejí z aktuální úrovně uplatnění nebo z úrovně, kterou lze bezprostředně dovodit z aktuálního stavu vývoje, jsou tedy spíše vzad hledící. Jak však ukazuje historie internetu, způsoby jeho využití a monetizace nebylo možné realisticky odhadnout ani na několik málo let dopředu. Příkladem mohou být sociální sítě – ještě v době veřejné nabídky Facebooku panovala značná skepse ohledně jeho perspektivy, přestože v té době jej už využívaly stovky milionů lidí a měl jasný model monetizace. Podobně jsme dnes v situaci, kdy je adopce nástrojů využívajících AI velmi rychlá a široká, a navíc lze očekávat, že s růstem kvality a záběru (multimodální modely, agenti, robotika) budou aplikace dále rychle přibývat. Zároveň, jak jsme už zmínili, bude pokračovat také růst kvality a efektivity, který bude dále podporovat adopci AI v ekonomických činnostech.

Aktuální situace potvrzuje závěry studie Goldman Sachs. AI se skutečně nejvíce uplatňuje v administrativě (automatizace rutinních činností), informatice (podpora při

Podíl pracovní činnosti nahraditelný AI



Zdroj: Goldman Sachs Global Investment Research,

¹ [file:///C:/Users/Imokras/Downloads/the-economic-potential-of-generative-ai-the-next-productivity-frontier.pdf](https://www.mckinsey.com/industries/artificial-intelligence/our-insights/generative-ai-the-next-productivity-frontier)

² https://www.gspublishing.com/mwg-internal/de5fs23hu73ds/progress?id=sKTLTfwh_07TAWnChKOOpNY102bOd4oAUr4vFFFjMgM.&dl

³ [file:///C:/Users/Imokras/Downloads/Acemoglu_Macroeconomics-of-AI_May-2024.pdf](https://www.gspublishing.com/mwg-internal/de5fs23hu73ds/progress?id=sKTLTfwh_07TAWnChKOOpNY102bOd4oAUr4vFFFjMgM.&dl)



vývoji softwaru) a technických službách. Rychle se uplatňuje také ve zdravotnictví při podpoře diagnostiky (například vyhodnocování rentgenových snímků), podpoře plánování zdravotní péče a vývoji nových léků. Ve finančních službách pomáhá při detekci podvodů, risk managementu a vyhodnocování investičních příležitostí (hedgeový fond plně využívající AI k analýze překonal výkonnost lidmi řízených fondů).

Závěr

AI, především po relativně nedávném nástupu její generativní formy, má předpoklady způsobit ekonomickou revoluci. Momentálně jsme na jejím začátku a tento text měl za cíl osvětlit některé souvislosti aktuálního vývoje a očekávání ohledně blízké budoucnosti (nejbližší roky). Vývoj AI s sebou přináší a podle našeho názoru bude i nadále přinášet překvapení, některá z nich s poměrně citelným dopadem jak na finanční trhy, tak na vnímání perspektiv (DeepSeek je příkladem). Podobně jako měnil některá zažitá ekonomická paradigmatu internet, bude je měnit i AI. Její skutečný nástup stále ještě začíná, je nutné se připravit na to, že dlouhodobý dopad bude pravděpodobně ještě podstatnější, než si dnes většina lidí představuje. Pravděpodobnost dalších technologických průlomů spojených s AI stěžuje předpovědi ohledně ekonomických dopadů v delším časovém horizontu, avšak podle aktuálního tempa jejího uplatňování, rozvoje na ní založených nástrojů a rozvoje AI infrastruktury je pravděpodobné, že dopady budou skutečně zásadní, ale také dvojsečné. Na jednu stranu má AI potenciál bezprostředně podstatně zvýšit produktivitu práce v činnostech souvisejících se zpracováním informací, na druhou stranu s sebou přinese podstatné změny na trhu práce. Tyto posuny jsou patrné už nyní a mohou rychle eskalovat. Pro zaměstnance to bude znamenat nutnost dalšího kola rozšiřování a úprav kvalifikace až nutnost rekvalifikace. Zajímavé je v tomto směru vrátit se ke srovnání s internetem. Ten podobným problémem trpěl minimálně, pracovní činnosti prakticky neubíral (je možné diskutovat například o vlivu internetových obchodů na zaměstnanost v maloobchodě), zato jich hodně přidal. AI však bude práci lidí nejen podporovat, ale v mnoha případech přímo nahrazovat. V delším časovém horizontu bude navíc váha tohoto problému růst s tím, jak se bude rozšiřovat uplatnění AI od zpracování informací k dalším činnostem (samořiditelná auta, humanoidní roboti). Výsledná změna struktury ekonomiky (větší tvorba bohatství s menší potřebou lidské práce) bude vyžadovat přizpůsobení společnosti. Podobné obavy však nejsou nové – obavy z dopadů úbytku pracovních příležitostí v důsledku technického a technologického pokroku panují minimálně od dob ludditů, zatím se však vždy ukázaly jako liché.



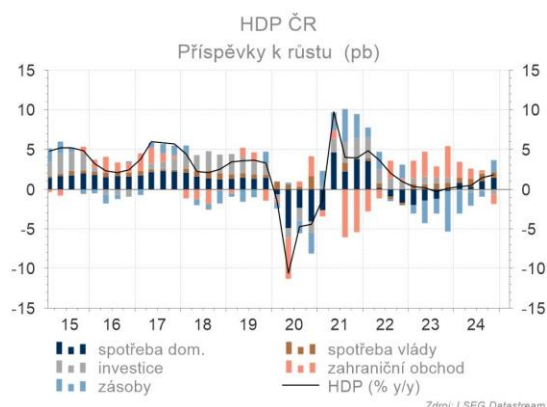
Spotřeba podle maloobchodních tržeb na konci loňského roku potvrdila svou sílu, předstihové indikátory ale již tak optimisticky nevyznívají, a to i přesto, že inflace klesá, reálné mzdy rostou a trh práce zůstává silný.

Ekonomická aktivita

Poslední čísla z loňského roku nepřinesla významnější překvapení. Průmyslová výroba meziročně poklesla o 3 %, a byla to hlavně slabost automobilového průmyslu, co bránilo lepším výsledkům celého průmyslu, ale vliv měla i vyšší srovnávací základna. Celkově v loňském roce průmyslová výroba poklesla o 1,4 % a hodnota nových zakázek se zvýšila o 2,8 %. Ve srovnání s průměrem zemí EU na tom byla česká průmyslová produkce o něco lépe. Naopak stavební produkce byla v loňském roce pod průměrem EU, když meziročně poklesla již druhý rok v řadě opět o 2,4 %. Samotná prosincová čísla byla ale poměrně optimistická. Meziroční růst o 9,7 % byl výsledkem jak pozemního, tak inženýrského stavitelství. Že by ale prosincová optimistická čísla znamenala obrat v trendu, nečekáme, spíše se jednalo o meziměsíční volatilitu.

Celkově ekonomiku v loňském roce táhla spotřeba domácností, což potvrdily i prosincové statistiky maloobchodních tržeb i detaily růstu HDP za 4. čtvrtletí. Maloobchodní tržby v prosinci vzrostly nad očekávání o 6,2 %. Celkově ve 4. čtvrtletí loňského roku spotřeba domácností přispěla k růstu HDP 1,9 pb. Naopak negativní vliv měly investice (-0,7 pb) a zahraniční obchod (-1,7 pb). I přes svižný růst spotřeby domácností v loňském roce ale pohled na historický vývoj ukazuje, že aktuálně jsou celkové maloobchodní tržby bez motorových vozidel pouhé 1 % nad prosincem roku 2019. Prostor pro růst spotřeby je tedy evidentní a spotřeba domácností by tak v letošním roce mohla zůstat hlavním tahounem růstu, ale spotřebitelská důvěra se na začátku letošního roku zhoršila, což tyto optimistické vyhlídky limituje.

HDP táhla v loňském roce hlavně spotřeba domácností a mělo by tomu být tak i nadále.



Inflace a centrální banka

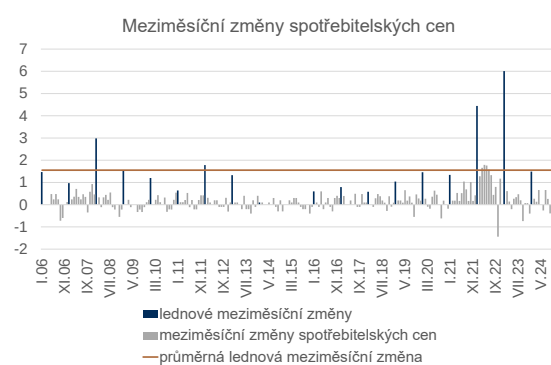
Po prosincové pauze ČNB únorovým zasedáním znovu snížila sazby o 25 bb, repo sazba je nyní 3,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo všech 7 členů bankovní rady a neodradila je ani mírně vyšší předběžná inflační čísla, která publikoval v den zasedání ČSÚ. Bankovní rada měla k dispozici i novou prognózu, která přehodnotila výhled inflace i HDP směrem dolů (růst HDP v roce 2025 z 2,4 % y/y na 2,0 % y/y, inflace z 2,5 % na 2,4 %). Prognózovaná trajektorie sazeb se prakticky nezměnila. Nová prognóza je tak konzistentní s postupným snižováním sazeb až na 3,25 % na konci letošního roku. Guvernér Michl ale upozornil, že ČNB bude i nadále přistupovat k uvolňování měnové politiky velice opatrně a je pravděpodobné, že sazby budou nad prognózovanými. Očekáváme proto, že na příštím zasedání v březnu si dá ČNB opět pauzu a k dalšímu snížení dojde až v květnu. Zda i po květnovém snížení bude následovat další, je velice nejisté a bude to záležet na vývoji jak inflace, tak reálné ekonomiky.

Inflační čísla zatím ukazují, že prostor pro snižování sazeb je. Lednová inflace (2,8 %) sice poklesla méně, než čekal trh (2,5 %), ale odchylka byla způsobena hlavně volatilitou cenami potravin a alkoholických nápojů. Potraviny spolu s alkoholickými nápoji přispěly k meziročnímu růstu cen 1,2 pb. V meziměsíčním vyjádření vzrostly ceny o 1,3 %. Lednové přecenění je v Česku tradiční a ve zbytku roku změny cen již většinou nejsou výrazné. Letošní lednové přecenění bylo i přes výkyv cen potravin ve srovnání s průměrem posledních 20 let nižší a potvrzuje se tak, že inflační tlaky jsou pod kontrolou.

Rizika

Vnější nejistota přichází jak z Ameriky v podobě hrozby cel, tak z Německa, kde sice výsledek voleb zabránil hrozící fragmentaci politického spektra, ale příslib rychlých investic nutných k ekonomickému oživení nepřinesl, proto stagnace německé ekonomiky bude i nadále negativně působit na hospodářský růst ČR.

Lednové přecenění bylo v porovnání s dlouhodobým průměrem nižší.



Zdroj: ČSÚ

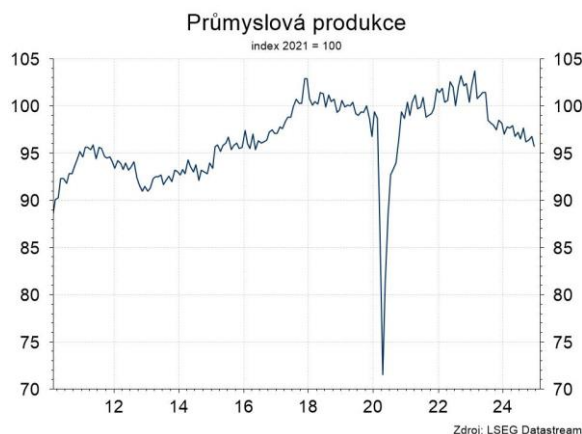


Trhy uvítaly výsledky německých voleb. Z ekonomického hlediska je tento optimismus zřejmě příliš velký, protože na odblokování dluhové brzdy – podmínky nutné pro financování nutných investic – je potřeba 2/3 většina, kterou bude formující se koalice hledat velmi těžko.

Ekonomická aktivita

Prosincové údaje o průmyslové výrobě potvrdily slabost průmyslu v eurozóně. Meziměsíční pokles o 1,1 % by bez irských volatilních výsledků byl dvojnásobný. Průmyslovou výrobu táhlo dolů zejména Německo, což bylo ale do značné míry způsobeno načasováním prosincových prázdnin, a statistiky německé asociace automobilového průmyslu slibují, že lednové výsledky by měly být již lepší. Pohled na delší časovou řadu ukazuje, že meziměsíční výkyvy oscilují kolem dlouhodobého klesajícího trendu. Celkově za rok 2024 průmyslová výroba v eurozóně poklesla o 1,7 % (v celé EU byl pokles o 2 %) a stále čeká na významnější impuls. Předstihové indikátory se sice v posledních třech měsících mírně vylepšily, ale PMI ve zpracovatelském průmyslu zůstává stále pod hladinou 50, tedy ukazuje na zhoršování situace. Na druhou stranu americká hrozba cel nezpůsobila v očekávání podniků výraznější negativní změny. Únorový PMI ve zpracovatelském průmyslu dokonce mírně vzrostl ze 46,6 v lednu na 47,3. Také kompozitní PMI zůstal v únoru nezměněn na 50,2 bodu. S aktuálními hodnotami PMI je konzistentní růst HDP v 1. čtvrtletí okolo 0,2 % q/q. K výraznému ekonomickému oživení tak zatím v letošním roce nedochází. A rychlou změnu nepřinesou ani výsledky německých voleb. Na jednu stranu sice nedošlo k tak velké fragmentaci politického spektra, jaká hrozila, na druhé straně k větším investicím (nejen do obranného průmyslu) by byla potřeba změna dluhové brzdy a ta je podmíněna

Meziměsíční volatilita průmyslové výroby pokračuje, klesající trend také.



2/3 většinou, tedy podporou, kterou předpokládaná koalice CDU/CSU a SPD bude hledat obtížně.

Inflace a centrální banka

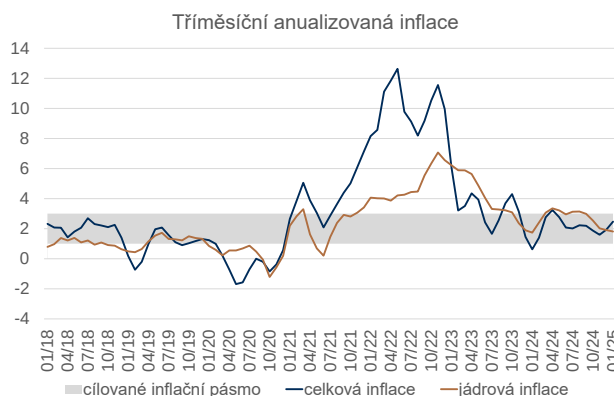
Celková inflace v lednu mírně vzrostla z prosincových 2,4 % na 2,5 %, jádrová inflace zůstala stabilní na 2,7 %. Cenový růst byl ale tažen hlavně cenami energií. Pohled na meziměsíční dynamiku cen ukazuje, že dezinflační tlaky pokračují. Lednový meziměsíční nárůst cen o 0,5 % byl tažen cenami pohonných hmot a lze jej považovat za umírněný. Také meziměsíční nárůst jádrové inflace o 0,3 % ukazuje, že inflace směřuje zpět do inflačního pásma. Pohled na inflační momentum za poslední tři měsíce je také příznivý. Při analýze posledních tří meziměsíčních změn cen se jádrová inflace dostává na 1,8 %. Dynamika celkové inflace sice mírně vzrostla, ale to bylo dáno hlavně volatilními cenami energií. Prostor pro další snižování sazeb ECB tak je otevřený. Navíc nová aktualizace průzkumu ECB o růstu mezd ukázala na zmírňování tlaků při vyjednávání mzdového nárůstu.

ECB tak nemá důvod ukončovat nebo pozastavovat svůj cyklus měnového uvolňování. V aktualizovaném odhadu neutrální úrokové sazby ECB potvrdila loňský názor, že neutrální sazba se pohybuje v rozmezí od 1,75 % do 2,25 %. Kam až bude Rada guvernérů ochotna sazby snížit, zůstává nejisté. My prozatím držíme náš základní scénář, že ECB sníží sazby postupně na 2 %, ale nelze vyloučit, že půjde ještě níže podle aktuálního vývoje inflace i reálné ekonomiky.

Rizika

Na první pohled představují pro Evropu největší ekonomické riziko zhoršené vztahy s Amerikou, pozornější pohled na celou EU ale ukazuje, že vnitřních jak politických, tak ekonomických problémů, které brzdí ekonomické oživení, je více.

Inflační dynamika zůstává umírněná, prostor pro další snižování sazeb je otevřený.



Zdroj: ECB, vlastní výpočty



Nástup prezidenta Trumpa do funkce na konci ledna byl ostrý a dá se říci, že tempo (s vydatnou pomocí Elona Muska) udržel i v únoru. Pro finanční trhy to znamenalo pokračující nejistotu, která se však neomezila pouze na ně. Obavy z inflace vyvolané zavedením cel a zvýšená nejistota ohledně vývoje na trhu práce vedly k poměrně citelnému poklesu spotřebitelské důvěry. Poklesly také maloobchodní tržby, ale tam víc působily faktory jako negativní vliv počasí (neobvykle studená zima) a požáry v Kalifornii. Osobní spotřebu však bude potřeba pozorně sledovat, protože je pro výkonnost americké ekonomiky klíčová, a pokud by došlo k jejímu slábnutí, mělo by to poměrně brzy negativní dopady na trh práce, což by jen přispělo k dalšímu slábnutí osobní spotřeby.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce byla spíše silná, především kvůli nečekanému poklesu míry nezaměstnanosti a stejné nečekanému zrychlení tempa růstu mezd. Počet nových zaměstnanců však byl nižší, než se čekalo, a to by mohlo ukazovat na negativní dynamiku v tvorbě pracovních míst. Toto riziko posílil i nižší než očekávaný počet nabízených pracovních míst. Varovné je také zřetelné slábnutí spotřebitelské důvěry (jak michiganský index, tak index Conference Board) a pokles předběžného konjunkturálního indikátoru PMI ve službách pod 50. Nakolik tyto negativní náznaky souvisí s krátkodobými faktory, jako je počasí, a nakolik jde o důsledek šokové terapie praktikované novou administrativou, ukáže několik nejbližších měsíců. Slabost osobní spotřeby potvrdily i souhrnné údaje na konci měsíce, které však zároveň ukázaly rychlejší neočekávaný

růst příjmů a tedy růst míry úspor. Ta se na koci roku dostal na úroveň 3,5 %, což je historicky velmi nízko – slabost spotřeby v lednu tedy asi byla částečně i kompenzací za její sílu na koci roku. Růst HDP v prvním čtvrtletí však pravděpodobně bude ve srovnání se čtvrtým čtvrtletím relativně slabý. Nowcast atlantského Fedu gdpNOW momentálně ukazuje na růst o 2,3 % SAAR, což je však stále zhruba na potenciálu růstu ekonomiky USA.

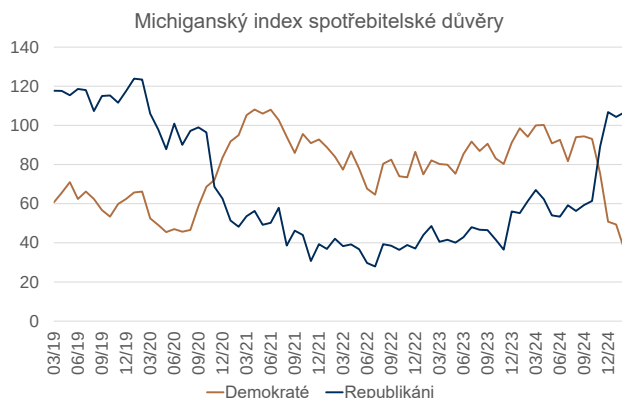
Inflace a centrální banka

Jak index maloobchodních, tak průmyslových cen překonal očekávání. Negativní dopad těchto dat však byl poněkud zmírněn tím, že preferovaný inflační ukazatel Fedu inflační index PCE stagnoval poblíž očekávaných hodnot. Trh i spotřebitelé se však stále obávají negativních dopadů cel na inflaci, což se projevuje v růstu inflačních očekávání, hlavně krátkodobých (michiganský index a inflační swapy). Inflačních rizik si je dobře vědom i Fed. Záznam z posledního zasedání FOMC potvrdil, že Fed bude opatrný a nevrátí se ke snižování sazeb, dokud neuvidí, že se inflace vrací k jeho cíli. Nejistota ohledně dalšího vývoje sazeb je tak velmi vysoká. Nejenže hrozí i podstatný odklad návratu k jejich snižování (momentálně počítáme, že sazby budou sníženy ve druhém pololetí), ale v extrémním případě nelze vyloučit ani jejich zvýšení, pokud by cla a obchodní války odstartovaly inflační spirálu. Na druhou stranu by případné výraznější zpomalení růstu osobní spotřeby a následně ekonomiky mohlo inflaci tlumit.

Rizika

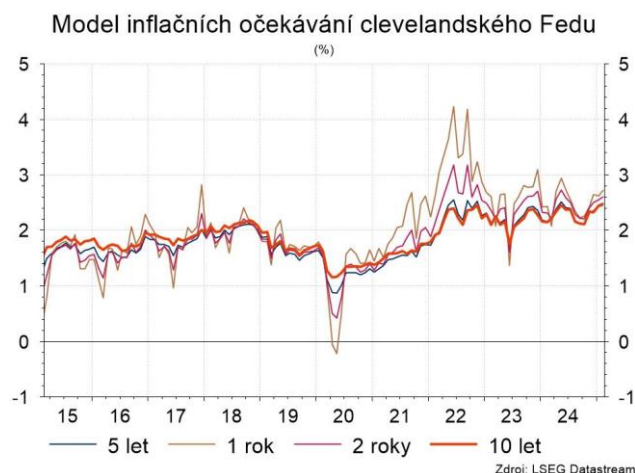
Největším rizikem zůstávají ekonomické dopady chaotického začátku Trumpova prezidentského období. Nejistý je vývoj jak v oblasti vnějších vztahů (cla, geopolitika), tak vnitřní vývoj (dopady rozpočtových škrtů a nejistoty jak u spotřebitelů, tak u podnikatelů). Nejistý je i geopolitický vývoj, což má dopady na vývoj cen surovin na na kurz dolaru.

Spotřebitelskou důvěru hodně ovlivňuje politická příslušnost.



Zdroj: Bloomberg

Inflační očekávání rostou.



EUR/USD

Prudké posílení kurzu dolaru k euru v reakci na vyhlášení cel vůči Kanadě, Mexiku a Číně dlouho nevydrželo. Dolar měl v průběhu měsíce tendenci oslabovat, četné výkyvy jeho kurzu odrážely jak geopolitické (naděje na příměří na Ukrajině), tak politicko-ekonomické (hlavně cla a spekulace na vývoj sazeb Fedu a ECB) i čistě ekonomické (především inflace, částečně růst) faktory. Z vyššího hlediska by měly stále převažovat faktory pozitivní pro dolar (především úrokový a růstový diferenciál, ale také bezpečný přístav v turbulentním období), ale trh je pravděpodobně stále pod vlivem likvidace pozic silně převážených ve prospěch dolaru, tedy normalizace nerovnováhy, která se naakumulovala po zvolení D. Trumpa prezidentem. Důležitým faktorem je také vývoj úrokového diferenciálu mezi USA a Německem – spojitost krátkodobého vývoje rozdílu mezi výnosy amerických a německých dluhopisů je zjevná. Podle aktuálního vývoje situace by v měsíčním horizontu měla pokračovat konsolidace s rizikem obnovení tlaku na posilování dolaru. Konkretizace obchodně-politických opatření USA, především slibovaných recipročních cel, by mohla být katalyzátorem návratu dolaru k posilování. Naopak případná úspěšná snaha o příměří a jednání na Ukrajině by pomohla euru, protože by snížila geopolitické riziko plynoucí z aktivního ozbrojeného konfliktu v bezprostředním sousedství EU. Další vrstvu nejistoty přidávají ekonomická data, která budou ovlivňovat pohled trhu na vývoj sazeb centrálních bank, což bude ovlivňovat dluhopisový trh a zprostředkovně i kurz dolaru k euru. Nejistota je tedy ještě vyšší než obvykle, což by mělo přispět ke zvýšené citlivosti trhu a volatilitě.

EUR/CZK

Měsíc únor byl pro korunu ve znamení posilování. V první polovině měsíce koruna otestovala neúspěšně hladinu odporu 25,0 EUR/CZK, ale ke konci měsíce pro nás poněkud překvapivě posílila až na 24,9 EUR/CZK, nejsilnější hodnotu od června minulého roku. Co stálo za posílením koruny, není úplně zřejmé, ale svou roli bezesporu hrálo oslabení amerického dolaru, které obecně hraje do karet středoevropským měnám. A tentokrát tomu nebylo jinak. Spolu s korunou posílil i polský zlotý a maďarský forint.

Jak se bude vyvíjet kurz koruny dál, je velkou neznámou. Na jedné straně opatrná politika ČNB v kombinaci se snižováním sazeb ECB by měla koruně pomáhat, geopolitické nejistoty i vyšší sazby v USA by měly působit opačným směrem. Náš základní scénář proto neměníme. Očekáváme, že koruna zůstane bez jednoznačného trendu, a i nadále bude oscilovat okolo 25 EUR/CZK.

Dluhopisy

První tři týdny února byly ve znamení kolísání výnosů. Trh reagoval především na vyšší než očekávanou inflaci skokem výnosů nahoru, aby následně stejně prudce poskočil dolů v reakci na slabé maloobchodní tržby. V posledním týdnu pak výnosy poměrně ostře klesaly. Důvodů k poklesu bylo několik: rostoucí skepse ohledně výkonnosti americké ekonomiky po slabých maloobchodních tržbách a citelném poklesu spotřebitelské důvěry, obavy z dopadů agresivní politiky Trumpovy administrativy na ekonomiku a výprodej na akciovém trhu. Koncem měsíce se objevily spekulace na pokles desetiletého výnosu pod 4,0 %, pokud budou pokračovat náznaky slábnutí ekonomiky. Výnosová křivka je těsně provázaná s očekávaným vývojem sazeb, především v horizontu jednoho až dvou let. Do očekávaného vývoje sazeb se přímo promítají obavy ze slabosti ekonomiky, na kterou by Fed reagoval výraznějším snížením sazeb. Další vývoj výnosů tak bude hodně záviset na zveřejňovaných datech, především na datech týkajících se jak aktuální, tak budoucí osobní spotřeby. Pokud byla spotřeba v lednu skutečně ovlivněna především krátkodobými faktory (počasí, požáry), je prostor pro další pokles výnosů omezený; pokud je pokles osobní spotřeby trendový, je prostor pro pokles výnosů velký.

Evropské dluhopisy zhruba sledovaly základní kontury vývoje v USA, ale s významnými lokálními odlišnostmi. Hlavní odlišností bylo, že na rozdíl od USA, kde výnosy v průběhu ledna v konečném výsledku zamířily dolů, v Evropě (Německu) skončily výše, než byly na začátku ledna. Speciálně německým dluhopisům pomohl optimismus ohledně dopadu předčasných voleb na ekonomiku, podpořený výsledkem voleb. Přispět mohla i opatrnost některých představitelů ECB, kteří vidí brzký konec cyklu snižování sazeb ECB. My s názorem trhu souhlasíme a vidíme konec cyklu snižování sazeb na 2 % s rizikem, že pokud by se evropské ekonomice výrazně nedařilo, mohou se sazby dostat o něco málo níže. Z toho plyne, že očekáváme kolísání výnosů poblíž současných úrovní. Ovlivnit by je měl jak vývoj na trhu v USA, tak data z Evropy a rétorika ECB.

Český desetiletý výnos byl ve srovnání s USA a Německem téměř bez pohybu, končil mírně výše, než byl na začátku měsíce, v souladu s posunem výnosů nahoru v Německu. Jak ukázala mimo jiné silná poptávka v aukci na konci měsíce, o české dluhopisy je na současných úrovních zájem. Očekáváme tedy, že by se úroveň výnosů neměla příliš měnit. Krátký konec může být citlivý na výkyvy názorů ohledně vývoje měnové politiky ČNB, dlouhý konec by mohl reagovat na případné pokroky v řešení rusko-ukrajinského konfliktu.

Akcie

Americkému akciovému trhu se v únoru nedařilo. V prvních třech týdnech sice ještě setrvačností pokračoval v mírném



růstu, ale v posledním týdnu došlo k ostrému poklesu, který dostal indexy z hlediska měsíční výkonnosti do mínusu. Příčin bylo několik. Nejdůležitější byla série slabších dat (především maloobchodní tržby a spotřebitelská důvěra). Významnou roli však hrálo i chladnoucí nadšení investorů pro velké technologické společnosti, které od začátku roku výkonnostně citelně zaostávají za širokým trhem. Tato ztráta nadšení částečně souvisí s výsledky společností, které investorům připomněly, jak moc jsou optimistická očekávání započtena v cenách a že tato očekávání nebude jednoduché naplnit. Částečně trh znervózňovalo i hyperaktivní šumění vycházející z Bílého domu. Pokles z konce února je pravděpodobně jen korekcí. Jak hlubokou, to bude záležet primárně na tom, zda data zvýrazní, nebo naopak zmenší riziko podstatnějšího zpomalení ekonomiky. Střednědobě (horizont několika nejbližších měsíců) čekáme kolísavou konsolidaci. K podstatnějšímu poklesu by došlo, až kdyby se skutečně zásadně zhoršil výhled americké ekonomiky (což aktuálně není náš hlavní scénář).

Evropským akcím se dařilo podstatně lépe, především proto, že u nich nedošlo k prudkému poklesu na konci měsíce. Rostl celoevropský index STOXX600, ale růst táhlo hlavně Německo. Lepší výkonnost mohla souviset s optimističtější výhledem motivovaným vírou v reformy po německých parlamentních volbách. Optimismus byl v kritickém závěru měsíce podpořen výsledkem voleb, který dává naději, že nová vláda vyvine snahu řešit kupící se problémy Německa.

Pražská burza v únoru excelovala, podpořily ji především tituly z finančního sektoru – Komerční banka, Erste a VIG. K nim se přidal ještě Colt. Banky měly dobrou výkonnost po celý minulý rok, což pravděpodobně souviselo s tím, že jinak dlouhodobě zaostávaly za výkonností sektoru v evropském kontextu, což teď dohánějí. Naopak horší výkonnost měl z velkých titulů ČEZ, který korigoval po mimořádném růstu v lednu.

Kredit

S ústy ještě masnými po oslavách letošního masopustu, ale zato s blaženým pocitem konce suchého února, vás milý přítel dluhopisového financování musíme informovat, že nejkratší měsíc v roce si pro nás přichystal jen dvě kloudné transakce.

V polovině února nabídla PPF banka svým privátním investorům emisi investičního certifikátu s podkladovým dluhopisem strojírenského holdingu Czechoslovak Group, splatností 5 let a 9 měsíců a variabilním výnosem s kreditní marží 5,0 %. Vzhledem k maximálnímu objemu necelých 500 milionů korun byla kniha objednávek uzavřena hned druhý den a podstatná část investorů byla navíc i krácena.

Poslední únorový den byl vypořádán primární úpis dalšího z řady zajištěných dluhopisů ze skupiny J&T Private Equity v celkovém objemu 50 milionů EUR. Tentokrát se jednalo o zero bondy s emisním kurzem 76,50 % a výnos do splatnosti tak v den emise činil rovných

5,50 % p. a. Dluhopisy nabízené i tuzemským investorům jsou obchodovatelné na burze v Bratislavě.

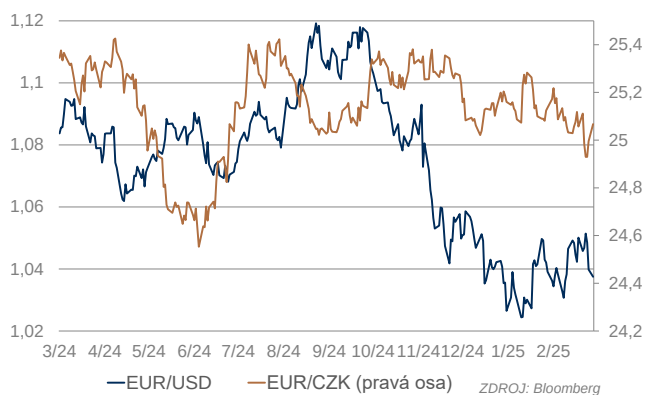
Komodity

Cena ropy po poklesu v lednu v první polovině února konsolidovala v několika vlnách, koncem měsíce pak poměrně rychle klesla. Částečně působily obavy z možné slabosti americké ekonomiky, částečně naděje na uvolnění napětí kolem Ukrajiny a návrat ruské ropy na trh bez problémů působených sankcemi. Cena by se měla držet na spíše nižších úrovních, pokud nedojde ke geopolitické komplikaci (negativní obrat v jednání o Ukrajině nebo o situaci na Blízkém východě). K dalšímu citelnému poklesu ceny by mohly vést sílící znaky slábnutí americké ekonomiky.

Po většinu února pokračoval růstový trend zlata, takže jsme se opět dočkali série nových historických maxim. V závěru měsíce však přišla korekce, která mohla souviset jak s reakcí na vývoj na dalších trzích (výprodej akcií v USA, propad bitcoinu), tak s nadějí na snížení geopolitického napětí ve světě (vyhlídky na jednání o Ukrajině a případné příměří). Předpokládáme, že pokles je dočasný a krátkodobý. Pokles výnosů v USA by měl zlatu pomoci a geopolitika podle našeho názoru ještě zdaleka není ve stavu, kdy by měla podstatně snížit atraktivitu zlata jako bezpečného přístavu. Jako nejpravděpodobnější scénář dalšího vývoje tak vidíme přechod do přechodné konsolidace po předchozím výrazném nárůstu s možností přechodu k dalšímu růstu, až konsolidace skončí.



Devizové kurzy



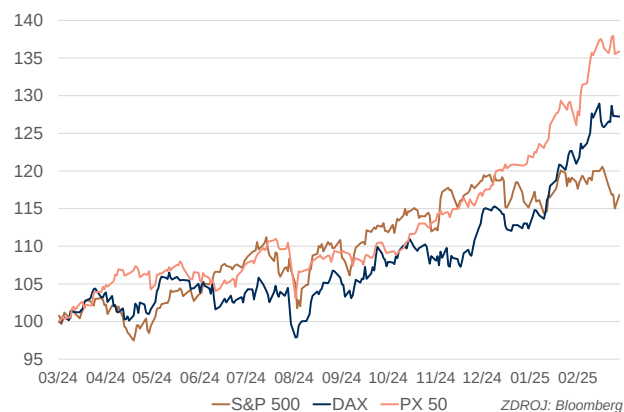
Dluhopisy (10 let)



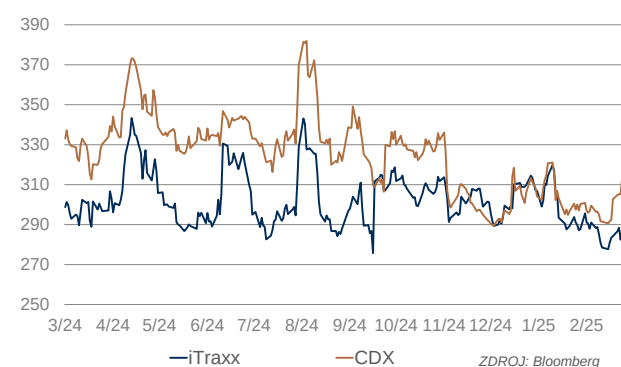
Index volatility VIX



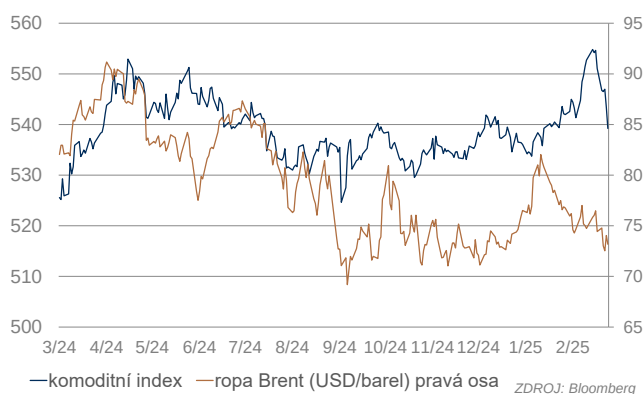
Aktiové indexy (1. 3. 2024 = 100)



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	4,25-4,50	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	3,75	3,50	↓	3,25	↓	3	↓
KURZY									
EUR/USD	1,09	1,03	1,04	1,00	↓	1,03	↑	1,05	↑
EUR/CZK	25,4	25,2	25,1	25,1	→	25,1	→	25,1	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,53	4,25	4,01	4,0	→	4,0	→	3,8	↓
US dluhopis 10y	4,18	4,56	4,24	4,2	→	4,2	→	4,0	↓
Něm. dluhopis 2y	2,89	2,03	2,01	2,0	→	2,0	→	2,0	→
Něm. dluhopis 10y	2,41	2,39	2,42	2,4	→	2,3	↓	2,2	↓
České dluhopisy 2y	3,65	3,55	3,45	3,5	→	3,5	→	3,5	→
České dluhopisy 10y	3,82	4,00	4,04	4,0	→	4,0	→	3,8	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	356,0	304,2	300,3	300	↓	290	↓	280	↓
EMU iTraxx 5y	327,7	306,9	295,8	285	↓	275	↓	270	↓
AKCIE									
S&P 500	5137,1	5994,6	5954,5					6000	→
Eurostoxx 50	4894,9	5217,9	5441,2					5500	↑
DAX	17735,1	21428,2	22570,5					22000	↓
CSI 300	3537,8	3817,1	3888,5					4000	↑
PX 50	1460,6	1838,0	1982,7					2000	→

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

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	0,9	1,0	0,8	1,0	0,4	0,7	0,9	1,2
soukromá spotřeba	1,0	0,5	1,0	1,2	1,3	1,7	1,4	1,4	0,7	0,9	1,3	1,3
vládní spotřeba	2,0	2,7	2,5	1,9	2,0	1,0	0,7	0,8	2,2	2,3	1,2	0,8
investice	-1,1	-3,2	-1,4	-2,7	-0,3	2,4	0,9	1,2	2,2	-2,1	0,9	1,7
dovoz	-1,7	-0,6	1,2	1,3	2,2	1,7	1,9	2,5	-1,3	0,0	1,9	2,3
vývoz	-0,7	1,9	1,4	1,5	0,8	-0,2	1,9	2,3	-0,7	1,0	1,3	2,1
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	2,3	2,2	2,1	2,1	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	1,8	2,6	2,6	2,4	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	2,6	2,4	2,1	2,0	2,9	2,8	2,3	2
soukromá spotřeba	2,2	2,7	3,0	3,1	3,2	3,0	2,6	2,1	2,5	2,8	2,7	2
vládní spotřeba	3,5	3,5	3,4	3,1	3,0	2,6	1,6	1,3	3,9	3,4	2,0	1,19
investice	5,5	5,6	3,3	1,6	1,7	0,5	1,0	3,3	0,1	4,0	2,4	3
dovoz	2,9	5,6	7,1	5,8	5,4	4,3	2,2	2,9	-1,2	5,4	3,7	2,1
vývoz	2,0	3,5	4,6	2,9	3,0	3,4	1,6	2,2	2,8	3,2	2,4	1,93
nezaměstnanost (%)	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,2	4,2	3,6	4,0	4,2	4,15
inflace (CPI % y/y)	3,3	3,2	2,6	2,7	2,8	2,7	2,9	2,8	4,1	3,0	2,8	2,56
jádrová inflace (PCE % y/y)	3,0	2,7	2,7	2,8	2,6	2,5	2,5	2,5	4,2	2,8	2,6	2,4
běžný účet (% HDP)	-3,2	-3,3	-3,6	-3,8	-4,1	-4,0	-4,0	-3,9	-3,3	-3,6	-3,7	-3,6
rozpočtový deficit (% HDP)	-5,8	-5,4	-6,2	-6,9	-6,1	-6,0	-6,2	-5,7	-6,3	-6,9	-6,5	-6,5
vládní dluh (% HDP)	98,2	98,3	97,2	97,8	98,4	98,7	98,8	99,1	97,2	99,6	99,1	101,64

* 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.

