

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Amerika zavádí cla ve snaze snížit obchodní deficit

ČR Cyklus měnového uvolňování není u konce, ale pauza může být delší

EMU ECB zdůrazňuje růstová rizika cel a pokračuje ve snižování sazeb

USA Nálada se zhoršuje, reálná čísla jsou však zatím solidní

květen 2025

Magdalena Středová, Luboš Mokráš

www.ppfbanka.cz



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

Snaha o snížení dlouhodobých deficitů americké obchodní bilance dopadá bez nadsázky na celý svět. Americký prezident Donald Trump, který je známý svou zálibou v jednoduchých řešeních, věřil, že zvýšením cel pro země s největším obchodním přebytkem s USA dosáhne přesunu výroby do USA. Obchodní řetězce jsou ale mnohem složitější a po turbulentcích na finančních trzích i nátlaku ze strany amerických výrobců, kteří hojně využívají dovozu součástek do svých produktů, musel začít svá plošná cla měnit. A změn bude přibývat a s nimi i nejistoty o budoucím nastavení obchodních vztahů.

Americké snahy snížit deficit obchodní bilance mění dosavadní světový řád.

Americký prezident Donald Trump dlouhodobě kritizuje vysoký americký deficit obchodní bilance a rozhodl se s ním zatočit způsobem, který způsobil turbulence nejen na finančních trzích. Chaos způsobila nejen původně navržená vysoká cla, která měla potenciál výrazným způsobem narušit globální obchod, ale i následné každodenní změny, které první návrhy upravovaly. Obrovská nejistota tak nejen znemožňuje kvantifikaci dopadů americké celní politiky, ale ohrožuje i investice, a tudíž celkový ekonomický růst.

Co způsobuje chronický americký deficit obchodní bilance?

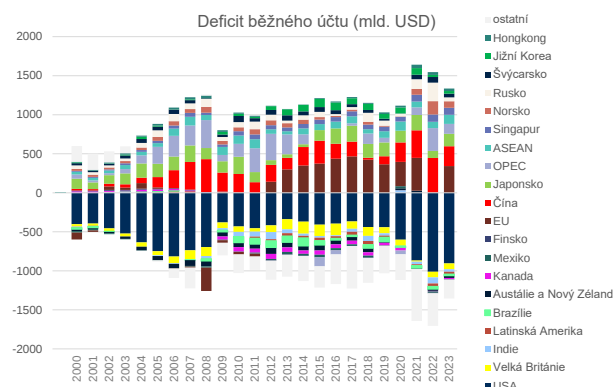
Americký prezident Donald Trump si dal za cíl snížit deficit běžného účtu a je ochotný zbořit zavedený světový řád, jen aby svého cíle dosáhl. Podle amerického prezidenta totiž obchodní deficit znamená okrádání USA. Tento svérázný názor ale může vyvolat celosvětovou recesi.

Běžný účet platební bilance zahrnuje transakce dané země se zbytkem světa, tedy zjednodušeně rozdíl mezi tím, co země vyveze a doveze. Pokud vyváží více než dováží, je běžný účet v deficitu a tento deficit je pak vyrovnán finančním účtem, tedy přílivem investic, ať již přímých nebo portfoliových. Podle ekonomické teorie by se deficit běžného účtu neměl držet dlouhodobě na vysoké úrovni, protože snižuje poptávku po domácí měně a vede tak k jejímu oslabení, což zlevňuje exporty a zdražuje importy, čímž se běžný účet postupně vyrovnává. Ale jak pravil Goethe: „Šedá je teorie a zelený strom života.“ V praxi mají některé země jako například USA běžný účet deficitní dlouhodobě, zatímco jiné naopak dlouhodobě hospodaří s jeho výrazným přebytkem, například EU nebo Čína.

Jak je to možné? Jednoduše kvůli pozici amerického dolaru jako rezervní měny. Státy po celém světě drží velkou část svých rezerv právě v dolarech a z toho plyne vysoká poptávka zejména po amerických dluhopisech. Roli samozřejmě hraje i dobrá výkonnost americké ekonomiky a s tím související výhodnost investic. Zahraniční investoři tak vracejí vydělané dolary zpátky do USA nákupem amerických aktiv, například státních dluhopisů nebo akcií. Tím drží americké sazby nízké a americký dolar silný, a umožňují tak americkým spotřebitelům žít si tzv. nad poměry, tedy více spotřebovávat než vyrábět. Proč by takováto situace měla Američanům vadit? Například americký ekonom a bývalý ministr financí Larry Summers

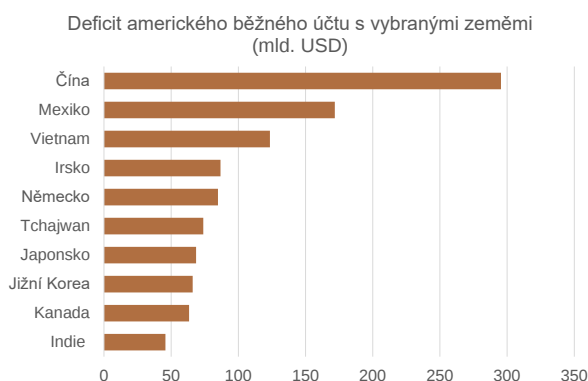
naopak aktuální pozici dolaru jako rezervní měny vítá s tím,

Některé země dlouhodobě udržují platební bilanci v deficitu, jiné naopak v přebytku.



že USA mohou nakupovat zboží za velice nízké ceny a platit penězi, které si samy mohou tisknout. Donald Trump naopak argumentuje, že chce vrátit výrobu do USA. I to může mít svou logiku. Pokud by se totiž najednou situace změnila a o americký dluh by nebyl zájem, USA nebudou mít kapacity vyrábět. A k obratu dojít může,

Největší obchodní deficit má Amerika s Čínou



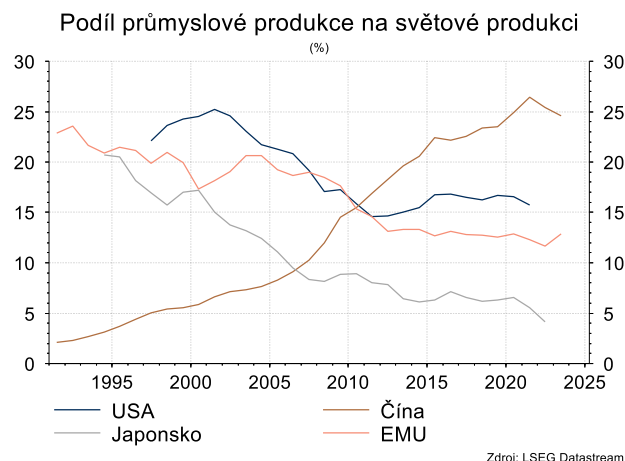
Zdroj: U.S. Census and Bureau of Economic Analysis

protože dosavadní model stojí na tom, že USA utrácejí a Evropa spolu s asijskými zeměmi spoří, což nemusí trvat věčně a jde o určitou formu nerovnováhy. Mohou ale cla tuto rovnováhu pomoci narovnat? Jakou výrobu si představuje Donald Trump, že přesune do USA? Je pravda, že zaměstnanost ve zpracovatelském průmyslu v posledních 50 letech, kdy USA mají chronické deficity běžného účtu, klesá, ale Američané přecházejí do služeb



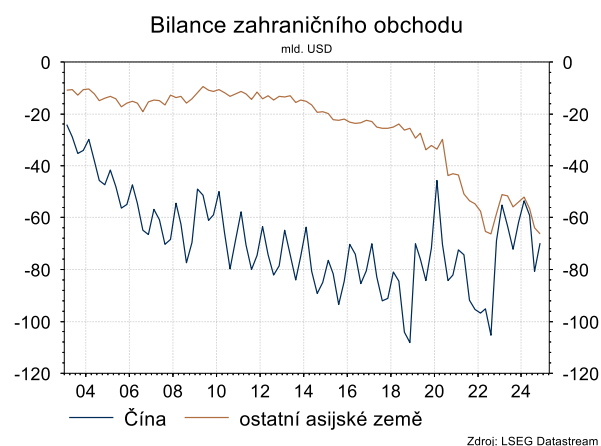
na lépe placené pozice, navíc americké firmy využívají k výrobě levné továrny v Asii i v Latinské Americe, ale doma nechávají činnosti lépe placené, jako je vývoj, design, distribuce a podobně.

Přesun průmyslové výroby do Číny zrychlil v posledních 20 letech.



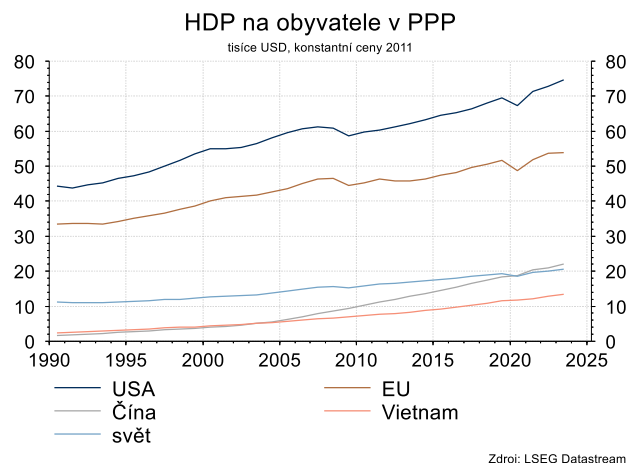
Přesunout továrny na montování mobilních telefonů nebo na výrobu textilu do USA by znamenalo nová pracovní místa pro méně kvalifikované pracovníky s nižší mzdou, a to v situaci, kdy se nezaměstnanost v USA pohybuje okolo 4 % a tvrdá antiimigrační politika bude velmi pravděpodobně silně regulovat příliv pracovníků ze zahraničí. Tedy v konečném důsledku by způsobila jen zvýšení cen a snížení životní úrovně Američanů. Otázkou ale je, zda vůbec mohou cla pomoci přesunu výroby do USA. Pravděpodobnějším výsledkem bude snížení deficitu s některými zeměmi (aktuálně s Čínou, na kterou byla uvalena nejvyšší cla) a přesun výroby do jiných zemí, tedy zvýšení deficitu běžného účtu s jinými zeměmi. Změna

V prvním prezidentském období Donalda Trumpa vedla cla vůči Číně ke zvýšení deficitu obchodní bilance s ostatními asijskými zeměmi.



v celkovém americkém deficitu běžného účtu by tedy nemusela být prakticky žádná.

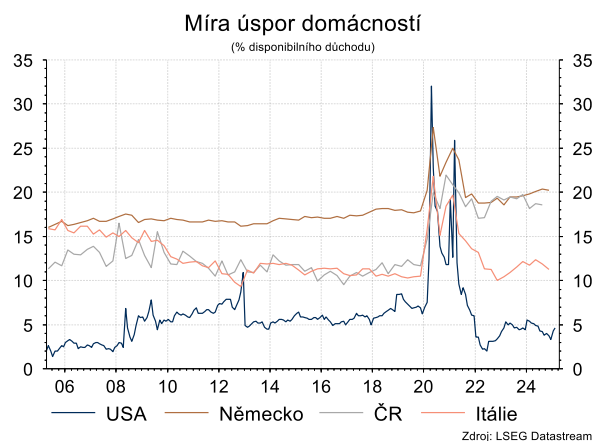
Navzdory rétorice Donalda Trumpa, že obchodní deficit znamená okrádání USA, pohled na HDP ukazuje, že USA jsou stále jednoznačně nejbohatším místem na světě.



Nedostatek úspor domácností jako příčina deficitu běžného účtu

Na deficit běžného účtu se lze podívat i přes národní účetnictví. Z výdajového pohledu se HDP počítá jako součet spotřeby (domácností i vlády), investic a čistého

Američané mají velice nízké úspory



zahraničního obchodu. Z této rovnice pak vyplývá, že deficit/přebytek zahraničního obchodu odpovídá rozdílu mezi úsporami a investicemi. A míra úspor amerických domácností je dlouhodobě mnohem nižší, než je tomu v Evropě. Státní dluh se v USA drží aktuálně těsně pod 100 % HDP. V tomto ohledu se ale situace v USA a EU příliš neliší. V mnoha zemích EU, například v Řecku, Itálii, Francii, Belgii nebo Španělsku, podíl dluhu na HDP 100 % dokonce překračuje.



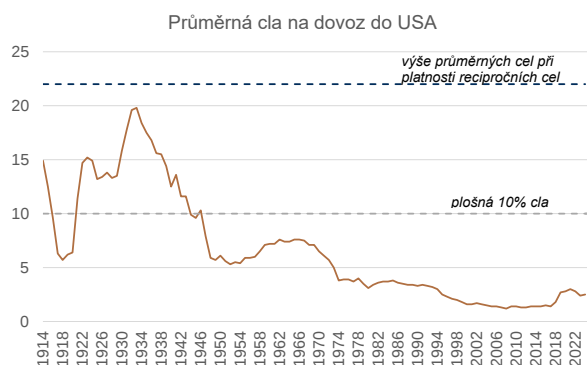
Zde se nabízí otázka, zda by nepomohlo zvýšit úspory Američanů, a tím snížit deficit platební bilance. Jak ale donutit americké domácnosti a vládu spořit a co je vlastně příčinou jejich nízkého sklonu k úsporám? Názory na to se mezi ekonomy rozcházejí. Teoreticky by nárůstu úspor mohlo být dosaženo snížením fiskálního deficitu, ztížením půjčování spotřebitelům zvýšením sazeb nebo zvyšováním zisků na úkor zaměstnanců. I kdyby se ale povedlo zvýšit míru úspor, není jisté, že by to vedlo ke kýženému výsledku snížení deficitu běžného účtu. Postavení dolaru jako rezervní měny, které s sebou nese příliv zahraničního kapitálu, ale může způsobovat, že investičních projektů již pro nově vytvořené úspory nebude dostatek a mohlo by dojít jen k přesunu spotřeby v rámci USA. Deficit obchodní bilance by se za těchto podmínek snížil v případě, že by došlo ke snížení přílivu zahraničního kapitálu. Růst výnosů z poslední doby spolu s oslabením dolaru ukazují, že i tato varianta je možná.

Ať již je příčinou nízkých amerických úspor domácí nastavení spotřebitelů, nebo přílišný příliv kapitálů, jejich růstu jen těžko napomůže zvýšení cel.

Dopady cel na Americkou ekonomiku a politiku Fedu

Americký prezident Donald Trump má rád jednoduchá řešení. Navrhl tedy výši cel úměrnou výši deficitu s danou zemí. Jak jednoduché, ale nefunkční. Výsledkem byla panika na trzích a opětovné odvolávání recipročních cel. Trhy se sice uklidnily, ale cla zůstávají nejvyšší za

Cla jsou nejvyšší za posledních 80 let



Zdroj: U.S. Census Bureau, U.S. International Trade Commission

posledních 80 let. Speciálním případem je Čína, která je s USA v plné obchodní válce, a výše cel už aktuálně znamená v podstatě obchodní embargo (i když i tento boj je postupně zmírňován výjimkami na určité druhy zboží, jako jsou součástky do mobilních telefonů apod.).

Důsledky zavádění cel jsou pro americkou ekonomiku jednoznačné z hlediska směru. Cla vytvářejí na ekonomiku stagflační tlaky. Působí totiž na zvyšování cen, což snižuje reálné příjmy obyvatel a spolu s tím domácí poptávku.

Další dopady zahrnují například pokles důvěry a s tím spojený pokles investic, efekt bohatství, kdy pokles cen akcií snižuje bohatství amerických spotřebitelů, a tím jejich chuť utrácet, ale i pokles konkurenceschopnosti kvůli vyšším cenám vstupů do výroby, na které jsou uvalena cla a zvyšují cenu amerických výrobků.

Přesnější kvantifikace dopadů je velmi nejistá nejen kvůli stále se měnícím podmínkám cel, ale i přizpůsobování ekonomik (nejen té americké) na nové podmínky, které odhadnout nelze. Dřívější studie Fedu (z roku 2018) odhaduje, že zvýšení cel o 1 pb snižuje HDP za předpokladu plných odvetných opatření o 0,14 pb a zvyšuje jadrovou inflaci o 0,09 pb. Aktuálně platná cla by tak za těchto předpokladů měla významný vliv na HDP (na úrovni cca 1,4 pb) i na inflaci (cca 1 pb). Odvetná opatření ale zatím uplatňuje pouze Čína. Ostatní země dávají přednost vyjednávání, proto vidíme pravděpodobnost plných odvetných opatření jako relativně malou, i když se situace může dramaticky změnit. Analýza dopadů obchodních válek, v níž ČNB shrnula 20 studií publikovaných v nedávné době, ukázala, že dopad do HDP USA se pohybuje okolo 1 pb rozloženého do dvou let. Dopad do inflace se v souladu se starší studií Fedu shoduje na zvýšení inflace v průměru o 1 pb v dalších dvou letech. Zvýšená inflace je důsledkem vyšších dovozních cen, které budou přeneseny na spotřebitele. V delším horizontu by ale inflační tlaky měly slábnout v důsledku slabé ekonomiky, a tím i domácí poptávky.

Výhled rostoucí inflace a slábnoucí ekonomiky staví Fed, který má duální mandát (cenovou stabilitu, ale i plnou zaměstnanost), do složité situace. To se projevuje i na měnících se očekáváních trhů ohledně budoucí měnové politiky. Očekávaný počet snížení sazeb se mění podle toho, na co trh dává v danou chvíli větší důraz – zda na zvyšující se inflaci, nebo na riziko recese. Aktuálně trh očekává, že Fed sníží sazby do začátku příštího roku ještě čtyřikrát, přičemž ještě v únoru očekával dvě snížení sazeb.

Nejistota se projevuje výrazně na očekáváních trhu ohledně budoucích sazeb Fedu.



Zdroj: Bloomberg



Změna v nastavení trhu souvisí s obavami, že příliš radikální celní politika může do USA přinést recesi. My držíme náš scénář s třemi sníženími sazeb do konce roku. Situace je ale značně nepřehledná.

Dopady cel na Evropu

Pro země Evropské Unie je z hlediska zahraničního obchodu nejdůležitější obchod s ostatními zeměmi EU. Do USA směřuje necelých 9 % celkových exportů. Vzhledem k otevřenosti EU a její závislosti na zahraničním obchodu to ale není úplně málo. Na rozdíl od uzavřenějších Spojených států, kde podíl zahraničního obchodu na HDP představuje 25 %, se v EU tento podíl vyšplhal již na 96 %. Případné omezení zahraničního obchodu s USA by tak pro Evropu bylo nepřijemné, ovšem nikoliv v takové míře, jako pro samotné Spojené státy. Navíc slibované fiskální výdaje na obranu a v případě Německa uvolnění dluhové brzdy a založení infrastrukturního fondu by mohlo negativní efekt cel vykompenzovat. Stejně jako v případě USA je ale kvantifikace dopadů cel velice obtížná. Odhady renomovaných institucí se liší, ale velikost dopadu do HDP by se podle většiny z nich měla pohybovat mezi 0,2 až 0,3 pb v letošním a příštím roce, přičemž nejcitlivějšími zeměmi by mělo být Německo, Irsko a Itálie. Tyto odhady vycházejí samozřejmě z předpokladu, že nedojde k odvetným opatřením. Dohodnutá odvetná opatření ve formě 25% cel na cílené produkty od některých potravin, přes určité druhy make-upu až po uhlí a ocel byla stejně jako americká reciproční cla odložena o 90 dnů.

Dopady do inflace ale v případě Evropy nejsou jednoznačné ani svým směrem. Samotné zvýšení cel na dovozy do USA může například kvůli odvetným opatřením nebo problémům v dodavatelských řetězcích krátkodobě inflaci zvýšit, ale v delším horizontu by mohly převládnout deflační faktory, jako jsou nízké ceny ropy v důsledku celosvětového poklesu růstu, slabá domácí i zahraniční poptávka a v neposlední řadě možný přesun levného zboží zejména z Číny, která bude hledat nová odbytiště mimo USA. ECB se stejně jako Fed nachází v ne zcela komfortní situaci. Dočasné zvýšení inflace po zkušenostech z let 2021 a 2022 nebude chtít podceňovat, na druhou stranu nebude chtít ani příliš přísnou měnovou politikou ohrozit křehké oživení zemí eurozóny. Trh se aktuálně více obává slabé ekonomiky než případných inflačních tlaků a počítá s tím, že se depozitní sazba dostane ještě v letošním roce pod 2 %. I když tuto možnost vyloučit nelze, my se stále kloníme spíše ke scénáři, kdy základní depozitní sazba bude na konci letošního roku na 2 %.

Dopady na ČR

Česká ekonomika je na zahraničním obchodě životně závislá. Podíl zahraničního obchodu na HDP dosahuje 133 %. Rozhoření celosvětových obchodních válek by tak pro ni bylo krutou ránou. To je ale v současné situaci málo

pravděpodobný scénář a pohled na vzájemný obchod s USA, který v roce 2024 dosáhl pouhých 2,6 % z celkového zahraničního obchodu z Česka, signalizuje, že by Česká republika americká cla mohla přechkat relativně dobře. Bude ale hodně záležet na tom, jak se s cly vyrovná Německo, hlavní obchodní partner České republiky a zároveň nejvíce ohrožená země z celé EU díky obchodním kontaktům s USA. Zdražení vývozů do USA bude mít za následek pokles poptávky po evropském zboží v USA. Pro českou ekonomiku jsou klíčová cla na automobily, která nejsou zahrnuta do 90denního odkladu a zřejmě vydrží delší dobu. Podíl automobilového průmyslu na HDP je okolo 4 % hrubé přidané hodnoty, ale s navazujícími odvětvími je jeho podíl zhruba dvojnásobný. Okolo 80 % výroby jde na export, z toho 30 % do Německa, které je z evropských zemí nejvíce závislé na vývozu do USA. Stejně jako u ostatních zemí i u ČR platí, že nová cla na dovozy do USA budou mít negativní dopad na ekonomiku, ale jeho kvantifikace je velice obtížná. Zatím se zdá, že by dopad měl být stejně jako v celé EU v řádu desetin procentního bodu.

Dopady na inflaci jsou ještě méně zřetelné a není jasný ani směr. Pro ČR platí to stejné jako pro EU (viz výše). Navíc by se na inflaci mohla projevit i změna kurzu.

Závěr

Nejistota je kvůli dynamicky se měnícím rozhodnutím Donalda Trumpa nebývale vysoká. Odhadovat dopady aktuálního dění je proto prakticky nemožné. Každopádně mají cla potenciál výrazně změnit strukturu globálních dodavatelsko-odběratelských řetězců. V první fázi zřejmě dojde k přesunu výroby zejména z Číny do zemí s nižšími cly. Proces ale bude zřejmě pokračovat s tím, jak se budou vyvíjet další cla. Ale kromě cel dochází ke krizi důvěry v řád, který desetiletí fungoval s dolarem jako rezervní měnou. Do jakého uspořádání svět směřuje, není ani zdaleka jasné. Pro Evropu každopádně změna světového řádu znamená velkou výzvu, která může přinést po určitých turbulencích i pozitivní změny, jako je větší integrace EU, nacházení nových obchodních partnerů nebo převzetí odpovědnosti za vlastní obranu. Každopádně si nemyslíme, že americká cla přinesou konec světového obchodu, spíše jeho restrukturalizaci.



Data z reálné ekonomiky prozatím neukazují výraznější změnu – spotřeba zůstává silná, průmysl slabý a inflace mírně zvýšená. Obrovská nejistota ale výrazně ztěžuje odhady jak budoucího vývoje ekonomiky, tak měnové politiky ČNB.

Ekonomická aktivita

Zmatek v zavádění cel na dovozy do USA se týká i české ekonomiky. Ačkoliv Česko do USA dováží jen zlomek své produkce (do USA směřují pouze 3 % exportů), kvůli svému navázání na Německo, kde vývozy do USA představují 10 % celkového vývozu, je na aktuální dění rovněž citlivé. Kvantifikace dopadů je ale velice složitá, a to nejen kvůli stále se měnícím pravidlům, která Donald Trump mění ze dne na den, ale i kvůli nejistému přizpůsobování ekonomiky na novou situaci. Jedna věc je ale jistá, dopad cel do reálné ekonomiky bude negativní, nejen kvůli cům, ale i kvůli nejistotě, která obecně snižuje investice. Na druhou stranu očekávané vyšší státní výdaje na obranu mohou negativní dopad cel limitovat.

Data z reálné ekonomiky nejsou prozatím cly ovlivněna a obrázek ekonomiky oproti loňskému roku výrazněji nemění. Průmyslová produkce sice počátkem roku překvapila mírně vyššími hodnotami, ale v únorových datech sehrála roli i srovnávací základna, kdy teplé počasí v únoru loňského roku ovlivnilo výrobu a rozvod elektřiny a plynu, což snížilo srovnávací základnu pro letošní únor. Naopak zpracovatelský průmysl v únoru meziročně stagnoval. Pohled na vývoj nových zakázek, jejichž objem v únoru poklesl o 1,3 %, moc optimisticky nevyznívá. Naopak PMI ve zpracovatelském průmyslu od počátku letošního roku roste. V dubnu se dostal na 48,9 bodu, nejvyšší hodnotu od června 2022, byť stále zůstává pod hodnotou 50, tedy v kontrakci.

I přes značné nejistoty by spotřeba domácností měla zůstat v letošním roce hlavním tahounem ekonomiky. Po lednovém zklamání maloobchodní tržby v únoru naopak překvapily pozitivně. Únorový meziroční růst o 3,8 % ukazuje, že chuť domácností utrácet zůstává zvýšená.

I nadále by ji měl podporovat silný trh práce i růst mezd spojený s nízkou inflací. Na druhou stranu velká nejistota ohledně amerických cel může dopadnout na náladu spotřebitelů a jejich chuť utrácet negativně ovlivnit. Důvěra v českou ekonomiku se zatím podle konjunkturálních průzkumů snížila jen velmi mírně, ale zůstává pod dlouhodobým průměrem. Důvěra poklesla jak v podnikatelském sektoru, tak mezi spotřebiteli.

Inflace a centrální banka

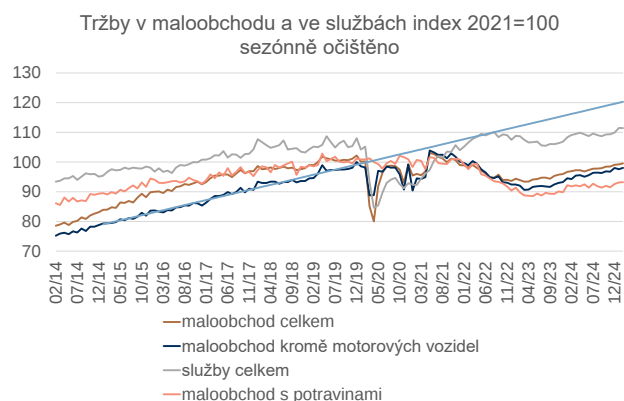
Spotřebitelské ceny v březnu vzrostly o 2,7 % y/y a o 0,1 % m/m. Na růst cenové hladiny měly vliv zejména potraviny (5,9 % y/y, 0,8 % m/m), naopak ceny energií klesaly. Příznivě vyzněl vývoj cen služeb, které sice v meziročním vyjádření rostly o 4,5 %, ale meziměsíční růst po přecenění v lednu a částečně i v únoru výrazně zpomalil na 0,2 %.

Břežnová čísla podle našeho názoru nebudou mít vliv na rozhodování ČNB. Její pozornost teď bude obrácena hlavně k celní politice USA. Cla krátkodobě představují proinflační riziko, proto předpokládáme, že v horizontu několika měsíců bude ČNB uplatňovat obezřetný přístup a sazby snižovat velice opatrně. Člen bankovní rady Jan Procházka se vyjádřil poměrně jednoznačně ve prospěch delší pauzy v uvolňování měnové politiky. Naopak Aleš Michl nechává všechny cesty otevřené. Snížení sazeb v květnu tak není zdaleka jisté. Cyklus měnového uvolňování ale ještě není u konce. V dlouhodobém horizontu, pokud budou cla uplatněna v navrhované výši po delší dobu, bude ovlivněn hlavně růst reálné ekonomiky a může dojít (pravděpodobně v příštím roce) ke snižování sazeb na 3 % a možná i níže, podle toho, jak moc bude trpět reálná ekonomika, případně zda převáží deflační tlaky spojené s ekonomickým útlumem.

Rizika

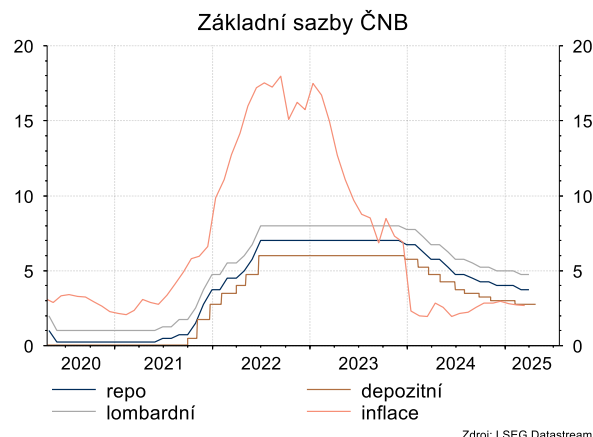
Největším rizikem je aktuálně americká celní politika, která se stále mění. Do ekonomického růstu se tak mohou negativně promítnout nejen samotná cla, ale i jen pouhá nejistota.

Spotřeba domácností zůstává navzdory zvýšené nejistotě silná.



Zdroj: ČSÚ

Inflace zůstává zvýšená, ČNB váhá s dalším snižováním sazeb.



Na jedné straně cla a na druhé straně příslib fiskálních výdajů. Který z těchto protisměrných faktorů bude nakonec mít větší sílu, je vzhledem k nejistotě obou nemožné odhadnout. Každopádně zvýšená nejistota oživení nepřeje.

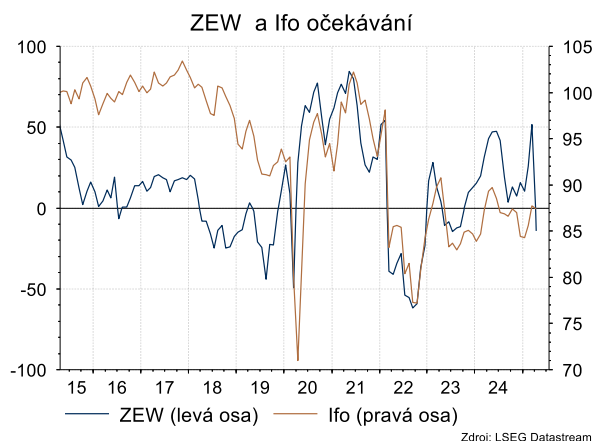
Ekonomická aktivita

V dubnu začala platit cla na dovozy do USA. Celé EU hrozila reciproční cla ve výši 20 %, která ale na poslední chvíli Donald Trump odložil, a cla byla zavedena „jen“ v poloviční výši 10 %. Na automobily ale platí 25% cla a stejnou sazbou je zatížen dovoz oceli a hliníku. Díky devadesátidenní pauze v recipročních clech EU odkládá svá odvetná opatření, na kterých se po dlouhých vyjednáváních shodla a která nebyla zdaleka tak plošná jako cla americká, nýbrž cílená na definované výrobky. Situace kolem cel se dramaticky mění, ale zdá se, že ochota jednat je velká a pravděpodobnost obchodní války mezi USA a EU se snížila. Vzhledem k velké nejistotě je zatím nemožné odhadovat dopady cel do reálné ekonomiky, ale už samotná nejistota dopadá negativně zejména na investiční aktivitu, ale i spotřebu domácností.

V tvrdých datech z ekonomiky se samozřejmě současná cla zatím neprojevují. Situaci ale reflektují předstihové indikátory. Ty na jednu stranu podporují přísliby fiskální expanze kvůli zvýšeným výdajům na obranu v celé EMU spolu se změnami v dluhové brzdy v Německu, na druhou stranu cla nahrávají pesimistům. To se projevilo výrazně na dubnovém indexu ZEW, který se v očekáváních propadl na nejnižší hodnoty od začátku války na Ukrajině. Ostatní předstihové indikátory kupodivu zdaleka tak pesimistické nebyly.

Na druhou stranu aktuální pesimismus může být rychle vystřídán optimismem, pokud se Evropě podaří dosáhnout s USA přijatelné dohody. Situace se mění velice

Optimismus, který u indexu ZEW vyvolalo uvolnění dluhové brzdy, vystřídá pesimismus kvůli zavedení cel.



dynamicky, ale zdá se, že prezident Trump je citlivý na výkyvy trhu a je ochotný ze svých tvrdých prohlášení ustupovat. Tato nejistota ale může způsobit odkládání investic a způsobit, že očekávané oživení ekonomik eurozóny tak i přes případnou dosaženou dohodu může přijít později.

Inflace a centrální banka

Dezinflační trend v EMU pokračuje. V březnu celková inflace poklesla na 2,2 % a jádrová inflace na 2,4 %.

Na dubnovém zasedání ECB podle očekávání snížila tři základní sazby o 25 bb. Depozitní sazba se tak dostala na 2,25 %. Toto rozhodnutí bylo schváleno jednomyslně.

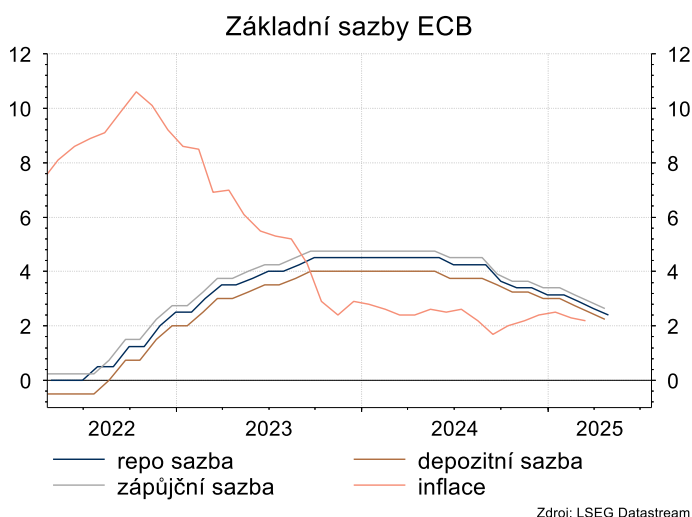
Na tiskové konferenci prezidentka Lagarde zdůrazňovala rizika obchodní války pro růst reálné ekonomiky a zároveň připustila, že dopad do inflace je nejistý, a to nejen co se týká kvantifikace, ale i směru, tedy jestli americká cla budou mít tendenci inflaci eurozóny snižovat, nebo zvyšovat. Vzhledem k této nejistotě nechtěla prezidentka Lagarde naznačit, zda je snižování sazeb u konce, nebo zda bude pokračovat. Celkově ale hodnotíme vyznění tiskové konference jako holubičí a podle nás se zvyšuje pravděpodobnost, že sazby nakonec půjdou pod 2 %. Trhy aktuálně počítají s depozitní sazbou ve výši 1,5 % na konci letošního roku. Trhy ale mají tendenci přestřelovat a ECB stále opakuje, že se nezavazuje k žádné předem definované trajektorii sazeb a že vše bude záležet na datech. S tím v současné nejisté době nelze než souhlasit.

My zatím neměníme náš scénář, že dojde ještě k jednomu snížení sazeb v letošním roce na 2 %, předpokládáme, že již na dalším zasedání 5. června.

Rizika

Hlavní riziko pro růst představují americká cla a s nimi spojená nejistota.

Dezinflační proces pokračuje a ECB dále snižuje sazby.



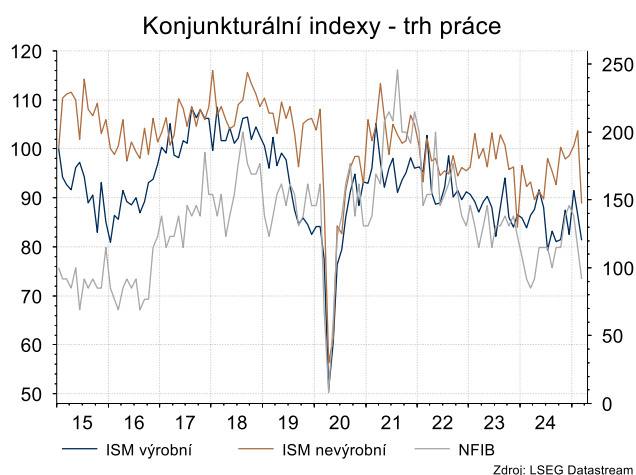
Spojené státy americké

Chaotický aktivismus aktuální americké administrativy vytvořil výrazné schisma: na jedné straně jsou tvrdá data zatím stále poměrně pozitivní (růst, inflace i trh práce), na druhé straně měkké indikátory (sentiment) zřetelně propadly. Měkké indikátory mají často předstihový charakter, a navíc u nich funguje efekt samosplnitelného proroctví, takže riziko, že se reálná ekonomika vydá stejným směrem jako sentiment, je vysoké.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce zatím ukazují na jeho stabilitu na velmi solidní úrovni. Přírůstek počtu zaměstnanců výrazně překonal očekávání. Jak ukazují týdenní žádosti o podporu v nezaměstnanosti, málo se propouští a data o nabízených pracovních místech (JOLTS) stabilně silnou poptávku po pracovní síle. Míra nezaměstnanosti sice mírně narostla, ale to bylo dáno růstem participace na pracovní síle, což je pozitivní. Růst mezd zpomaluje, což je pozitivní pro inflaci, ale zůstává solidní, což podporuje spotřebu. Konjunkturální indikátory jako ISM a NFIB ukazují podstatné zhoršení v reakci na prudký růst cel po předchozím růstu vyvolaném zvolením D. Trumpa prezidentem – jde o varování před možným zhoršením stavu trhu práce, ale toto varování se nemusí nutně naplnit, především pokud budou přijatá celní opatření korigována na přijatelnou úroveň. Maloobchodní tržby rostly překvapivě silně, to ale souvisí opět s cly, která vyvolala vlnu nákupů aut a obecně zboží dlouhodobé spotřeby ve snaze vyhnout se dopadu cel. Část silných maloobchodních tržeb tedy byla pouze spotřeba přesunutá z budoucnosti, což může jen prohloubit možný propad osobní spotřeby v reakci na zvýšení cen kvůli clům. Zpracovatelský průmysl zatím také zůstává stabilní, ale ISM opět naznačuje možné zhoršení.

Trh práce zůstává silný, ale výhled se zhoršuje.



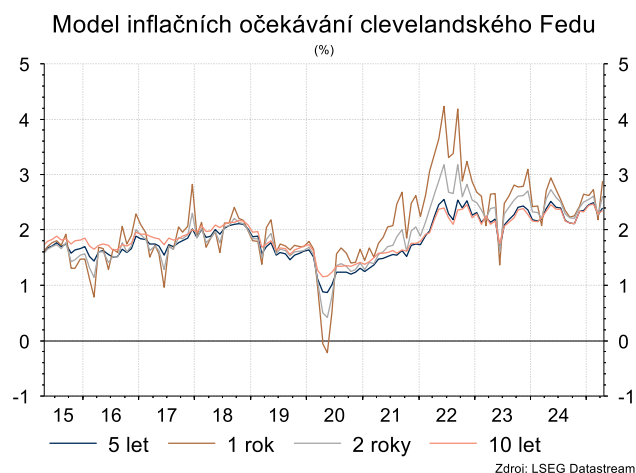
Inflace a centrální banka

Jak CPI, tak PPI byly citelně nižší, než se očekávalo. Zatím se neprojevil efekt zvýšení cel, zároveň klesly ceny benzínu a některých služeb (letenky). Pomáhá také zřetelné zpomalování tempa růstu nájmu, které mají ve spotřebním koši velkou váhu. Růst inflace způsobený cly sice ještě může přijít, ale jednak by měl být zpožděný díky předzásobení a odložení části cel a jednak je momentálně nemožné odhadnout jeho rozsah, protože se situace kolem cel neustále mění. To samozřejmě komplikuje situaci Fedu. Tomu nezbyvá nic jiného než být opatrný a čekat, jak se stav ekonomiky vyvine. I bez cel hrozí výrazné zpomalení ekonomiky kvůli vysoké míře nejistoty, která brzdí jak spotřebu, tak investice. Pokud by nakonec cla zůstala podstatně menší, než bylo ohlášeno v „Den osvobození“, mohla by kombinace slabé ekonomiky a nižší než očekávané inflace vést k nečekaně rychlému poklesu sazeb. Trh oceňuje pravděpodobnost poklesu sazeb jako by s podobným scénářem počítal, zároveň však velmi citlivě reaguje na zprávy, takže očekávání se dynamicky mění. My ponecháváme v platnosti náš odhad tří snížení ve druhém pololetí a se změnami čekáme, až se situace trochu uklidní a vyjasní.

Rizika

Trumpovi nekončící veletoce brnkají na nervy investorům, manažerům i spotřebitelům, což se na jednu stranu projevuje v konjunkturálních indikátorech a indikátorech důvěry a na druhou stranu na finančním trhu. Bouře na finančních trzích sice zatím nedosahuje intenzity z dob finanční krize a začátku pandemie, ale stav zejména klíčově důležitého trhu amerických státních dluhopisů i tak vzbuzuje značné obavy. Podle našeho názoru jsou tyto turbulence dočasné a relativně brzy dojde ke zklidnění, část škod však už je nevratná. I tak předpokládáme, že USA jsou strukturálně dostatečně silné, aby se z Trumpovy šokové terapie vzpamatovaly relativně brzy a plně.

Inflační očekávání rostou.



EUR/USD

Směr vývoje kurzu v dubnu určil už na začátku měsíce D. Trump svým „Dnem osvobození“ (masivní zvýšení cel). Dolar ztrácel půdu pod nohama už předtím, „Den osvobození“ pod ním ale doslova podkopl židli. Je to trochu paradox, protože „Trump trade“ v podobě výrazného posílení dolaru poté, co trh začal počítat s Trumpovým zvolením, byl mimo jiné založen na předpokladu, že budou zvýšena cla a že to dolaru pomůže. Když k tomu nedošlo hned po nástupu Trumpa do funkce, dolar na to reagoval negativně a tendence k jeho oslabení zesílila po německých volbách a Merzově „za každou cenu“. Když Trump konečně cla zavedl, trh reagoval přesným opakem toho, co předvedl ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku, a dolar začal rychle oslabovat. Vysvětlením tohoto paradoxu je přesun důrazu v uvažování investorů z pozitivního dopadu cel na kurz směrem ke ztrátě kredibility dolaru, která ohrožuje jeho postavení primární rezervní měny. Podobné nálady nejsou úplně nové, poměrně hodně se o této možnosti spekulovalo například po finanční krizi. Problém je, že dolar není snadné nahradit. Z hlediska velikosti ekonomiky přicházejí do úvahy jako kandidáti na náhradu dolaru především euro a čínský jüan, ovšem obě měny mají svoje problémy. Eurozóna má sice jednotnou měnu, ale jinak je značně fragmentovaná. Neexistuje například jednotný trh státních dluhopisů. O kvalitě některých velkých trhů (zejména Francie a Itálie) je možné mít pochybnosti a Německo samo o sobě nemá dostatečně velký trh státních dluhopisů, aby USA plně nahradilo. Jüan de facto není volně plovoucí měna, investor je tedy vydán na milost a nemilost státním orgánům určujícím, co se s kurzem může a nemůže dít. Navíc současná americká administrativa je svým počináním výjimečná a je pravděpodobné, že bude svoje ústřety korigovat buď sama, nebo to udělají její následovníci. Čína je de facto vysoce centralizovaná diktatura s neprůhlednou mocenskou strukturou. Stačí si připomenout Maův „Velký skok“, aby bylo jasné, k čemu to může vést. Shrnutí, potvrzeno: pohřbívát dolar je podle našeho názoru hodně předčasné, to ovšem neznamená, že trend k jeho oslabení nebude pokračovat a že další oslabení nebude výrazné. V roce 2017, což byl první rok Trumpova prvního prezidentského období, dolar k euru oslabil ze zhruba 1,05 na 1,25, přestože tehdy byl Trump proti současnosti krotký jako beránek. Současný trend na jednu stranu může úplně klidně rok 2017 překonat, na druhou stranu nelze vyloučit ani další veletoč a jeho rychlý konec, protože Trumpova administrativa je zcela nevypočitatelná. Krátkodobě je tedy pravděpodobné další oslabení dolaru, střednědobý a dlouhodobý vývoj je ve hvězdách.

EUR/CZK

Na českou korunu působí aktuálně několik protichůdných faktorů. Ve směru oslabování koruny jednoznačně působí nejistota vyvolaná chaosem při zavádění cel na dovozy do USA. Zvýšená averze k riziku tradičně nesvědčí některým měnám včetně těch ve středoevropském regionu. Na druhou stranu oslabování dolaru bývá pro tyto měny vzpruhou. Na počátku měsíce, když Donald Trump ohlásil zavedení recipročních cel, koruna reagovala relativně prudkým oslabením až k 25,3 vůči euru. Zbytek měsíce byl ale ve znamení posilování, a i když koruna nedokázala své ztráty z počátku měsíce zcela vymazat, vrátila se pod hladinu 25 EUR/CZK.

Jak se bude kurz vyvíjet dále, je nejasné. Nejistota zůstane zvýšená, což by mělo koruně bránit v dalších ziscích. Na druhou stranu zmírňování cel by mohlo napětí trochu uvolnit a tlak na korunu by nemusel být tak silný. Podle našeho názoru bude i nadále trvat vysoká volatilita a koruna by se mohla pohybovat okolo 25 EUR/CZK bez jednoznačného trendu.

Dluhopisy

Na začátku dubna ještě pokračoval výrazný pokles výnosů, který začal ke konci března. Tomuto trendu však učinila razantní přítrž zatím klíčová událost nedlouhého Trumpova prezidentsství, „Den osvobození“. Reakce na masivní zvýšení cel byla všeobecně panická, i když u státních dluhopisů se toho na první pohled zas až tak moc nedělo – desetiletý výnos se sice vrátil lehce nad úroveň před začátkem březnového poklesu, ale ani zdaleka nedosáhl úrovně z poloviny ledna. Navíc po bezprostřední reakci následovala korekce, po které se desetiletý výnos ustálil na relativně normálních úrovních pod 4,5 %. Pod povrchem však byla situace podstatně vážnější a hrozila destabilizace trhu, který je klíčově důležitý pro globální finanční systém. Stres na trhu ilustrují ukazatele typu bid-ask spreadu nebo spreadu mezi SOFR swapem a státním dluhopisem. Ty se dostaly zřetelně nad obvyklé úrovně, ale nedosáhly hodnot z plně rozvinutých krizí (finanční krize, začátek pandemie). Obava z výprodeje amerických státních dluhopisů držených zahraničními vlastníky (především Čínou) a ze zhroucení obchodních strategií používaných hedgeovými fondy výrazně přispěly k rychlému ústupu Trumpovy administrativy a odložení podstatné části recipročních cel. Zbytek měsíce byl relativně klidný, ale investoři jsou samozřejmě pořád jako na jehlách a snaží se vyhodnotit, kam směřuje vývoj. Zpochybnění statusu amerických státních dluhopisů jako ultimátního globálního bezpečného aktiva by mělo zásadní důsledky pro světový finanční systém, ale nahradit je bude stejně těžké jako nahradit dolar coby primární rezervní měnu. Krátký konec křivky se pohyboval opačným směrem než dlouhý, na „Den osvobození“ tedy reagoval poklesem. Důvodem byla obava z recese způsobené cly a z ní plynoucí očekávání, že Fed bude nucen snížit sazby. Došlo tedy k poměrně výraznému



růstu strmosti výnosové křivky. Předpokládáme, že tendence ke zvýšené volatilitě a postrannímu trendu na dlouhém konci křivky bude pokračovat, ale že by zároveň mohl být postup americké vlády postupně opatrnější, protože se snad poučila, že hrát si s ohněm se nevyplácí, což by mohlo časem vést ke zklidnění trhu. Krátký konec křivky by se měl držet na nižších úrovních, a pokud budou data potvrzovat riziko recese, může ještě klesnout.

Vývoj v Evropě, tedy především vývoj na německém trhu, byl podstatně odlišný od USA. Po skoku výnosů nahoru v reakci na výsledek německých voleb a po krátkém období konsolidace začal už v polovině března klesající trend, který stále pokračuje. Na konci dubna se výnosy už hodně přiblížily úrovní před volbami, takže „Merzův efekt“ do značné míry vyprchal a byl nahrazen „Trumpovým efektem“. Ten působí přes dva kanály: prvním je odliv prostředků zahraničních investorů z amerických státních dluhopisů a nutnost tyto prostředky někam umístit – mimo jiné do německých státních dluhopisů. S tím mohly souviset dva krátkodobé propady výnosů po „Dni osvobození“. Druhým důvodem jsou obavy z negativních dopadů cel na evropské ekonomiky a očekávání, že ECB bude reagovat dalším snižováním sazeb. Trend by měl postupně přejít do konsolidace, její úroveň budou ovlivňovat data o vývoji ekonomiky – čím horší, tím nižší výnosy.

Výnos českého desetiletého státního dluhopisu v dubnu do značné míry kopíroval vývoj jeho německého kolegy, jen tempo poklesu bylo poněkud nižší. Krátký konec české křivky byl však na rozdíl od Německa stabilní, což odráží očekávanou větší opatrnost ČNB při snižování sazeb, a tedy menší prostor pro jejich pokles. Dlouhý konec české křivky by měl být i nadále ovlivňován především vývojem v zahraničí, a to nejen pohyby německých výnosů, ale i informacemi o průběhu obchodních válek, zejména mezi USA a EMU. Momentálně je nejpravděpodobnější pomalý drift na nižší úroveň, avšak nejistota způsobená americkou administrativou je mimořádně vysoká.

Akcie

Akcioví investoři byli poněkud „yippy“ (jak by řekl v golfovém slangu Donald Trump, jinak po česku „mírně nervózní“) už před „Dnem osvobození“, po něm byli „yippy“ o poznání více, což se projevilo několikadenním masivním výprodejem. Výprodej byl následován korekcí, jejíž průběh ovšem naznačuje, že investoři zůstávají velmi opatrní a pesimističtí. Evropa reagovala velmi podobně a z měsíčního hlediska byla výkonnost srovnatelná s USA. Z ročního hlediska je na tom však Evropa viditelně lépe. Pravděpodobným důvodem lepší výkonnosti evropských akcií v ročním horizontu je, že evropské akcie nebyly ohodnocené tak na hraně jako americké, takže jejich letošní lepší výkonnost by mohla jít více na konto zrealističtění ohodnocení amerických akcií a následného přesunu akciových investic z USA do Evropy, než nějakého

velkého optimismus ohledně vyhlídek Evropy. Ekonomický výhled i výhled výkonnosti podniků zůstane ještě nějakou dobu extrémně nejistý, což by mělo výkonnost akciových trhů tlumit. Brzké zotavení tedy nečekáme. Naopak – snadno mohou přijít další negativní politické šoky a nepříjemná ekonomická překvapení, takže prostor pro pokles určitě existuje.

Český akciový trh byl stejně jako zbytek světa zasažen výprodejem spojeným s „Dnem osvobození“ a měsíc skončil v mínusu, ale jeho výkonnost byla o poznání lepší než u hlavních trhů. Výjimkou, která zaznamenala růst, byl ČEZ, jenž patrně těžil ze spekulací na výkup akcií minoritních akcionářů státem v případě vítězství ANO. Nejhuře se dařilo zbrojovce Colt, která varovala před negativním dopadem cel na její zisk. Výhled českého trhu je podobný jako ve zbytku světa: mizivá šance na růst, reálné riziko propadu.

Kredit

Trumpův výstřel z Aurory v podobě recipročních cel vylekal nejen všechny nepošetilé jedince, ale bohužel vyplašil i veškeré potenciální emitenty. Soudný manažer primárního úpisu dluhopisové emise do takhle rozkolísaných kapitálových trhů nevpustí byt' sebelepší kredit a jediná správná rada je vyčkat na klidnější dobu. Ta podle mínění ČEZ přišla už za tři týdny. Po jistě pečlivé rozvaze a diskuzi s manažery polostátní podnik všechny překvapil svým záměrem umístit relativně komplexní dluhopis. Vyzbrojen perfektním ratingem na úrovni Baa1 od Moody's a A- od S&P nabídl osmiletý dluhopis s indikativním spreadem 215 bb a závazkem snížit emise CO₂ ke konci roku 2030. Že odvážnému opět jednou štěstí přálo, jasně dokazuje celkový zájem investorů přesahující 2,7 miliardy EUR. Konečný spread se díky tomu snížil na 185 bb a ČEZ se s objemem 750 milionů EUR postaral o zatím největší dluhopisovou transakci českého emitenta.

Komodity

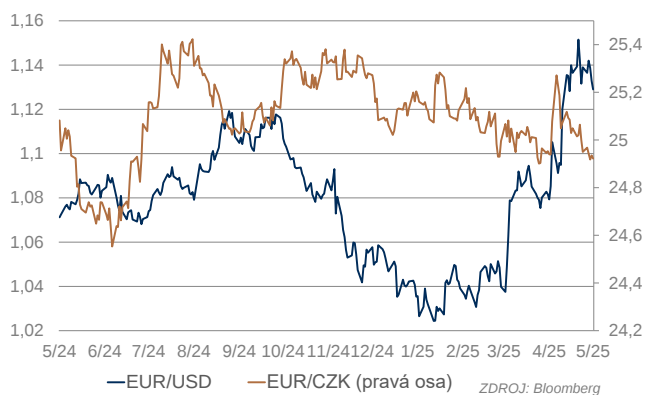
Cena ropy se v první polovině dubna prudce propadla a Brent klesl až na 58 USD/brl. Důvody byly dva: jednak obecný šok v podobě Trumpova „Dne osvobození“ a s ním související obavy o výkonnost světové ekonomiky, a tedy o úroveň poptávky po ropě, a jednak manévrování Saúdské Arábie v rámci OPEC, které by mohlo zvýšit globální produkci ropy. Tato kombinace vysvětluje hloubku propadu. Ve zbytku měsíce cena ropy korigovala a postupně rostla, ale na hodnoty před propadem se ani zdaleka nedostala. Výhled je podle našeho názoru negativní – aktivity Trumpovy administrativy samy o sobě představují klíčový faktor ve výhledu. Nabídka by měla být navíc více než dostatečná. Pomoci by ji mohlo i případné ukončení nebo alespoň přerušování rusko-Ukrajinského konfliktu. Je však nutné počítat s volatilitou generovanou především



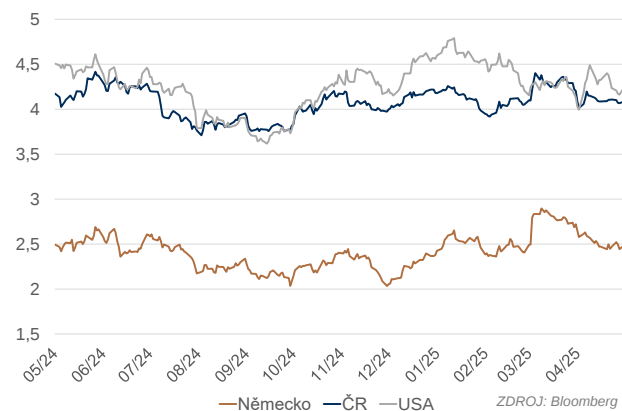
geopolitikou. Rizikem jsou vztahy mezi Íránem a USA a obecně oblast Blízkého a Středního východu. Zlato bylo výjimkou v dubnové téměř všeobecné mizérii. Bezprostřední reakcí na Trumpův „Den osvobození“ byl sice pokles, to ale bylo dáno pro podobné šoky typickým paradoxem: část investorů má natolik akutní potřebu likvidity (většinou kvůli margin callům), že ji musí získat kdekoliv, včetně prodejů pozic ve zlatě, což vede k tomu, že v první fázi šoku se zlato připojí ke všeobecnému výprodeji. Po uklidnění situace však zlato jakožto bezpečný přístav z chaosu těží a čím větší chaos, tím lépe pro něj. Soudě podle skoku na nová historická maxima včetně pokoření psychologické hranice 3 500 USD/oz je tentokrát chaos skutečně kapitální. Na konci měsíce prošlo zlato prudkou korekcí spojenou s vybíráním zisků. Velikost korekce byla úměrná velikosti předchozího růstu a míře obecné nejistoty. Úroveň 3 500 USD/oz by se teď teoreticky měla stát výraznou hladinou odporu, takže pokud nedojde k dalšímu masivnímu šoku, měla by se cena zlata v dohledné době držet pod ní.



Devizové kurzy



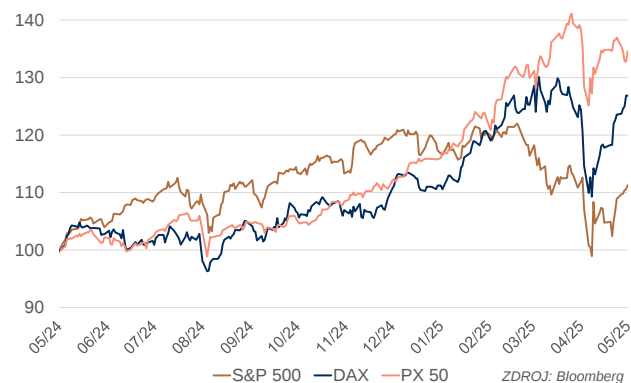
Dluhopisy (10 let)



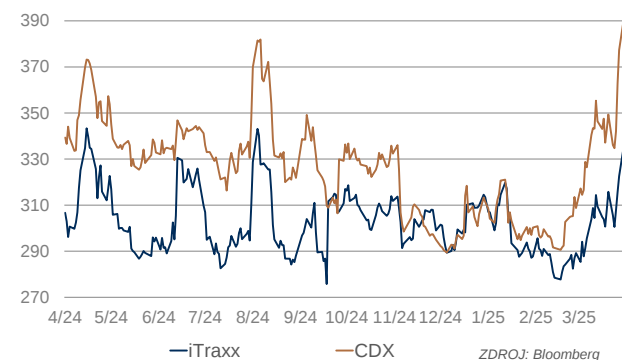
Index volatility VIX



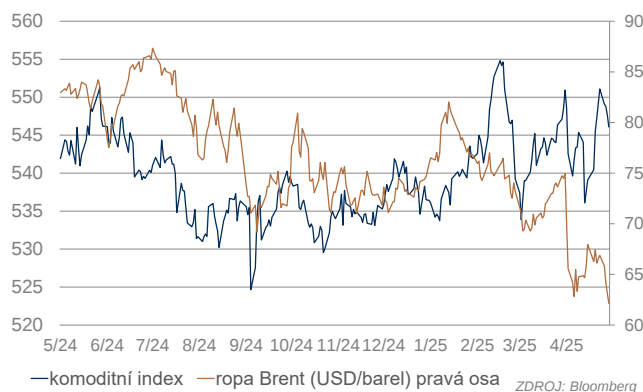
Aktiové indexy (1. 5. 2024 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	M-12	M-1	SOUČASNÁ HODNOTA	3 M ODHAD	ZMĚNA*	6 M ODHAD	ZMĚNA*	12 M 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	2,50	2,25	2,0	↓	2,0	↓	2,0	→
ČNB	7,0	4,0	3,75	3,50	↓	3,25	↓	3,0	↓
KURZY									
EUR/USD	1,07	1,08	1,14	1,15	↑	1,16	↑	1,18	↑
EUR/CZK	25,1	25,0	25,0	24,9	↑	25,0	→	25,0	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	5,04	3,91	3,66	3,5	↓	3,0	↓	3,0	→
US dluhopis 10y	4,68	4,25	4,15	4,0	↓	3,8	↓	3,5	↓
Něm. dluhopis 2y	3,03	2,02	1,72	1,6	↓	1,5	↓	1,5	→
Něm. dluhopis 10y	2,58	2,73	2,46	2,5	↑	2,5	→	2,5	→
České dluhopisy 2y	4,25	3,39	3,35	3,4	↑	3,3	↓	3,2	↓
České dluhopisy 10y	4,38	4,26	4,03	4,3	↑	4,2	↓	4,0	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	357,3	376,3	404,9	400	↓	380	↓	350	↓
EMU iTraxx 5y	317,3	329,7	343,9	340	↓	315	↓	305	↓
AKCIE									
S&P 500	5035,7	5611,9	5560,8					5500	→
Eurostoxx 50	4921,2	5248,4	5165,9					5500	↑
DAX	17932,2	22163,5	22540,7					22000	↓
CSI 300	3604,4	3887,3	3770,6					4000	↑
PX 50	1548,9	2106,5	2027,9					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	2,0	1,8	1,7	1,5	0,1	1,0	1,8	2,0
soukromá spotřeba	1,7	0,8	2,2	3,2	2,0	2,7	2,6	2,9	-2,8	1,7	2,0	2,2
vládní spotřeba	3,4	4,5	3,3	3,2	2,3	0,9	1,2	0,9	3,4	3,5	1,3	1,2
investice	-0,2	0,2	-0,8	-2,4	1,7	0,9	3,1	3,1	2,7	-0,3	1,5	2,0
dovoz	-2,9	-1,2	3,4	3,1	6,4	6,4	4,4	4,8	-0,6	1,2	5,2	4,8
vývoz	-0,1	0,6	4,0	1,3	4,1	4,2	3,3	3,9	3,1	2,0	3,5	4,0
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)	0,5	0,5	1,0	1,2	1,2	0,9	0,6	0,7	0,4	0,9	0,8	1,2
soukromá spotřeba	1,0	0,6	1,1	1,2	1,3	1,5	1,3	1,2	0,5	1,1	1,3	1,3
vládní spotřeba	2,1	2,9	3,0	1,9	2,6	1,6	1,0	0,9	2,1	2,7	1,5	1,1
investice	-0,9	-3,2	-1,5	-2,7	-0,1	2,6	1,0	1,1	2,2	-2,0	1,1	1,8
dovoz	-1,6	-0,4	1,7	1,4	2,0	1,3	1,3	2,0	-1,4	0,3	1,6	2,2
vývoz	-0,6	1,9	1,6	1,5	0,6	-0,7	1,2	1,9	-0,7	1,1	0,6	1,9
nezaměstnanost (%)	6,5	6,4	6,3	6,2	6,2	6,3	6,4	6,5	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	2,8	2,3	1,6	2,4	2,2	2,1	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	2,0	1,7	1,1	0,9	2,9	2,8	1,4	1,5
soukromá spotřeba	2,2	2,7	3,0	3,1	3,1	2,4	1,7	1,0	2,5	2,8	1,8	1,5
vládní spotřeba	3,5	3,5	3,4	3,3	2,4	2,5	1,5	0,9	3,9	3,4	1,9	1,0
investice	5,5	5,6	3,3	1,6	5,9	-0,3	-0,5	1,3	0,1	4,0	1,3	2,0
dovoz	2,9	5,6	7,1	5,5	13,4	4,5	1,1	1,6	-1,2	5,3	3,0	0,3
vývoz	2,0	3,5	4,6	3,0	3,0	2,8	0,3	0,3	2,8	3,3	1,4	0,7
nezaměstnanost (%)	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,3	4,5	4,6	3,6	4,0	4,4	4,5
inflace (CPI % y/y)	3,3	3,2	2,6	2,7	2,8	2,8	3,4	3,5	4,1	3,0	3,2	2,8
jádrová inflace (PCE % y/y)	3,0	2,7	2,7	2,8	2,7	2,8	3,2	3,3	4,2	2,8	3,0	2,6
běžný účet (% HDP)	-3,2	-3,3	-3,6	-3,8	-4,4	-3,9	-3,8	-3,8	-3,3	-3,6	-3,9	-3,6
rozpočtový deficit (% HDP)	-5,8	-5,4	-6,2	-6,9	-6,4	-6,3	-6,6	-6,1	-6,3	-6,9	-6,5	-6,7
vládní dluh (% HDP)	98,2	98,3	97,2	98,0	97,8	98,1	98,6	98,9	97,2	99,6	98,5	101,1

* 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.

