

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Ropa a zlato

ČR I přes nízkou inflaci si ČNB dává pauzu v měnovém uvolňování

EMU Lepší březnové statistiky odrážejí efekt předzásobení

USA Fed je opatrný, sazby proto zůstávají stabilní

www.ppfbanka.cz

červen 2025

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

Ropě a zlatu se věnujeme pravidelně každý měsíc v části měsíčníku věnované finančním trhům. V tématu měsíce se tentokrát na obě komodity podíváme obsáhleji, šířeji a hlouběji, protože jsou důležité jak z hlediska ekonomiky (především ropa), tak z hlediska finančních trhů (především zlato), a jejich ceny prošly v posledních měsících výrazným vývojem. Zatímco cena zlata postupně vytvořila řadu historických rekordů, cena ropy se propadla. Budeme se zabývat dlouhodobými i krátkodobými příčinami aktuálního vývoje a pokusíme se o odhad vývoje budoucího.

Ropa a zlato

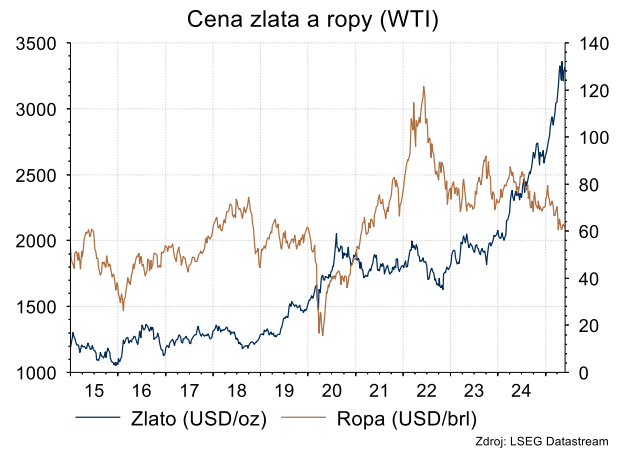
Ceny komodit jsou obecně značně volatilní a ovlivňované řadou krátkodobých, střednědobých a dlouhodobých faktorů. V tématu měsíce se zaměříme na dvě z nich, jejichž vývoj pravidelně sledujeme v měsíčníku: ropu a zlato. Obě v posledních měsících prošly podstatným vývojem, který odráží jak dlouhodobé obecné faktory, tak krátkodobé specifické faktory. Podíváme se, co stojí za sérií historických rekordů u cen zlata a proč má cena ropy tendenci klesat, i na to, zda tyto trendy vydrží.

Vývoj cen ropy v širším časovém kontextu

Základní faktory ovlivňující dlouhodobý vývoj cen ropy jsou svázány na jedné straně s vývojem její produkce a na druhé straně s vývojem její spotřeby. Velmi zjednodušené základní schéma vychází ze setrvalého růstu spotřeby daného kombinací růstu počtu obyvatel a obecného růstu bohatství (což vede k setrvalému růstu spotřeby ropy) na jedné straně a z omezených zásob ropy na straně druhé. Podle tohoto základního schématu by tedy měly dlouhodobě ceny ropy setrvale růst. V poměrně čisté podobě se tento typ úvah projevil před více než patnácti lety v době popularity „ropného vrcholu“ („peak oil“). Podle široce rozšířeného přesvědčení se už v této době blížil bod (podle pesimističtějších autorů už jsme v tom bodě byli), kdy se těžba ropy dostane na své maximum a poté začne kvůli vyčerpávání zdrojů klesat, což povede k rapidnímu růstu ceny s velmi negativními dopady na světovou ekonomiku, v extrému ke zhroucení civilizace. S odstupem času je zřejmé, že se žádná z těchto ponurých předpovědí nenaplnila a s velkou pravděpodobností ani nikdy nenaplní. Už v době maximální popularity „ropného vrcholu“ střízlivější autoři upozorňovali, že je tento scénář nepravděpodobný, a to ze dvou základních důvodů.

Prvním důvodem byla dostupnost velkých alternativních ložisek ropy a ropných ekvivalentů s dobrým potenciálem využití. V té době šlo primárně o rozvíjející se hlubokomořskou těžbu a těžkou a supertěžkou ropu (například kanadské ropné písky). O pouhých několika letech později se k nim přidal zdroj, který do značné míry obrátil „ropný vrchol“ naruby: ropa z břidlicových ložisek získávaná procesem hydraulického štěpení (fracking). Množství ropy zpřístupněné z těchto alternativních zdrojů je tak velké, že z „ropného vrcholu“ pro dohlednou budoucnost udělalo sci-fi, navíc úspory z rozsahu a pokroky technologie umožňují těžbu s přijatelnými náklady.

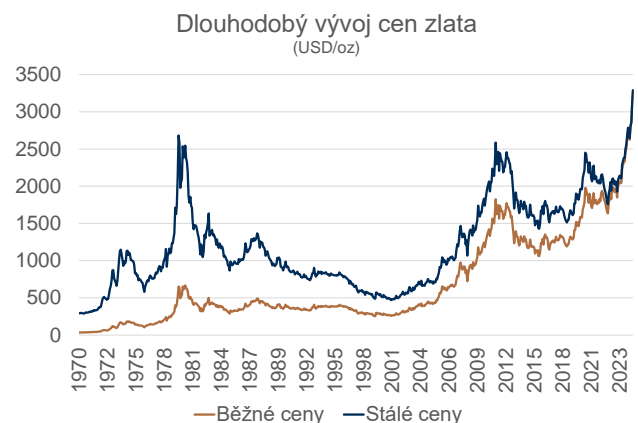
Druhým důvodem nepravděpodobnosti naplnění apokalyptických scénářů byla substituce ropy za jiné



alternativy. V době největší popularity „ropného vrcholu“ to byl zejména zkapalněný zemní plyn, později přibyla biopaliva a nakonec jako klíčová alternativa elektromobily, jejichž nástupu navíc pomohlo rostoucí uvědomění si rizik spojených s nekontrolovaným růstem emisí CO₂. Další potenciální alternativou je využití elektřiny produkované palivovými články pro pohon aut. A do třetice existuje možnost produkovat syntetický benzín, a tím v podstatě recyklovat CO₂ vznikající při spalování benzínu a nafty. Právě tyto alternativy zajišťují, že nedojde k problémům kvůli vyčerpávání ložisek ropy, tím méně ke zhroucení civilizace.

Cyklické chování cen ropy

Těžba a zpracování ropy jsou velmi náročné z hlediska fixních investic, navíc projekty jak těžby, tak zpracování jsou vždy velké rozsahem a jejich realizace trvá relativně dlouho (jinak řečeno odezva produkce na změny poptávky je poměrně nepružná). Neexistuje tedy možnost postupného navyšování kapacity, přírůstky jsou vždy ve



skocích. Přirozeně jsou jako první využívány projekty těžby s nejnižšími náklady; projekty s vyššími náklady v případě, že nestačí kapacita levnější těžby. To podobně jako u všech dalších sektorů kombinujících vysoké fixní náklady se skokovým přírůstkem produkce (mimo komodity je to například produkce polovodičů) vede k typickému cyklickému kolísání cen: růst spotřeby a stagnace produkce vede k růstu cen, při dostatečném zvýšení cen dojde k aktivaci těžebních kapacit s vyššími náklady, skokové navýšení kapacity vede k nadprodukcí a (dočasněmu) poklesu cen. U ropy je tento mechanismus navíc komplikován existencí kartelu OPEC a jeho dlouhodobou a různě úspěšnou snahou manipulovat cenu pomocí regulace objemu produkce. Dalším faktorem, který komplikuje průběh cenového cyklu u ropy, je geopolitika od věčně neklidného Blízkého a Středního východu, přes spory USA s Íránem a Venezuelou až po konflikt mezi Ruskem a Ukrajinou. Geopolitika ovlivňuje jak dostupnost produkčních kapacit, tak přímo vývoj ceny v jednotlivých těžebních regionech.

Trocha historie

Těžba a zpracování ropy byly po druhé světové válce ovládnuty velkými ropnými společnostmi („Sedm sester“). V reakci na tuto dominanci založilo na začátku šedesátých let pět producentů států – Saúdská Arábie, Kuvajť, Irák, Írán a Venezuela – kartel OPEC, který měl být protiváhou sedmičky a umožnit zúčastněným státům dosahovat férových cen za jejich produkci. Klíčovým momentem v historii vývoje cen ropy byl rok 1973, kdy členové OPEC uvalily ropné embargo na USA a další státy podporující Izrael v jomkipurské válce („ropný šok“). Ropa byla do té doby relativně levná a její cena stabilní (ve stálých cenách¹ stála v roce 1948 35 USD/brl, v červenci 1973 25,8 USD/brl), po embargu se však její cena okamžitě prudce zvedla (leden 1974 69,6 USD/brl). Druhé kolo ropného šoku přišlo na přelomu sedmdesátých a osmdesátých let, kdy došlo k revoluci v jednom z klíčových ropných producentů Íránu a následně také k válce mezi Íránem a Irákem. Výsledné narušení produkce vyhnalo cenu ropy až na 156 USD/brl. K vysokým cenám ropy však nepřispívaly jen geopolitické krize. Kartel OPEC v roce 1973 zjistil svoji sílu a jeho role na udržení vysoké ceny byla podstatná. Uměle vysokou cenu (i když z maxima postupně klesala) se mu dařilo držet až do roku 1985. Vysoké ceny ropy však stimulovaly těžbu mimo státy OPEC a kartel tak postupně ztrácel podíl na produkci ropy. To nakonec vedlo k tomu, že se klíčový člen OPEC Saúdská Arábie rozhodl k opuštění produkčních a cenových kontrol ve snaze ubránit si tržní podíl. Vzhledem k nízkým produkčním nákladům měla v tomto směru Saúdská Arábie a ostatní arabské státy výhodu. Ropa se následně velmi rychle propadla zpět až blízko

k úrovním před ropným embargem (červenec 1986 32,7 USD/brl) a vydržela tam až do začátku nového tisíciletí (březen 2002 39,2 USD/brl). První desetiletí nového tisíciletí však přineslo velký růstový trend komodit včetně ropy. V jeho rámci se cena ropy dostala na zatím absolutní maximum 205,8 USD/brl v červnu 2008 (připomeneme, že jde o stále ceny, v tehdejších dolarech byla cena 140 USD/brl). Vysoké ceny ropy přetrvávaly až do roku 2014 (červen 2014 141,8 USD/brl). Poté se však zopakovala situace z roku 1985 – Saúdská Arábie došla k názoru, že OPEC příliš ztrácí podíl na trhu, OPEC uvolnil produkční limity a cena ropy zkolabovala (prosinec 2014 72,8 USD/brl). Krok OPEC byl zaměřen především proti rychle rostoucí produkci z alternativních zdrojů, jako jsou ropné písky v Kanadě či břidlice v USA, které měly podstatně vyšší produkční náklady než státy OPEC. Od roku 2014 trvá z hlediska základních podmínek na trhu s ropou víceméně status quo. Ten byl přechodně narušen pandemií, která vedla k prudkému propadu cen, a následně narušením dodavatelsko-odběratelských řetězců, kdy cena přechodně narostla. Aktuálně se nacházíme v období, kdy cenu ropy určuje kombinace politiky OPEC (kartel se rozšířil o spolupracující Rusko na OPEC+), vývoje poptávky (nástup elektromobilů a dalších alternativ, relativně pomalý růst světové ekonomiky po pandemii) a geopolitiky. OPEC po poměrně dlouhém období snahy držet cenu ropy vysoko opět došel k názoru, že to vede jen ke ztrátě podílu na trhu ve prospěch alternativních těžbařů, a uvolňuje těžební limity.

Exkurze do historie vývoje cen ropy umožňuje několik věcí. Předně se ukazuje, že pokud bereme cenu ropy ve stálých cenách, neexistuje žádný setrvalý dlouhodobý růstový trend – cena ropy sice velmi výrazně kolísá, ale pokud se uplatňují především čisté tržní faktory, klesá jen mírně nad úroveň před rokem 1973 (cca 40 USD/brl). Dále je zřetelné, jak podstatnou váhu má ve vývoji cen politika OPEC – to, zda se snaží držet ceny uměle vysoko, nebo zda se snaží bránit tržní podíl, znamená desítky dolarů rozdílu v ceně. Významnou roli ve vývoji cen ropy hraje také technologický pokrok, paradoxně podporovaný snahami OPEC o dosažení co nejvyšší ceny. To umožňuje vynalézat nové technologie zpřístupňující těžko přístupná nebo alternativní ložiska. V konečném důsledku však technologický pokrok a snaha chránit životní prostředí směřují k úplné náhradě ropy. A konečně je na historii vývoje ceny zřetelně vidět váha geopolitických faktorů od jomkipurské války po současnou komplikovanou geopolitickou situaci.

Budoucnost ceny ropy

Nejprve se podíváme na krátkodobý horizont, což v tomto případě bude znamenat několik nejbližších měsíců. Naším základním scénářem je pokles ceny ropy, který bude brzdit nejen vliv geopolitických krizí. Důvodem pro pokles cen

¹ Ceny jsou přepočteny na současné dolary



ropy je především další pokus OPEC omezit ztráty tržního podílu na úkor producentů z alternativních zdrojů. Dodatečným zdrojem tlaku na pokles ceny by mohla být relativně slabá dynamika růstu spotřeby způsobená částečně slabším růstem Číny, částečně stagnací v EU a částečně negativními dopady Trumpových obchodních válek na světovou ekonomiku. Proti tlaku na pokles ceny budou působit geopolitické faktory: sankce proti Rusku související s rusko-ukrajinskou válkou (příměří by mohlo váhu tohoto faktoru zmírnit), sankce USA proti Venezuele a Íránu a obecné napětí na Blízkém a Středním východě související s krizí v Gaze, snahou Hútiů narušit dopravu v Rudém moři, možnou nestabilitou v Íráku a spory mezi Západem (především USA) a Íránem. Cena ropy by se opět mohla přiblížit až ke 40 USD/brl, i když většinu času asi bude trávit zřetelně nad touto úrovní.

Střednědobě (několik nejbližších let) očekáváme cenu ropy přibližně na současných úrovních, tedy v širším pásmu mezi 50–80 USD/brl, obecně poněkud výše než v krátkodobém horizontu. Naše očekávání je založeno na předpokladech postupného zlepšování dynamiky světové ekonomiky a návratu OPEC+ ke snaze udržet vyšší ceny (poté, co omezí růst zdrojů s vyššími těžebními náklady). Geopolitika může způsobovat místní nárůsty ceny, které však mohou být i krátkodobě extrémní (například v případě konfliktu mezi Íránem a USA).

Z dlouhodobého hlediska bude klíčové tempo nahrazování ropy alternativami. Jsme spíše opatrní, protože praxe ukazuje, že nepůjde o jednoduchý a rychlý proces. Ropa tak s námi pravděpodobně zůstane minimálně nízké desítky let (postupná náhrada dopravy využívající ropu různým tempem v různých částech světa). Dopad bude v současnosti a prvních letech především na investice do údržby a rozvoje ropné těžební a zpracovatelské infrastruktury, což by mohlo nejen udržet cenu ve stagnaci, ale pokud by ústup od spotřeby ropy byl pomalý, paradoxně vést i k jejímu zvýšení. Momentálně však jde jen o teoretickou variantu, v nemalé míře i díky nástupu Trumpovy administrativy v USA a jejímu příklonu k podpoře tradičních energetických zdrojů (ropa, plyn, uhlí). Dříve nebo později se však většinou prosadí alternativy k ropě a její cena se ustálí na úrovni lehce nad těžebními náklady nejlevnějších ložisek, což budou nejspíš stále arabské státy.

Faktory ovlivňující cenu zlata

Zlato je specifická komodita: má užití v průmyslu a díky jeho specifickým fyzikálním a chemickým vlastnostem za něj v některých výrobcích prakticky není náhrada, ať už je jeho cena vysoká jak chce; zároveň ale právě cena omezuje jeho širší praktické využití pouze na nezbytné případy. Současně je zlato poeticky vyjádřeno „od úsvitu věků“ využíváno jako materiál pro šperky, prostředek usnadňující směnu a uchovatel bohatství – zlato bylo (a pro některé stále je) prototypem peněz. Právě jeho role jako

finančního aktiva je rozhodující pro vývoj jeho ceny. Jeho těžba/produkce se přizpůsobuje vývoji ceny – čím vyšší cena, tím nákladnější těžba se vyplatí. Těžitelné zásoby zlata jsou však poměrně omezené, takže jeho cena je značně citlivá na růst poptávky. Klíčovým faktorem ovlivňujícím cenu zlata je tak poptávka po zlatě jakožto finančním aktivu, a to jednak ze strany investorů a jednak ze strany států (centrálních bank).

Zlato jako takové nenese přímo žádný výnos (nepřímě



Zdroj: Bloomberg

mohou velcí majitelé fyzického zlata získat výnos jeho swapováním), naopak s jeho držetím mohou být spojené náklady. Protože zlato nenese přímo výnos, nelze spočítat jeho fundamentální hodnotu podle klasické definice jakožto diskontovanou sumu budoucích výnosů. Teoreticky by se dala určit fundamentální hodnota z nejvyšších těžebních nákladů nutných k uspokojení poptávky po zlatě využívaném v průmyslu, ale zlato je především finanční aktivum, takže tento způsob může určit maximálně spodní hranici jeho ceny – cokoliv je nad tuto hodnotu, je dáno čistě tím, jaká je subjektivní hodnota pro investory.

Důvody, proč je zlato po tisíce let používáno jakožto uchovatel hodnoty, jsou známé: je to kombinace jeho chemické odolnosti a tedy stálosti s relativně snadnou zpracovatelností, možnost uchovat velkou hodnotu v malém, snadno přenosném objemu, jeho relativní vzácnost, snadná rozpoznatelnost a homogenita (všechno zlato je stejné, na rozdíl například od diamantů, kdy každý kámen má individuální specifickou hodnotu). Důležitou roli hraje také tradice – do jisté míry podobně fyzikálně-chemické vlastnosti jako zlato mají například i platina a paládium, ale nemají jeho kulturně historický status. K tomu se přičítá i jeho oficiální role měnového rezervního aktiva (zlato je počítáno do devizových rezerv). Shrnuto: atraktivita zlata jakožto investičního aktiva je dána primárně kulturně historicky a psychologicky, ne objektivně. Z toho plyne, že hodnota zlata podléhá psychologickým faktorům a módním vlnám a nedají se proto pro ni použít klasické fundamentální ohodnocovací metody – na rozdíl například od akcií, kde je možné se pokusit odhadnout budoucí



výnosy, na jejich základě určit fundamentální hodnotu a najít nesprávně ohodnocené akcie.

Zlato v současné době zažívá jedno z období popularity, což je primárně dáno kombinací dlouhodobě nepříznivého fiskálního vývoje (rostoucí zadlužování států plus nepříznivé vyhlídky dané především demografií) a především v poslední době komplikující se a nestabilní geopolitickou situací. Atraktivitu zlata zvyšuje klesající důvěra k aktivům tradičně používaným k ukládání finančních prostředků (například americké státní dluhopisy). Jakožto fyzické aktivum je totiž vnímáno jako nezávislé na selhání protistrany. Pokud bychom měli určit některé důležité konkrétní události, které přispěly k současné popularitě zlata, pak klíčové byly dvě: finanční krize 2008 a dluhová krize EMU. V poslední době dominuje spíše geopolitika – Trumpova obchodní válka s Čínou vedla k odklonu Číny od dolaru a amerických státních dluhopisů a soustavným nákupům zlata a zmrazení ruských aktiv dále narušilo důvěru v dolar a americké státní dluhopisy jako bezpečný způsob uložení finančních prostředků státních aktérů. Motivace soukromých investorů je v zásadě stejná jako motivace států: snaha omezit expozici vůči potenciálně nespolehlivým finančním aktivům – tedy bezpečný přístav. Pro úplnost ještě uvedeme zajištění proti inflaci jakožto často uváděný důvod pro držbu zlata – tento motiv však v současnosti nehraje větší roli (do jisté míry mohl podpořit popularitu zlata v období postpandemické inflační vlny), protože cena zlata obecně roste podstatně rychleji než ceny.

Budoucnost ceny zlata

Pro krátkodobý vývoj ceny zlata bude klíčová geopolitika. Nástup D. Trumpa do jeho druhého prezidentského období svojí razancí překvapil a vyvolal vlnu nejistoty, která zlatu výrazně prospěla. Zlato bylo v ostrém rostoucím trendu už předtím, tento impuls mu ještě přidal na síle a vedl jednak k proražení psychologicky důležité bariéry 3000 USD/oz a jednak k vytvoření historického maxima na 3500 USD/oz. Podle našeho názoru by se teď cena na několik měsíců měla usadit v tomto rozmezí a konsolidovat po předchozím silném růstu. Vyloučit nelze další silný šok, který by vyhnal cenu dále nahoru, i když takovou eventualitu pokládáme za málo pravděpodobnou. Že by cena klesla podstatně pod 3000 USD/oz, pokládáme ovšem za ještě mnohem méně pravděpodobné.

Domníváme se, že v dlouhodobém horizontu je prostor pro další růst. Pomoci by mu měla řada faktorů: omezená nabídka zlata při (pravděpodobně) rostoucím objemu bohatství, trvalá nejistota spojená ať už s geopolitikou nebo dlouhodobými dopady lidské činnosti na životní prostředí a v neposlední řadě faktor, který je pro zlato klíčový: jeho prakticky nenahraditelná historická a kulturní role, která bude vždy apelovat na lidskou psychologii.

Závěr

Kontrast mezi vývojem ceny ropy a zlata je do značné míry dán kontrastem mezi vývojem reálné ekonomiky a finančního systému. Zatímco reálná ekonomika je determinována primárně objektivními faktory (možnosti nabídkové strany, alternativy, preference ovlivněné ohledy na životní prostředí atd.), finanční trhy jsou značně ovlivněny faktory psychologickými (aktuální představy o budoucím vývoji, vnímání rizika i móda). Ceny ropy sice mohou divoce kolísat, ale toto kolísání je v konečném důsledku omezeno v principu jednoduchými vztahy mezi fyzicky determinovanou nabídkou a poptávkou. U zlata je fyzicky determinována pouze nabídka, poptávka je prakticky čistě záležitostí subjektivních preferencí. Tato dichotomie umožňuje odhadnout divergentní budoucí vývojové trajektorie těchto dvou klíčových komodit: zatímco ropu čeká v dlouhodobém horizontu postupný ústup ze slávy daný kombinací technologického pokroku a omezení souvisejících s ochranou životního prostředí, zlato bude velmi pravděpodobně dál a dál nerušeně zářit.



Data z reálné ekonomiky zatím zůstávají silná a inflace nízká. Tento příznivý obrázek ale kalí vzrůstající nejistoty ohledně vnějšího prostředí, zejména nečitelná situace ohledně amerických cel.

Ekonomická aktivita

Česká ekonomika v 1. čtvrtletí letošního roku pokračovala v oživení. Detailní data HDP ukázala vyšší než očekávaný růst (2,2 % y/y), který byl tažen především spotřebou domácností. Pozitivně překvapil i rychlejší růst vývozu a menší než očekávaný pokles investic.

Stejně jako HDP i březnové měsíční statistiky z reálné ekonomiky vyzněly pozitivně. Průmyslová výroba vzrostla meziročně o 1,4 % a překonala tak očekávání trhu. Pohled na detaily ale optimismus mírní, protože za růstem stála hlavně nižší srovnávací základna u výroby elektřiny díky teplejšímu počasí v březnu minulého roku. Zpracovatelský průmysl naopak stagnoval. I tak lze výsledky průmyslové produkce hodnotit relativně pozitivně. Výhled průmyslu je ale nejistý zejména kvůli nízké poptávce ze zahraničí. Riziko představují americká cla, na druhou stranu německá fiskální expanze by se na českém průmyslu mohla projevit pozitivně. K jak velké expanzi ale v letošním roce dojde, se dozvíme až na konci června, kdy má německá vláda představit rozpočet.

Příznivé statistiky přišly v březnu i ze stavebnictví a maloobchodu. Meziroční růst stavební výroby dosáhl 12,1 %, na čemž se podílelo jak inženýrské, tak pozemní stavitelství. Také tržby v maloobchodě pokračují v růstu a ukazují, že navzdory sílícím nejistotám chtějí české domácnosti utrácet. V březnu vzrostly tržby za zboží o 3,4 % oproti stejnému období minulého roku. A chuť spotřebitelů utrácet by měla i přes značné nejistoty vytrvat, alespoň soudě podle konjunkturálních indikátorů. V květnu důvěra spotřebitelů vzrostla o 3 body na 100,7, tedy těsně nad dlouhodobý průměr.

Inflace a centrální banka

Dubnová inflace překvapila nižšími než očekávanými hodnotami, když poklesla na 1,8 %. Roli sehrála vyšší srovnávací základna spolu s poklesem cen potravin (-0,6 % m/m) a energií (-0,9 % m/m). Naopak ceny služeb stále rostou (+0,2 % m/m, 4,7 % y/y). I když ceny pohonných hmot budou i v následujících měsících zřejmě inflační tlaky nadále zmírňovat, volatilní potraviny pravděpodobně dubnový pokles zase vykompenzují. Inflace se tak zřejmě vrátí nad 2 %. Zůstane ale v inflačním pásmu. Příznivý inflační výhled umožnil ČNB na květnovém zasedání snížit sazby o 25 bb. Repo sazba je nyní 3,5 %, diskontní sazba 2,5 % a lombardní sazba 4,5 %.

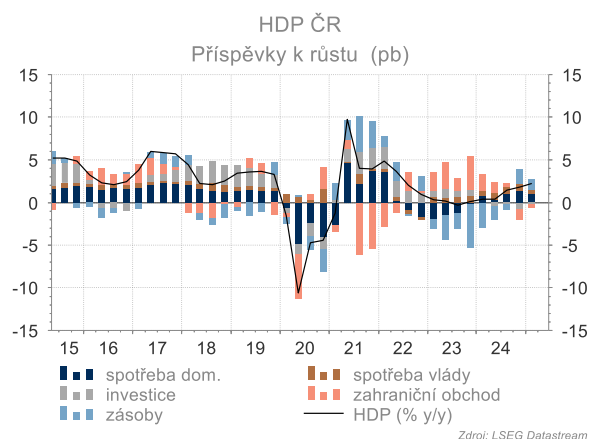
Bankovní rada měla pro své rozhodování k dispozici novou prognózu, která v souladu s výstupy z února doporučuje snižování sazeb ke 3 %. Guvernér Michl naproti tomu zdůrazňoval, že prostor pro další pokles sazeb je již omezený. Zda ale bylo květnové snížení sazeb na delší dobu poslední, nechtěl říci s tím, že na tom nepaduje mezi členy bankovní rady shoda. My se domníváme, že nyní bude delší pauza a bankovní rada bude vyčkávat. Podle nové prognózy by se inflace v letošním roce měla pohybovat v tolerančním pásmu, ale stále nad 2 %. Guvernér Michl zdůrazňoval proinflační rizika plynoucí z růstu cen služeb a zmínil i kurz koruny.

Nejistota je značná. Náš základní scénář aktuálně počítá s ještě jedním snížením sazeb v listopadu. Vycházíme z toho, že turbulence způsobené americkou celní politikou se negativně projeví na ekonomickém růstu a nebudou mít výraznější vliv na českou inflaci. ČNB tak bude mít prostor pro snížení sazeb. Situace se ale může dynamicky měnit.

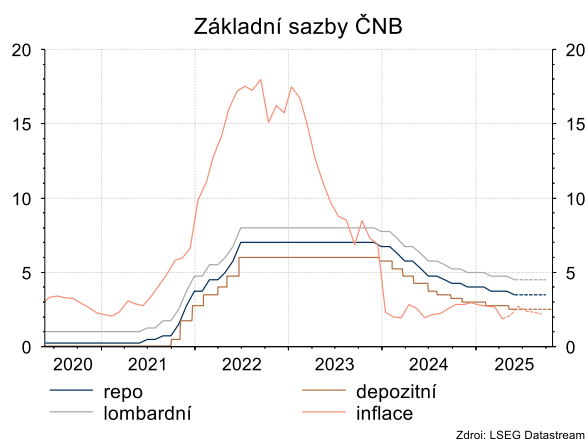
Rizika

Externí rizika jsou aktuálně ta největší. Zejména americká celní politika, která se neustále mění, může podryvat křehké ekonomické oživení, zároveň ale může překvapit i pozitivně, jak naznačilo zatím nepravomocné rozhodnutí soudu o zrušení většiny cel.

Spotřeba domácností stále táhne ekonomický růst.



ČNB v květnu snížila sazby, nyní si dá delší pauzu.

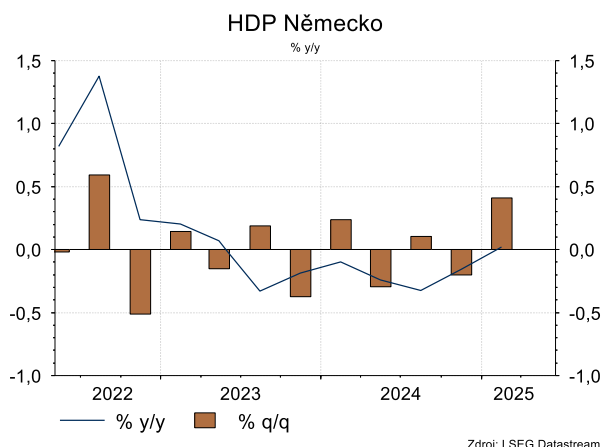


Nejistota ohledně celní politiky pokračuje. Návrh Evropské komise na dohodu s USA ještě přilil olej do ohně. I když hrozba 50% cel na dovoz z EU do USA nebyla nokonec naplněna, nejistota bude i nadále působit na ekonomický růst negativně.

Ekonomická aktivita

Březnová průmyslová výroba v eurozóně překvapila lepšími než očekávanými výsledky. Meziroční růst 3,6 % byl nejsilnější za posledního dva a půl roku. Tento růst ale nebyl způsoben postupným oživením průmyslové výroby, nýbrž byl do značné míry výsledkem předzásobení před tím, než začala v dubnu platit cla. Tento trend potvrzují například data z německého průmyslu, který v březnu vzrostl meziměsíčně o 3 %. Meziročně byla průmyslová produkce stále v mínusu, ale pouze mírném (-0,2 % y/y). Průmyslová produkce v Německu zůstává 9 % pod předpandemickými úrovněmi. Celému průmyslu v březnu pomohla hlavně farmaceutická výroba (+19,6 % m/m) spolu s výrobou automobilů (+8,1 % m/m) i výrobou strojů a zařízení (+4,4 % m/m). Vzhledem k tomu, že ve stejném období se výrazně zvýšil americký obchodní deficit zejména vinou farmaceutického průmyslu, lze předpokládat, že i německý nárůst výroby v tomto odvětví byl způsoben předzásobením a dynamika průmyslu bude v následujících měsících slabší. Zatím není jasné, jak budou do budoucna vypadat cla mezi Evropou a USA. EU připravila návrh, který amerického prezidenta Donalda Trumpa neuspokojil, spíše naopak. Ohlásil zavedení 50% plošných cel na země EU od 1. června, které následně odvolal a vrátil se zpět k 90dennímu odkladu, který by měl končit 9. července. Na konci května pak přišlo nepravomocné rozhodnutí amerického soudu o zrušení plošných 10% cel. Situace tak zůstává nepřehledná a jednání budou pokračovat.

Revize německého HDP ukázala lepší výsledky, vliv ale hrálo předzásobení.



Zajímavé je, že v předstihových indikátorech se nervozita projevuje zejména ve službách, zatímco nálada ve zpracovatelském sektoru se naopak v květnu mírně zlepšila. Domníváme se, že zlepšení PMI ve zpracovatelském sektoru na 49,4 bodu bylo do značné míry způsobeno růstem zahraničních objednávek podpořených předzásobením před tím, než začnou platit nová cla. Naopak v sektoru služeb se PMI propadlo na 48,9, nejnižší hodnotu od počátku roku 2024.

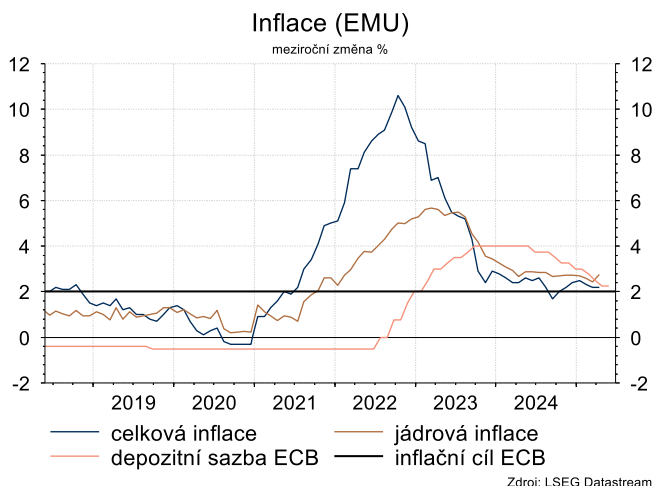
Inflace a centrální banka

Celková inflace v eurozóně se v dubnu udržela na 2,2 %, naopak jádrová inflace vzrostla z březnových 2,4 % na 2,7 %. Růst cen byl zaznamenán zejména v sektoru služeb, což do značné míry souviselo s načasováním Velikonoc, které byly v loňském roce již v březnu a dubnová základna pro letošní rok tak byla u služeb spojených s velikonočními prázdninami relativně nízká. Naopak celkovou inflaci i nadále snižují zejména ceny energií. Inflační tlaky v eurozóně tak zůstávají limitované a lze očekávat, že ECB bude v červnu znovu snižovat sazby. Depozitní sazba by se tak v červnu měla dostat na 2 %. Další vývoj je značně nejistý. My zatím neměníme naši předpověď a očekáváme, že červnové snížení bude poslední. Pokud by se ale Evropa nedohodla s USA na kompromisním řešení cel a došlo by k jejich navyšování, zřejmě by ECB snížila základní depozitní sazbu pod 2 %. Z její aktuální rétoriky vyplývá, že zvýšení cel sice může mít krátkodobě proinflační účinek, ale v delším horizontu převáží deflační tlaky způsobené zpomalením ekonomického růstu.

Rizika

Jak ukázal měsíc květen, novinky ohledně celní politiky USA mohou překvapit oběma směry. Samotná nejistota ale také představuje pro ekonomiku riziko slabšího růstu.

Nízká inflace umožňuje ECB pokračovat ve snižování úrokových sazeb.



Trh práce zůstává stabilně silný a zatím jsou stabilně nízké i žádosti o podporu v nezaměstnanosti. Stabilní je i vývoj inflace, což znamená, že jádrová se drží stále zřetelně nad cílem, zatímco celková k cíli pomalu klesá. Fed zůstává opatrný – sazby ponechal beze změny a jeho představitelé přesvědčují trh, že to tak ještě nějakou dobu zůstane. Růstové indikátory byly v květnu mírně slabší, zatímco předběžný PMI na konci května pozitivně překvapil jak u výrobního sektoru, tak u služeb.

Ekonomická aktivita

Počet zaměstnanců opět rostl rychleji, než se čekalo, míra nezaměstnanosti však stagnovala kvůli růstu míry participace; zároveň zpomaluje růst mezd. Z hlediska Fedu je to prakticky ideální situace: trh práce je dostatečně silný, ale zároveň není přehřátý, a klesající tempo růstu mezd ukazuje na snižující se mzdově-nákladové inflační tlaky. Cla se zatím do cen nijak významně nepromítla, takže inflace zatím nezrychlila. Vývoj nových nájmu i zpomalující tempo růstu cen nemovitostí dávají silnou naději na zpomalení růstu nájmu, což by při jejich velké váze ve spotřebním koši mohlo omezit případný pozdější průsak cel do cen. Cenové tlaky by mohla omezit i slabší osobní spotřeba – po nákupní vlně přinesl minulý měsíc citelné zpomalení jejího růstu. Překvapení však nabídl index spotřebitelské důvěry Conference Board, který po propadu nečekaně vystřelil na vyšší úroveň. Zdá se, že spotřebitelé začínají vnímat rozdíl mezi každodenní zkušeností a mediální realitou a zjišťují, že ekonomika je v poměrně dobrém stavu, daleko od katastrofy. To by mohlo v dalších měsících podpořit osobní spotřebu. Slabší byla průmyslová produkce a zejména objednávky zboží dlouhodobé spotřeby, což by mohlo naznačovat nižší investování

a cyklický útlum. Na druhou stranu oba indexy PMI se posunuly zřetelně do pásma expanze, což by mohlo znamenat, že si podniková sféra začíná zvykat na netradiční styl nové administrativy a pomalu se začíná uklidňovat.

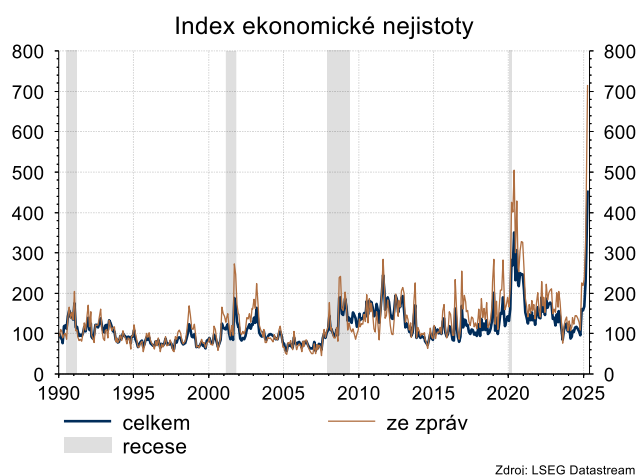
Inflace a centrální banka

U inflace se zatím zavedená cla nadále nijak výrazně neprojeví. Inflace se vyvíjela v souladu s očekáváním. Pro její další vývoj bude důležitý jednak dopad cel, který by ji měl zvyšovat, a jednak tempo růstu nájmu, které by mělo poměrně výrazně klesat. Nájmů mají v CPI velkou váhu, jejich váha v preferovaném inflačním ukazateli Fedu, tedy jádrovém indexu PCE, je však citelně nižší. Nejistota kolem dopadu cel do inflace vede Fed k opatrnosti – na jeho posledním zasedání zůstaly sazby beze změny a komunikace jeho představitelů konzistentně potvrzuje delší období vyčkávání a stabilních sazeb. To nás vedlo ke snížení počtu očekávaných snížení sazeb ze tří na dvě s tím, že k prvním by mělo dojít nejdříve v září. Ve futures na federální fondy jsou momentálně započtena také dvě snížení sazeb. Kromě vývoje inflace bude pro časování snižování sazeb klíčová stabilizace situace ohledně cel, což Fedu umožní lépe odhadnout budoucí vývoj inflace.

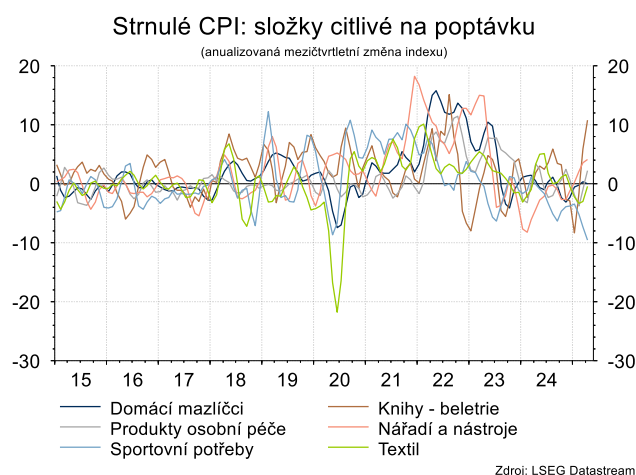
Rizika

Kromě přímých dopadů zatím stále neustávajících šoků přicházejících z Bílého domu (zatím posledním je hrozba 50% cel pro EU) je klíčovým rizikem pro americkou ekonomiku dopad nejistoty vyvolávané neustálými změnami. Index spotřebitelské důvěry Conference Board sice naznačil, že nejhorší by snad už mohlo být za námi, ale slabší osobní spotřeba a odkládání investic mohou i tak vést ve zbytku letošního roku k citelnému zpomalení ekonomiky (bráno z hlediska konečné domácí spotřeby, bez vlivu zásob a zahraničního obchodu).

Ekonomická nejistota je na historickém maximu.



Ceny zboží zatím na cla příliš nereagují.



EUR/USD

Kurz eura k dolaru v květnu ovlivnil hlavně taktický ústup D. Trumpa od extrémních cel oznámených v rámci „Dne osvobození“. Devadesátidenní pauza vytvořila prostor pro vyjednávání, ale nejistotu ani zdaleka neodstranila. Vývoj kolem cel a obchodních dohod tak bude i nadále kurz ovlivňovat. Pauza pomohla dolaru, který se vrátil zhruba do poloviny května až k 1,106. Poté začal znovu oslabovat a měsíc nakonec končil nepříliš daleko od hodnot, na kterých ho začínal. Proti dolaru působily ve druhé polovině května dva faktory. Prvním byly pokračující důsledky ztráty důvěry k dolaru jakožto bezpečné měně, a tedy odliv z dolaru do jiných měn. Druhým obavy z vývoje rozpočtové situace v USA související se schvalováním Trumpových daňových škrťů, jejichž důsledkem by měl být růst rozpočtového schodku. Faktory negativní pro dolar by měly přetrvávat i v nejbližších měsících, počítáme s jeho dalším oslabením jakožto hlavním scénářem. Záležet bude ovšem i na Evropě. Pokud by se ECB odhodlala nebo byla vývojem hospodářství přinucena k výraznému snížení sazeb, dolaru by to pomohlo. Stejně tak by mu pomohla i přetrvávající slabost evropského hospodářství (tedy pokud by se nerealizovalo očekávané oživení) a komplikace v rusko-ukrajinském konfliktu.

EUR/CZK

Koruna prožila překvapivě klidný měsíc. Zatímco Donald Trump hrozil novými cly a pak je následně rušil, koruna na tyto změny v podstatě nereagovala a celý květen se pohybovala v relativně úzkém pásmu okolo 24,9 EUR/CZK. V současné době korunu nechávají v klidu turbulence na akciových trzích a spíše se řídí vývojem na trhu s eurodolarem, kde jí do karet hraje oslabování dolaru. Výhled kurzu koruny je v těchto turbulentních časech velice nejistý. Domníváme se, že koruna nemusí při dalších otřesech na finančních trzích udržet klid, jaký projevovala v květnu, a volatilita kurzu se může prudce zvýšit. Trendové oslabování ani posilování ale nepředpokládáme. Podle našeho názoru bude kurz koruny vůči euru při vysoké volatilitě oscilovat okolo 25 EUR/CZK.

Dluhopisy

Po poklesu v dubnu se v květnu výnosy amerických státních dluhopisů pomalu vracely na vyšší úroveň. Platilo to především pro dlouhý konec, krátký zhruba od poloviny měsíce víceméně stagnoval. Krátký konec ovlivnila důsledně jestřábí rétorika představitelů Fedu tím, že trh zmírňoval očekávání tempa poklesu sazeb. Dlouhý konec křivky byl částečně ovlivněn – podobně jako dolar – snížením důvěry investorů v americká aktiva. Přispělo k tomu i snížení ratingu USA agenturou Moodys. Dalším důvodem driftu výnosů směrem nahoru byly obavy z dopadů daňových škrťů prosazovaných Trumpem.

Zhoršující se vyhlídka rozpočtové rovnováhy jsou více méně celosvětovým problémem, v USA jsou však více viditelné díky informacím o projednávání rozpočtu, a tedy působí na trh silněji. Počítáme s tím, že uvedené faktory budou ovlivňovat trh i nadále. Informace ohledně rozpočtu by měly držet výnosy spíše výše, příznaky slabosti ekonomiky by je mohly posunout mírně dolů. Prudký rychlý pohyb výnosů směrem nahoru (výrazněji nad 5 %) bez významného šoku je nepravděpodobný, prudký rychlý pohyb směrem dolů (výrazněji pod 4 %) ještě méně pravděpodobný.

Evropské dluhopisové trhy byly také víceméně klidné a pohybovaly se do strany. Na rozdíl od USA v průběhu měsíce mírně narostly, aby se ke konci měsíce vrátily na úroveň poblíž výchozích hodnot. Výnosy se tak stále drží zřetelně pod hodnotami, na které se dostaly po volbách v Německu a uvolnění německých rozpočtových pravidel. Pomalu klesají i francouzské výnosy, přestože politická a rozpočtová situace Francie zůstává překerná. Evropským dluhopisům patrně stále pomáhá snížená důvěra k americkým aktivům. Nepředpokládáme, že tato situace vydrží, protože Evropa má více než dost vlastních problémů a zatím se neukazují žádné známky toho, že by se její situace nějak podstatněji zlepšovala. Počítáme proto s tím, že výhledově se výnosy na dlouhém konci křivky dostanou na poněkud vyšší úroveň, než jsou aktuálně. Krátký konec může naopak mít prostor pro pokles, pokud by ECB byla nucena pokračovat ve snižování sazeb.

Pohyby výnosů státních dluhopisů na českém trhu byly podobně mírné jako v Evropě, rozdíl byl v tom, že české výnosy končily malinko výš. Mírný pohyb směrem nahoru na krátkém konci mohl souviset se zvýšeným vnímáním jestřábího naladění bankovní rady ČNB, a tedy s menším očekávaným poklesem sazeb. Předpokládáme, že pokud se neobjeví další externí šok, zůstane český dluhopisový trh klidný i v červnu.

Akcie

V květnu na světových akciových trzích pokračovalo zotavování po propadu způsobeném Trumpovým „Dnem osvobození“. Trh se přiklonil k přesvědčení, že extrémní americké administrativy jsou součástí vyjednávací taktiky jejího šéfa a že situace nakonec nebude tak katastrofální, jak to vypadalo na první pohled. Relativně nejlépe se dařilo americkým technologickým akciím, obzvláště velkým technologickým společnostem, protože ty byly nejvíce zasaženy chaosem. Populární zůstávají i velké německé společnosti. Trh může ze setrvačností driftovat na vyšší úroveň i v červnu za předpokladu, že se nezačnou objevovat výrazně varovné makroekonomické údaje a že se nedočkáme nějakého dalšího šoku od americké administrativy. Růst by však měl být opatrný a počítat je nutné s výkyvy směrem dolů v reakci na menší šoky, vybirání zisků a mírně horší data. Akciové trhy ještě nemají



ani zdaleka vyhráno, rizik zůstává mnoho a možnost dalšího i výrazného poklesu je stále aktuální.

Český akciový trh v květnu rostl stejně jako řada dalších ve světě. Erste Group bank pomohla pozitivní rekcí na expanzi do Polska, mezi finančními společnostmi rostl také VIG. ČEZ a Colt reagovaly pozitivně na výsledky. Pokles u Komerční banky souvisel převážně s výplatou dividendy. Pro české akcie platí do značné míry stejný scénář jako pro světové trhy: opatrný růst s rizikem propadu v reakci na negativní šok.

Kredit

Země, která vyslala člověka na Měsíc, země, která pomocí Little Boy a Fat Man ukončila světovou válku a která rozhodně má potenciál urovnat i konflikt na Ukrajině, tak přesně tahle země se ke starému kontinentu chová čím dál tím víc macešsky. Začalo to nesmyslnými cly, která ještě v květnu zrušilo soudní rozhodnutí, pokračovalo to ukořistěním nejčinnějšího kovu z hokejového světového šampionátu a ze stejné země nakonec přišla i nečekaná komplikace pro tuzemské emitenty. Za celosvětovým výpadkem terminálů společnosti Bloomberg samozřejmě nejde hledat úmysl. Faktem ale zůstává, že přišel zrovna ve středu 21. května, což byl jednoznačně nejdůležitější den pro tuzemské dluhopisy v letošním roce. Vyjma opožděné aukce státních dluhopisů přidělal vrásky na čele i manažerům benchmarkové emise Českých drah nebo dluhopisů MREL J&T Banky. Ale začněme hezky po pořádku.

Hned pět tuzemských bankovních domů otevřelo 13. května knihu objednávek pro Czechoslovak Group, který s férovým výnosem 5,75 % a splatností 5 let mířil mezi největší korunové korporátní emise v historii. Majitelům dluhopisů bylo poskytnuto stejné zajištění, jakého se dostalo i bankovním úvěrům skupiny, a tak není divu, že se nakonec podařilo upsat rekordních 10 miliard korun. S dluhopisy se na pražské burze začne obchodovat od 10. června a o likviditu by rozhodně neměla být nouze.

Několik týdnů zaparkované eurové emise Českých drah a J&T Banky se konečně osmělily 21. května. Bankovní dům si vytyčil za cíl umístit 300 milionů eur s indikativním spreadem 250 bb při splatnosti šest let s možností předčasněho splacení po pátém roce. Národní dopravce s ratingem Baa2 vyrazil rovnou pro 500 milionů eur s indikativním spreadem 200 bb a pětiletou splatností. Manažerům obou emisí se naštěstí podařilo trefit do klidného trhu, takže ani mimořádný výpadek terminálů agentury Bloomberg nezpůsobil zásadní škody. Zájem o České dráhy přesáhl 3,5 miliardy eur a konečný spread se tak podařilo stlačit na 155 bb. Dluhopis MREL J&T Banky s ratingem Baa3 přilákal zájem v objemu 860 milionů a finální kreditní spread klesl na sympatických 225 bb.

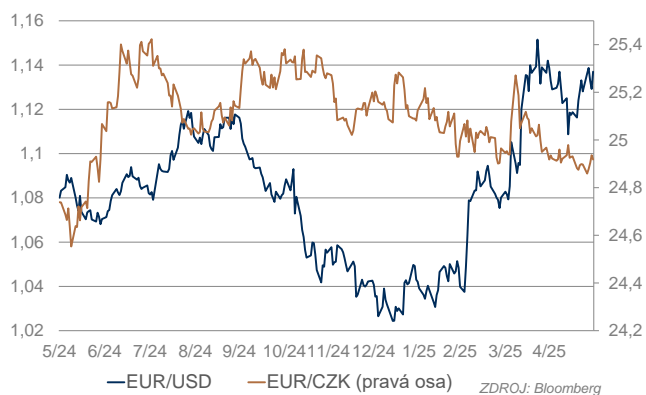
Komodity

Cena ropy byla v květnu ve srovnání s předchozími měsíci relativně klidná a pohybovala se v poměrně úzkém rozmezí mezi 59 až 67 USD/brl (Brent). Uvolnění limitů OPEC bránilo většímu růstu, stále napjatá situace v ohniscích geopolitického napětí bránila většímu poklesu. Další vývoj bude hodně ovlivněn politikou OPEC, především stanovením těžebních limitů. Pokud by OPEC chtěl bojovat o tržní podíl a limity uvolňoval, cenu by to tlačilo dolů, pokud je spokojen se současnou situací, mělo by to cenu dále stabilizovat. Z geopolitického hlediska bude důležitý vývoj kolem Íránu a také vývoj konfliktu mezi Ruskem a Ukrajinou. U Íránu nelze vyloučit přístředí, což by ropu posunulo nahoru. Naděje na příměří mezi Ruskem a Ukrajinou není velká, reálněji vypadá eskalace, především eskalace sankcí proti Rusku, a tedy menší možnosti vývozu jeho ropy, což by také mělo posunout cenu ropy nahoru.

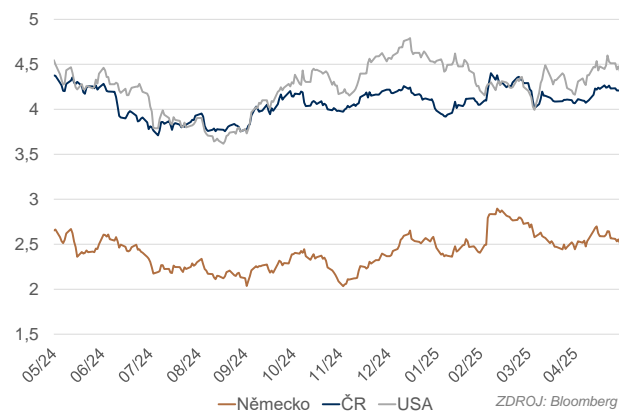
Cena zlata byla v květnu volatilní, ale bez jasně směru, tedy v konsolidaci a postranním trendu. Trh podle všeho stále tráví předchozí prudký růst na nová historická maxima a následnou prudkou korekci. Značný vliv mají opět také pohyby kurzu dolaru – jeho oslabení pomohlo ve druhé polovině měsíce k zotavení ceny zlata. Zvýšená volatilita a reaktivita může pokračovat, zlato je a bude hodně citlivé jak na další vývoj Trumpových politik, tak na vývoj v ohniscích geopolitického napětí. Důležité také bude, nakolik budou na současných úrovních ochotny nakupovat centrální banky – nedůvěra k dolaru by mohla jejich apetit podporovat, přestože aktuální ceny jsou všechno jen ne atraktivní pro nákup. Nejpravděpodobnější je tak pokračující konsolidace mezi 3000 až 3500 USD/oz.



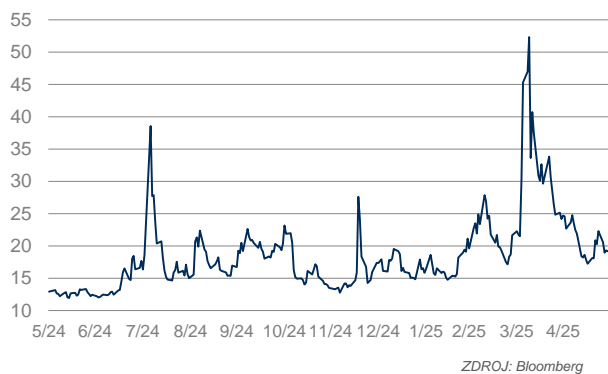
Devizové kurzy



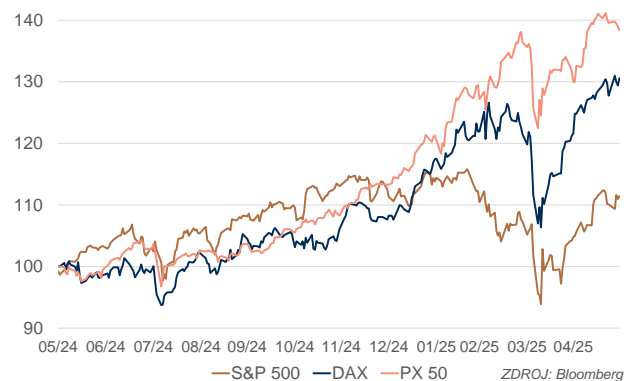
Dluhopisy (10 let)



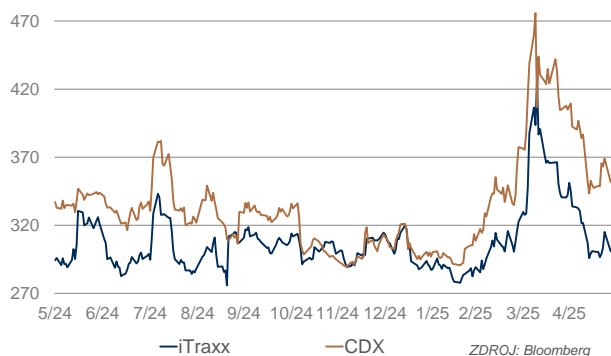
Index volatility VIX



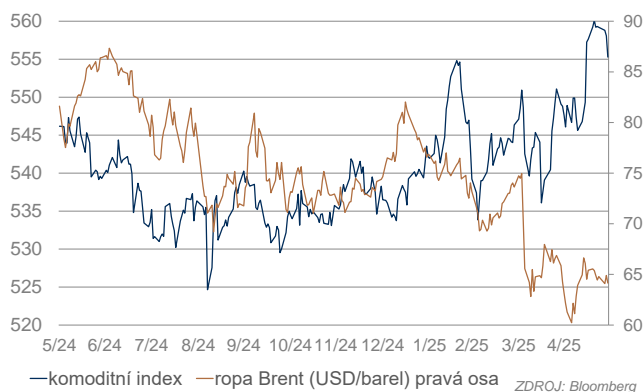
Akciové indexy (1. 5. 2024 = 100)



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	↓	4,00 - 4,25	↓	3,75 - 4,00	↓
ECB (depo)	4,0	2,50	2,25	2,0	↓	2,0	→	2,0	→
ČNB	5,25	3,75	3,50	3,50	→	3,25	↓	3,0	↓
KURZY									
EUR/USD	1,08	1,13	1,13	1,15	↑	1,16	↑	1,18	↑
EUR/CZK	24,7	24,9	24,9	25,0	→	25,0	→	25,0	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,92	3,60	3,94	3,8	↓	3,7	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	4,55	4,16	4,42	4,0	↓	3,8	↓	3,7	↓
Něm. dluhopis 2y	3,08	1,69	1,79	1,8	↑	1,7	↓	1,7	→
Něm. dluhopis 10y	2,65	2,44	2,53	2,5	↓	2,5	→	2,5	→
České dluhopisy 2y	4,21	3,35	3,45	3,4	↓	3,3	↓	3,2	↓
České dluhopisy 10y	4,38	4,03	4,12	4,2	↑	4,1	↓	4,0	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	337,1	407,5	351,7	340	↓	335	↓	330	↓
EMU iTraxx 5y	294,2	351,1	296,9	305	↑	300	↓	295	↓
AKCIE									
S&P 500	5235,5	5569,1	5912,2					6000	↑
Eurostoxx 50	4982,2	5160,2	5400,4					5500	↑
DAX	18496,8	22497,0	24170,0					23000	↓
CSI 300	3594,3	3770,6	3840,2					4000	↑
PX 50	1539,9	2019,3	2149,3					2100	↓

* Změna oproti předchozímu období (šipka dole u kurzu znamená změnu v prognóze směrem k silnějším hodnotám USD, resp. CZK)
ZDROJ: Bloomberg, Reuters, ČNB, PPF banka a.s.



Hlavní makroekonomické ukazatele

Česká republika

	2024				2025*				2023	2024	2025*	2026*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,4	0,4	1,4	1,8	2,2	2,3	2,0	1,7	0,1	1,0	2,0	2,1
soukromá spotřeba	1,8	0,7	2,4	3,2	2,5	4,0	3,6	2,7	-2,8	2,0	3,4	2,6
vládní spotřeba	2,4	3,9	3,4	3,3	1,9	2,2	1,8	1,5	3,4	3,3	2,3	1,2
investice	-0,4	-1,4	-0,6	-3,1	-0,6	-1,0	-1,0	2,2	2,7	-1,4	-0,3	3,4
dovoz	-2,6	-1,3	3,7	3,1	4,6	3,6	0,4	3,0	-0,6	0,7	2,6	4,3
vývoz	0,3	0,5	4,0	1,3	3,6	1,9	-0,3	1,7	3,1	1,5	1,2	3,5
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3	3,6	3,8	4,2	4,4
inflace (% y/y)	2,1	2,5	2,3	2,9	2,7	2,4	2,5	2,4	10,7	2,4	2,5	2,2
běžný účet (% HDP)	6,2	-0,3	-0,1	1,7	5,3	0,9	-2,1	0,5	-0,1	1,8	1,1	1,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,8	-2,2	-2,1	-2,3
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	42,5	43,6	44,3	45,2

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	1,1	0,7	0,7	0,4	0,9	0,8	1,1
soukromá spotřeba	1,0	0,6	1,1	1,5	1,3	1,5	1,3	1,3	0,5	1,1	1,3	1,2
vládní spotřeba	2,1	2,9	3,0	2,7	2,6	1,7	1,1	1,0	2,1	2,7	1,6	1,2
investice	-0,9	-3,2	-1,5	-2,0	-0,1	2,5	0,9	0,6	2,2	-2,0	1,0	1,5
dovoz	-1,6	-0,4	1,7	1,5	2,0	1,4	1,3	1,5	-1,4	0,3	1,6	2,1
vývoz	-0,6	1,9	1,6	1,3	0,6	-0,6	0,9	1,2	-0,7	1,1	0,6	1,7
nezaměstnanost (%)	6,5	6,4	6,3	6,2	6,2	6,3	6,3	6,4	6,6	6,4	6,3	6,4
inflace (% y/y)	2,6	2,5	2,2	2,2	2,3	2,1	2,0	2,0	5,5	2,4	2,1	1,9
jádrová inflace (% y/y)	3,1	2,8	2,7	2,6	2,3	2,2	2,1	2,2	5,0	2,8	2,2	2,0
běžný účet (% HDP)	2,1	2,6	2,8	2,8	1,6	2,4	2,2	2,3	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	1,6	1,1	0,8	2,9	2,8	1,3	1,5
soukromá spotřeba	2,2	2,7	3,0	3,1	3,1	2,7	2,0	1,3	2,5	2,8	2,2	1,5
vládní spotřeba	3,5	3,5	3,4	3,3	2,4	1,9	0,8	0,3	3,9	3,4	1,4	1,0
investice	5,5	5,6	3,3	1,6	5,9	2,7	2,3	4,1	0,1	4,0	1,6	1,8
dovoz	2,9	5,6	7,1	5,5	13,4	7,7	3,7	4,1	-1,2	5,3	4,4	-0,2
vývoz	2,0	3,5	4,6	3,0	3,0	2,5	0,0	0,1	2,8	3,3	1,1	0,9
nezaměstnanost (%)	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,3	4,4	4,5	3,6	4,0	4,4	4,5
inflace (CPI % y/y)	3,3	3,2	2,6	2,7	2,7	2,7	3,2	3,4	4,1	3,0	3,0	2,8
jádrová inflace (PCE % y/y)	3,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,8	3,2	3,3	4,2	2,8	3,0	2,7
běžný účet (% HDP)	-3,2	-3,3	-3,6	-3,8	-4,5	-3,9	-3,9	-3,8	-3,3	-3,6	-4,0	-3,6
rozpočtový deficit (% HDP)	-5,8	-5,4	-6,2	-6,9	-6,4	-6,4	-6,7	-6,4	-6,3	-6,9	-6,5	-6,7
vládní dluh (% HDP)	98,2	98,3	97,2	98,0	97,8	98,1	98,8	99,4	97,2	99,6	99,5	101,9

* 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.

