

# Analytický měsíčník

Téma měsíce

## Opatrná ČNB končí se snižováním sazeb

ČR Navzdory zvyšujícím se nejistotám česká ekonomika roste

EMU ECB si dá nyní pauzu ve snižování sazeb

USA Inflace zatím zůstává stabilní

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

červenec 2025

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



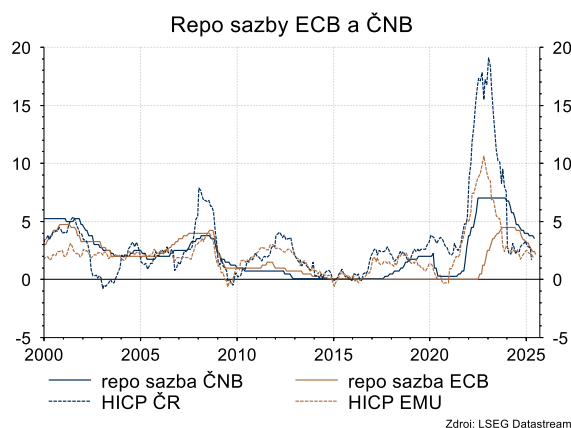
Kliknutím na  
kapitolu v obsahu  
se přesunete na její  
začátek. Tato šipka na  
dalších stranách vás  
vrátí zpět na obsah.

Česká národní banka se v červenci 2025 nachází v situaci, kdy navzdory nízké inflaci (blízké 2 %) a doporučení vlastního modelu k dalšímu snižování sazeb zvolila opatrný přístup a měnové uvolňování pozastavila. Repo sazba zůstává na 3,5 %, tedy o 1,5 procentního bodu výše než základní sazba ECB při srovnatelné inflaci. ČNB se rozhodla vyčkávat, aby předešla riziku opětovného růstu inflace. Tento postoj může pomoci ukotvit inflační očekávání, ale zároveň hrozí, že příliš přísná měnová politika zpomalí ekonomické oživení.

## Proč ČNB váhá s dalším snižováním sazeb?

Česká republika není součástí eurozóny a centrální banka tak může svou měnovou politiku vykonávat nezávisle. Vzhledem k propojení české ekonomiky s eurozónou se ale měnová politika ECB a ČNB jen zřídka rozchází. Období měnového uvolňování, resp. utahování se většinou shodují, i když absolutní výše základní sazby se může lišit. V historii se vyskytovala období, kdy základní sazba ČNB byla vyšší i nižší než obdobná sazba ECB. Od roku 2017 ale sazby ČNB byly a stále zůstávají vyšší než sazby ECB, což odpovídalo i průměrně vyšší inflaci v České republice ve srovnání s průměrnou inflací v eurozóně. Aktuálně je sazba ČNB o 1,5 pb vyšší než sazba ECB a obě centrální banky shodně signalizují přinejmenším pauzu v měnovém uvolňování. Výše inflace v EMU i v ČR se přitom aktuálně srovnala v blízkosti 2 %. Jaké jsou důvody větší opatrnosti ČNB? Proč nechce navzdory nízké inflaci rychleji snižovat sazby? Jaké to může mít dopady do inflace a ekonomiky? To jsou otázky, na které se snažíme najít

### Měnová politika ČNB a ECB je významně spojená.



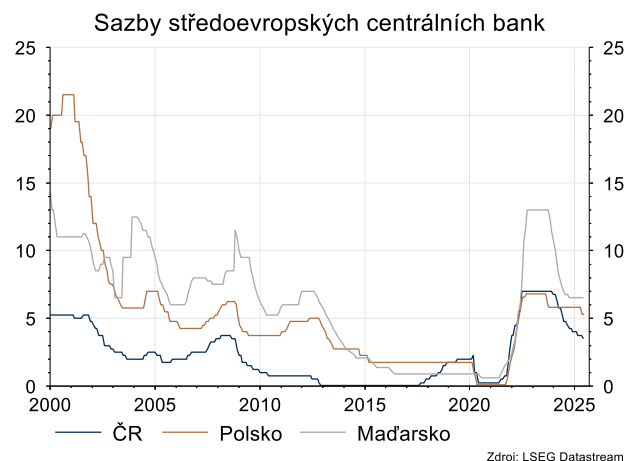
odpovědi.

### Centrální banky v EU se blíží konci měnového uvolňování

Po období inflační vlny a s ní spojených vysokých sazeb centrálních bank v letech 2021–2023 mohly centrální banky v Evropě díky klesající inflaci uvolnit měnovou politiku a pomoci tak strádajícím ekonomikám. Po většinu roku

2024 základní sazby sice snižovaly (ECB až od poloviny roku 2024), ale zdaleka se nedostaly na hodnoty z doby před covidem, kdy se sazby pohybovaly na historických minimech a některé byly dokonce nějakou dobu i záporné. Nyní je situace odlišná. Aktuální sazby jsou nad předcovidovými hodnotami a zdá se, že u některých z nich je jejich výše na nějakou dobu konečná nebo velice blízká dnu současného cyklu měnového uvolňování. Výjimkou je švýcarská centrální banka, která nedávno snížila základní sazbu na 0 %. V regionu střední Evropy se sazby ČNB díky nízkoinflačnímu prostředí v ČR dlouhodobě pohybují pod sazbami polské i maďarské centrální banky. Zatímco ale ČNB signalizuje, že cyklus měnového uvolňování je u konce a že by sazby měly být i nadále vyšší nejen ve srovnání s historickými minimy, ale i ve srovnání s dlouhodobým průměrem, v Maďarsku i v Polsku by sazby měly ještě klesat a postupně se dostat ke svým dlouhodobým průměrům.

**Stejně jako sazby české centrální banky i sazby maďarské a polské jsou o 1,5 pb výše než v předcovidovém období, ale i výše, než je dlouhodobý průměr.**



### ČNB chce udržovat přísnější měnové podmínky než v minulosti

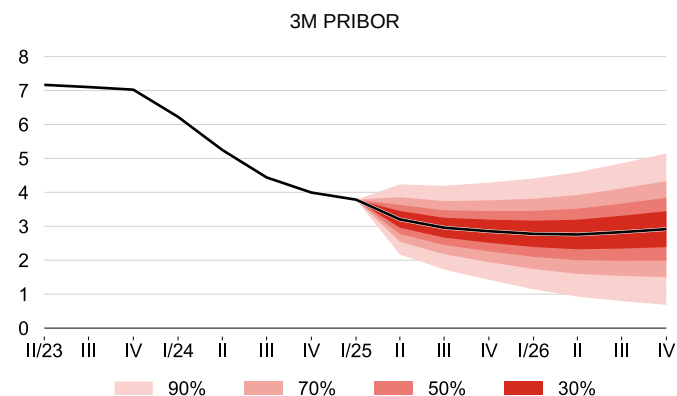
Česká národní banka jako jedna z prvních začala se snižováním sazeb již na konci roku 2023 a relativně svižným tempem během jednoho a půl roku je snížila na polovinu ze 7 % na 3,5 %. Květnové snížení ale bylo na nějakou dobu poslední, a to navzdory tomu, že inflace se dostala zpět do inflačního pásma a model ČNB radí se snižováním sazeb pokračovat.

Inflace spadla do blízkosti inflačního cíle již na počátku roku 2024 a od té doby se drží v inflačním pásmu. Poslední



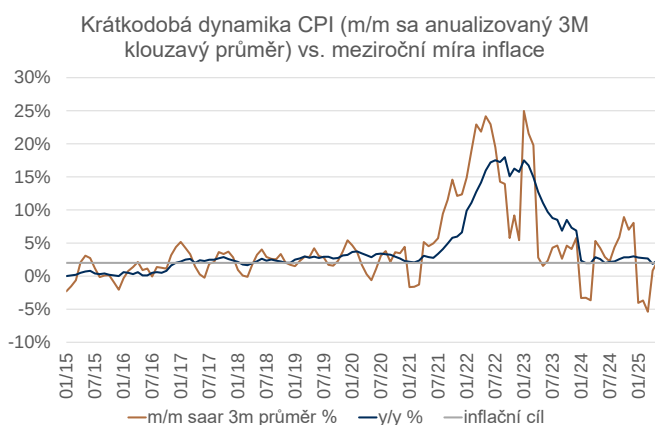
květnové statistiky sice překvapily směrem vzhůru, když inflace vzrostla na 2,4 %, ale tento výkyv byl způsoben především volatilními cenami potravin. Dynamika inflace zůstává celkově relativně nízká.

## Model ČNB radí snižovat sazby až pod 3 %



Zdroj: ČNB

## Inflace se již od počátku roku 2024 drží v těsné blízkosti 2 %. Meziměsíční vývoj zůstává volatilní.



Zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty

Členové bankovní rady se ale vůči vlastnímu modelu vymezují a chtějí mít sazby výše, tedy uplatňovat přísnější měnovou politiku. Jejich hlavní argumenty pro vyšší sazby jsou vyšší neutrální úroková sazba, rostoucí ceny nemovitostí, napjatý trh práce a s ním spojený potenciálně vyšší růst mezd, vyšší inflace v sektoru služeb a v neposlední řadě vysoká nejistota.

### Vyšší neutrální sazba

Neutrální sazba je v pojetí centrální banky taková sazba, která udržuje inflaci na cíli při růstu HDP na potenciálu. Vypočítá se jako součet cílované inflace (2 %

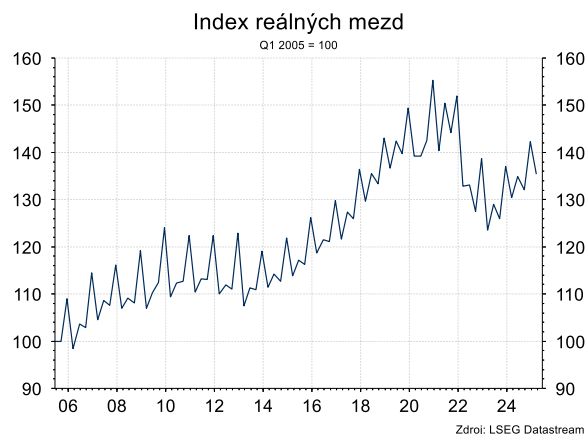
a přirozené úrokové míry. Již z definice je jasné, že zatímco inflace je pozorovatelná a měřitelná veličina, přirozená úroková míra je teoretickým nepozorovatelným konceptem, tedy jedná se o hodnotu, jejíž odhady se různí. Přirozená sazba navíc není stabilní v čase a je ovlivněna například růstem reálné ekonomiky (zrychluje-li potenciální růst ekonomiky (roste produktivita), roste i neutrální úroková sazba a naopak). Z toho vyplývá, že vyspělé země by měly mít nižší přirozenou sazbu než rozvíjející se konvergující ekonomiky. Dalším určujícím faktorem je i demografie. Nízký populační růst nebo stárnutí populace zvyšuje vybavenost kapitálem, čímž klesá mezní produkt kapitálu, a tedy i poptávka po něm. Při nižší poptávce po kapitálu klesá i jeho cena, a tedy úroková míra. Ve směru poklesu neutrální sazby působí i vyšší úspory (zvýšená nabídka kapitálu).

Podle teoretických výpočtů<sup>1</sup> se přirozená úroková míra pro ČR nachází v intervalu mezi 0,5 a 1,8 %, ale dlouhodobě se pro zjednodušení počítalo s 1 %, což s 2% inflačním cílem ukazuje na neutrální sazbu ČNB na úrovni 3 %. Proč si ale centrální bankéři myslí, že je to spíše 3,5 %, když populace stárne, úspory se zvyšují a růst produktivity je aktuálně slabý? Argumentem bankovní rady ve prospěch vyšší neutrální sazby jsou vyšší fiskální deficity, které působí na zvyšování inflace. Modeláře ČNB to ale nepřesvědčilo, ti pracují s 3% neutrální sazbou. Model tedy přirozeně k této sazbě konverguje a doporučuje tak další snižování sazeb.

### Napjatý trh práce a s ním spojený tlak na růst mezd

Česká ekonomika se může chlubit nejnižší nezaměstnaností v celé EU a to přesto, že k určitému ochlazení trhu práce letos již došlo. Je zajímavé, že i přes dlouhotrvající velice nízkou nezaměstnanost se tlak na růst mezd v české ekonomice příliš neprojevoval. Spíše naopak. Vysoká inflace vzala Čechům značnou část příjmů a průměrné reálné mzdy jsou nadále pod úrovněmi z roku

### Průměrné mzdy jsou stále reálně nižší než v roce 2020.



<sup>1</sup> Hlédík, T. a J. Vlček, 2018. Quantifying the Natural Rate of Interest in a Small Open Economy - The Czech Case, Working Papers 2018/7, Czech National Bank.



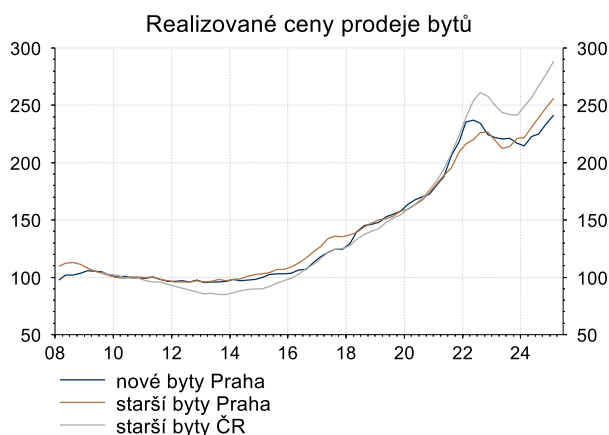


2021. Na vině může být slabá role odborů, neochota Čechů více se stěhovat za prací, ale i tradičně nízkoinflační prostředí, na jehož změnu nedovedli čeští zaměstnanci adekvátně reagovat zvýšením mzdových nároků. I když mzdy rostou v souladu s předpověďmi ČNB a jejich růst neakceleruje, ČNB se obává, že by se tento stav mohl změnit a tlak na růst mezd by se mohl zvýšit. Faktem je, že mzdy mají co dohánět, a to nejen po vysokoinflační periodě, ale i co se týká standardu našich západních sousedů. Připomeňme, že průměrná česká mzda je v nominálním vyjádření v porovnání s Německem zhruba třetinová. Zatím ale nic nenásvědčuje tomu, že by k akceleraci růstu mezd mělo dojít, ba právě naopak. Růst mezd by měl postupně zvolňovat s tím, jak bude slábnout trh práce.

## Rychlý růst cen nemovitostí

Růst cen nemovitostí je dlouhodobým problémem české ekonomiky. V nedostupnosti bydlení se Česká republika pohybuje na předních příčkách ve světovém srovnání. Čech na byt aktuálně vydělává průměrně 13–15 let, zatímco Němec obvykle 7–8 let. Dlouhotrvající strmý růst cen nemovitostí je ale do značné míry způsoben problémy na straně nabídky, kde výstavbu tlumí a zdržují dlouhá stavební řízení, přísné normy apod. Naopak poptávka je spíše než dostupností hypoték tažena oblibou vlastnického bydlení. V nájmu bydlí méně než 20 % Čechů, zatímco v Německu zhruba polovina obyvatel. K dalším faktorům působícím ve prospěch růstu cen nemovitostí patří nízká daň z nemovitosti (v evropských zemích je běžné druhou a další nemovitost danit výrazně více než nemovitost, ve které vlastník bydlí), sázky na růst cen nemovitostí a ponechávání nemovitostí prázdných nebo

## Ceny nemovitostí letí vzhůru, ale vyšší sazby ČNB tomu jen těžko zabrání.



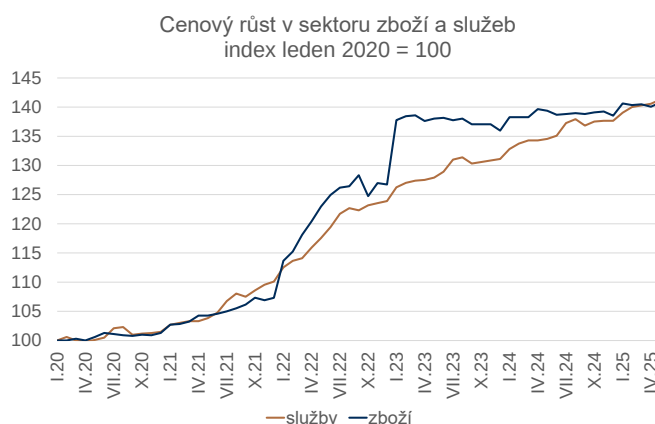
pronajímání typu Airbnb. Poptávku v neposlední řadě zvyšují i vyšší nároky lidí na bydlení a rostoucí počet jednočlenných domácností. Při nižších sazbách ČNB samozřejmě klesají hypoteční sazby a logicky roste

poptávka po hypotékách. Jemné ladění sazeb o 25 bb ovšem poptávku po hypotékách nijak významně neovlivní a při nedostatečné nabídce bytů nemá sílu jejich ceny jakkoliv ovlivnit.

## Vyšší inflace v sektoru služeb

Vysoká inflace z let 2022–2023 nejenže Čechy připravila o značnou část úspor, ale zároveň výrazně zdeformovala cenové relace. V první inflační vlně totiž rostly zejména ceny zboží, zatímco ceny služeb za nimi výrazně zaostávaly. K růstu cen služeb a narovnávání

## Ceny služeb již dohnaly růst cen zboží.



Zdroj: ČSÚ

cenových relací došlo až později. Pohled na historický vývoj ukazuje, že služby ceny zboží již dohnaly, ovšem dynamika cen ve službách zatím neslábne, což znervózňuje bankovní radu ČNB a nutí ji k opatrnosti.

## Nejistota

Nastavování sazeb centrální banky je něco jako střelba na pohyblivý cíl. Účinnost měnové politiky se projevuje s cca 15–18měsíčním zpožděním. Centrální banky se při stanovování své měnové politiky proto musí spoléhat na predikce vývoje, které nemusí být přesné a jejichž přesnost navíc klesá se vzrůstající nejistotou. A nejistota je aktuálně více než obvykle. Jedna z největších vychází z americké obchodní politiky. I když vývoz z ČR do USA tvoří jen 3 % celkových exportů, napojení české ekonomiky na Německo, pro které je USA významným partnerem, může přinést do české ekonomiky turbulence. Zajímavé je, že zatímco ECB vyhodnocuje americkou celní politiku spíše jako riziko pro reálnou ekonomiku, ČNB se obává proinflačních tlaků. Podle scénářů z dílny ECB znamenají vyšší cla riziko pomalejšího růstu reálné ekonomiky, což by se promítlo i do cenové hladiny, ale spíše protiinflačně. V krátkodobém horizontu by sice podle odhadů ECB mohlo dojít ke zvýšení cen, ale v horizontu měnové politiky by slabší ekonomický růst ten cenový limitoval. ECB si sice stejně jako ČNB nyní velmi pravděpodobně dá pauzu



v měnovém uvolňování, ale základní depozitní sazba ECB je již nyní na 2 % a je možné, že na základě nově přicházejících dat ECB ještě přistoupí k jejímu snížení na 1,75 %. Naproti tomu ČNB je velmi opatrná a pauzu v měnovém uvolňování avizuje mnohem dříve – již na aktuálních 3,5 % – a zdůrazňuje proinflační rizika. Další snížení sazeb je podle našeho názoru velice pravděpodobné, ale letos se repo sazba ČNB jen těžko dostane pod 3,25 %.

Další geopolitickou nejistotu představuje situace na Blízkém východě. Spekuluje se o uzavření Hormuzského průlivu, které by mělo významný vliv na ceny ropy, což by se do inflace promítlo velice rychle. Tento scénář není naštěstí zatím pravděpodobný.

## Závěr

Je tedy opatrnost ČNB namístě? Vzhledem k nejistotám, které v současné době panují, je přinejmenším pochopitelná. ČNB tím dává jasně najevo, že preferuje udržení nízké inflace. Tento signál pak může ukotvit inflační očekávání, která byla historicky nízká, ale po zvýšené inflaci z let 2021–2023 se situace mohla změnit, což by pro cílování inflace mohlo znamenat problém. Na druhou stranu malá otevřená ekonomika, jako je ta česká, bude významně ovlivněna turbulencemi v zahraničním obchodě i zostřenou geopolitickou situací, což se může negativně projevit na růstu reálné ekonomiky. Příliš přísná měnová politika by pak mohla situaci zbytečně ještě zhoršit. Experimenty v ekonomii se bohužel dělat nedají a ani ex post nebudeme schopni říci, zda se opatrnost ČNB vyplatila, nebo zda by bývalo bylo lepší, kdyby byly měnové podmínky uvolněnější. Každopádně prostor pro uvolnění měnových podmínek je již relativně malý a pro reálnou ekonomiku nemusí být takový rozdíl, když sazby budou vyšší o pár měsíců déle. ČNB se tak podle našeho názoru nachází v poměrně komfortní situaci, kdy může vyčkávat. Pokud by ale situace ohledně cel začala eskalovat, mohla by svým opatrným přístupem zbytečně přispět k většímu zpomalení ekonomiky.

Podle našeho názoru je riziko pro reálnou ekonomiku aktuálně větší než hrozba, že by se znovu zvedla inflační vlna (i když nic se samozřejmě nedá vyloučit), proto počítáme s tím, že si ČNB nyní v měnovém uvolňování dá pauzu, ale na sklonku roku ještě další snížení sazeb přidá. Pokud bude inflace směřovat k 2% cíli a oživení ekonomiky budou limitovat problémy v zahraničním obchodě, což je náš základní scénář, může ČNB sazby snížit ještě jednou na začátku příštího roku až na 3 %.



Rizika a nejistoty se zvyšují, ale čísla z reálné ekonomiky zatím pokračují v růstu. A vzhůru míří i inflace, podporovaná zejména volatilními cenami potravin, ale i službami, což trápí ČNB, která přerušuje cyklus měnového uvolňování.

## Ekonomická aktivita

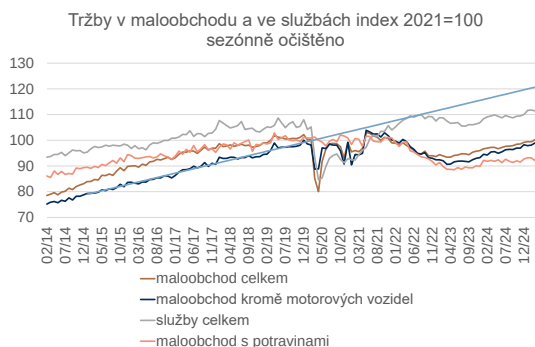
Po revizi růstu HDP za 1. čtvrtletí směrem vzhůru na 2,2 % začala přicházet nová data z druhého čtvrtletí, která ukázala, že oživení pokračovalo i v dubnu. Průmyslová výroba v dubnu v porovnání se stejným obdobím předchozího roku vzrostla o 2 %, což bylo více, než čekal trh. V meziměsíčním vyjádření se jednalo o třetí růst v řadě. Také nové zakázky rostly svižně o 7,7 % y/y. Překvapivě příznivá data ale snižuje fakt, že za růstem stála hlavně výroba elektřiny (14 % y/y), kde působila nízká srovnávací základna. Ostatním odvětvím pomohlo zase předzásobení v době, kdy není jisté, jak se budou vyvíjet cla na dovoz do USA. Předstihové indikátory jednoznačný obrázek výhledu průmyslové výroby nepřinášejí. Důvěra v průmyslu podle ČSÚ v červnu mírně vzrostla o 0,3 bodu na 94,5, nejvyšší hodnotu za posledních 8 měsíců. PMI naopak v květnu poklesl a zůstává pod hranicí 50.

Jednoznačně pozitivní ale nadále zůstává nálada spotřebitelů, jejichž důvěra se podle ČSÚ v posledních dvou měsících drží nad dlouhodobým průměrem. Statistiky maloobchodních tržeb, které v dubnu vzrostly reálně meziročně o 5,8 %, výrazně více než očekávaných 3,2 %, potvrdily silnou spotřebu.

Také stavebnictví ožívá. V dubnu stavební výroba vzrostla meziročně již šestý měsíc v řadě. I když je dubnový růst o 1,9 % slabý, je stavebnictví v lepší kondici než vloni, ale jen velmi mírně.

Z pohledu reálné ekonomiky se tedy zatím zdá, že se americká celní politika ani nejistota s ní spojená neprojeví. V následujících měsících by ale měl být vliv nejistot a turbulencí v mezinárodním obchodě postupně znát.

## Spotřeba domácností zůstává silná navzdory vysoké míře nejistoty. Prostor pro další růst je velký.



Zdroj: ČSÚ

## Inflace a centrální banka

Podle údajů ČSÚ inflace vzrostla z dubnových 1,8 % na 2,4 % v květnu, zatímco trh čekal 2,1 %. Podle zveřejněných detailů měly největší vliv potraviny, které přispěly 0,9 pb a spolu s alkoholickými nápoji pak 1,4 pb. Na růstu cen se podílely i jiné položky, které mohou pro ČNB znamenat důvod k opatrnosti. Zvýšily se ceny bydlení, a to jak náklady vlastnického bydlení, tak nájemné (je diskutabilní, do jaké míry je ČNB schopná tento segment ovlivnit, ale někteří členové bankovní rady růstem cen nemovitostí argumentují při obhajobě vyšších sazeb), vzrostly ceny ubytování a stravování a v oddíle zdraví pak ceny lázeňských služeb. Rostou i ceny ostatních služeb. Pokud by ceny služeb nadále zrychlovaly svůj růst, může si ČNB pauzu ve snižování sazeb ještě prodloužit. My aktuálně očekáváme pokles sazeb v listopadu.

Co se týká výhledu inflace, její hodnota v červnu velice pravděpodobně ještě vzroste až k 2,8 %, což ale bude způsobeno nízkou srovnávací základnou (meziroční červnová inflace na hodnotě 2,8 % odpovídá 0,2 % meziměsíčnímu růstu). Ve zbytku roku by pak měla poklesnout, ale stále se držet nad 2 %.

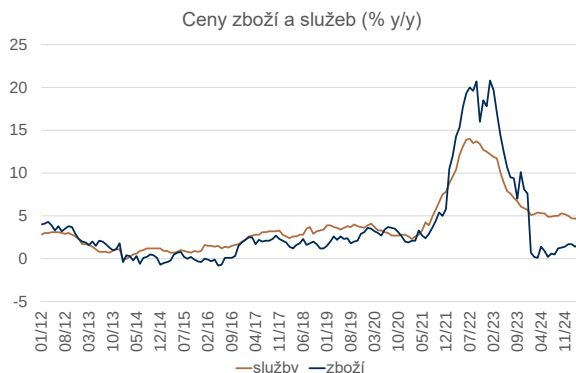
Naopak statistiky ohledně růstu mezd dopadly podle očekávání. V 1. čtvrtletí letošního roku rostly mzdy nominálně o 6,7 %, reálně o 3,7 %, ČNB očekávala 6,7 %, resp. 4,0 % y/y.

Vyšší inflace i avizovaná opatrnost pak stály za červnovým rozhodnutím ČNB ponechat sazby beze změny. To bylo široce očekávané a trhy to nepřekvapilo. Zajímavý byl ale posun v hodnocení rizik, které se od minulého zasedání změnilo z mírně proinflačního na celkově proinflační. Zvyšuje se tak podle našeho názoru pravděpodobnost, že sazby zůstanou nezměněné až do konce tohoto roku.

## Rizika

Optimismus, který právě panuje na trzích navzdory nevypočitatelnosti amerického prezidenta především v otázkách obchodní politiky, se může rychle změnit a výprodeje mohou oslabit nejen českou korunu.

## Inflace ve službách je stále na vzestupu.



Zdroj: ČSÚ





Na výsledcích reálné ekonomiky v 1. čtvrtletí se projevil efekt předzásobení. Ten ale ve zbytku roku vyprchá. Zda ekonomiku dále podpoří měnová politika, bude záležet na přicházejících datech. V nejbližších měsících snížení depozitní sazby pod 2 % prozatím neočekáváme.

## Ekonomická aktivita

Eurostat revidoval HDP eurozóny za 1. čtvrtletí výrazně směrem vzhůru (o 0,3 pb). HDP tak vzrostlo o 1,5 % y/y, což se po loňském růstu 0,9 % y/y zdá jako slušné oživení, ale detaily tento optimismus brzdí. Velký vliv mělo totiž Irsko díky předzásobení ve farmaceutickém průmyslu před zavedením cel na exporty do USA. Bez Irska byl celkový růst výrazně nižší, a to 1,1 % y/y. A ve zbytku roku bude hůř, zejména kvůli politice USA, která vnáší do světové ekonomiky enormní nejistotu a do zahraničního obchodu nejvyšší překážky za posledních 100 let. Na číslech z reálné ekonomiky i na předstihových indikátorech se nejistota projevila překvapivě málo. Například tovární zakázky v Německu pokračovaly v růstu i v dubnu, naopak na průmyslové produkci eurozóny bylo v dubnu již patrné vyčerpání efektu předzásobení. Po meziměsíčních růstech v únoru o 3,8 % a v březnu o 3,6 % přišel pokles o 2,4 %. Maloobchodní tržby v dubnu vzrostly meziročně o 2,3 %, což bylo o 1 pb více, než čekal trh. Stejný vývoj probíhá u předstihových indikátorů. Indexy nákupních manažerů PMI v květnu nejprve ukázaly pokles v segmentu služeb, ale finální data byla nakonec revidována poměrně výrazně směrem vzhůru. Po revizi se PMI dostal zpět nad hladinu 50 a na této úrovni zůstal i v červnu. A silný zůstává i trh práce s nezaměstnaností na historických minimech. Zdá se, že převládá očekávání, že Donald Trump do značné míry pouze blufuje, a nakonec dojde k dohodě o clech, která umožní pokračování v mezinárodním obchodě bez

výraznějších dopadů do ekonomik dotčených států. Vzhledem k vrtkavosti nálad prezidenta Trumpa se ale optimismus může rychle vytratit.

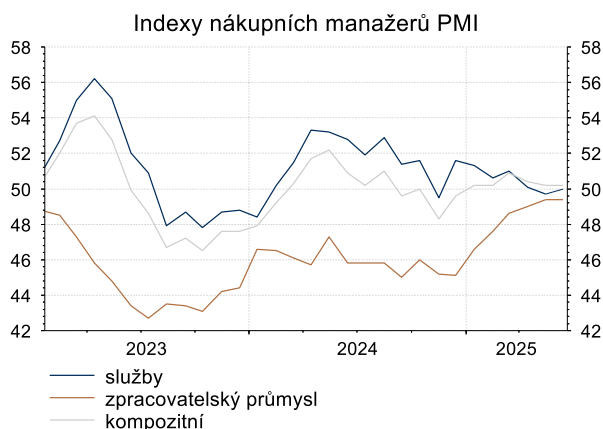
## Inflace a centrální banka

ECB na červnovém zasedání podle očekávání snížila základní sazby o 25 bb. Depozitní sazba se dostala na 2 % a nabízí se tak otázka, zda je již cyklus měnového uvolňování u konce. Prezidentka Lagarde naznačila, že si dá ECB přinejmenším delší pauzu. Situace je ale značně nejistá. Nová prognóza snížila výhled inflace pro letošní i příští rok o 0,3 pb, (2 %, resp. 1,6 %), což by mohlo hrát ve prospěch dalšího snížení sazeb, ale inflaci tlačí dolů hlavně ceny energií a silné euro, nikoliv nižší poptávka. Naopak výhled jadrové inflace (2,4 % v roce 2025 a 1,9 % v roce 2026) snížení sazeb neindikuje. Prezidentka Lagarde na tiskové konferenci opakovala, že s aktuálním nastavením sazeb se ECB dostala do dobré pozice k zvládnutí současných nejistot. Součástí nové prognózy ECB byly i alternativní scénáře, které ukazují výhled při eskalaci obchodních válek a naopak při příznivějším výsledku jednání o clech. Podle nich by eskalace obchodních válek vedla v EMU k nižšímu růstu HDP i nižší inflaci. Z toho je zřejmé, že pokud by jednání mezi EU a USA neprobíhala podle očekávání a došlo by například k navýšení aktuálních 10% plošných cel, mohla by ECB sazby ještě snížit. Naopak nižší cla by podle předpovědí ECB vedla k rychlejšímu růstu reálné ekonomiky a zároveň k větším inflačním tlakům. Náš základní scénář prozatím neměníme – v letošním i příštím roce očekáváme stabilitu sazeb.

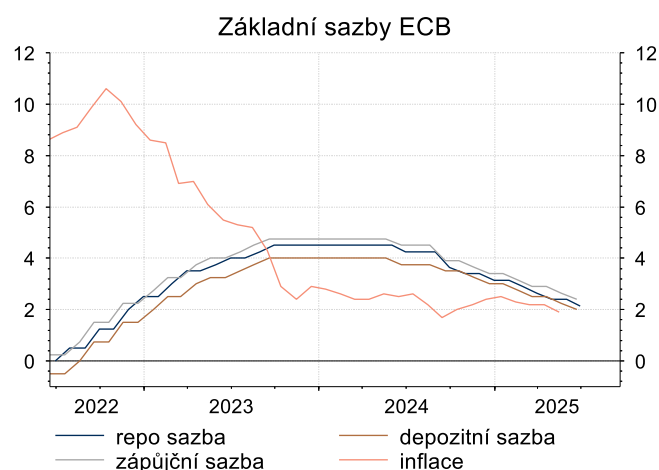
## Rizika

Geopolitické napětí samo o sobě sice ceny ropy dlouhodobě nezvýší, ale naplnění rizika uzavření Hormuzského průlivu by se v nich mohlo projevit markantně včetně dopadu do inflace.

**Předstihové indikátory ukazují, že se eurozóna nedostává pod výraznější tlak.**



**Dezinflační proces pokračuje, ECB si ale po červnovém snížení sazeb dá pauzu v uvolňování měnových podmínek.**



# Spojené státy americké

Inflace stále zůstává na relativně nízkých úrovních, i když stále mírně nad cílem Fedu. Vliv cel na ceny se zatím příliš neprojevuje a je více než kompenzován poklesem cen v odvětvích služeb zasažených slabší poptávkou. Zároveň je růst ekonomiky spíše mírně slabší, i když HDP za druhé čtvrtletí bude dobré. To bude dáno především vlivem čistého zahraničního obchodu – po obrovských hodnotách z prvního čtvrtletí se schodky vrátily na normální úroveň. Trh práce zatím zůstává v solidním stavu, ale příznaky jeho pomalého slábnutí jsou zřetelné. Fed ponechal sazby beze změny a podle jeho rétoriky by v dohledné době měly zůstat stabilní.

## Ekonomická aktivita

Data z trhu práce byla na první pohled v pořádku – přírůstek pracovních míst byl blízko očekávání a míra nezaměstnanosti stabilní. Jediné, co z hlavních údajů trochu vybočovalo, byl mírně rychlejší růst mezd. Na druhý pohled je situace na trhu práce lehce horší. V první řadě mají problém čerství absolventi vysokých škol, nezaměstnanost v této kategorii je neobvykle vysoká. Dává se to do souvislosti s rychlým nástupem AI, která aktuálně nahrazuje především typy činností vykonávané právě čerstvými absolventy. Druhým jevem zkreslujícím údaje byl silný pokles pracovní síly, což umožnilo udržení míry nezaměstnanosti na 4,2 %. Tento pokles pravděpodobně souvisí s Trumpovou antiimigrační politikou – nelegální migranti mizí ze statistik. Dochází k obratu u spotřebitelské důvěry – ta se po prudkém poklesu vrací na vyšší úroveň, což souvisí s tím, že zatím nedochází k inflačnímu šoku vyvolanému cly, kterého se spotřebitelé báli. Osobní spotřeba však zůstává opatrná, jak ukázaly údaje

o maloobchodních tržbách. Ty hodně ovlivnila vlna nákupů aut v očekávání zvýšení cen kvůli clům, v důsledku které jsou nákupy aut nyní naopak slabší. Na výkonost průmyslu měla negativní vliv síťová odvětví, zatímco zpracovatelský průmysl pokračuje v pomalém růstu.

## Inflace a centrální banka

Inflace (jak CPI, tak PPI) byla opět bez problémů. Ovlivnění cen cly zatím není moc vidět, i když podle vývoje importních cen by mělo docházet k jejich prakticky úplnému přenosu do konečných cen. Zato je poměrně zřetelně znát dopad slabší osobní spotřeby na ceny především ve službách. Cla se do cen mohou stále promítnout – zatím se doprodávají zásoby a obchodníci mohou nějakou dobu tlumit dopad cel na úkor svých marží. I pokud cla ceny ovlivní, mělo by jít o jednorázový skok s minimálními sekundárními efekty. V tomto směru se výrazně rozcházíme s názorem Fedu, který ve svých predikcích očekává pomalý růst ekonomiky a poměrně vysokou inflaci, směřuje tedy k stagflačnímu scénáři. Proto také indikuje pokračující stabilitu sazeb. Uvnitř FOMC se však formují dva zřetelně odlišné tábory: jeden počítá se stabilitou sazeb minimálně do konce roku, druhý naopak čeká jejich pokles. To znejišťuje výhled a otevírá prostor pro rychlejší pokles sazeb, pokud by se stav ekonomiky výrazněji zhoršoval a inflace nerostla. My ponecháváme v platnosti odhad dvou snížení letos s mírným rizikem většího snížení. Zároveň je to tržní konsensus i odhad Fedu.

## Rizika

Rizikům aktuálně dominuje geopolitika, konkrétně eskalace dlouhodobě napjaté situace kolem Íránu, především kolem jeho jaderného programu. Útok Izraele na iránskou jadernou infrastrukturu, ke kterému se připojily i USA, s sebou nese riziko iránské odvety, v nejhorším případě uzavření Hormuzského průlivu.

**Nezaměstnanost čerstvých absolventů vysokých škol se dostala na postpandemický rekord.**



Zdroj: Bloomberg

**Inflační očekávání spotřebitelů klesají.**



Zdroj: LSEG Datastream





## EUR/USD

Na začátku měsíce pomohla data z amerického trhu práce euru, protože je trh interpretoval jako silná, a tedy umožňující Fedu držet sazby na relativně vysokých úrovních. Další pomoc mu poskytlo zasedání ECB snížením sazeb. Účinek však zeslaben poměrně jestřábím tónem vystoupení prezidentky ECB Lagarde. Pohyby způsobené těmito událostmi byly poměrně mírné. Skutečně výrazný posun způsobilo zveřejnění dat o vývoji inflace v USA. Jak CPI, tak PPI iniciovaly výrazné skoky na silnější úroveň eura, kurz se v maximu dostal až přes 1,16. V závěru měsíce dominovala geopolitika, konkrétně útok Izraele na iránská jaderná zařízení a následné zapojení USA do konfliktu. Dolar se rozpomněl na svou roli bezpečného přístavu a přes všechny pochyby o jeho kvalitě, frekventovaně probírané v posledních měsících, poměrně výrazně posílil. Po uzavření příměří mezi Izraelem a Íránem se dolar ovšem bleskově propadl na nová minima, čemuž napomohl i prezident Trump náznakem, že brzy jmenuje nástupce šéfa Fedu Powella. Rizikem pro dolar budou data z trhu práce. Jakákoliv slabost by mohla posílit spekulace na snížení sazeb, protože někteří členové FOMC uvažují o brzkém snížení sazeb (už v červenci) s poukazem na nenápadné, ale jednoznačné slábnutí trhu práce a na dlouhou dobu, za kterou trh práce (jakožto indikátor zpožděný vůči ekonomickému cyklu) reaguje na měnovou politiku. Samozřejmě hodně sledovaná bude i inflace (v USA i EMU) a další číslo nepotvrzující obavy z jejího růstu by dolaru také neprospělo.

## EUR/CZK

Navzdory zvyšujícím se globálním nejistotám zůstala česká koruna v červnu až pozoruhodně klidná. V první polovině posilovala s tím, jak oslaboval americký dolar, a krátce se dostala pod 24,75 EUR/CZK. Ve druhé polovině měsíce sice část svých zisků vymazala, ale i tak byla její reakce na americké a izraelské útoky na Írán velice malá. Po zasedání ČNB 25. 6. opět mírně posílila. Reagovala tak na jestřábí komentář guvernéra Michla a dostala se zpět pod 24,8 EUR/CZK.

Vzhledem k aktuálnímu vývoji kurzu koruny, která se zdá být relativně dobře odolná vůči geopolitickým otřesům, měníme naši předpověď směrem k silnějším hodnotám. Podle našeho názoru by její atraktivitu měla podporovat i opatrná politika ČNB. Vysoký úrokový diferenciál by ji měl i nadále držet pod hladinou 25 EUR/CZK. Vzhledem k vysoké míře nejistoty a globálnímu napětí ale nelze vyloučit krátkodobě vysokou volatilitu kurzu.

## Dluhopisy

Základní směr pohybu na americkém dluhopisovém trhu byl v červnu opačný než v květnu, výnosy tedy pomalu a při velké volatilitě klesaly na nižší úroveň. První polovina

měsíce byla ovlivněna především makroekonomickými údaji. Trh práce posunul výnosy mírně nahoru, protože indikoval, že Fed může držet sazby nahoře a ekonomika je v poměrně dobrém stavu. Naopak inflace vedla k poklesu výnosů, protože indikuje, že Fed má prostor pro snížení sazeb, pokud to uzná za vhodné. Samotné zasedání Fedu, které v zásadě potvrdilo už předtím signalizované postoje, trh příliš neovlivnilo, i když především změna prognózy byla pro dluhopisový trh významná. V první polovině měsíce byl také stále citelný dopad diskusí o ztrátě výjimečného postavení dolaru a amerických státních dluhopisů a potažmo o částečném poklesu jejich atraktivity ve světovém finančním systému. Hlavním argumentem byl v poslední době očekávaný rychlý růst zadlužení USA. Proponenti tohoto názoru čekají značný nárůst výnosů, my k nim však nepatříme. Za pravdu nám částečně dala druhá polovina měsíce, kterou podstatně ovlivnila geopolitika, konkrétně další krize na Blízkém a Středním východě. Izraelský útok na iránská jaderná zařízení a následné zapojení USA vedly ke zřetelnému poklesu výnosů v důsledku přesunu prostředků do bezpečí. K dalšímu poklesu výnosů přispěly náznaky, že prezident Trump brzy jmenuje nástupce Powella a že nový šéf Fedu bude ochoten snížit sazby. To, že o americké státní dluhopisy je stále zájem, potvrdila stabilně solidní poptávka v aukcích, včetně ostře sledované aukce třicetiletého dluhopisu. Alespoň pro některé investory tedy americké státní dluhopisy stále představují bezpečný přístav. Očekáváme, že obchodování bude nadále ovlivňováno podobnou směsicí faktorů, jako tomu bylo v předchozích dvou měsících. Čekat tedy lze v zásadě postranní trend s volatilitou na obě strany podle toho, který narativ bude v danou chvíli dominovat.

Na evropských dluhopisových trzích byl červen velmi klidný měsíc. Výnos desetiletého německého dluhopisu kolísal v poměrně úzkém rozmezí deseti bazických bodů v okolí 2,5 %. Impulzy pro pohyby na trhu přicházely především ze zámoří, ale reakce byly tlumené. Nejsilnější byla reakce na lepší než očekávanou inflaci v USA, která dočasně posunula výnosy citelně dolů (k 2,4 %). Na rozdíl od USA trh jen velmi slabě reagoval na útok Izraele na Írán. Pokud nedojde k výraznému šoku, mohl by poklid na trhu vydržet přes celé prázdniny.

Výnosy českých státních dluhopisů v průběhu června setrvaly mírně rostly, což bylo obzvlášť zřetelné na krátkém konci křivky. Trh tak podle všeho akceptoval konzistentně jestřábí rétoriku a nyní počítá s dlouhým obdobím stabilních sazeb. Pokud nedojde k něčemu, co by nečekaně změnilo názor ČNB, měly by se výnosy držet na současných úrovních, což platí především pro krátký konec křivky. Dlouhý konec bude ovlivňován vývojem ve světě a může eventuálně reagovat i na spekulace ohledně vlivu blížících se voleb na vývoj českého státního dluhu.



## Akcie

Začátek června byl ve znamení mírného růstu v USA a stagnace v Evropě. Americkému trhu pomáhala makroekonomická data, především lepší než očekávaná inflace. Naopak Evropa podle všeho vyčerpala růstový impuls, který místním akciovým trhům dodala kombinace snížené důvěry vůči USA a stimulačních opatření v Evropě. Ještě před polovinou měsíce se však na trzích začala projevovat nervozita související s vyostřujícím se napětím kolem Íránu. Izraelský útok na íránská jaderná zařízení (13. 6.) postihl výrazně více Evropu, která až do konce měsíce procházela korekcí a měsíc končila v zřetelném mínusu. Americké akcie byly také zasaženy, ale korekce byla jen mírná, a protože před ní trhy rostly, skončily indexy v mírném plusu. Relativní odolnost především u amerického trhu vůči poměrně vážnému šoku je pozoruhodná, především kvůli možným dopadům konfliktu na ceny ropy ve střednědobém horizontu. Trh však měl tentokrát pravdu, konflikt má alespoň dočasnou pauzu a bezprostřední riziko uzavření Hormuzského průlivu tedy alespoň momentálně a prozatím nehrozí. Geopolitika však zůstane i nadále klíčovým rizikem a bude určitě lepší nevyvozovat z ne-reakce trhu a rychlého uklidnění příliš pevné závěry. Příště to tak jednoduché být nemusí. Pokud dáme geopolitiku stranou, mohl by se trh vrátit k opatrnému růstu. Hodně bude záležet na výsledcích podniků ve druhém čtvrtletí a na tom, jak se bude vyvíjet postoj Fedu a ECB k možnosti snížení sazeb.

Pražská burza podobně jako většina jejích evropských kolegyň v červnu klesla, pokles však byl poměrně mírný. Většina akcií „šlapala vodu“ a jejich pohyb byl málo významný. Z důležitých akcií rostla Kofola, která pozitivně reagovala na výsledky, naopak VIG patřil po výsledcích k akciím s největším poklesem. Tabák poklesl čistě kvůli výplatě dividend. Růstové momentum z prvního pololetí se patrně do značné míry vyčerpalo, pražská burza by se tak nyní měla více pohybovat v souladu s hlavními evropskými trhy.

## Kredit

Červnovou dluhopisovou bonanzu zahájilo vypořádání historicky největší korunové korporátní emise Czechoslovak Group. K umístění 10 miliard korun, s výnosem 5,75 % a splatností 5 let muselo síly spojit všech pět největších aranžérů. Kdo by si býval pomyslel, že se světově největší výrobce malorážní munice touto rekordní transakcí teprve rozehrívá. Blížící se znovuzavedení amerických cel po konci 90 denní lhůty jejich odkladu a především pak strach ze zvýšené volatility na trzích vedl v posledním červnovém týdnu k bezprecedentní emisní aktivitě napříč celým starým kontinentem. V pondělí 23.6. bylo jen v našem regionu CEEMEA oznámeno hned 9 transakcí a nechyběla jména jako Orlen, PKO, ale i tuzemské EPH a především pak zmiňovaný Czechoslovak Group.

Holdingu Dana Křetinského se daří naplňovat ESG cíle přechodu k ekologičtějším zdrojům energie a tak i jeho sedmiletý benchmark oblékl zelený kabátek. Původně indikovaných 280 bb kreditního spreadu bylo osminásobným přeupsáním knihy nakonec sníženo o 45 bb na finální kupón 4,625 %. Je nám až líto, že si tak hezká transakce neužila zaslouženou slávu. Tu si totiž bezostyšně uzmul strojírenský gigant Michala Strnada. Původně avizované objemy 350 milionů eur a 500 milionů dolarů se ukázaly jako přehnaně střízlivé. Investorům se musel líbit jak investiční rating od Fitch, tak i indikovaný kreditní spread na úrovni 375 bb pro tenor pět a půl roku. Kniha pro dolarovou tranši přesáhla 4,1 miliardy a pro eurovou sestru dokonce 5,6 miliardy. Trojlístek investičních bank BNP Paribas, JP Morgan a Morgan Stanley tak čekal příjemný, ale náročný úkol. Snížit kreditní spread na takovou úroveň, aby si udrželi pořád dostatečný zájem investorů. Emitent byl očividně v dobrých rukách a v pozdním odpolední tak mohl oznámit finální výnos 6,5 % pro dolarovou a 5,25 % pro eurovou emisi. Každá z tranší v objemu jedné miliardy. Klobouk dolu, tohle je historická transakce a všechno ostatní co se událo na trhu v jejím lesku právem zapadne.

Naší pozornosti ale neušly ani další transakce. Aspoň telegraficky se musíme zmínit o dluhopisech investiční společnosti Emma Capital, která je majoritně vlastněna Jiřím Šmejcem. S výnosem 6 % pro korunovou a 5,25 % pro eurovou tranši se s pětiletým tenorem nabízí dluhopisy v objemu 2,5 miliardy korun a respektive 50 milionů eur. Bez povšimnutí nesmíme nechat ani dluhopis AKESO s výnosem 6,70 % a pětiletou splatností. Druhý největší soukromý poskytovatel zdravotní péče chce emisí dluhopisů v objemu až 1,5 miliardy korun optimalizovat strukturu financování holdingu.

## Komodity

Ropa měla v červnu hodně divoké období, což jde čistě na vrub geopolitice. Stupňující se napětí kolem Íránu vedlo k postupnému růstu ceny, izraelský útok na íránská jaderná zařízení pak inicioval prudký skok. Vrcholu dosáhla cena ropy poté, co se do konfliktu zapojily USA, vzápětí však příměří vedlo k prudkému pádu ceny až na úroveň před začátkem izraelského útoku. Zároveň trvá situace, kdy je nabídka na trhu vysoká a poptávka relativně nízká, takže pokud by došlo ke zmírnění geopolitického napětí je prostor pro výrazný pokles ceny. Chování ceny ropy se tedy bude primárně odvíjet od vývoje v geopolitických ohniscích napětí (především Blízký a Střední východ a Rusko-Ukrajina) s tím, že ceny by měly být v průměru spíše nižší než vyšší.

Zlato bylo na rozdíl od ropy až překvapivě klidné a krátkou, ale intenzivní geopolitickou krizí prakticky úplně ignorováno. Ke krátkodobému růstu ceny sice došlo, ale byl jen mírný a okamžitě po tom, co se situace zklidnila, šla

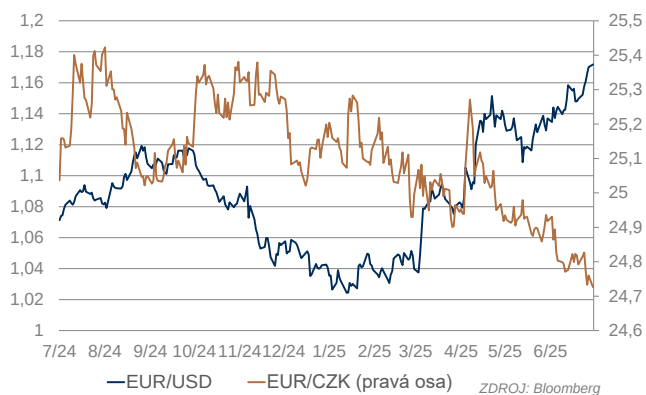


cena poměrně výrazně dolů na úroveň před začátkem stupňování napětí kolem Íránu. To přesvědčivě potvrzuje vyčerpání růstového momenta a náš odhad, že zlato bude mít problém se v dohledné době dostat trvaleji na psychologickou hladinu 3500 USD/oz. Z toho vyplývá i náš odhad pokračování postranního trendu. Cenu zlata budou ovlivňovat především výkyvy kurzu dolaru, slabší dolar by jí měl pomáhat.





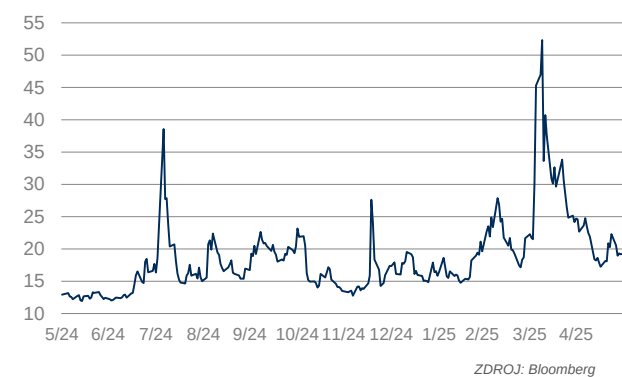
## Devizové kurzy



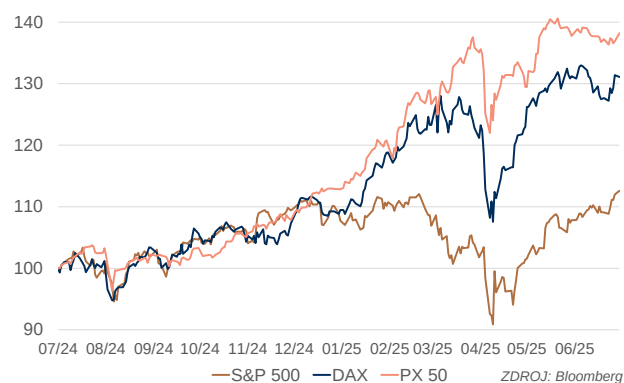
## Dluhopisy (10 let)



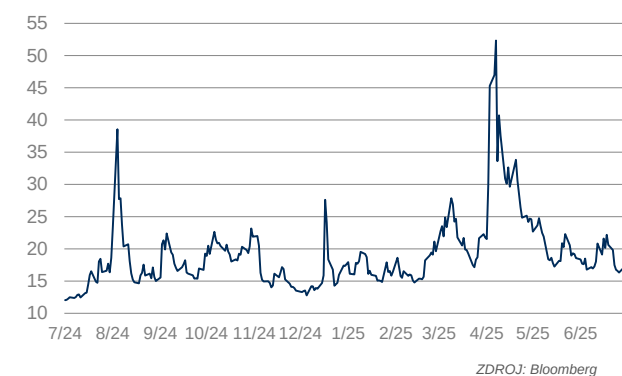
## Index volatility VIX



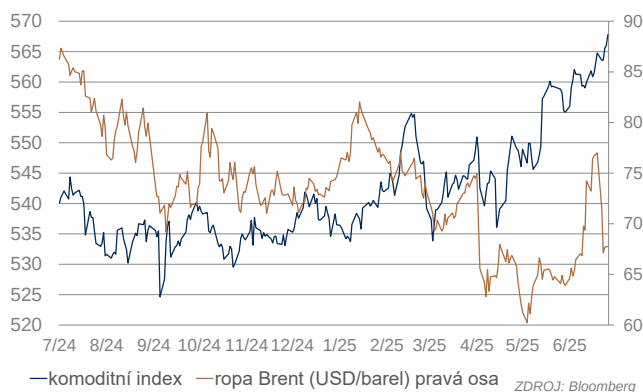
## Aktiové indexy (1. 6. 2024 = 100)



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



## Ropa a komoditní index



|                        | M-12      | M-1       | SOUČASNÁ<br>HODNOTA | 3 M<br>ODHAD | ZMĚNA* | 6 M<br>ODHAD | ZMĚNA* | 12 M<br>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)             | 3,8       | 2,25      | 2,00                | 2            | →      | 2,0          | →      | 2,0           | →      |
| ČNB                    | 4,75      | 4         | 3,50                | 3,50         | →      | 3,25         | ↓      | 3,0           | ↓      |
| KURZY                  |           |           |                     |              |        |              |        |               |        |
| EUR/USD                | 1,07      | 1,14      | 1,17                | 1,17         | →      | 1,20         | ↑      | 1,20          | ↑      |
| EUR/CZK                | 25,2      | 24,9      | 24,7                | 24,7         | →      | 24,7         | →      | 24,7          | →      |
| DLUHOPISY              |           |           |                     |              |        |              |        |               |        |
| US dluhopis 2y         | 4,75      | 3,90      | 3,73                | 3,7          | →      | 3,5          | ↓      | 3,0           | ↓      |
| US dluhopis 10y        | 4,40      | 4,40      | 4,26                | 4,2          | ↓      | 3,8          | ↓      | 3,5           | ↓      |
| Něm. dluhopis 2y       | 2,83      | 1,78      | 1,85                | 1,8          | ↓      | 1,7          | ↓      | 1,7           | →      |
| Něm. dluhopis 10y      | 2,50      | 2,50      | 2,58                | 2,5          | ↓      | 2,5          | →      | 2,5           | →      |
| České dluhopisy 2y     | 4,05      | 3,45      | 3,55                | 3,5          | ↓      | 3,5          | →      | 3,5           | →      |
| České dluhopisy 10y    | 4,24      | 4,12      | 4,22                | 4,2          | →      | 4,2          | →      | 4,0           | ↓      |
| KREDIT                 |           |           |                     |              |        |              |        |               |        |
| USA CDX 5y             | 341,2     | 347,1     | 322,2               | 340          | ↑      | 335          | ↓      | 330           | ↓      |
| EMU iTraxx 5y          | 309,8     | 299,9     | 282,9               | 305          | ↑      | 300          | ↓      | 295           | ↓      |
| AKCIE                  |           |           |                     |              |        |              |        |               |        |
| S&P 500                | 5460,5    | 5911,7    | 6173,1              |              |        |              |        | 6300          | ↑      |
| Eurostoxx 50           | 4894,0    | 5366,6    | 5322,8              |              |        |              |        | 5500          | ↑      |
| DAX                    | 18235,5   | 23997,5   | 23995,8             |              |        |              |        | 24000         | →      |
| CSI 300                | 3478,2    | 3840,2    | 3936,1              |              |        |              |        | 4000          | ↑      |
| PX 50                  | 1545,9    | 2148,6    | 2155,1              |              |        |              |        | 2150          | →      |

\* 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  | 0,6  | 0,9  | 1,2  | 1,5   | 1,1  | 0,7 | 0,6 | 0,5  | 0,9  | 1,0   | 1,1   |
| soukromá spotřeba       | 0,9  | 0,6  | 1,1  | 1,6  | 1,3   | 1,5  | 1,3 | 1,2 | 0,5  | 1,1  | 1,3   | 1,2   |
| vládní spotřeba         | 2,1  | 2,6  | 2,8  | 2,4  | 2,1   | 1,4  | 1,0 | 0,8 | 2,2  | 2,4  | 1,4   | 1,3   |
| investice               | -0,7 | -3,0 | -1,4 | -1,8 | 1,9   | 3,2  | 1,3 | 0,9 | 2,3  | -1,8 | 1,6   | 1,5   |
| dovoz                   | -2,0 | -0,4 | 1,7  | 1,3  | 3,3   | 1,2  | 1,0 | 1,5 | -1,5 | 0,2  | 1,7   | 1,7   |
| vývoz                   | -0,6 | 2,1  | 1,5  | 1,2  | 2,3   | -0,4 | 0,8 | 1,1 | -0,6 | 1,1  | 0,7   | 1,5   |
| nezaměstnanost (%)      | 6,5  | 6,4  | 6,3  | 6,2  | 6,3   | 6,3  | 6,4 | 6,4 | 6,6  | 6,4  | 6,3   | 6,3   |
| inflace (% y/y)         | 2,6  | 2,5  | 2,2  | 2,2  | 2,3   | 2,0  | 1,9 | 1,8 | 5,5  | 2,4  | 2,0   | 1,9   |
| jádrová inflace (% y/y) | 3,1  | 2,8  | 2,7  | 2,6  | 2,6   | 2,5  | 2,3 | 2,2 | 5,0  | 2,8  | 2,4   | 2,0   |
| běžný účet (% HDP)      | 2,1  | 2,6  | 2,8  | 2,8  | 2,9   | 2,7  | 2,4 | 2,4 | 1,7  | 1,7  | 1,8   | 2,8   |

## Spojené státy americké

|                             | 2024 |      |      |      | 2025* |      |      |      | 2023 | 2024 | 2025* | 2026* |
|-----------------------------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|-------|-------|
|                             | Q1   | Q2   | Q3   | Q4   | Q1    | Q2*  | Q3*  | Q4*  |      |      |       |       |
| HDP (% y/y)                 | 2,9  | 3,0  | 2,7  | 2,5  | 2,1   | 1,7  | 1,1  | 0,8  | 2,9  | 2,8  | 1,3   | 1,5   |
| soukromá spotřeba           | 2,2  | 2,7  | 3,0  | 3,1  | 2,9   | 2,6  | 1,8  | 1,1  | 2,5  | 2,8  | 2,1   | 1,5   |
| vládní spotřeba             | 3,5  | 3,5  | 3,4  | 3,3  | 2,6   | 2,1  | 1,0  | 0,5  | 3,9  | 3,4  | 1,4   | 1,0   |
| investice                   | 5,5  | 5,6  | 3,3  | 1,6  | 6,4   | 3,2  | 2,9  | 4,7  | 0,1  | 4,0  | 1,7   | 1,8   |
| dovoz                       | 2,9  | 5,6  | 7,1  | 5,5  | 13,6  | 8,0  | 4,1  | 4,5  | -1,2 | 5,3  | 4,4   | -0,2  |
| vývoz                       | 2,0  | 3,5  | 4,6  | 3,0  | 3,1   | 2,7  | 0,1  | 0,3  | 2,8  | 3,3  | 1,2   | 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   | 4,4   |
| inflace (CPI % y/y)         | 3,3  | 3,2  | 2,6  | 2,7  | 2,7   | 2,6  | 3,2  | 3,3  | 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 | -7,0  | -6,4 | -6,6 | -6,2 | -6,3 | -6,9 | -6,5  | -6,8  |
| 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.

