

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Bubliny (skoro) všude...

ČR Ekonomika překvapila svižným růstem ve 3. čtvrtletí

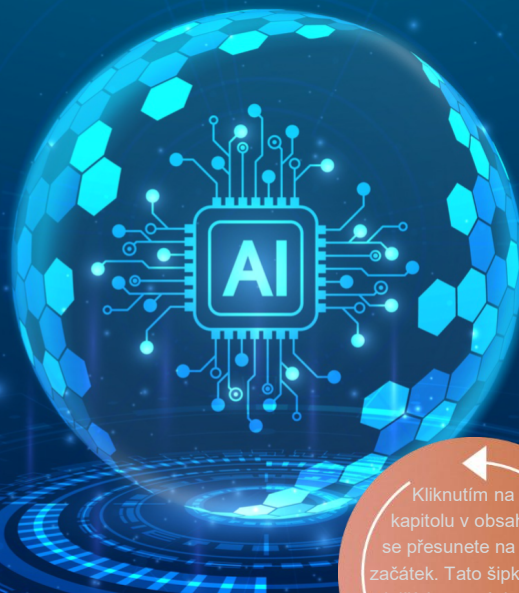
EMU Hospodářský růst jednotlivých zemí se výrazně liší

USA Probíhající shutdown v USA omezil dostupnost makroekonomických údajů

www.ppfbanka.cz

listopad 2025

Magdalena Středová, Ľuboš Mokráš

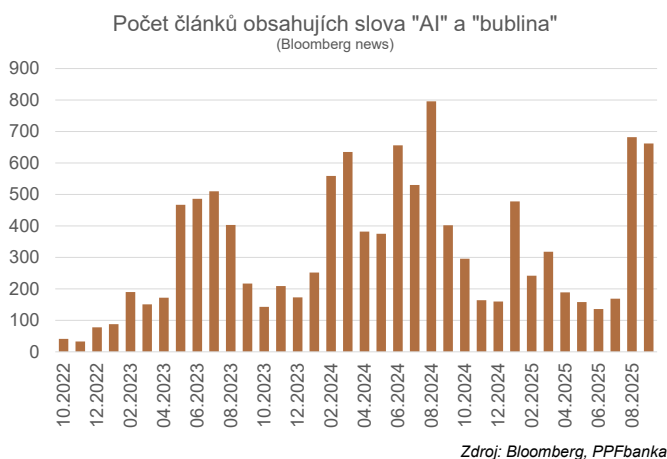


Kliknutím na kapitolu v obsahu se přesunete na její začátek. Tato šipka na dalších stranách vás vrátí zpět na obsah.

Globální situace je aktuálně komplikovaná. Největším zdrojem nejistoty je administrativa prezidenta Trumpa, jejíž aktivity podstatně ovlivňují světovou ekonomiku. K nejistotě přispívají aktivní konflikty na Ukrajině a Blízkém východě. Přesto se daří rizikovým aktivům (akcie a kredit), obzvláště pak prudce se rozvíjejícímu sektoru umělé inteligence. Některým aktivům (zlato, krypto) nejistota pomáhá, protože jsou považovány za bezpečný přístav. Růst cen aktiv na finančních trzích vyvolává obavy z tvoření bublin a rizika ekonomického kolapsu, pokud prasknou.

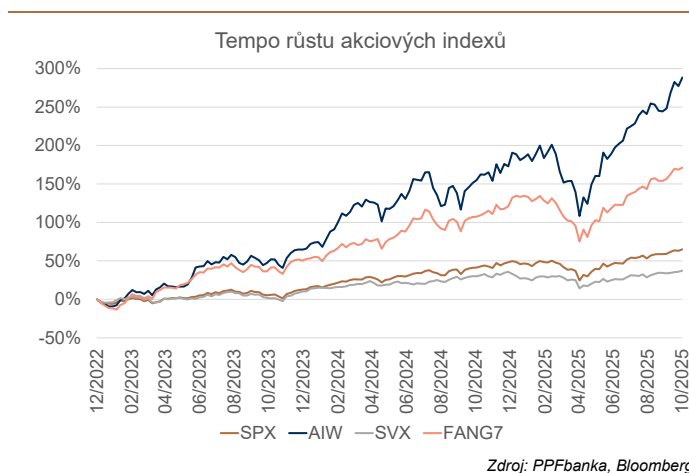
AI bublina: realita, rizika a historické paralely

Aktuálně se největší pozornost upírá k „AI bublině“, tedy ke kombinaci rychlého růstu ocenění společností ze sektoru AI (veřejně obchodovaných i soukromých) a velmi vysokých investic do budování AI infrastruktury. Akcie ze sektoru AI však nejsou jedinými rychle rostoucími finančními aktivy – na stále nová historická maxima se dostávají i cenné kovy (zlato a stříbro) nebo kryptoměny (bitcoin, ether, rychle roste i tržní kapitalizace stablecoinů) a z historického hlediska relativně velmi nízké jsou i kreditní spready – v extrému se spready mezi výnosy státních a podnikových dluhopisů dostaly do mínusu. Nerostou ovšem všechna finanční aktiva – obzvláště nápadný je posun výnosů státních dluhopisů nahoru (a tedy cen dolů) a relativně zaostávají i některé sektory akciového trhu. Co stojí za růstem některých segmentů finančních trhů? A kde se berou peníze, které jej pohánějí? V aktuálním měsíčníku se zabýváme možnou bublinou v AI, příště pak u dalších aktiv.



Akciová AI bublina?

Umělé inteligenci (AI) jsme se letos už věnovali (břežnové téma měsíce Ekonomické dopady AI). Tentokrát se budeme zabývat aktuální vlnou obav z vytváření bubliny v tomto sektoru – například podle aktuálního průzkumu Bank of America si 54 % jí oslovených investorů myslí, že taková bublina existuje. Ve skutečnosti však nejde jen o jednu, ale hned dvě potenciální bubliny: jednu na akciovém trhu a druhou u investic do AI infrastruktury.



Obavy z bubliny na akciovém trhu se opírají o tři fakta: prvním je dlouhodobě rychlý růst cen akcií technologických společností (aktuálně především společností, které mají vazby na AI), druhým je jejich dlouhodobě vysoké fundamentální ocenění a třetím rostoucí koncentrace tržní kapitalizace do úzké skupiny největších technologických firem. Některé technologické společnosti (především ze sektoru softwaru – například Adobe a Salesforce) mají však nyní naopak výkonnost horší kvůli obavám, že AI nahradí jejich produkty.

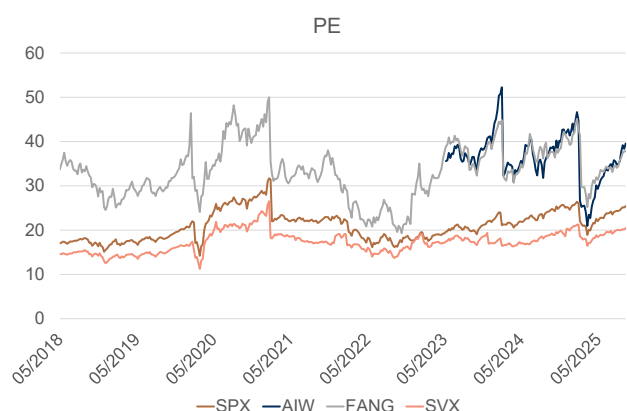
Technologické společnosti, především ty největší, seskupené pod zkratkou FANG (aktuálně se sem řadí Meta, Apple, Amazon, Nvidia, Alphabet, Microsoft a Tesla), se dostaly pod drobnohled kvůli rychlému růstu cen akcií a vysokému fundamentálnímu ocenění už před lety, dávno před tím, než zpřístupnění chatGPT soustředilo pozornost na AI. Většina ze společností z této skupiny (výjimkou je Apple) byla a je zároveň vysoce aktivní v oblasti AI – výzkumníci Alphabetu zveřejnili klíčový článek, který umožnil společnosti OpenAI úzce spolupracující s Microsoftem vytvořit ChatGPT. Nvidia je výrobcem procesorů, které fakticky umožnily současné průlomy v praktické využitelnosti AI a i nadále dominují hardwaru používanému pro vývoj a provoz AI. Microsoft, Amazon a Alphabet patří mezi největší provozovatele datacenter, a tedy hostitele AI služeb. Meta dlouhodobě využívá AI ve svých sociálních sítích a agresivně se snaží prosadit i v generativní AI. Tesla dlouhodobě vyvíjí AI pro svá samoříditelná auta, nyní i pro humanoidní roboty, a navíc úzce spolupracuje s další Muskovou společností xAI, která se specializuje na vývoj velkých jazykových modelů a jejich využití.

Překryv FANG a tématu AI, jakož i náskok, který mají technologické firmy (jako celek i specificky v AI) před zbytkem trhu, ilustruje graf výkonnosti akciových indexů. Ten srovnává výkonnost širokého indexu S&P500, indexu



UBS AIW (AI winners), složeného ze společností, které se úspěšně věnují AI, indexu NYFAN7, složeného z členů skupiny FANG, a pro srovnání ještě indexu SVX, zahrnujícího hodnotové společnosti z báze indexu S&P500. Začátek zobrazené časové řady je daný zpřístupněním chatGPT veřejnosti. Je vidět, že oba technologické indexy svou výkonností výrazně překonávají trh jako celek a obzvláště hodnotové akcie (UBS AIW rostl 7,7x rychleji než SVX) a zároveň index AI vítězů ještě výrazně překonává FANG7.

Ceny technologických akcií tedy skutečně rostou



Zdroj: Bloomberg

podstatně rychleji než zbytek trhu, přesto to nemusí automaticky znamenat, že je na trhu bublina. Podstatnější než tempo růstu je z hlediska posouzení pravděpodobnosti existence bubliny na akciovém trhu to, nakolik je realistické fundamentální ohodnocení akcií. Jak se situace vyvíjela v tomto ohledu, ukazuje další graf, ve kterém je zobrazen vývoj oblíbeného jednoduchého ukazatele fundamentálního ohodnocení společností PE (poměr ceny a zisku na akcii). Index FANG7 byl kvůli dostupnosti dat nahrazen podobným, ale poněkud širším indexem NYFANG. Časový horizont je mírně delší než v předchozím grafu a je určený dostupností dat pro NYFANG. UBS AIW má kratší historii, ale je vidět, že úzce kopíruje NYFANG. Důležité je, že PE technologických akcií je sice stabilně výrazně vyšší než u širokého trhu a hodnotových akcií, v čase výrazně kolísá kvůli vysoké citlivosti cen růstových akcií na přicházející informace (ekonomické výsledky růstových společností jsou obecně mnohem citlivější na vývoj ekonomiky, než je tomu u stabilních hodnotových akcií), ale neroste. To je dáno tím, že zisk na akcii roste u technologických společností mnohem rychleji než u širokého trhu a především u hodnotových akcií. Vysoké PE tedy odráží očekávání, že u technologických akcií bude i nadále pokračovat rychlý růst zisku. To, nakolik je tento předpoklad oprávněný, bude záležet na tom, zda AI skutečně uspěje tak, jak se nyní očekává. Pokud však uspěje, není možné obecně

považovat současné ocenění technologických akcií za výrazně nerealistické.

V souvislosti se současným vývojem na trhu se často připomíná „dot.com bublina“ z přelomu tisíciletí. Tato analogie je na jednu stranu částečně užitečná, ale na druhou stranu v některých směrech silně zavádějící. Nejvýraznějším rysem bubliny z přelomu tisíciletí byla neuvěřitelně vysoká ocenění nově vzniklých firem, které neměly prakticky nic kromě velkých cílů – produkty ve stadiu vzniku, omezený okruh klientů a povětšinou minimální nebo žádné příjmy. Je logické, že řada z těchto firem nepřežila tvrdý výběr volného trhu, což vedlo k masivním ztrátám příliš optimistických investorů. Užitečnou analogií k současnosti je opatrnost při investování do nově vznikajících společností snažících se komercializovat nově dostupné technologie. Z některých sice mohou vzniknout nové Googly, Amazony nebo Facebooky, většina jich však neuspěje. Součástí bubliny na konci devadesátých let ale byly i tehdy už etablované společnosti, jejichž PE často překračovalo 100 (například Cisco na vrcholu bubliny dosáhlo PE 472). Aktuálně je mezi akcemi z FANG na srovnatelné úrovni jen Tesla s PE 273 (podle Bloomberg 14.10.2025). Ostatní jsou hluboko pod stovkou, nejvýš Nvidia s 55, ale to je dáno očekáváním dalšího silného růstu ziskovosti její akcie (ukazatel PEG, který kromě PE zahrnuje očekávaný růst zisku, je na 1,07, což je mezi akcemi ze skupiny FANG nejméně). Ocenění velkých etablovaných společností s výjimkou Tesly tedy aktuálně není nijak mimořádně přehnané za předpokladu, že se naplní očekávání ohledně transformativní role AI v ekonomice. Jak se bude dařit jednotlivým firmám, bude podstatně záviset na efektivitě jejich investic.

Bublina v investicích do AI infrastruktury?

Argument pro existenci bubliny investic do AI infrastruktury spočívá především v kontrastu obrovského objemu investovaných prostředků a jejich omezené návratnosti v nejbližších letech. Odhady investovaných prostředků se pohybují v nízkých bilionech dolarů, odhady krátkodobé návratnosti ve stovkách miliard, výsledkem těchto výpočtů je potenciální krátkodobá ztráta v řádu stovek miliard dolarů. Navíc panují obavy, že situaci ještě zhorší relativně krátká životnost špičkových čipů, a tedy nutnost opakovat masivní investice v poměrně krátkém časovém horizontu. Jako historické analogie jsou uváděny horečka budování železnic v 19. století a z nedávných pak budování internetové infrastruktury ve druhé polovině 90. let. Že investice do AI infrastruktury mohou být nadměrné, přiznávají i klíčové zainteresované osobnosti (Zuckerberg, Bezos, Altman). Zároveň však argumentují, že se přesto tyto investice z dlouhodobého hlediska vyplatí. Nejde totiž pouze o okamžitou ziskovost a horizont několika let, ale především o vyvinutí AI platform, které jejich majitelům zajistí buď přímo dominanci, nebo alespoň výhodné postavení na trhu. Historickou analogií jsou například



Windows společnosti Microsoft v oblasti softwaru a procesory Intel v oblasti hardwaru. Internetoví giganti se snaží ovládnout platformu, která by jim dlouhodobě zajistila vysokou ziskovost. Investoři do vznikajících společností naopak vidí naději na vytvoření firem, jež by mohly nahradit současné lídry – podobně jako Microsoft kdysi zastínil dominantní IBM.

Jako varovný příklad je často uváděna společnost Global Crossing, která koncem 90. let masivně investovala do budování podmořských optických kabelů pro přenos dat – tedy do internetové infrastruktury. Firma vznikla v roce 1997 a už v roce 2002 zbankrotovala. Příčinou byla kombinace příliš agresivního tempa výstavby a rychlého technologického pokroku, který umožnil přenášet větší objem dat, než se původně předpokládalo. Poptávka sice rostla, ale zdaleka ne tak rychle, jak investoři očekávali. Výsledkem byl převis nabídky přenosové kapacity, prudký pokles cen a neschopnost firmy splácet dluhy, které financovaly její expanzi. K tomu se přidaly účetní nesrovnalosti a nakonec i podvody. Celková ztráta přesáhla 12 miliard dolarů.

Paralely se současností jsou zřejmé – obrovské investice do AI infrastruktury jsou často založeny na očekávání rychlé monetizace a vysoké poptávky. Zároveň hrozí, že technologický pokrok (např. šok po uvedení modelu DeepSeek) skokově zvýší efektivitu modelů na stávajícím hardwaru. Firmy specializující se na datacentra se tak mohou ocitnout v podobné situaci jako Global Crossing. Je však důležité připomenout, že krach této firmy neznamenal selhání základní investiční myšlenky – internetová infrastruktura byla a stále je nezbytná. Stejně tak dnes existuje zásadní rozdíl mezi etablovanými firmami s robustními hotovostními toky a nově vznikajícími hráči. Je tedy možné, že se opět dočkáme jednotlivých neúspěchů, ale sektor jako celek bude nakonec velmi úspěšný – podobně jako tomu bylo u raného internetu.

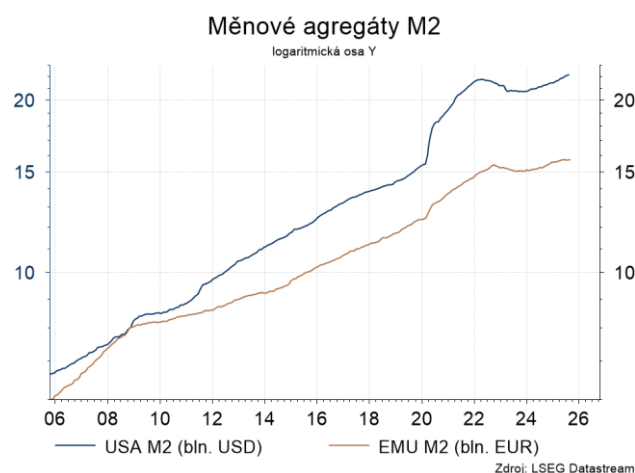
Specifickým fenoménem, který v současnosti vyvolává obavy, je tzv. kruhové financování. Do středu pozornosti tento fenomén dostal především nedávný kontrakt mezi společnostmi Nvidia a OpenAI: Nvidia v jeho rámci poskytne OpenAI financování (100 mld. USD), přičemž OpenAI za tyto prostředky nakoupí čipy právě od Nvidie. Objevují se obavy, že tímto způsobem dochází k umělému navyšování objemu investic i tržní hodnoty zúčastněných firem, aniž by bylo zajištěno, že investice budou skutečně produktivní.

Tento model však není v oblasti AI nový. Významným investorem do OpenAI byl Microsoft, jehož investice probíhaly formou pronájmu cloudové výpočetní kapacity. Ta byla následně využita k vývoji velkých jazykových modelů. Výsledkem této transakce byla přelomová technologie, která výrazně zvýšila hodnotu obou společností.

Stejná logika stojí i za dalšími podobnými transakcemi – příkladem může být nedávná dohoda mezi společnostmi

Nvidia a Intel. Nvidia investovala 5 miliard dolarů do akcií Intelu, a získala tak přibližně čtyřprocentní podíl. Obě firmy zároveň oznámily strategické partnerství, v jehož rámci budou společně vyvíjet čipy pro osobní počítače a datová centra. Intel poskytne své procesory a výrobní kapacity, zatímco Nvidia dodá své grafické technologie, přičemž výsledné produkty budou kombinovat výkonné CPU a GPU komponenty v jednom modulu. V případě Nvidie a Intelu však jde také o strategické zajištění výrobních kapacit. Nvidia je totiž v oblasti fyzické výroby čipů závislá téměř výhradně na TSMC a partnerství s Intellem jí může do budoucna nabídnout alternativu a tuto závislost snížit.

V souhrnu lze tedy konstatovat, že přestože existuje riziko nadměrných investic a neefektivního investování kapitálu v jednotlivých případech, v souhrnu převažuje reálná a vysoká šance na dlouhodobou úspěšnost převážné části investic. Při tom je třeba počítat s občasnými výkyvy tržního ocenění společností v reakci na přicházející informace – panika spojená s firmou DeepSeek i současné obavy z potenciální AI bubliny a jejích důsledků slouží jako varování. Nepředpokládáme však, že by případné krátkodobé výkyvy vedly k podstatnější dlouhodobé nestabilitě finančního trhu nebo dokonce zásadnějším makroekonomickým dopadům.



Kde se bere likvidita živící růst finančních aktiv?

Aktuální růst cen finančních aktiv podporuje několik mechanismů. První, který zmíníme, je ten stejný, který vede ke zpochybňování kvality státních dluhopisů: růst státního zadlužení a z něj plynoucí fiskální dominance (fiskální politika – vládní výdaje a rozpočtové deficity – začne převažovat nad měnovou politikou centrální banky). Emitované dluhopisy přispívají k růstu měnové zásoby mechanismem úvěrové emise zesíleným tím, že jde o vysoce kvalitní aktiva s nízkou rizikovou váhou. Následně



pochyby investorů a ztrácející se důvěra vedou k realokaci prostředků ze státních dluhopisů do jiných typů aktiv, což prospívá hlavně zlatu. Navíc kvantitativní utahování (zmenšování bilance centrálních bank realizované převážně tím, že nedochází k plné reinvestici prostředků z maturujících státních dluhopisů) měnové politiky hlavních centrálních bank je velmi pomalé a opatrné, takže na dostupnost likvidity má jen malý vliv. Fed velmi pozorně sleduje chování finančních trhů, aby vyloučil nedostatek likvidity ve finančním systému, a šéf Fedu Powell naznačil, že by brzy mohlo dojít k ukončení kvantitativního utahování. ECB v něm zatím pokračuje; kdy miní skončit, sice nenaznačila, ale v případě problémů s likviditou nebo výrazným růstem výnosů dluhopisů některých zemí je připravena zasáhnout. To, že jsou centrální banky připraveny přispěchat s dodatečnou likviditou při potížích, ukázal Fed při tržní panice kolem krachu Silicon Valley Bank. To dodává bankám i investorům důvěru ve stálou dostupnost likvidity a podněcuje tak rizikovější chování. Další zdroje likvidity stále souvisejí s obdobím nízkých sazeb a dodávání likvidity v době pandemie – část kvůli nízkým nákladům na financování tehdy vydávaných dluhopisů je před splatností a stále také úplně nepominul efekt nadměrných úspor z tohoto období. Ve Spojených státech také působí efekt ukládání příjmu kapitálu ze států s přebytkovým běžným účtem. Snížení důvěry v dolar kvůli chaotické politice Trumpovy administrativy tento trend zeslabilo, ale zdaleka nezastavilo. Tím také přetrvává přebytek likvidity v americkém finančním systému a s ním související prémie amerického akciového trhu proti zbytku světa. Ke generování likvidity také vydatně přispívají nebankovní finanční společnosti („šedé bankovnictví“), které jsou podstatně méně regulovány a kontrolovány než banky, ale významně přispívají k úvěrové emisi peněz. A v neposlední řadě přispívá také boom kryptoměn – prudký růst jejich hodnoty vytváří dodatečnou likviditu a na akciovém trhu masivní odkupy akcií technologickými společnostmi. Problém zhoršuje to, že naprostá většina likvidity vytvořená na finančním trhu na finančním trhu zůstává – nejde ani do spotřeby, ani do reálných investic, jen dále podporuje růst cen finančních aktiv, a tedy typické kreditní bubliny.

Závěr

Explozivní růst sektoru AI budí pochopitelnou pozornost a vzbuzuje stejně pochopitelné obavy. Jak už jsme konstatovali, s neúspěchem jednotlivých projektů a občasnými výraznými výkyvy cen akcií v reakci na nové informace je potřeba počítat, ale neměly by výrazněji ohrozit stabilitu širší ekonomiky. Jiná situace však může být, pokud by došlo ke globálnímu prasknutí bubliny (ať už bubliny cen AI akcií, nebo bubliny investic do infrastruktury) spojenému s širokým a hlubokým poklesem cen aktiv. Historické precedenty (železnice v 19. století, internet ve 20.) ukazují, že taková událost by měla sice dočasný, ale

podstatný dopad na reálnou ekonomiku, tedy že bychom se velmi pravděpodobně dočkali recese ve vyspělých státech a výrazného zpomalení světové ekonomiky. Klíčovou otázkou z hlediska pravděpodobnosti takového scénáře je riziko nadměrných investic do AI infrastruktury vedoucích k velkým krátkodobým ztrátám. Optimismus vzbuzuje, že největší podíl na těchto investicích mají obrovské společnosti se silnými stabilními hotovostními toky. Ani to však nevylučuje systémové problémy – k vyvolání paniky a prasknutí bubliny na akciovém trhu může stačit zhoršení výsledků a výhledů těchto společností, nemusí nutně dojít k jejich krachu. Riziko je tedy reálné a nezanedbatelné a s možností jeho realizace, a tedy se scénářem hluboké recese, je potřeba počítat. Z dlouhodobého hlediska však velmi pravděpodobně půjde pouze o jedno z mnoha ekonomických zakolísání, a podobně jako v 19. století železnice umožnila rozkvět průmyslu a výrazný růst životního standardu, bude pravděpodobně konečný výsledek AI exploze vysoce pozitivní.



Celková inflace překvapuje nižšími než očekávanými hodnotami, ale jádrová inflace zůstává zvýšená. Ekonomika pokračuje v růstu, a i když rizika jsou značná, ČNB se obává přehřívání ekonomiky a neplánuje uvolňování měnových podmínek.

Ekonomická aktivita

Česká ekonomika ve 3. čtvrtletí vzrostla o 2,7 % a překonala tak očekávání trhu. Podle předběžných údajů ČSÚ ji podpořila opět hlavně spotřeba domácností a celkový obrázek nezměnily ani měsíční statistiky za srpen. Maloobchodní tržby vzrostly v srpnu o 3,5 %, což bylo mírně nad očekáváním, ale zároveň směrem dolů byly revidovány statistiky z července. Tržby v maloobchodě tak pokračují v setrvalém růstu, přičemž mírně překonaly v reálném vyjádření hodnoty z konce roku 2019 před covidovým propadem. Vzhledem k růstu reálných mezd a relativně nízké inflaci předpokládáme, že stávající rostoucí trend by měl pokračovat i nadále. Tomu odpovídá i indikátor důvěry spotřebitelů, který v říjnu vzrostl na 107,4 bodu, nejvyšší úroveň od února 2020.

Pozitivní výsledky přišly i ze stavebnictví, které vzhůru táhnou hlavně rozestavěné inženýrské stavby. Čtyři měsíce v řadě tak stavebnictví roste dvouciferným tempem.

Průmysl již nějakou dobu stagnuje a srpen změnu trendu nepřinesl. Výsledky byly mírně horší než očekávání, když průmyslová výroba poklesla meziročně o 1,3 %. Pohled na detaily ukazuje, že dobře se i nadále daří automobilovému průmyslu, zatímco ostatní odvětví jsou slabší. Vzhledem k velké nejistotě zejména týkající se vnějšího prostředí nelze očekávat, že by v průmyslové výrobě mělo dojít k výraznějšímu obratu k lepšímu. Očekáváme, že stagnace bude pokračovat i v následujících měsících.

Ani situace na trhu práce se výrazněji nemění. Nezaměstnanost v září zůstala stabilní na 4,5 %, což je o 0,6 pb více než před rokem, ale stále se jedná o jednu

z nejnižších hodnot v celé EU. Silný trh práce by tak i nadále měl podporovat domácí spotřebu a tím i celou ekonomiku.

Inflace a centrální banka

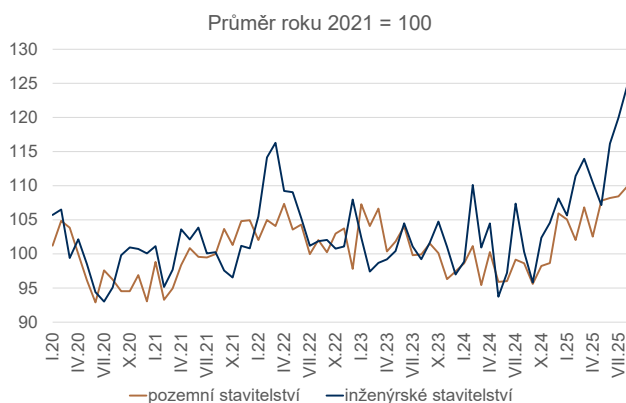
V září rostly spotřebitelské ceny o 2,3 % oproti stejnému období minulého roku, což bylo o 0,3 pb méně, než čekala ČNB. Za zmírněním tlaků v celkové inflaci stály zejména ceny potravin a energií. Jejich ceny shodně meziměsíčně poklesly o 0,6 %, což zmírnilo meziroční míru inflace u energií z 3,5 % na 3,1 % a u potravin ze 4 % na 2,9 %. Za poklesem celkové inflace tak stojí hlavně položky, které jsou volatilní a nejsou součástí jádrové inflace. Inflace v oddíle potravin v posledních měsících slábla navzdory zvýšeným cenovým tlakům zemědělských výrobců. V srpnu ale ceny zemědělských výrobců meziměsíčně poklesly o 1,9 %, a pokud se v následujících měsících potvrdí obrát v trendu, nemusely by ceny potravin ve spotřebitelském koši zamířit výše.

Zvýšená ale zůstává jádrová inflace, a to přesně tak, jak ČNB očekávala – na 2,8 %. Zvýšené inflační tlaky přetrvávají zejména v sektoru služeb, kde ceny v září vzrostly o 4,7 % y/y. Ceny služeb dlouho doháněly ceny zboží, které rostly od roku 2021 v souvislosti s energetickým šokem rychleji. Nyní ale růst cen služeb kumulativně překonal růst cen zboží. ČNB tak hodnotí celkový vývoj inflace jako ne plně stabilizovaný a vyžadující přísné měnové podmínky. Během uplynulého měsíce se několik centrálních bankéřů vyjádřilo ve prospěch ponechání sazeb na stávající úrovni. To je v souladu s naším hlavním scénářem stabilních sazeb na 3,5 % v letošním i příštím roce.

Rizika

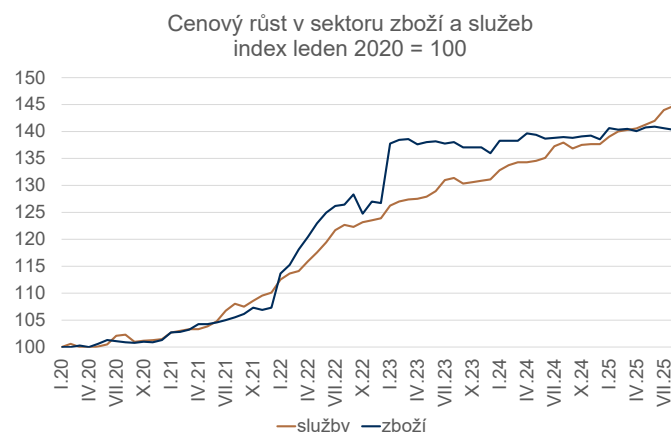
Aktuálně největší riziko pro českou ekonomiku představuje zpomalení německé ekonomiky nebo turbulence v zahraničním obchodě.

Stavebnictví táhnou vzhůru rozestavěné infrastrukturní projekty.



Zdroj: ČSÚ

Růst cen služeb kumulativně překonal růst cen zboží.



Zdroj: ČSÚ



I když čísla z reálné ekonomiky nevysílají jednoznačný signál, zdá se, že se černé scénáře dopadu amerických cel na ekonomiky eurozóny nenaplní. Ekonomika pokračuje v pozvolném růstu a inflace zůstává v blízkosti inflačního cíle.

Ekonomická aktivita

Francouzská politická scéna přitahovala v říjnu velkou pozornost, a i když hlasování o nedůvěře premiér Sébastien Lecornu nakonec ustál, bude muset ještě obhájit rozpočet na příští rok. Jedno je jisté, penzijní reforma se odkládá na neurčito, ale vzhledem k tomu, že Lecornu má ambice představit rozpočet s deficitem nižším než 5 % HDP, bude muset najít v úspory v plánovaných výdajích nebo navýšit příjmy státního rozpočtu. Situace ve Francii tak zůstává velmi nejistá a nepříznivě ovlivňuje i výhled reálné ekonomiky, což reflektují i změny v ratingu této země.

Čísla z reálné ekonomiky nevysílají jednoznačný signál. Průmyslová výroba v srpnu meziročně vzrostla o 1,1 %, což by na první pohled nemuselo vyznívat příliš pesimisticky, ale detaily ukazují velké regionální rozdíly. Zatímco německá průmyslová výroba klesla o 3,9 % y/y (zčásti vinou celozávodních dovolených), v Irsku se průmyslu v srpnu dařilo (25 % y/y). V Irsku jsou ale data tradičně volatilní kvůli malému počtu velkých nadnárodních společností, které mají velký podíl na irském hospodářství. Změny ve výrobě těchto společností pak mohou způsobit velké výkyvy v irské produkci. Celková volatilita je hlavně kvůli irským a německým datům značná, celkový obrázek za prvních osm měsíců letošního roku ukazuje mírný růst průmyslové výroby, která ale zůstává podle historických standardů stále na relativně nízké úrovni a její rychlejší oživení je v nedohlednu. Ani index PMI nedává jednoznačný obrázek. PMI ve zpracovatelském průmyslu v srpnu vzrostl nad hranici 50, v září přišel pokles a v říjnu

opět návrat na 50. Situace ve službách je ale podstatně lepší. Říjnová hodnota 52,6 byla nejvyšší od srpna 2024.

Také maloobchodní tržby v posledním roce vykazovaly rostoucí trend a 1,2% meziroční růst tržeb v srpnu byl zklamáním. V září sice vzrostla spotřebitelská důvěra, ale hodnota -14,9 je stále nízká, a proto nepředpokládáme, že by růst spotřeby domácností měl akcelarovat.

Celkově ve 3. čtvrtletí vzrostl HDP zemí eurozóny o 1,3 % y/y. To bylo v podstatě v souladu s očekáváním, ale zajímavé byly regionální rozdíly. Zatímco německý růst zůstává stále velmi slabý (0,3 % y/y), francouzský růst překvapivě zesílil na 0,9 % y/y.

Inflace a centrální banka

Zářijová inflace mírně vzrostla na 2,2 % a jádrová na 2,4 %. Po půl roce se tak celková inflace dostala mírně nad 2% inflační cíl. Toto číslo neznámá výraznější inflační tlaky. Meziměsíční čísla potvrzují, že dynamika inflace zůstává mírná. Meziměsíční změna cen ve spotřebitelském koší byla v září jen 0,1 % a za poslední tři měsíce se snížila anualizovaná inflace ve službách z 3,5 % na 3,1 %.

Inflační tlaky tak zůstávají pod kontrolou a ECB nic nenutí měnit nastavení měnových podmínek. Říjnové rozhodnutí Rady guvernérů ECB o ponechání základních sazeb na stávající úrovni tak nebylo překvapením. Mírně se od minulého zasedání změnilo vnímání rizik růstu reálné ekonomiky. Prezidentka Lagarde zdůraznila, že některá rizika se zmírnila díky dohodám o clech s USA i uzavření křehkého příměří mezi Izraelem a Hamásem. To v podstatě podporuje náš základní scénář stability sazeb pro příští rok.

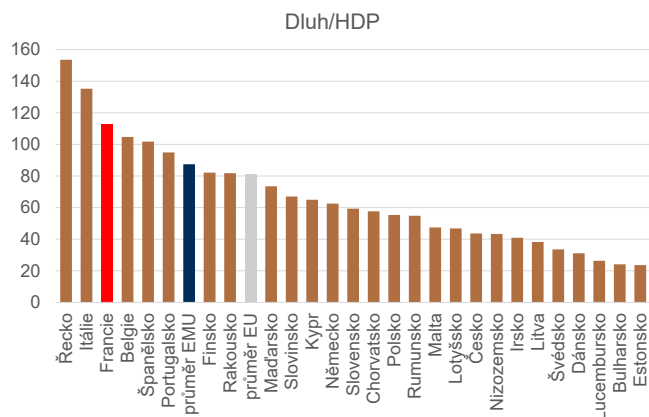
Rizika

Zpožděný dopad cel, ale i domácí problémy, jako je neudržitelná fiskální situace ve Francii nebo pomalejší nástup slibovaných infrastrukturních investic v Německu, to vše jsou faktory, které mohou zpomalit ekonomický růst v eurozóně.

Volatilita v průmyslové produkci je značná, celkový obrázek zůstává stabilní, ne příliš příznivý.



Francouzské problémy jsou způsobeny hlavně vysokým zadlužením.



Zdroj: Eurostat



Spojené státy americké

Nejvýznamnější událostí je vládní shutdown, tedy částečné zastavení financování vládních operací kvůli neschválení alokace rozpočtových prostředků Kongresem. Nejde tedy o to, že by USA neměly dostatek finančních prostředků, ale o to, že chybí prováděcí předpisy. Mimo jiné to znamená, že v září nebyla zveřejněna většina pravidelných vládních statistik. Výjimkou byla mírně lepší než očekávaná data CPI, protože ten je potřebný pro určení indexace sociálních dávek na začátku příštího kalendářního roku. Alespoň nějaké informace o vývoji ekonomiky máme z nevládních zdrojů, což jsou však vesměs tzv. měkká data.

Ekonomická aktivita

Jediný přímý údaj o vývoji na trhu práce máme z dat společnosti ADP, která byla vyloženě slabá. Krátkodobá korelace mezi daty od ADP a oficiálními daty je slabá, střednědobě však silná. Oficiální data (až budou zveřejněna) nemusí říjnový údaj od ADP plně potvrdit. Z měkkých dat zůstaly oba subindexy ISM týkající se trhu práce hluboko v pásmu kontrakce, přestože byly oba lepší než očekávání a proti minulému údaji vzrostly. Pokračující tendence ke slábnutí trhu práce je tak zřejmá. U celkových indexů ISM byl nepříjemným překvapením pokles nevýrobního indexu na 50, tedy na hranici mezi expanzí a stagnací. Celkový výrobní index zůstal v kontrakci, i když mírně narostl. Průzkum nálady mezi malými a středními podniky ukázal na výrazné zhoršení způsobené hlavně velmi vysokou nejistotou. Kvalitativní hodnocení z Bézové knihy Fedu potvrzuje data ISM a NFIB. Podle něj je americká ekonomika ve stadiu slabého růstu až stagnace. Konjunkturální ukazatele PMI na konci měsíce byly solidní – jak ve výrobě, tak ve službách zřetelně v pásmu expanze (ve službách lepší, než se čekalo).

Inflace a centrální banka

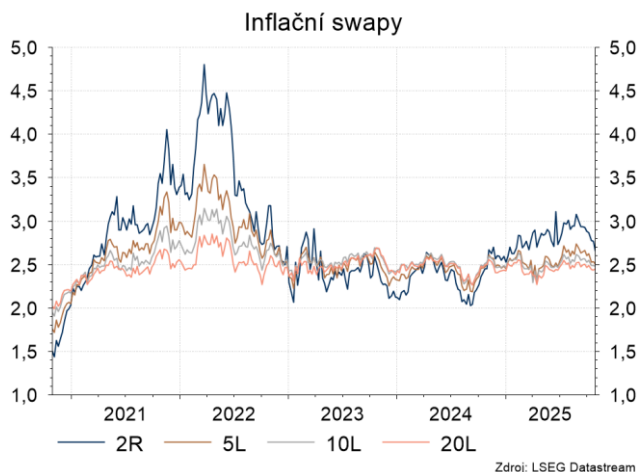
Inflace byla poněkud nižší, než se čekalo, negativní efekt cel je stále omezený. Celkovou inflaci zvýšil růst cen benzínu, to by však mělo být přechodné. U jádrové rostly ceny oděvů, jejich ceny jsou ale poměrně volatilní a současný růst může být jen sezónní efekt. Ve službách rostly ceny letenek. Pozitivní bylo zpomalení růstu nájmu – podle vývoje cen nemovitostí a nově uzavíraných nájmu by měly i nadále přispívat ke zpomalování inflace. Dalším faktorem, který by měl podpořit zmírňování inflace, je zpomalování růstu mezd související se slábnutím trhu práce. Mzdy jsou kritickou nákladovou položkou ve službách, které mají ve spotřebním koši podstatně větší váhu než zboží, které je naopak citlivé na cla.

Fed na svém říjnovém zasedání v souladu s očekáváním pokračoval ve snižování sazeb, ale na tiskové konferenci po zasedání překvapil šéf Fedu Powell zpochybněním dalšího poklesu sazeb na příštím zasedání FOMC v prosinci. FOMC je očividně hluboce rozdělen na část, která vidí větší problém ve zvýšené inflaci, a část, která vidí větší problém ve slábnoucím trhu práce. Situaci ještě komplikuje a znepráhledňuje nedostatek dat. Trh očekávání poklesu sazeb v prosinci snížil, my s ním nadále počítáme, nejistota je však vysoká.

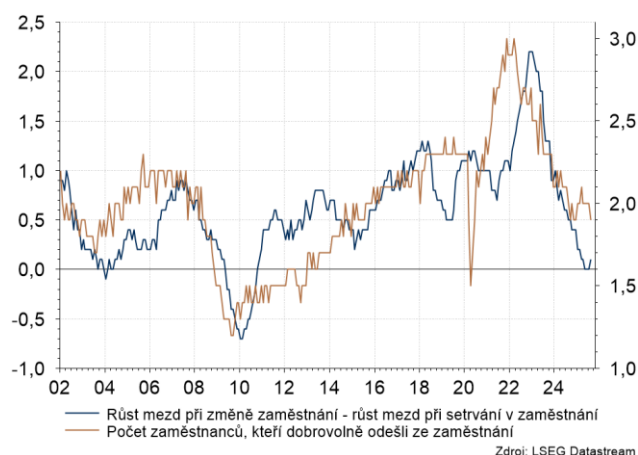
Rizika

Momentálně nejvíce komplikuje situaci shutdown – přičemž se nezdá, že by měl brzy skončit. Jde o třetí Trumpův shutdown, k prvním dvěma došlo v průběhu jeho prvního volebního období a jeden z nich trval pět týdnů. Ten současný je již nyní historicky druhý nejdelší. Podle amerických analytiků by měl být dopad na reálnou ekonomiku omezený, ale čím déle shutdown trvá, tím jsou dopady větší. Současná situace v každém případě dále snižuje důvěru v akceschopnost aktuální administrativy a zároveň zvyšuje (v širších souvislostech) obavy z negativních dopadů hlubokého rozporu mezi republikány a demokraty na americkou ekonomiku.

Tržní krátkodobá inflační očekávání (2R) klesají.



Klesají i tlaky na růst mezd.



EUR/USD

Dolar v průběhu října posílil při značné volatilitě a vrátil se pod hladinu 1,175 do pásma 1,152–1,175, ve kterém se drží většinu času už od poloviny června. Z technického hlediska se jedná o dlouhodobou konsolidaci. Slabost proeurového momenta potvrdil neúspěšný pokus o návrat k růstovému trendu ze září. Euro by přitom mělo být podporováno jak očekávaným snižováním sazeb v USA, tak probíhajícím částečným zastavením financování vlády v USA. Tato a další nejistoty však podle všeho v říjnu dolar paradoxně spíše podpořily, než poškodily, když iniciovaly toky do bezpečného přístavu – dolaru a státních dluhopisů USA. Nasvědčuje tomu především výrazný pokles výnosů amerických státních dluhopisů. Efekt poklesu důvěry k dolaru a americkým státním dluhopisům, který hrál důležitou roli v oslabování dolaru, tak pravděpodobně ztrácí na síle s tím, jak si investoři uvědomují, že za dolar a klíčová americká finanční aktiva není na globálním finančním trhu plnohodnotná náhrada, a proto se k nim vracejí zpět. Roli může hrát i to, že americká ekonomika není postižena dopady cel tak, jak se mnozí obávali, zatímco optimismus ohledně rozpočtových stimulů v Evropě spíše slábne. Zatím není možné označit trend oslabování dolaru za definitivně ukončený, sentiment je momentálně stále proeurový, i když reálné chování trhu ukazuje spíše na vyrovnanost faktorů působících na obě měny. Patová situace bude pravděpodobně trvat do období blízko konce roku – pohyby na konci letošního a začátku příštího roku by měly naznačit, jak investiční strategové vyhodnotili situaci a kam se kurz vydá v příští roce.

EUR/CZK

Navzdory přetrvávajícím nejistotám zůstává kurz koruny velice stabilní. V říjnu se kurz koruny vůči euru pohyboval v úzkém pásmu okolo 24,3. Korunu nevyvedlo z míry ani zavedení nových sankcí vůči Rusku, ani zvýšená volatilita na akciových trzích a ani o něco silnější americký dolar. Impulzy nenašla ani na domácí scéně. K mírnému oslabení koruny vůči euru došlo až na konci října po zasedání Fedu, ale oslabení bylo pouze mírné a dočasné.

Podle našeho názoru by se koruna i nadále měla obchodovat v relativně úzkém pásmu v okolí stávajících hodnot. Aby došlo k výraznějším výkyvům, muselo by zřejmě dojít buď k významné neočekávané události na domácí scéně v podobně propadu inflace a změny očekávání ohledně měnové politiky ČNB, nebo k externí události, ať již propadu německé ekonomiky nebo výrazné eskalace obchodních vztahů s USA. Ani jednu z těchto událostí vyloučit nemůžeme, ale žádná z nich není součástí našeho základního scénáře.

Dluhopisy

Klíčovým faktorem pro vývoj na americkém dluhopisovém trhu byl začátek částečného zastavení financování vlády. Jde o administrativní problém (neschválení prováděcích předpisů pro distribuci financování), ne o problém související s nedostatkem finančních prostředků. Schopnost USA splácet svoje závazky v této situaci není zpochybněna, zpochybněna je akceschopnost státních orgánů, v tomto případě především Kongresu, který není schopný schvalovat potřebné zákony. Tato paralýza má jednak bezprostřední ekonomické dopady (které by měly být z velké části dočasné) a jednak s sebou nese riziko, že se podobné situace budou opakovat a že by takové opakování mohlo mít negativní dopad na riziková aktiva. Takže shutdown spustil klasický odliv prostředků do bezpečí státních dluhopisů, což se projevilo citelným poklesem výnosů z 4,15 % na začátku měsíce na minimum 3,95 %. Zpochybnění snížení sazeb v prosinci na tiskovce po zasedání FOMC posunulo výnos zpět nad 4 %. K nejistotě ještě přispěl nedostatek spolehlivých makroekonomických údajů, který také souvisel se shutdownem. Jak dlouho bude tato situace trvat, je nyní nejisté, zatím nebylo dosaženo prakticky žádného pokroku. Prodlužování nejistoty, obavy z dopadů na ekonomiku, sázky na větší snižování sazeb a tlak na snížení inflace kvůli slabšímu růstu ekonomiky by mohly posunout výnosy ještě níže. Ukončení shutdownu by mělo vrátit výnosy výše.

Evropské dluhopisové trhy do značné míry následovaly americký trh, také u nich se tedy projevila pokles výnosů související s odlivem prostředků do bezpečí. Německý trh je negativně ovlivňován pochybnostmi o schopnosti vlády čelit strukturálním problémům nad rámec pouhé stimulace růstu bez potřebné transformace. Francie je nadále pod vlivem politických problémů, ale schválení vlády vedlo k zúžení spreadu k německým dluhopisům. V Evropě bude podobně jako u kurzu eura k dolaru důležité, jak investoři na konci roku vyhodnotí ekonomické perspektivy EMU – letos byla Evropa populární investiční destinací, zda tomu tak bude i příští rok, je nejisté. Perspektivně tak hrozí vztlínání výnosů na vyšší úrovni, podpořit by je mohly obnovená politická nestabilita ve Francii a důležité také bude, nakolik se Německu podaří naplňovat poměrně optimistická očekávání ohledně vývoje jeho ekonomiky.

Po růstu výnosů v září se výnosy českých státních dluhopisů v říjnu vrátily na úroveň před začátkem tohoto růstu. Zářijový růst hodně souvisel s tím, jak trh započítával do cen stále více ještěbábí nastavení ČNB. V říjnu český trh do značné míry kopíroval vývoj v Německu – v září se spread k Německu rozšířil, v říjnu zůstal do značné míry konstantní. Chování trhu v několika nejbližších měsících může ovlivnit sestavování nové vlády – důležité bude, jak investoři vyhodnotí míru její rozpočtové zodpovědnosti. Pokud by o ní zapochybovali, vedlo by to k růstu výnosů.



Akcie

Světové akciové trhy v říjnu pokračovaly v růstu. Index S&P500 se držel tempa nasazeného po skončení propadu způsobeného Trumpovým „Dnem osvobození“. Drtivý trhák nasadil japonský Nikkei, jehož dvanáctiměsíční růst v průběhu měsíce překonal jak S&P500, tak DAX. Evropským akciím se dařilo relativně nejméně, jejich růst byl slabší a DAX se po většinu měsíce držel mírně pod nulou. Ve dvanáctiměsíčním horizontu sice stále překonává růst S&P500, ale to jen díky silnému růstu v prvním čtvrtletí po volbách v Německu a oznámení stimulačních opatření, od té doby je víceméně v postranním trendu. Růst v USA nadále táhly především technologie a specificky AI, ale reakce nekrytých společností (Meta, Microsoft) po ohlášení čtvrtletních výsledků na samém konci října ukazuje na únavu investorů a růst obav o efektivitu investic do AI infrastruktury. V předchozích čtvrtletích tomu bylo naopak, investoři oceňovali agresivní přístup a růst investic. Růstový trend je vystaven řadě rizik: probíhající shutdown a nedostatek oficiálních dat znejasňuje odhad stavu makroekonomického prostředí, ve kterém firmy operují, ocenění je především u AI sektoru značně optimistické. Konec letošního a začátek příštího roku může přinést vybírání zisků a rotaci do dalších sektorů nebo i mimo akciový trh. Riziko korekce je tedy poměrně vysoké, předpovídat konec trendu a medvědí trh je však zatím předčasné.

Index pražské burzy PX v průběhu října kolísal mezi 2330 a 2400 body. Díky růstu v závěru měsíce se dostal do mírného plusu, výkonnost tedy byla podobná jako u většiny evropských burz. Výrazné změny ceny byly doménou menších a méně likvidních společností – do plusu šlo zejména Primoco, méně výrazně, ale stále silně rostl Gevorkian. Propadla se cena Photon Energy. Z velkých společností nejlépe rostla Moneta, naopak nejvíce klesal VIG. Konec roku by měl být relativně klidný, pohyby by mělo ovlivňovat především dění ve světě. Z našich impulsů budou důležité především detaily postupu nové vlády ohledně ČEZu.

Kredit

Vyhřáté kanceláře jako ideální úkryt před rozmary podzimu poskytl optimální podmínky k přípravě rozličných dluhopisových transakcí. Ať už se jednalo o naši TV Nova, dopravce RegioJet, lékárny Dr.Max či developery Trigema a Crestyl, investoři dokázali, jak velké oblibě se korporátní dluhopisy aktuálně těší. Abyste si nevídanou plejádu říjnových emisí užili naplno, připravili jsme pro vás přehlednou tabulku.

Emitent	Obor Emitenta	Výnos	Objem	Tenor
Trigema	real estate	7,30 %	1,5 mld.	5 let
Dr.Max	lékárny	6,20 %	1,25 mld.	5 let
Regiojet	osobní přeprava	7,15 %	až 4,0 mld.	5 let
TV Nova	média	5,40 %	1 mld.	4 roky
Crestyl	real estate	6,85 %	1,25 mld.	5 let
Colt	zbraně	6,10 %	6 mld.	5,5 roku

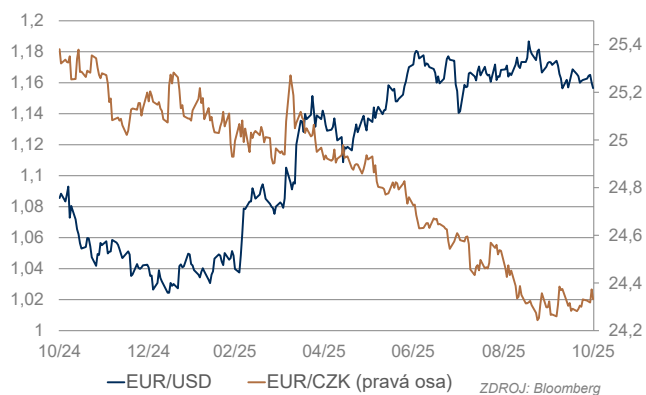
Komodity

V první polovině října klesla cena ropy (Brent) až lehce nad 60 USD/brl, poté poněkud narostla a ustálila se mezi 64–66 USD/brl. Proti sobě působí dva klíčové faktory – dostatek ropy na trhu, což se mimo jiné projevuje velkým objemem ropy uskladněné na tankerech, a snaha vytlačit Rusko z trhu s ropou novými a novými sankcemi USA a EU. Z tohoto hlediska je pro vývoj cen ropy klíčový konflikt na Ukrajině – jeho pokračování nebo dokonce zostřování by tlačilo cenu nahoru, zmírňování nebo dokonce mírová dohoda dolů. Globální rovnováha mezi nabídkou a poptávkou aktuálně ukazuje na možnost podstatně nižších cen – zda se pokles ceny realizuje, je však vysoce nejisté.

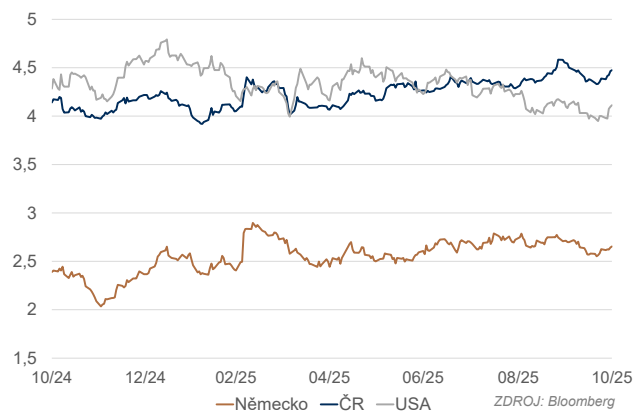
Prudký růst ceny zlata se přenesl ze září i do první poloviny října. Zlato lehce překonalo psychologickou hladinu 4 000 USD/oz a zastavilo se až lehce pod 4 400 USD/oz. V polovině října se na grafu vývoje ceny zlata postupně vytvořil ukázkový dvojitý vrchol a cena se následně propadla zpět do okolí 4 000 USD/oz, kde setrvala do konce měsíce. Fundamenty ovlivňující cenu zlata se nijak zásadně nemění – očekávaný pokles sazeb v USA je pro něj pozitivní stejně jako stále velmi komplikovaná geopolitická situace. Cena zlata je však zároveň velmi vysoká z historického hlediska a hrozí, že stejně jako v jiných podobných situacích v minulosti dojde k přílivu zlata do finančního systému ve snaze využít unikátně vysokou cenu. Pravděpodobná je proto konsolidace mezi 4 000 až 4 400 USD/oz za předpokladu, že budou v nákupech pokračovat centrální banky. Pokud by si daly pauzu, může cena zlata ještě klesnout.



Devizové kurzy



Dluhopisy (10 let)



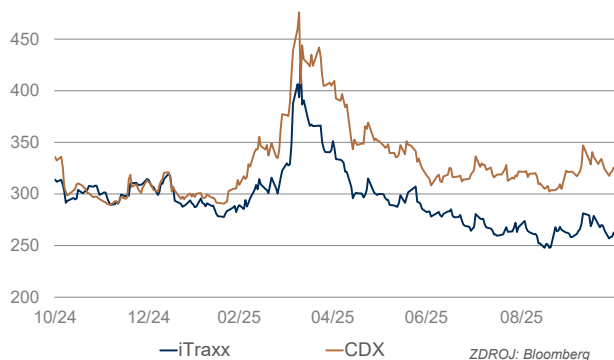
Index volatility VIX



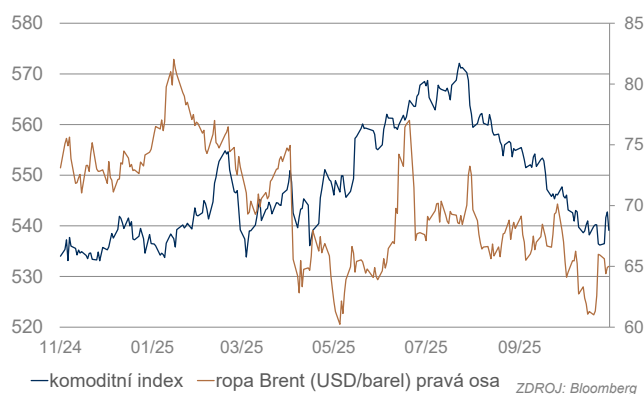
Akciové indexy (1. 10. 2024 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	M-12	M-1	SOUČASNÁ HODNOTA	3 M ODHAD	ZMĚNA*	6 M ODHAD	ZMĚNA*	12 M ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	4,75 - 5,00	4,00 - 4,25	3,75 - 4,00	3,50 - 3,75	↓	3,25 - 3,50	↓	3,00 - 3,25	↓
ECB (depo)	3,25	2,00	2,00	2	→	2,0	→	2,0	→
ČNB	4,25	3,50	3,50	3,50	→	3,5	→	3,50	→
KURZY									
EUR/USD	1,09	1,17	1,16	1,17	↑	1,16	↓	1,15	↓
EUR/CZK	25,3	24,3	24,3	24,3	→	24,3	→	24,3	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,17	3,61	3,61	3,6	→	3,5	↓	3,5	→
US dluhopis 10y	4,28	4,15	4,11	4,0	↓	4,0	→	4,0	→
Něm. dluhopis 2y	2,28	2,02	1,99	2,0	→	2,0	→	2,0	→
Něm. dluhopis 10y	2,39	2,71	2,66	2,8	↑	2,8	→	2,8	→
České dluhopisy 2y	3,56	3,52	3,62	3,5	↓	3,5	→	3,5	→
České dluhopisy 10y	4,14	4,34	4,55	4,3	↓	4,3	→	4,3	→
KREDIT									
USA CDX 5y	335,8	321,3	325,7	295	↓	305	↑	315	↑
EMU iTraxx 5y	313,9	262,3	263,1	275	↑	285	↑	295	↑
AKCIE									
S&P 500	5705,5	6688,5	6822,3					6850	→
Eurostoxx 50	4827,6	5530,0	5692,6					5700	→
DAX	19077,5	23880,7	24068,5					24000	→
CSI 300	3891,0	4640,7	4640,7					4700	↑
PX 50	1639,3	2330,4	2391,8					2400	→

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



Hlavní makroekonomické ukazatele

Česká republika

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

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

* 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.

