

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Výhled na rok 2026

ČR Nižší inflace neznamená změnu v měnové politice

EMU Kombinace tlumeného růstu a nízké inflace ECB ke snížení sazeb nepřiměje

USA Fed snížil sazby, ale naznačil přestávku

www.ppfbanka.cz

leden 2026

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

Rok 2025 byl poznamenán nástupem D. Trumpa do jeho druhého funkčního období a razantním naplňováním jeho volebního programu. Prakticky to znamenalo především dramatické zvýšení dovozních cel v USA a měsíce nejistoty komplikující chod světové ekonomiky. Druhým faktorem byl také nástup umělé inteligence, a to jak v podobě vlny investic do budování její infrastruktury, tak počínajícího praktického nasazení v podnicích. A zapomenout nelze ani na ohlášení německého rozpočtového stimulu, který podstatně zvýšil optimismus investorů ohledně starého kontinentu.

Vrátí se do světové ekonomiky stabilita?

Třetí desetiletí XXI. století rozhodně není chudé na silné šoky: začalo pandemií, která dočasně srazila světovou ekonomiku na kolena. Sotva šok způsobený pandemií odezněl, začala rusko-ukrajinská válka a s ní energetická krize v EU, která zhoršila postpandemickou inflační vlnu. A loni série pokračovala nástupem D. Trumpa do jeho druhého funkčního období a následným razantním rozbitím ustálených mezinárodních obchodních vztahů. K tomu všemu ještě průběžně přecházíme na ekologicky přijatelnější zdroje energie a hospodářství se chystá na nástup AI. Všechny tyto události mají jedno společné – ukázaly nečekanou odolnost světové ekonomiky a její schopnost překonat šoky a rychle se přizpůsobit nepříznivým okolnostem. Toto konstatování je sice pozitivní, ale přece jen – nemohla by být druhá polovina desetiletí trochu klidnější?

Výhled globální ekonomiky je mírně pozitivní

Daleko největším zdrojem rozruchu a nejistoty ve světové ekonomice byly loni aktivity amerického prezidenta. Prudce otočil kormidlem od dlouholetého prosazování volného obchodu a mezinárodní spolupráce k izolacionistické vizi USA jako do značné míry soběstačného ekonomického ostrova. Nejvýraznějším projevem těchto snah bylo drastické zvýšení dovozních cel. Po úvodním šokujícím „Dnu osvobození“ následovalo několik měsíců intenzivních jednání, která přinesla přece jen snesitelnější, i když stále podstatně vyšší úroveň cel. Světové obchodní toky se vývoji situace průběžně přizpůsobovaly, což vyvolávalo jejich dramatické výkyvy – v prvním pololetí proběhla vlna předzásobením před zavedením cel, ve druhém přesměrování obchodních toků. Značně trpěla především Evropa, protože jednak došlo ke ztížení přístupu na klíčový americký trh a jednak vzrostl tlak čínské konkurence. Čínský zahraniční obchod nebyl viditelně zasažen. Částečně mu pomohlo přesměrování na nové trhy a částečně budování obchodních kanálů obcházejících cla, k němuž docházelo už od prvního Trumpova prezidentského období. Pro Čínu tak bylo paradoxně výhodné, že se stala Trumpovým terčem už před sedmi lety, a měla tak dost času se přizpůsobit. Čína se však stále potýkala s vnitřními problémy, především slabou domácí poptávkou, kterou nezvýšily ani snahy o stimulaci ekonomiky, a trvajících dopady finanční krize v oblasti rezidenčního bydlení. Pro Evropskou unii začal rok 2025

povzbudivým impulsem: německé parlamentní volby vedly k vytvoření velké koalice CDU/CSU/SPD a potažmo k dohodě o pozastavení platnosti v ústavě zakotvené „dluhové brzdy“ a následně nový ministerský předseda Merz přislíbil masivní investice do infrastruktury a zbrojení a navíc ještě hospodářské reformy. Evropě kromě toho v prvním čtvrtletí pomohla vyšší ekonomická aktivita spojená s předzásobením před očekávaným zavedením cel v USA. Kombinace lepších vyhlídek EU a obav z dopadů změn v ekonomické politice USA vedly ke skepsi vůči USA a naopak optimistickému pohledu na EU. Později ještě přibýly rostoucí obavy z neudržitelného zadlužení USA. Výsledkem bylo podstatné oslabení dolaru, posílení eura a růst výnosů na dlouhém konci výnosové křivky státních dluhopisů USA. Podle našeho názoru se však finanční trhy daly unést a jejich reakce byla silně přehnaná. Ekonomiky EU trpí vážnými strukturálními potížemi plynoucími z kombinace řady faktorů, mezi něž patří pokračující deindustrializace, zaostávání v oblasti špičkových technologií, administrativní tlak na ekologickou transformaci ekonomiky, stárnutí obyvatelstva, nevládnutá masová imigrace v předchozím desetiletí, geopolitická krize (rusko-ukrajinská válka), ekologie a geopolitika. To vše vede k drahým energiím, růstu čínské konkurence pro zbývající evropský průmysl, politické nestabilitě (Francie) a v neposlední řadě k silnému zadlužení většiny klíčových států. Myslet si, že všechny tyto nakumulované problémy vyřeší rozpočtová stimulace, navíc v situaci, kdy na něco takového řada států prostě nemá prostor, je nerealistické. V každém případě počítáme s tím, že se finanční trhy vrátí k realističtějšímu hodnocení vyhlídek USA vs. Evropa, což by mělo zabránit dalšímu oslabování dolaru i při očekávaném zúžení úrokového diferenciálu. Obavy z negativních trendů ve státním zadlužení by měly panovat na obou březích Atlantiku a to by mělo udržet dlouhé konce výnosových křivek relativně vysoko i přes očekávaný pokles sazeb v USA. Celkově však vidíme výhled světové ekonomiky jako mírně pozitivní, především ve srovnání s uplynulým rokem. Růst v USA by se měl minimálně udržet a aktivita administrativy by měla být podstatně nižší než loni. Evropě by měl pomoci stimulus, především německý. Stablnější USA by měly prospět i globální ekonomice jako celku, takže rozvíjející se trhy by mohly mít také lepší výkonnost. Pokud by se podařilo uzavřít mír na Ukrajině, byl by to bonus, který by také přispěl k lepšímu stavu světového hospodářství.

ČR: sliby nové vlády jsou prorůstové i proinflační

Zatímco do roku 2024 česká ekonomika zaostávala v dohánění covidového propadu za ostatními státy EU,



v roce 2025 překvapila jedním z nejrychlejších růstů HDP okolo 2,5 % y/y a nastoupené tempo by si měla udržet i v roce letošním. Stejně jako v uplynulém roce by hlavním tahounem měla zůstat spotřeba domácností. Tu bude i nadále podporovat silný trh práce, který sice již nebude tak přehřátý jako loni, ale nezaměstnanost by se stále měla držet pod svou přirozenou hodnotou. Ve prospěch vyšší spotřeby bude hrát i růst mezd, který by měl sice oproti loňskému roku (7,1 % y/y nominálně) zvolnit, ale očekávané tempo okolo 6,2 % y/y je stále nad rovnovážným růstem (4–5 % y/y). Ke konci loňského roku také rostla spotřebitelská důvěra, což signalizuje, že by spotřeba domácností mohla letos svůj růst ještě zrychlit. Také spotřeba vlády by alespoň podle programového prohlášení měla přispívat k růstu celé ekonomiky. Hospodářství by měly podpořit i investice, jejichž růst očekáváme po dvou slabších letech, kdy je firmy odkládaly kvůli značným nejistotám (cla, geopolitické napětí). Otázkou zůstává vývoj zahraničního obchodu. Pokud dojde k očekávanému oživení v Německu, které stále zůstává největším obchodním partnerem pro české firmy, mělo by to exportní aktivitě pomoci. I když věříme, že k oživení v Německu dojde, příspěvek zahraničního obchodu k růstu bude i nadále limitován v důsledku silných dovozů tažených vysokou domácí spotřebou a rostoucí investiční aktivitou. Z pohledu produkce by měl v letošním roce k růstu přispět kromě služeb i průmysl, kterému by po letech stagnace mohla pomoci především zvýšená zahraniční poptávka. Rizika jsou ale značná, konjunkturální index PMI pro český zpracovatelský průmysl se stále pohybuje pod hladinou 50, signalizující kontrakci. Dlouhodobé strukturální změny spočívající v rozvoji automobilového průmyslu směrem k čistým technologiím a vyšším akcentu na obranný průmysl se v letošním roce neprojeví.

Co se týká cenového výhledu, domníváme se, že inflace by se měla i nadále pohybovat v horní polovině cílovaného inflačního pásma 2 % $\pm$ 1 %. Proinflační rizika k základnímu scénáři pramení zejména z domácí ekonomiky – silná poptávka, pokračující růst cen služeb, rychlejší než rovnovážný růst mezd a v neposlední řadě i expanzivní fiskální politika. Naopak protiinflační rizika jsou vesměs externí – pomalejší oživení ekonomické aktivity obchodních partnerů nebo příliš silná koruna. Česká národní banka dlouhodobě zdůrazňuje proinflační rizika a centrální bankéři se shodují na tom, že i když se inflace již dva roky pohybuje v inflačním pásmu, cenový vývoj stále není plně stabilizovaný a vyžaduje přísné měnové podmínky. Podle našeho názoru bude ČNB držet základní repo sazbu nezměněnou na 3,5 % po celý letošní rok.

EMU bude usilovat o oživení růstu

Růst v roce 2025 zrychlil, ale jen velmi mírně a země eurozóny budou v novém roce hledat cesty, jak nastartovat rychlejší oživení. Pozornost se hodně upírá k fiskální expanzi zejména v Německu. V roce 2025 německá vláda

pozastavila platnost dluhové brzdy a schválila investice v rozsahu 500 mld. eur na investice do obrany a infrastruktury i na zelenou transformaci. Odhady, jaký dopad bude mít balíček na růst HDP v letošním roce, se pohybují mezi 0,3–0,8 %. Po dvou letech poklesu a loňské stagnaci by to pro německou ekonomiku mohla být příjemná změna. Německé oživení by mělo podpořit i zbytek Evropy. Otázkou však je, zda přijdou na řadu i slíbené ekonomické reformy a zda se Německu podaří vymanit se ze své strukturální strnulosti. Pokud se tak nestane, bude rozpočtová stimulace pouze dočasným povzbuzením. Fiskální impuls by měl přijít ale i z ostatních zemí eurozóny, a to především díky navyšování investic do obrany. Výdaje na obranu by se měly do roku 2035 zvýšit až na 3,5 % HDP. Dopady do HDP budou ale omezené, protože obranný průmysl je kapitálově náročný a zaměstnává méně pracovní síly. Navíc jsou tyto investice vesměs neproduktivní a nezaručují trvalý růst. Další oblastí, která je z fiskálního pohledu velice zajímavá, je zelená tranzice. Nicméně neočekáváme urychlení směřování k ambiciózním cílům, jako je zákaz výroby spalovacích motorů do roku 2035 nebo dosažení bezemisní ekonomiky do roku 2050, a domníváme se, že spíše dojde k jejich odkládání. Veřejné dluhy zemí eurozóny, které jsou v mnoha zemích vysoce nad maastrichtskými kritérii, se mohou při dalším navyšování výdajů a nepříznivém demografickém vývoji dostat pod ještě větší tlak. Aktuálně největší problémy s fiskální situací má ze zemí eurozóny Francie, kde nepříznivá situace může vyústit až v předčasné volby.

Fiskální expanzi mohou zdržovat nestabilní vládnoucí koalice zejména ve Francii a v Německu. Ekonomické oživení proto nakonec nemusí být moc rychlé. Očekáváme, že růst HDP by mohl z 1 % y/y v roce 2025 zrychlit na 1,3–1,5 % y/y. Rizika ohrožující růst reálné ekonomiky eurozóny jsou ale i vnější v podobně amerických cel, která se teprve v roce 2026 plně projeví do zahraničního obchodu. Dalším velkým rizikem je geopolitická nejistota, a to jak na Ukrajině, tak na Blízkém východě.

Ekonomické oživení by měla podporovat i uvolněná měnová politika. ECB v roce 2025 snížila depozitní sazbu, která je v současné době přebytku likvidity hlavní sazbou, z 3 % na 2 %, kde zůstává již od června 2025 a zřejmě se nebude měnit ani v letošním roce. Trhy sice spekulují, že by ECB mohla sazby ještě snížit a podpořit ekonomiku, ale z Rady guvernérů se ozývají hlasy spíše ve prospěch stability sazeb a členka Výkonné rady ECB Isabel Schnabel dokonce avizovala, že další pohyb sazeb ECB bude směrem vzhůru. Podle našeho názoru ale inflace v eurozóně zůstává ukotvena v těsné blízkosti 2% inflačního cíle a mzdové tlaky slábnou, proto naším hlavním scénářem zůstává stabilita sazeb po celý letošní rok. Ke snížení sazeb by ECB mohla přistoupit v případě slabšího výkonu ekonomik eurozóny, což nelze vyloučit, nebo při poklesu inflace od 2% cíle. Naopak ke zvýšení



sazeb by mohlo dojít při akceleraci inflačních tlaků, což je ale podle našeho názoru málo pravděpodobné. Jedna změna ECB ale čeká – od 1. ledna má nového člena, Bulharsko. To má sice inflaci o něco vyšší (3,1 % v roce 2025) než průměr eurozóny, ale na měnovou politiku to vliv mít nebude.

USA: bude letos americká hospodářská politika stabilnější a předvídatelnější než loni?

Vedle transformace zahraničního obchodu zmíněné v úvodu zároveň probíhala snaha o návrat klíčové produkce (zejména pokročilé technologie, jako je výroba polovodičových součástek) do USA. A jako doplněk byl přijat obsáhlý zákon upravující daňovou politiku. Trump také dostal svým slibům a radikálně omezil imigraci, což mělo podstatný dopad na trh práce. Ode „Dne osvobození“, kdy Trump šokoval svět výší oznámených cel, došlo v rámci intenzivních jednání k jejich obecné redukci na přijatelnější úroveň, ale stále jde o významný skok a nejvyšší úroveň od třicátých let minulého století. Pro USA přineslo zvýšení cel především rozkolísání ekonomického cyklu související s předzásobením před očekávaným zavedením cel. Celkově byla výkonnost ekonomiky ovlivněna negativně hlavně kvůli nejistotě způsobující odkládání investic a problémům s dováženy subdodávkami. Situaci však do značné míry zachránil boom výstavby infrastruktury pro AI, takže růst za rok 2025 bude vzhledem k okolnostem solidní (aktuální konsensuální odhad je 2,0 %).

Trh práce přes ekonomické turbulence zůstal relativně stabilní. Působily proti sobě dva trendy – výpadek přírůstků pracovních sil způsobený zastavením masivní imigrace na jedné straně a nejistota, která vedla k omezení přijímání nových zaměstnanců na straně druhé. Ke konci roku se stále více začal projevovat i vliv zavádění AI, a to jak v nižším počtu přijímaných zaměstnanců (trpěli hlavně absolventi vysokých škol), tak v propouštění administrativních pracovníků. V průběhu roku tak došlo k pozvolnému růstu míry nezaměstnanosti, ta je však z historického hlediska stále nízká.

Od zvýšení cel se čekal silný proinflační impuls, k tomu však do značné míry nedošlo. Projevilo se mírné zvýšení cen dováženého zboží, ale to má ve spotřebitelském koši jen poměrně nízkou váhu, takže celkovou inflaci zásadně neovlivnilo. Podstatně významnější roli hrála i nadále zvýšená inflace ve službách. Stále ještě dobíhaly některé efekty související s pandemií (například výrazný růst cen pojištění automobilů) a také nákladový efekt předchozího rychlejšího růstu mezd. Růst mezd však zpomaluje, což by mělo inflační tlaky ve službách mírnit. Postupně také zpomaluje tempo růstu cen nájmu, které jsou svojí vahou velmi významnou položkou.

Očekávání ohledně růstu v letošním roce jsou smíšená. Na jednu stranu budou působit prorůstové rozpočtové impulsy, na druhou stranu panují obavy ze slabé osobní spotřeby kvůli zhoršující se situaci na trhu práce a klesající spotřebitelské důvěře. Tržní konsensus počítá s růstem podobným tomu loňskému. My jsme mírní optimisté a věříme, že i přes pokles spotřebitelské důvěry zůstane osobní spotřeba silná, především díky solidním příjmům. Jak prorůstová rozpočtová politika, tak pravděpodobně pokračující boom AI by měly vést k rychlejšímu růstu než loni. Hodně by pomohla méně volatilní politika administrativy. Vzhledem k tomu, že se na podzim budou konat volby do Kongresu, můžeme se toho v rámci snah podpořit ekonomiku a naklonit si voliče dočkat. Pokud by republikáni v Kongresu ztratili většinu, stal by se Trump „chromou kachnou“ a jeho aktivita by vynuceně výrazně klesla.

Náš výhled na inflaci je pozitivní. Předpokládáme, že proinflační impuls zvýšení cel bude poměrně rychle ustupovat. Zároveň by měl slabší trh práce vést k dalšímu zpomalení růstu mezd, a tedy ke zpomalení růstu nákladů ve službách a následně k nižší inflaci ve službách. Normalizovat by se mělo i tempo růstu nájmu. Všechny tyto faktory dohromady by měly vést k pozvolnému poklesu inflace směrem k cíli Fedu. Tento vývoj očekává i Fed – v letošním roce by podle něj měla inflace zpomalit na 2,4 % a v roce 2027 na 2,1 %. Tento předpoklad je klíčový pro naplnění našeho scénáře dalšího poklesu sazeb směrem ke 3 %. Uvolněnější měnové politice by mohla napomoci i výměna v čele Fedu. Nemysleme si však, že nový šéf Fedu automaticky znamená pokles sazeb. Pokud by se podmínky nevyvíjely podle našeho základního scénáře, může být pokles sazeb menší až žádný – nový šéf Fedu bude mít ve FOMC jen jeden hlas z dvanácti a bude muset brát ohled i na názory zbývajících členů tohoto orgánu, protože jeho případné přehlasování by efektivně zničilo jeho autoritu.

Rozvíjející se trhy by měly těžit ze stabilnějšího prostředí

Rozvíjející se trhy by měly podpořit dva důležité faktory: už v titulku zmíněná větší stabilita a navíc nižší sazby klíčových centrálních bank (Fed a ECB) než v předchozích letech. Postupně by se měla stabilizovat nová struktura dodavatelsko-odběratelských vztahů. Tyto faktory by měly uvolnit růstový potenciál rozvíjejících se ekonomik. Rizikem se může stát lokální přehřívání ekonomik a růst inflačních tlaků, což by mohlo v některých státech vést k nutnosti brzdit ekonomiku zvýšením sazeb.

Čína loni prožila stabilní rok. Bez velkých problémů se jí podařilo zvládnout podstatné zvýšení cel na její export do USA. Její vývoz je stále mimořádně silný díky přeměrování obchodních toků z USA do dalších regionů a také díky exportu jejího zboží do USA přes třetí strany. Hůře je na tom domácí poptávka, která je stále



nedostatečná. Projevilo se to jak v udržení růstu poblíž 5 %, tak v deflačních tlacích v ekonomice viditelných především u cen průmyslových výrobců. Konkurenční boj mezi čínskými podniky je natolik ostrý, že musí zasahovat vláda a omezovat jeho destruktivní účinky. Jen velmi pomalu se hojí rány způsobené finančním kolapsem sektoru rezidenčních nemovitostí. Osobní spotřeba je nedostatečná a zatím nepomáhají ani přijatá stimulační opatření. MMF v závěru roku vyzval Čínu k větší razanci u stimulů a ke strukturálním reformám. Letos by se měl minimálně udržet loňský růst, silnější globální ekonomika by jej mohla povzbudit, protože by podpořila export. Číně se navíc daří získávat stále větší podíl světového obchodu v odvětvích, kde byla tradičně silná Evropa, příkladem jsou automobily, především elektromobily. Pokud by se podařilo oživit osobní spotřebu, mohl by růst být i silnější než loni.

Indie byla stejně jako v předchozích letech i loni nejrychleji rostoucí velkou ekonomikou, když si udržela růst solidně nad 6 %, a podle odhadu OECD by to tak mělo zůstat i letos a příští rok. Růst je a bude i nadále tažen primárně domácí spotřebou a silné jsou a budou také investice. Osobní spotřebu podporuje růst reálných příjmů. Růst navíc podporují veřejné výdaje na budování infrastruktury. Nejrychleji expandují služby, výroba ale také roste solidně. Inflaci se zároveň podařilo udržet v cílovém pásmu centrální banky (4 % $\pm$ 2 %), což umožňuje držet úrokové sazby na úrovni podporující expanzi ekonomiky. Rizika pro indickou ekonomiku jsou především externí (výkyvy globální poptávky, vývoj klíčových světových sazeb, stabilita rupie). Domácím rizikem je především kvalita monzonu, která má velký vliv na zemědělskou produkci a na ceny potravin. Pokud se bude dařit pokračovat v hospodářských reformách a pokud centrální banka udrží inflaci na přijatelné výši, má Indie velmi dobré výhlídky.

Obavy z předlužování vedou k strmějším výnosovým křivkám

Vývoj na dluhopisových trzích v USA a EU byl loni podstatně odlišný. USA začaly na poměrně vysokých úrovních výnosů jak na krátkém, tak na dlouhém konci výnosové křivky. Krátký konec byl motivován očekáváním stabilních sazeb po dlouhou dobu, dlouhý konec obavami z růstu zadlužení USA a ztrátou důvěry v dolar. V průběhu roku při lokálně vysoké volatilitě výnosy postupně klesly, přičemž pokles byl znatelně větší na krátkém konci křivky, takže narostla její strmost. Krátký konec křivky byl tažen měnícími se očekáváním ohledně vývoje sazeb Fedu, dlouhý částečně poklesem krátkého konce a částečně redukcí odlivu ze státních dluhopisů USA – není jednoduché za ně najít adekvátní náhradu. Krátký konec výnosové křivky v Německu byl v meziročním srovnání relativně stabilní – začínal zhruba na 2 %, na této úrovni se pohyboval i začátkem prosince a až ke konci roku se vyhoupl trochu výše. V průběhu roku však prošel výkyvy –

reagoval růstem na pozastavení dluhové brzdy v Německu a poklesem na Trumpův „Den osvobození“. Poté už setrvale mírně rostl s tím, jak se ukazovalo, že americká cla nepřinesou ekonomickou katastrofu. Dlouhý konec křivky se vyvíjel v principu podobně s tím rozdílem, že reakce na zhoršený fiskální výhled pro Německo i další státy EU byla mnohem citelnější. Výnosy na dlouhém konci proto v průběhu roku narostly a s nimi i strmost výnosové křivky. Trendy z minulého roku by měly pokračovat i letos. Krátké konce křivek budou reagovat na výhled měnových politik Fedu a ECB. V USA bude klíčové, jak hluboko Fed klesne se sazbami, což bude záviset jak na vývoji inflace, tak na trhu práce. Námi očekávaná kombinace postupného zpomalování inflace a relativně stabilního trhu práce by měla umožnit snížit sazby až ke 3 %. V Evropě čekáme stabilitu sazeb na 2 %, což implikuje dvouletý výnos eurových dluhopisů poblíž této úrovně. Trh se momentálně obává zvýšení sazeb, takže posunul hodnotu výnosu nad tuto úroveň. Hodně bude záležet na tempu růstu – pokud Evropa opět zklame a nepomůže jí ani německý stimul, mohou výnosy lehkou klesnout zpět pod 2 %. Dlouhé konce křivek by měly být nadále ovlivňovány především obavami z růstu zadlužení, což se týká jak USA, tak EU. V průběhu roku lze čekat volatilitu s měnícími se náladami podle toho, jak budou přicházet data, ale zvýšená strmost křivek by měla zůstat zachována. Českou výnosovou křivku bude primárně ovlivňovat vývoj v Evropě. Čekáme stabilní sazby ČNB, takže domácí impulsy by měly působit jen relativně omezeně.

Akciové trhy táhne nahoru sektor AI

Loni třetím rokem pokračoval býčí trh, i když byl přerušen dlouhou očekávanou a značně prudkou korekcí po Trumpově „Dnu osvobození“. Došlo k dalšímu zesílení strukturálního specifika tohoto trendu – silně se koncentruje do technologických akcií, především do velkých technologických firem (FANG neboli také „skvělá sedmička“). Největším motivátorem růstu byl nástup AI, ale ke konci roku sílily obavy, zda není boom AI přehnaný a zda to poskytovatelé infrastruktury AI nepřehánějí s investicemi. Dalším významným rysem loňského roku na akciových trzích byla lepší výkonnost Evropy ve srovnání s USA. K vytvoření náskoku došlo na začátku roku po tom, co razantní nástup nové Trumpovy administrativy mnoho lidí vyplašil a zasel nedůvěru k americkým finančním aktivům. Evropě také pomohla oznámená rozpočtová stimulace a zvýšené výdaje na zbrojení – zbrojovky patřily mezi společnosti, které rostly nejvíce. V průběhu roku USA Evropu doháněly a nakonec zaostaly jen velmi mírně. Pomohlo jim jak opadávání paniky kolem amerických finančních aktiv, tak popularita titulů ze sektoru AI. Letos čekáme pokračování růstu tažené očekávanou solidní výkonností světové ekonomiky, poměrně nízkými sazbami centrálních bank a pokračujícím nástupem AI do ekonomiky. Akcie zůstávají vysoce oceněné, což snižuje



jejich toleranci vůči případným horším než očekávaným výsledkům hospodaření společností. Týká se to především akcií ze sektoru AI. Jakékoliv zklamání může vést k prudkým výprodejům, náznaky tohoto chování se projevovaly už koncem minulého roku. Mělo by však jít jen o korekce, trend by měl vydržet.

EUR/USD

Předminulý rok končil ve znamení „Trump trade“, což mimo jiné znamenalo sázku na silný dolar, protože se čekalo, že dolaru pomůže zvýšení cel. Momentum tohoto obchodu však zesláblo ještě před nástupem Trumpa do funkce a kombinace výsledku voleb v Německu a následného příslibu rozpočtové stimulace na jedné straně a „Dne osvobození“ v USA, který podlomil důvěru v americkou ekonomiku, na straně druhé vedla k nečekanému a výraznému obratu trendu. Do značné míry se tak opakoval první rok prvního Trumpova prezidentského období (2017), kdy dolar oslabil z 1,05 na 1,25. Tentokrát oslabil z 1,03 na 1,19 (v minimu). Oslabující trend trval do poloviny roku, druhá byla ve znamení postranního trendu a konsolidace. Hlavní příčinou oslabení byl výprodej amerických finančních aktiv zahraničními investory („sell America“). Důvodem bylo kromě obav z dopadů Trumpových ekonomických politik rostoucí zadlužování USA a z něj plynoucí pocit, že klesá bezpečnost amerických státních dluhopisů. Tržní konsensus očekává, že dolar bude oslabovat i letos. Hlavním důvodem tohoto očekávání je předpoklad poklesu úrokových sazeb Fedu a jejich stability u ECB, tedy zúžení úrokového diferenciálu. Evropě by také mohl pomoci silnější růst ekonomik díky rozpočtovým stimulům. My se od konsensu poměrně výrazně lišíme. Čekáme mírné posílení dolaru do okolí 1,15. Úrokový diferenciál podle nás bude hrát jen okrajovou roli. Nepomohl dolaru minulý rok a letos mu neuškodí. Klíčový podle nás bude obrat trendu odlivu finančních aktiv z USA a jejich návrat zpět. Toto očekávání je primárně založeno na zásadní strukturální odlišnosti americké a evropské ekonomiky – USA budou růst díky kombinaci odstranění institucionálních brzd (nadměrná regulace), rozpočtového stimulu a zavádění nových technologií (především AI). Evropě sice rozpočtový stimul přechodně pomůže, ale nedostatek hospodářských reforem, byrokratická strnulost, nadměrná opatrnost a nedostatek podnikatelsky přívětivého prostředí bude činit její dlouhodobou perspektivu značně neatraktivní. O tom, zda bude mít pravdu konsensus nebo my, rozhodne kombinace dvou faktorů: 1) lidská psychologie, tedy to, zda se investoři soustředí na krátkodobé faktory nebo na dlouhodobou perspektivu, a 2) neodhadnutelný proud událostí určující krátkodobý narativ.

EUR/CZK

Rok 2025 byl ve znamení posilování koruny vůči euru. Koruna vůči euru během roku posílila o 4 %, když se z hodnot kolem 25,3 v lednu dostala krátce až pod 24,1 EUR/CZK. Na konci roku ale část svých zisků smazala a dostala se zpět na 24,4 EUR/CZK. Loňské obchodování uzavírala na 24,2 EUR/CZK. Za posilováním koruny stálo několik faktorů, a to jak domácích, tak zahraničních. Z domácích faktorů nejvíce působila relativně přísná měnová politika ČNB, která snížila základní sazbu ze 4 % na 3,5 %, zatímco ECB z 3,15 % na 2 %, a úrokový diferenciál se tak vůči euru rozšířil. Koruně do karet hrály i domácí příznivé ekonomické fundamenty. Z vnějších faktorů korunu podporoval slábnoucí americký dolar. A vývoj EUR/USD bude podle našeho názoru určující i pro letošní rok, protože změnu v úrokovém diferenciálu vůči euru neočekáváme. Trh spekuluje na oslabení dolaru, což by mělo hrát koruně do karet. Náš názor je ale opačný a domníváme se, že nálada trhu by se měla otočit spíše ve prospěch dolaru, proto další posilování koruny neočekáváme. Koruna by se mohla vrátit ke 24,4 EUR/CZK. Riziko oslabení koruny může přijít i z německé ekonomiky, jejíž slabší výkonnost by mohla ohrozit české exporty a zároveň snížit inflační tlaky, což by mohlo vyvolat spekulace o snižování sazeb a korunu oslabit. Naopak případné vyšší inflační tlaky spojené například s expanzivní fiskální politikou by korunu mohly podpořit přes aktuální očekávání dřívějšího utahování měnové politiky. Faktory, které budou korunu ovlivňovat v letošním roce, jsou tedy do značné míry protichůdné, což by mohlo vyvolat volatilitu, ale průměrný kurz koruny by se mohl pohybovat okolo 24,3 EUR/CZK.

Jako každý rok se devizové kurzy budou z velké části řídit vrtkavými náladami na trhu, což může způsobit velkou volatilitu. Nejistot, které mohou trh vyvést z rovnováhy, zůstává celá řada, od geopolitického napětí přes americkou obchodní politiku až po možná nenaplnění očekávání ohledně oživení v eurozóně.

Komodity

Vývoj cen ropy v loňském roce ovlivňovala řada faktorů: geopolitika (rusko-ukrajinský konflikt, chaotická situace na Blízkém a Středním východě, napětí kolem Venezuely), Trumpova cla, příslib rozpočtové stimulace a tedy vyššího růstu v EU, vývoj politiky OPEC, silná produkce v USA, stabilita čínské ekonomiky apod. Klíčovým faktorem byl trvalý přebytek produkce nad spotřebou, který jen částečně omezovala snaha vytlačit Rusko z mezinárodních trhů sankcemi. Ceny reagovaly často prudce na probíhající události, nejsilněji na krátkou izraelsko-iránskou válku. Dostatečná produkce by měla být zachována i letos. Zda povede k dalšímu poklesu ceny, bude záležet na síle světové ekonomiky – zrychlení růstu by mohlo vést ke zvýšení spotřeby a vyrovnání poptávky a nabídky. Geopolitika bude hrát roli i nadále, ale její vliv by měl být



situační a krátkodobý. Blízký a Střední východ se částečně zklidnil – zda to vydrží, není ale jisté. Rusko-ukrajinská válka pokračuje i přes tlak USA na uzavření míru. I po jejím případném skončení však může mít Rusko problémy s přístupem na řadu důležitých trhů. K ohniskům napětí přibyla Venezuela. Krátkodobě by mohlo vyostření situace cenu ropy zvednout, ale nemyslíme si, že jde o dostatečně významného producenta na to, aby výpadek jeho produkce zvedl cenu trvaleji.

Rok 2025 by se dal označit za rok zlata – jeho cena v jeho průběhu narostla z 2 600 USD/oz na 4 400 USD/oz, tedy o téměř 70 %. Zlatu už několik let pomáhají pravidelné nákupy některých centrálních bank, loni jej navíc podpořily obavy z klesající kvality státních dluhopisů vyspělých států, a tedy snaha nahradit je reálnými aktivy. K tomu se přidalo i momentové obchodování a rostoucí zájem retailových investorů přitahovaných jak růstovým trendem, tak narativem zlata jako bezpečného způsobu uložení majetku. Nezdá se, že by se pro zlato měla situace změnit k horšímu, faktory, které jej podporují, budou působit i nadále. Dramatický růst jeho ceny by mohl vyvolat příliv zlata na trh od drobných vlastníků snažících se využít příležitost a výhodně směnit za hotovost zlato, které mají, ale zatím se to podle všeho neděje, malí investoři spíše stále nakupují. Takže očekáváme, že růstový trend s korekcemi a přestávkami na konsolidaci bude pokračovat i tento rok.

Rizika

I letos bude největším rizikem pro světovou ekonomiku Donald Trump. Jeho aktivita by sice teoreticky měla být podstatně nižší, ale zaručit se to nedá. Na druhém místě z hlediska rizik vidíme měnící se nálady investorů vůči boomu AI. Už konec minulého roku byl ve znamení citelně chladnoucího nadšení, letos hrozí, že by nedostatečný růst příjmů firem masivně investujících do AI infrastruktury mohl vést až k tržní panice a prudkému výprodeji. My jsme z dlouhodobého hlediska AI optimisté, to ale neznamená, že nevidíme riziko krátkodobých problémů. Rizikem je i pokračující změna nastavení obchodních vztahů a hledání nových obchodních partnerů v globální ekonomice, jakož i změna strategií, kdy není upřednostňován nejlevnější dodavatel, nýbrž ten nejspolehlivější a bezpečný, a rostoucí důraz na soběstačnost (energetická bezpečnost je příkladem). To s sebou může přinést i turbulence a podpořit inflační tlaky. Jde v podstatě o pokračování tendence k deglobalizaci. Dalším rizikem je Evropa. Letos se od ní očekává poměrně hodně především kvůli rozpočtové stimulaci. Pokud by zklamala, může to vést k odlivu prostředků, což by negativně ovlivnilo euro. U USA jsou rizika více vyvážená. Očekává se podobný růst jako loni, překvapení může přijít na obě strany. Kolaps trhu práce následovaný kolapsem osobní spotřeby by mohl vyvolat nečekanou recesi, prudký pokles sazeb a oslabení dolaru. Na druhou stranu se nedá vyloučit ani to, že budou výrazně

úspěšné investice do AI, což povede k prudkému růstu produktivity práce, a tedy poklesu produkčních nákladů. A tento prorůstový impuls by byl navíc ještě podpořen rozpočtovým stimulem. Osobní spotřeba by v takovém prostředí jen dále podpořila růst, takže by se ekonomika mohla začít přehřívat. Fed by místo poklesu sazby zvedal a dolar by výrazně posílil. Koncem roku byla hodně probírána situace v oblasti soukromého dluhu. Nemyslíme si, že jde o akutní riziko, přestože zde situace není ideální. Aby se toto riziko realizovalo, muselo by dojít k poměrně silnému negativnímu šoku. V každém případě jde o faktor, který potenciálně snižuje odolnost ekonomiky. Samozřejmě trvají geopolitická rizika, především možnost eskalace a rozšíření rusko-ukrajinského konfliktu. Čína momentálně vypadá stabilně, ale ani zde se nedá vyloučit vypadnutí nějakého dalšího kostlivce ze skříně podobně jako v sektoru rezidenčních nemovitostí – problémem je dlouhodobá kumulace dluhu v kombinaci s nedostatečnou průhledností čínské ekonomiky.



Česká ekonomika začala poslední čtvrtletí minulého roku slibně. Silná zůstává hlavně spotřeba domácností. Inflace nečekaně poklesla a ČNB změnila své hodnocení rizik z proinflačního na vyrovnané, přesto změnu sazeb v letošním roce nečekáme.

Ekonomická aktivita

Český statistický úřad zveřejnil v prosinci první čísla z reálné ekonomiky týkající se posledního čtvrtletí roku 2025, která potvrzují pokračující oživení ekonomiky. Co se týká spotřeby domácností, situace vypadá příznivě. Maloobchodní tržby v říjnu meziročně vzrostly o 2,8 %, což odpovídá tempu růstu z 3. čtvrtletí. Zároveň domácí poptávka neroste tak rychle, jak jsme viděli v první polovině loňského roku. Dařilo se i sektoru služeb, kde se projevuje strukturální změna v poptávce, která se přesouvá od zboží ke službám. Za uplynulé 4 roky se tržby za zboží zvýšily reálně kumulovaně o necelých 0,6 %, zatímco tržby za služby vzrostly o více než 7 %. Po slabších zářijových výsledcích se tak zdá, že spotřeba (zejména služeb) bude i nadále hlavním tahounem růstu.

Také první číslo z posledního čtvrtletí roku 2025 ohledně průmyslu vyznělo pozitivně. Zatímco trh čekal růst pouze o 0,4 % y/y, průmyslová produkce nakonec v říjnu vzrostla o 1,1 %, přičemž nejlépe se dařilo výrobě kovů a plastů, naopak u automobilového průmyslu je vidět určité zpomalení.

Po období dvouciferného růstu v říjnu mírně zpomalilo stavebnictví, i když meziroční růst o 7,1 % stále představuje slušný výsledek, který tentokrát nepodpořilo inženýrské stavitelství jako v předchozích měsících, ale stavby budov.

Inflace a centrální banka

Inflace v listopadu nečekaně poklesla z říjnových 2,5 % na 2,1 %. Za poklesem inflačních tlaků stojí především potraviny a ceny energií. Meziměsíční pokles cen potravin, nápojů a tabáku téměř vymazal říjnový nárůst. Zároveň

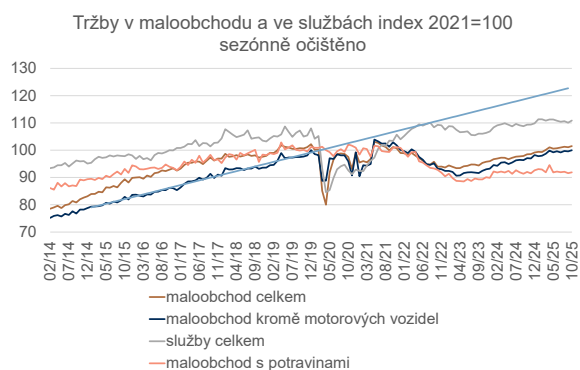
klesly ceny zboží (-0,4 % m/m), ale svižně rostou ceny služeb. Dynamika jejich růstu se sice v listopadu zmírnila – meziměsíčně vzrostly jen o 0,1 %, ale meziroční růst zůstává na 4,6 %. Mírně klesla jádrová inflace z 2,8 % v říjnu na 2,6 % v listopadu.

Pro ČNB tato čísla neznamenají, že by měla měnit své jestřábí nastavení. Inflace je sice nižší, než se čekalo, ale díky volatilním položkám. ČNB navíc zdůvodňuje vyšší sazby růstem cen služeb, růstem cen nemovitostí a uvolněnou fiskální politikou. Tato proinflační rizika nadále trvají. Také růst mezd zůstává zvýšený, i když oproti minulému čtvrtletí zvolnil o 0,7 pb. Mzdy ve 3. čtvrtletí nominálně vzrostly o 7,1 % oproti 7,8 ve 2. čtvrtletí, což v reálném vyjádření znamenalo 4,5% růst, přesně podle prognózy ČNB, a o 0,1 pb méně, než očekával trh. To je ale stále nad růstem mezi 4–5 %, který ČNB považuje za rovnovážný. Na svém posledním zasedání v roce 2025 ČNB nepřekvapivě ponechala sazby beze změny. Repo sazba setrvává na 3,5 % již od května 2025. K určité kvalitativní změně ovšem došlo, a to v hodnocení rizik. Zatímco na minulých zasedáních vyhodnotila bankovní rada rizika jako proinflační, nově je vnímá jako vyrovnaná. Ke změně vnímání rizik měla bankovní rada dva důvody: riziko propadu cen aktiv a efekt přesunu plateb za POZE (podporovaných zdrojů energie) na stát, čímž zlevní elektřina. Podle výpočtů měnové sekce by tento zásah mohl snížit inflaci v příštím roce o 0,3 % a inflace by se mohla dostat pod 2% inflační cíl. Jednalo by se ovšem o jednorázový efekt, na který nebude měnová politika reagovat. Proto i přes změnu v hodnocení rizik náš základní scénář neměníme a očekáváme stabilní sazby po celý letošní rok.

Rizika

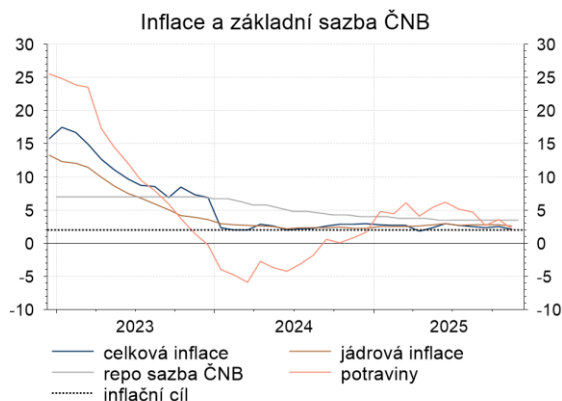
Rizika pro růst reálné ekonomiky hrozí hlavně zvětškou v podobě nižšího než očekávaného růstu zejména v Německu. Z domácí ekonomiky (silná poptávka, expanzivní fiskální politika) naopak plynou hlavně inflační rizika.

Tržby v maloobchodě rostou, poptávka se přesouvá směrem ke službám.



Zdroj: ČSÚ

Inflace v listopadu klesla na 2,1 %, pomohly jí potraviny a ceny energií.



Zdroj: LSEG Datastream



Ekonomiky eurozóny stále rostou velmi pozvolna a čekají na silnější impuls. Ten zatím podle předstihových indikátorů nepřichází. Tlumený ekonomický růst provází nízká inflace, další snižování sazeb je ale nepravděpodobné.

Ekonomická aktivita

Průmyslová produkce v eurozóně v říjnu meziročně vzrostla o 2 %. Blýská se na lepší časy? Podle říjnových čísel jak komu. Pozitivně překvapilo Německo, kde průmysl po srpnovém propadu pomalu nabírá na síle a vyhlídky alespoň podle VDA (svaz automobilového průmyslu) jsou příznivé. Optimistické vyhlídky naopak nepotvrdil PMI ve zpracovatelském průmyslu, který v Německu v prosinci poklesl na 47,7 bodu, nejnižší hodnotu od února 2025. Ani říjnová data z ostatních zemí neukázala jednoznačný trend. Nedařilo se průmyslu v Itálii a relativně slabý byl i výsledek francouzské průmyslové výroby, naopak výsledky španělského průmyslu vyznívají slibně. Předstihové indikátory PMI za celou eurozónu skončily v prosinci pod očekáváním, a to nejen ve zpracovatelském průmyslu (hlavně kvůli německému PMI), ale zklamal i sektor služeb, i když hodnota 52,6 stále ukazuje na pokračující oživení.

Co se týká maloobchodních tržeb, ty zůstaly v říjnu stejné jako v září a v meziročním vyjádření vzrostly o 1,3 %. Spotřeba domácností roste jen zvolna a tomu odpovídá i důvěra spotřebitelů, která zůstává pod dlouhodobým průměrem.

Spotřebu by měl v letošním roce podporovat trh práce, který po revizích předchozích čísel ukazuje, že není tak napjatý, jak se původně zdálo. Míra nezaměstnanosti v eurozóně dosáhla v říjnu 2025 6,4 %, což je stejná úroveň jako v předchozích měsících. Míra nezaměstnanosti byla původně uváděna na úrovni pouhých 6,2 % v několika předchozích měsících. Tyto odhady byly následně revidovány na 6,4 %.

Důvěra spotřebitelů se stále pohybuje pod dlouhodobým průměrem.



Inflace a centrální banka

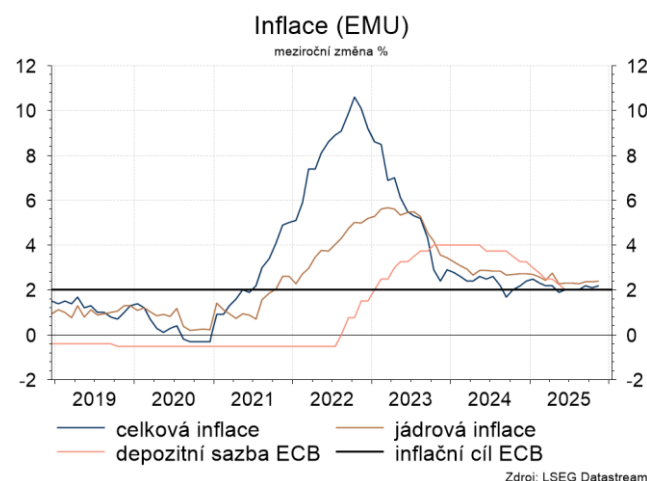
Inflace v eurozóně se v listopadu udržela v těsné blízkosti inflačního cíle na 2,1 % a také jádrová inflace zůstala stabilní na 2,4 %. Inflace ve službách se sice v meziročním vyjádření udržela na 3,5 %, pohled na meziměsíční dynamiku ale ukazuje na její zmiřňování. Zatímco sezónně očištěný meziměsíční nárůst cen služeb v říjnu dosáhl 0,37 %, v listopadu to bylo jen 0,17 %. Také inflace u zboží zůstává nízká, v listopadu ceny zboží vzrostly meziročně pouze o 0,6 %.

Inflace na inflačním cíli nenutí ECB měnit nastavení měnových podmínek, což se potvrdilo i na posledním letošním zasedání, kde Rada guvernérů neměla jiný návrh na stole než ponechání sazeb beze změny. Rada guvernérů měla k dispozici novou prognózu, která mírně zvýšila jak výhled inflace, tak rychlost růstu reálné ekonomiky. Změna ve výhledu inflace byla zdůvodněna vyšší inflací ve službách. Ale i přes posun inflace směrem vzhůru jsou hodnoty očekávané v roce 2026 i 2027 stále těsně pod cílem ECB. ECB očekává, že inflace se z letošních 2,1 % sníží na 1,9 % v roce 2026 a 1,8 % v roce 2027. Stejně jako po všech předchozích zasedáních nechtěla prezidentka Lagarde na tiskové konferenci po zasedání příští kroky ECB komentovat a zopakovala pouze, že měnová politika se bude vyvíjet podle přicházejících dat a Rada guvernérů se nezavazuje k žádné konkrétní trajektorii sazeb. Z nové prognózy je ale zřejmé, že ECB alespoň prozatím ke změně nastavení měnových podmínek nic netlačí. Náš základní scénář zůstává stejný, očekáváme stabilní sazby po celý rok.

Rizika

Vnitřním rizikem pro eurozónu je, že slibovaný fiskální impuls s sebou nepřinese očekávané oživení. Vnější rizika vyplývají z geopolitické nejistoty, která nepřeje potřebným investicím, ale i z měnících se obchodních vazeb nejen s USA a Čínou.

Inflace v eurozóně zůstává u 2% inflačního cíle.



Přival dat po ukončení vládního shutdownu potvrdil stabilní obraz ekonomiky: mírně slabší trh práce, stabilní osobní spotřeba a stále zvýšená inflace. Část členů FOMC chtěla kvůli chybějícím datům (FOMC zasedal před zveřejněním klíčových dat o inflaci a trhu práce) snižování sazeb pozastavit, nakonec však těsně převládla část, která je chtěla snížit okamžitě kvůli slabosti trhu práce. Informace ze zasedání však zároveň zvýšily pravděpodobnost pauzy v cyklu snižování sazeb na začátku letošního roku. Výhled sazeb ovlivní i nový šéf Fedu. Kdo to bude, bychom se měli dozvědět v příštích dnech.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce za listopad byla smíšená – na jedné straně poněkud vyšší než očekávaný růst počtu zaměstnanců (ale stále poměrně nízký), na druhé straně růst míry nezaměstnanosti na 4,6 %. Pozitivem je mírný růst míry participace, což souvisí s růstem míry nezaměstnanosti a částečně zmírňuje jeho negativitu. Část růstu míry nezaměstnanosti jde ale na vrub odchodů státních zaměstnanců zaznamenaných v říjnu. Hodinové příjmy rostly citelně pomaleji, než se čekalo, což je dobré z hlediska inflace, hlavně ve službách, ale negativní z hlediska osobní spotřeby. V říjnu klesl počet zaměstnanců o 105 000 při růstu v privátním sektoru o 52 000 – důsledek odložených odchodů ze státní sféry po nástupu Trumpa (-144 000). Na druhé straně pravidelné týdenní údaje o počtu žádostí zůstávají stabilní a počet lidí pobírajících podporu v nezaměstnanosti nestoupá. Výrazně navíc překvapila poslední data o vývoji počtu nabízených pracovních míst směrem nahoru. Klesá počet lidí měnících pracovní místo z vlastní iniciativy, což ukazuje na snižující se mzdovou konkurenci. Složka indexu spotřebitelské

důvěry Conference Board, mapující vnímání stavu trhu práce mezi spotřebiteli, je velmi slabá, naopak malé a střední podniky podle průzkumu chtějí více nabírat. Celkově se tedy zdá, že trh práce sice slábne, ale nedochází k rychlému propadu. Z hlediska růstu byla data smíšená: maloobchodní tržby byly silné i přes slabou spotřebitelskou důvěru. Investice jsou taženy infrastrukturou AI, zbytek ekonomiky na tom příliš dobře není.

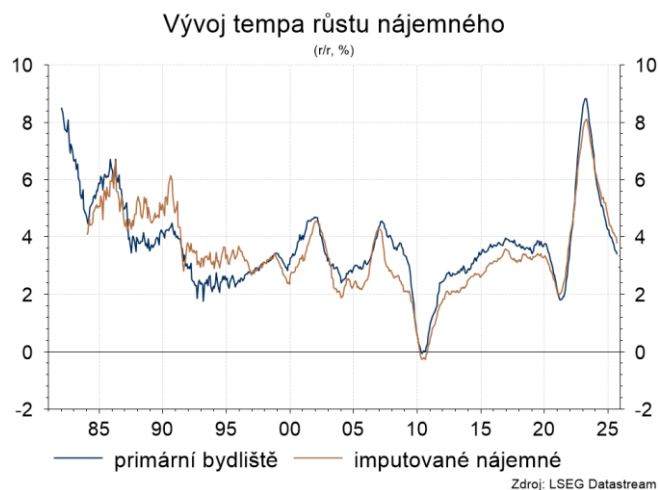
Inflace a centrální banka

Inflace zveřejněná po přestávce způsobené vládním shutdownem výrazně překvapila nižšími hodnotami. V kombinaci s poměrně slabými daty z trhu práce by to mohlo otevřít cestu k dalšímu snížení sazeb na příštím zasedání FOMC, ale trendy naznačené v prosinci by se musely potvrdit i v lednu – panují všeobecné pochybnosti o kvalitě dat použitých k výpočtu. Inflace i po poklesu zůstává zřetelně nad cílem, dostatečný počet členů FOMC by musel být přesvědčen, že trend k jejímu poklesu bude pokračovat. Fed s tím podle své nejnovější prognózy v podstatě počítá, na konci roku očekává inflaci 2,4 %. Prosincové zasedání sice sazby snížilo, ale jak uvedl Powell na tiskové konferenci, bylo to těsné rozhodnutí a komunikace celkově vzbudila dojem, že na dalším zasedání bude spíše přestávka v cyklu než bezprostředně další snížení sazeb.

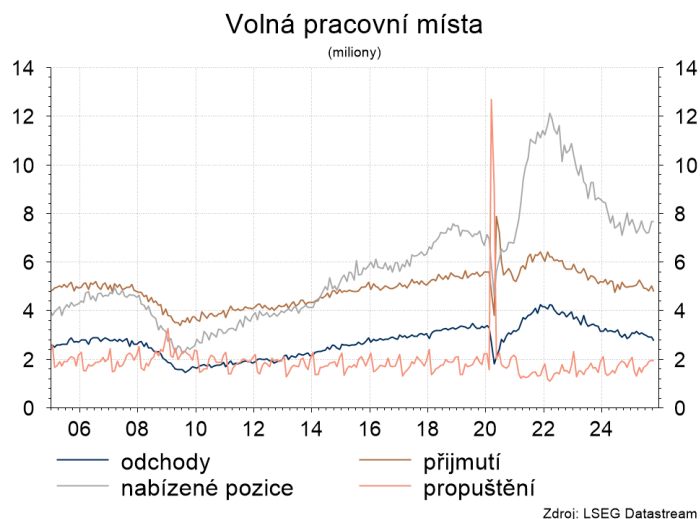
Rizika

Největším ekonomickým rizikem je kombinace slábnutí trhu práce a následného slábnutí osobní spotřeby. Vysokofrekvenční data, zejména týdenní žádosti o podporu v nezaměstnanosti, momentálně neukazují na zhoršování situace, ale to se může rychle změnit. Trh má obavy z bubliny v sektoru AI. Nelze vyloučit, že k problémům způsobeným příliš vysokým objemem investic dojde, neměly by ale být vážné.

Tempo růstu nájemného zpomaluje.



Klesá počet přijímaných pracovníků a dobrovolných odchodů.



EUR/USD

Dolar do poloviny prosince slábl, ke konci měsíce se stabilizoval poblíž 1,18. Hodně k tomu pomohly větší sázky na další snížení sazeb Fedu v letošním roce a očekávání stability a v delším horizontu možnost zvýšení sazeb u ECB. Podle našeho názoru byl prosincový vývoj ukázkou toho, co můžeme čekat v letošním roce: střednědobé trendy v širším pásmu 1,15 a 1,20, motivované měnicími se pohledy na budoucí vývoj světové ekonomiky. My přitom na rozdíl od aktuálního tržního konsensu (podle agentury Bloomberg je konsensuální odhad kurzu EUR/USD na příští rok 1,20) čekáme spíše mírně silnější dolar. Hlavní motivací pro vývoj kurzu by totiž podle nás neměl být úrokový diferenciál, ale lepší dlouhodobá perspektiva americké ekonomiky ve srovnání s EMU.

EUR/CZK

Koruna na začátku prosince pokračovala v posilování a dostala se až k 24,1 vůči euru. 4. prosince ale ČSÚ zveřejnil nižší než očekávanou inflaci, na což koruna reagovala oslabením, a to i přesto, že nižší než očekávaná inflace byla způsobena hlavně volatilními potravinami, na které nemá měnová politika vliv. Ani zpřesněné údaje o inflaci, které potvrdily rostoucí ceny služeb, ani rychlá dynamika mezd již koruně nepomohly, a ta tak postupně oslabila až k 24,4 vůči euru.

Impulz k pohybu nedalo koruně ani poslední zasedání v loňském roce, protože ponechání sazeb na stávající úrovni se široce očekávalo. Technické obchodování na konci roku vedlo k posílení koruny zpět pod 24,2 vůči euru.

Podle našeho názoru by se koruna měla i nadále pohybovat okolo stávajících hodnot. Centrální banka by měla držet sazby stabilní a úrokový diferenciál by se tak neměl měnit. Změny nálad na trhu ale mohou způsobit značnou volatilitu a korunu krátkodobě poslat na silnější, nebo naopak na slabší hodnoty.

Dluhopisy

Výnosy státních dluhopisů se na začátku měsíce vracely na mírně vyšší úroveň poté, co se na konci listopadu desetiletý výnos dotkl 4,0 %. Růst se zastavil kolem poloviny měsíce (desetiletý výnos se dotkl 4,2 %) a ke konci měsíce se výnos pomalu vracel k 4,1 %. Prosincové pohyby výnosů se tak držely v rámci pásma z minulých měsíců a nenaznačily, že by trh výrazně měnil názor na výhled Fedu a ekonomickou situaci. Základní faktory, jako je výhled sazeb, se příliš neměnily, poměrně stabilní byla i nálada na trhu. Tržní pohyby tak spíše odrážely balancování pozic na konci roku a přípravu na rok příští. V lednu by se výnosová křivka měla pohybovat na podobných úrovních jako v prosinci za předpokladu, že trh nedostane významnou a překvapivou informaci. Reagovat by mohl na jméno budoucího šéfa Fedu, jako obvykle

budou pozorně sledována data z trhu práce a inflační údaje.

Vývoj na evropských trzích byl podobný v tom, že v první polovině měsíce výnosy na dlouhém konci výnosové křivky rostly. Na rozdíl od USA však předtím neklesaly, takže se celkově posunuly výše. Německý desetiletý výnos se tak přiblížil loňským maximům z období po oznámení rozpočtového stimulačního balíku. K pohybu částečně přispěla poměrně jestřábí centrální banka, obzvláště výroky I. Schnabel. Dlouhý konec německé výnosové křivky je podle našeho názoru aktuálně nerealisticky vysoko, nad úroveň rovnovážné sazby ECB. Přispívá k tomu patrně očekávání vyššího objemu emisí v tomto roce kvůli financování rozpočtového stimulu. Trh by se měl časem zklidnit a výnosy opět klesnout. Rizikem je možnost politické nestability v Německu, pokud by docházelo ke sporům v koalici.

Dlouhý konec české výnosové křivky státních dluhopisů napodobil vývoj ve světě a také rostl, desetiletý výnos v maximu až na 4,8 %. Po polovině měsíce předchozí růst korigoval. Kromě vývoje ve světě hrál roli i trvale jestřábí postoj centrální banky a obavy z fiskální expanze. Růst výnosů patrně přestřelil podobně jako v Německu a měl by korigovat, především pokud bude korigovat i německý trh.

Akcie

Konec roku světovým akciovým trhům příliš nesvědčil. Silný růstový trend poté, co se trh vzpamatoval ze šoku způsobeného „Dnem osvobození“, zajistil loni akciovým trhům velmi dobrou výkonnost, a právě tato velmi dobrá výkonnost přispěla ke slabšímu prosinci. Nejzřetelněji to bylo vidět u největšího tahouna růstového trendu – technologických akcií, především těch spojených s boomem AI. Obavy z přehnaných očekávání a příliš vysokých investic do budování datacenter se projevil tlakem proti nejúspěšnějším titulům sektoru. Nejistota se však přenesla i na zbytek trhu, takže si nijak skvěle nevedly ani evropské indexy. Přeci jen však byla jejich výkonnost o něco lepší než u jejich kolegů z USA. Předpokládáme, že začátek roku přinese tradiční „lednový efekt“, jeho síla hodně napoví o tom, jak moc silné jsou obavy z nadhodnocenosti akcií. Leden by mohl být spíše klidnější, později bude důležitá především sezóna zveřejňování čtvrtletních výsledků, kde u nejexponovanějších společností ze sektoru AI silné negativní reakce i na relativně drobná zklamání.

Na pražské burze se v prosinci dařilo především pojišťovně VIG a solidní výkonnost měla i Erste Bank. VIG pomohl pozitivní výhled, zlepšený rating od S&P, doporučení od UBS a Erste a také vstup International Finance Corporation (navázané na Světovou banku) do její ukrajinské pobočky. Komerční banka mírně klesla a Moneta mírně rostla, ČEZ prakticky stagnoval a Colt mírně klesl. Díky VIG a Erste byla výkonnost pražské burzy



opět lepší než u významných světových trhů. Leden by měl zůstat pozitivní, čekat se bude na jakékoliv informace ohledně dalšího osudu ČEZ.

Kredit

Líný rytmus měsíce s nejmenším poměrem denního světla v roce si pro nás připravil jen jednu jedinou emisi a ponechal nám tak prostor i na bilancování rekordního roku 2025. Tři impozantní emise vyšvihly na první místo skupinu Czechoslovak Group, která v rozmezí jednoho měsíce umístila dluhopisy v objemu 10 miliard korun a po jedné miliardě eur i dolarů. Druhá příčka patří realitnímu kolosu CPI, který se třemi emisemi oslovil pouze eurové investory. O dělenou bronzovou příčku se pak přetlačují dvě energetické skupiny – EPH a Energo-Pro, každá po umístění dvou emisí s hodnotou lehce nad jednou miliardou eur.

KKCG se jako jeden ze šampionů loňského ročníku nenechal zahanbit ani letos a v prosinci si skrze svou realitní větev přišel na trh pro 2 miliardy korun. Po zajištění dluhopisu s výnosem 6,5 % a tenorem 5 let se jen zaprášilo a J&T Banka v roli jediného distributora mohla uzavřít příjem objednávek již po 2 dnech.

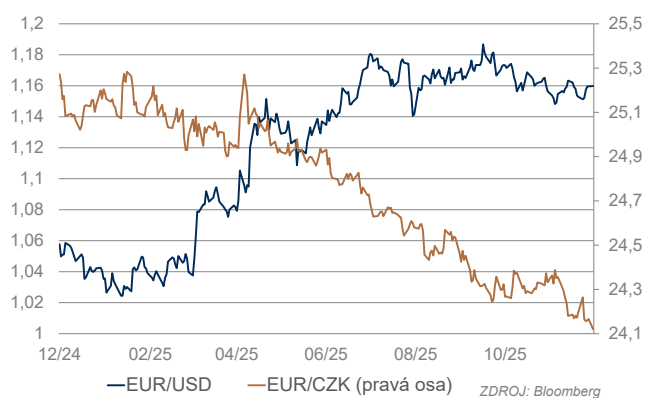
Komodity

V prosinci šla cena ropy poměrně výrazně dolů a dostala se přechodně pod 60 USD/brl. Důvodem byla rostoucí naděje na ukončení konfliktu na Ukrajině, zároveň zůstávají vysoké zásoby a dostatečná produkce. Snaha USA vyřadit Venezuelu jako exportéra ropy a riziko, že by ji mohly vojensky napadnout, trh zjevně příliš neznervózňuje, protože Venezuela je ve srovnání s Ruskem jako producent ropy zanedbatelná. Leden by měl pokračovat v trendech z prosince: klíčové bude, jakého pokroku se dosáhne v mírových jednáních snažících se ukončit rusko-ukrajinský konflikt. Pravděpodobná je sice spíše vyšší než nižší cena, ale prostor pro výkyvy směrem nahoru při nepříznivých zprávách je stále značný.

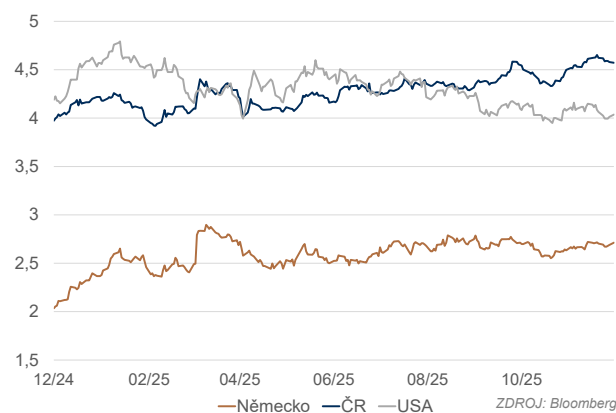
Zlato se v prosinci vrátilo k růstu a přiblížilo se k historickým maximům dosaženým v říjnu. Důvody pro jeho růst zůstávají stejné – nejistota (geopolitika, obavy z bubliny AI), rostoucí nedůvěra ke státním dluhopisům a rezervním měnám, a to vše podpořeno spekulativními nákupy a momentem. Dodatečným faktorem může být výprodej na kryptoměnách, protože typ investorů nakupujících kryptoměny bude mít afinitu také ke zlatu. Výhled zlata tak zůstává pozitivní, jeho růstový trend může pokračovat.



Devizové kurzy



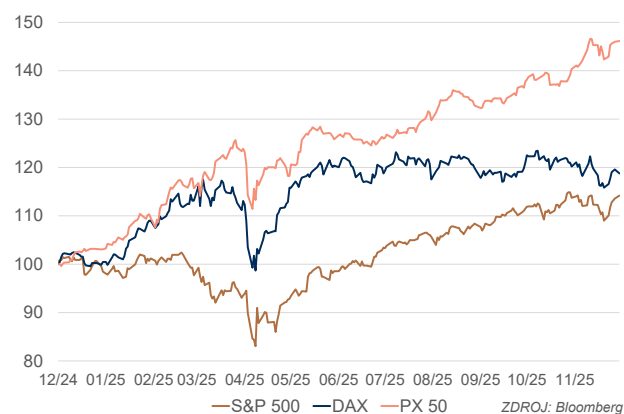
Dluhopisy (10 let)



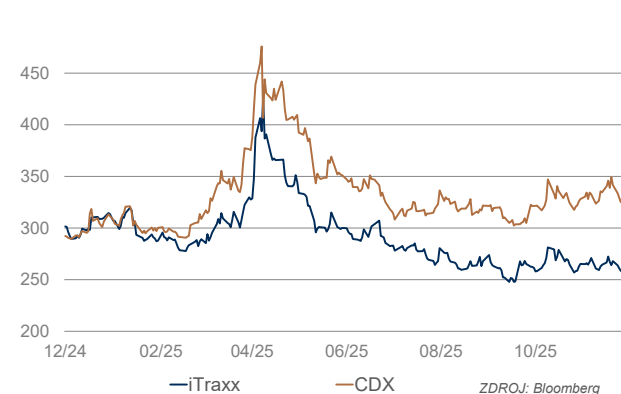
Index volatility VIX



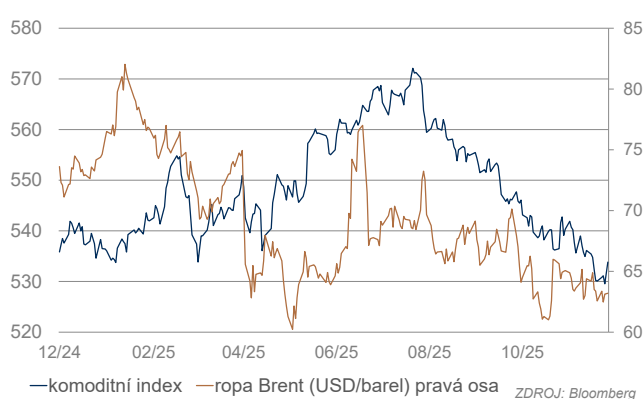
Aktiové indexy (1. 12. 2024 = 100)



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	4,00-3,75	3,75 - 4,00	3,50 - 3,75	↓	3,25 - 3,50	↓	3,00 - 3,00	↓
ECB	3,15	2,00	2,00	2	→	2,0	→	2,0	→
ČNB	4,00	3,50	3,50	3,50	→	3,5	→	3,50	→
KURZY									
EUR/USD	1,05	1,15	1,16	1,17	↑	1,16	↓	1,15	↓
EUR/CZK	25,2	24,3	24,2	24,3	↑	24,4	→	24,4	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,15	3,57	3,50	3,5	→	3,3	↓	3,1	↓
US dluhopis 10y	4,17	4,08	4,04	4,0	→	3,8	↓	3,7	↓
Něm. dluhopis 2y	1,95	1,97	2,04	2,0	→	2,0	→	2,0	→
Něm. dluhopis 10y	2,09	2,63	2,72	2,7	→	2,7	→	2,7	→
České dluhopisy 2y	3,40	3,65	3,55	3,5	→	3,6	↑	3,6	→
České dluhopisy 10y	3,99	4,62	4,55	4,5	→	4,4	↓	4,4	→
KREDIT									
USA CDX 5y	292,3	330,4	322,5	295	↓	305	↑	315	↑
EMU iTraxx 5y	301,6	265,1	258,0	275	↑	285	↑	295	↑
AKCIE									
S&P 500	6032,4	6840,2	6849,1					7100	↑
Eurostoxx 50	4804,4	5662,0	5669,3					5880	↑
DAX	19626,5	23958,3	23732,1					24500	↑
CSI 300	3916,6	4640,7	4576,5					4800	↑
PX 50	1682,2	2396,6	2489,5					2500	→

* 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

	2025*				2026*				2024	2025*	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	2,4	2,6	2,8	2,0	2,0	2,2	2,7	2,9	1,1	2,5	2,4	2,8
soukromá spotřeba	2,3	3,6	3,0	2,7	3,2	2,9	3,2	3,0	2,2	2,8	3,1	2,6
vládní spotřeba	1,9	2,6	2,0	2,0	2,8	1,7	1,8	1,9	3,2	2,2	2,0	1,8
investice	-1,7	0,9	1,7	2,3	2,8	3,3	3,9	4,3	-3,1	0,2	3,6	3,8
dovoz	4,9	6,6	3,7	5,0	3,5	3,1	4,2	4,7	0,2	4,8	3,9	5,0
vývoz	3,9	4,4	3,4	4,1	1,9	2,7	3,8	4,5	1,1	3,7	3,2	5,0
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,1	4,4	4,5	4,6	4,6	4,5	4,4	4,3	3,8	4,4	4,5	4,3
inlace (% y/y)	2,7	2,4	2,5	2,2	2,2	2,2	2,2	2,3	2,4	2,5	2,2	2,5
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,7	1,1	1,1	1,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,0	-1,6	-2,2	-2,6
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	43,3	44,1	45,0

Evropská měnová unie

	2025*				2026*				2024	2025*	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,6	1,6	1,4	1,1	1,0	1,0	1,3	1,4	0,9	1,4	1,3	1,4
soukromá spotřeba	1,5	1,6	1,1	1,0	1,1	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3	1,1	1,3
vládní spotřeba	2,1	1,5	1,7	1,3	1,7	1,5	1,4	1,4	2,2	1,6	1,4	1,3
investice	2,4	3,2	2,5	2,0	0,0	2,2	1,9	2,0	-2,1	2,4	1,5	2,1
dovoz	4,0	2,7	3,6	3,3	1,5	2,0	2,0	2,1	-0,1	3,1	2,0	2,4
vývoz	2,5	0,5	2,7	2,3	0,5	1,3	1,4	1,8	0,6	2,0	1,3	2,3
nezaměstnanost (%)	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	6,4	6,3	6,3	6,4	6,4	6,3	6,1
inlace (% y/y)	2,3	2,0	2,1	2,1	1,9	2,0	1,9	1,9	2,4	2,1	1,9	1,8
jádrová inlace (% y/y)	2,6	2,4	2,3	2,4	2,4	2,2	2,2	2,0	2,8	2,4	2,2	1,9
běžný účet (% HDP)	2,4	2,1	2,0	2,2	2,0	2,2	1,9	2,0	1,7	1,8	2,8	2,8

Spojené státy americké

	2025*				2026*				2024	2025*	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	2,0	2,1	2,0	1,8	2,4	2,0	1,8	2,0	2,8	1,9	1,9	2,0
soukromá spotřeba	3,1	2,7	2,5	1,8	2,1	1,9	1,7	1,8	2,9	2,5	1,9	2,0
vládní spotřeba	2,7	1,9	0,7	-0,3	0,3	0,6	0,7	1,1	3,8	1,2	0,9	1,0
investice	5,8	0,0	0,4	2,5	-2,2	2,4	2,7	3,3	3,0	2,7	1,9	3,3
dovoz	13,2	1,8	-1,2	-1,3	-8,6	0,3	1,4	2,2	5,8	2,8	-0,9	2,3
vývoz	2,2	1,5	-0,7	-0,4	-0,2	0,7	1,3	1,7	3,6	0,6	0,8	2,2
nezaměstnanost (%)	4,1	4,2	4,3	4,4	4,5	4,5	4,4	4,4	4,0	4,3	4,4	4,3
inlace (CPI % y/y)	2,7	2,5	2,9	3,0	2,9	3,0	2,8	2,7	3,0	2,8	2,9	2,5
jádrová inlace (PCE % y/y)	2,8	2,7	2,9	3,0	3,0	3,0	2,8	2,5	2,9	2,9	2,8	2,2
běžný účet (% HDP)	-4,5	-4,4	-3,4	-3,5	-3,4	-3,5	-3,5	-3,5	-3,6	-4,0	-3,5	-3,4
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,0	-6,3	-6,2	-5,6	-5,8	-6,3	-6,8	-6,7	-6,9	-6,0	-6,4	-6,5
vládní dluh (% HDP)	97,8	98,1	99,3	100,0	100,1	100,2	100,5	100,8	99,6	101,7	102,5	104,9

* 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 Skřipská

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 919
bskřipska@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

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.

