

Analytický měsíčník

www.ppfbanka.cz

Téma měsíce

Evropa zaostává, její úpadek bude ale velmi pomalý

ČR Překvapivě holubičí komentáře viceguvernéra
Fraita otvírají prostor pro letošní snížení sazeb

EMU Německá ekonomika po dvou letech poklesu
vzrostla

USA Fed ponechal sazby beze změny. Vidí prostor
pro další pokles

únor 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.

Evropa dlouhodobě ztrácí konkurenceschopnost kvůli nízkému růstu, slabým investicím, přeregulovanosti, drahým energiím a stárnutí populace. Zaostává v inovacích i adopci nových technologií, zatímco USA a Čína investují výrazně více. Přesto evropské bohatství, instituce a stabilita podle našeho názoru dávají Evropě dostatečný polštář, aby i přes aktuální nečinnost svůj úpadek úspěšně oddalovala.

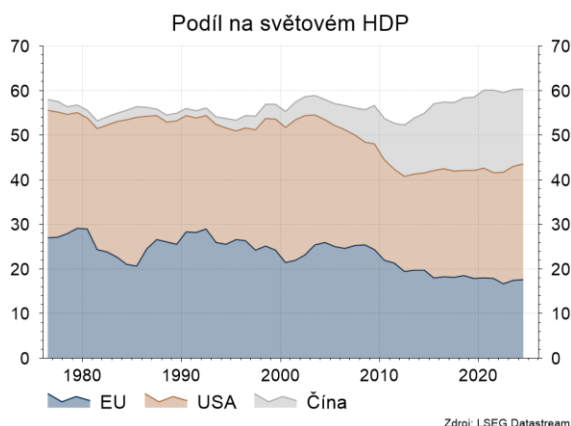
Znamená zaostávání Evropy v růstu, technologickém pokroku a inovacích začátek jejího konce?

Ještě v roce 1980 se Evropa podílela na světovém HDP téměř z jedné třetiny, nyní její podíl nedosahuje ani jedné pětiny. Růst je pomalý, produktivita nízká, dluh roste. Evropa zaostává v inovacích i přechodu na nové technologie. V regulaci, tlaku na přechod na zelené technologie, rizikové averzi a v neposlední řadě ve stárnutí obyvatel Evropa naopak jednoznačně vede. Znamená to začátek rychlého konce pohodlného luxusního života Evropanů? Předpovídat budoucnost je velmi obtížné, ale podle našeho názoru bohatství Evropy spolu s tradicí silných institucí a stability (někdy až strnulosti) bude Evropu ještě dlouhou dobu, možná i mnoho desítek let, držet nad vodou.

Evropa ztrácí na úkor USA i Číny

Reálný růst HDP zemí EU dosahoval v průměru za posledních 20 let pouze 1 %, zatímco v Číně to bylo téměř 8 % a rychle rostly i jiné rozvíjející se ekonomiky jako například Vietnam nebo Indie (7 % y/y). Tyto příklady se týkají rozvíjejících se ekonomik, které přirozeně dohání svůj handicap, ale pohled na Spojené státy americké ukazuje, že problém je komplikovanější. USA rostly v posledních 20 letech sice výrazně méně než rozvíjející se ekonomiky, ale průměrný rovnovážný 2% růst znamenal, že zatímco v EU se HDP za posledních 20 let zvýšilo kumulativně o 22 %, v USA stoupl o 48 %. Malé zaostávání v dlouhém horizontu znamená velké ztráty.

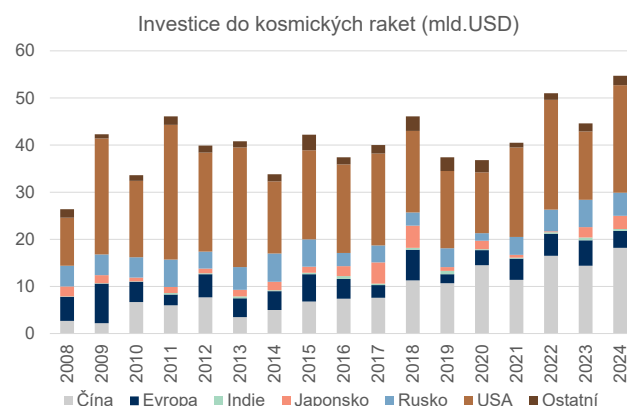
Podíl EU na světovém HDP v posledních 40 letech povážlivě klesl.



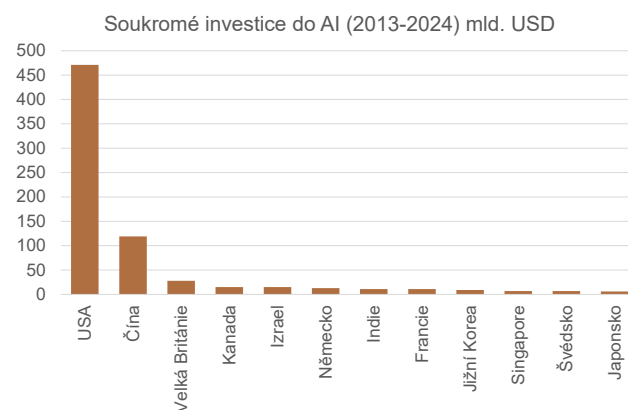
Proč Evropa tolik zaostává?

K zaostávání Evropy dochází kvůli kombinaci několika faktorů od slabých investic přes přeregulovanost (ta dopadá především na malé a střední podniky, které jsou přitom hlavním hybatelem růstu), stárnutí populace (podíl lidí nad 65 let v EU je 22 %, zatímco v USA je to 18 %, v Číně 15 % a v Indii pouze 7 %), drahé energie (ceny energií jsou v průměru v EU 3krát vyšší než v USA), fragmentaci trhu (necelní bariéry obchodu v rámci EU jsou vyšší než hojně diskutovaná cla na dovozy do USA) po averzi k riziku, která brání inovacím, změnám ve struktuře ekonomiky i alokaci rizikového kapitálu. Dobrým příkladem

Kosmickému průmyslu dominují Američané, Čína je dohání, Evropa stagnuje.



USA jednoznačně vedou v investicích do generativní AI



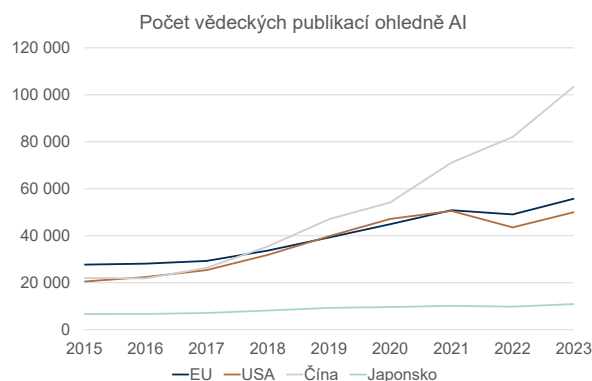
Zdroj: visualcapitalist.com



zaostávání v nových technologiích jsou investice do kosmického průmyslu nebo do AI, kde jednoznačně vedou USA a dohání je Čína.

I když boom investic se může nakonec ukázat jako přehnaný a přinést turbulence nejen na finančních trzích, aktuálně vypovídá o ochotě investovat do nových technologií, a tedy i do budoucnosti, jakkoliv je nejistá. Zatím se investice do AI projevují jednoznačně na počtu významných AI modelů. V roce 2025 USA vydaly 40 takovýchto modelů, Čína 15 a z Evropy přišly pouze 3. Tento vývoj není dán tím, že by v Evropě byli méně schopní lidé. Srovnání publikační činnosti o AI ukazuje, že Evropa, co se týká základního výzkumu, dokonce předhání USA. Podle posledních publikovaných statistik vyšlo v roce 2023 v Číně 100 tisíc vědeckých článků na téma AI, v EU

V počtu vědeckých publikací týkajících se AI je Evropa před USA. Jednoznačně vede ale Čína.

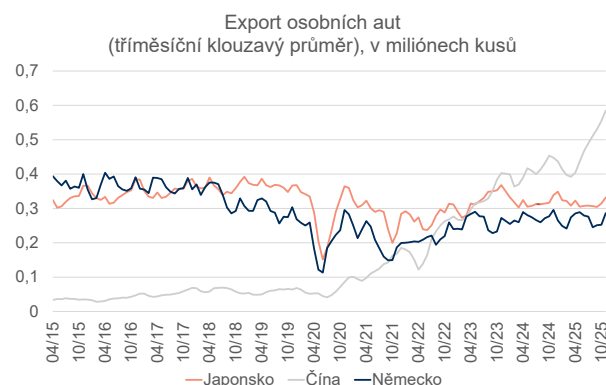


Zdroj: Center for Security and Emerging Technology

55 tisíc a v USA 50 tisíc. Evropa tak evidentně nezaostává za USA ve výzkumu, ale v jeho praktickém využití. To je způsobeno hlavně tím, že v Evropě není vědecká a podnikatelská komunita propojena tolik jako v USA, a také kulturními rozdíly a postojem k riziku (strach z chyb a neúspěchu).

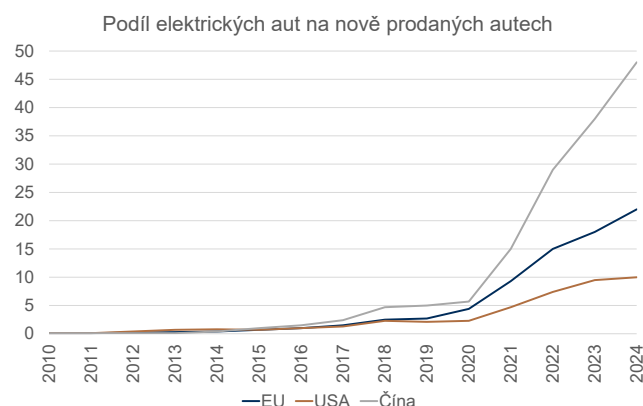
Příkladem strnulosti evropské ekonomiky je i tradiční automobilový průmysl, který aktuálně prochází významnou proměnou. Automobilový průmysl byl historicky pýchou evropského zpracovatelského průmyslu. Nástup čínských aut ale představuje pro ta evropská zásadní konkurenci. Dovoz z Číny vytlačuje evropskou konkurenci zejména v segmentu elektrických aut, která se v Číně těší velké popularitě. Navíc čínská elektrická auta jsou kvalitní a levnější. Zde se projevuje pokulhávání v přechodu na elektromobilitu v Evropě. Ačkoliv si Evropa zakládá na přechodu k ekologickým technologiím, Evropané jsou konzervativní a stále raději kupují auta se spalovacími motory. Zaostávání za Čínou je v tomto ohledu markantní. Ve Spojených státech amerických sice popularita elektrických aut také není vysoká, ale to je dáno přístupem Američanů k ekologii i cenami pohonných hmot, které jsou

Čína konkuruje tradičnímu evropskému automobilovému průmyslu.



Zdroj: Bloomberg

Přechod na elektromobilitu je v EU velmi pomalý.



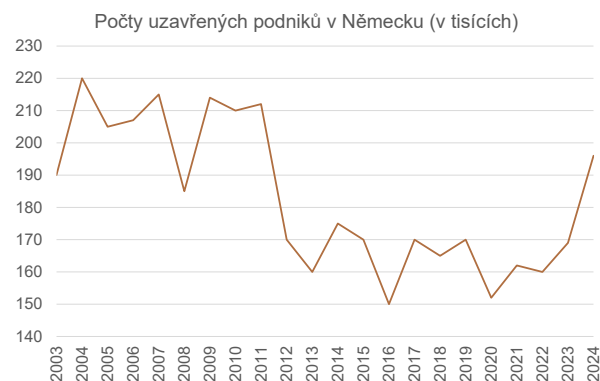
Zdroj: IEA

v USA výrazně nižší, nikoliv neochotou věci měnit. Dynamika americké společnosti je vidět například v rozvoji používání samořiditelných aut, pro něž zatím neexistuje celoevropská úprava a v EU probíhají jen omezené pilotní projekty, nikoliv komerční provoz. Naopak v USA jezdí v reálném provozu přes 1500 plně autonomních robotaxi. Je zřejmé, že ačkoliv o zelené politice a přechodu na elektromobilitu byly popsány stohy papíru, v praxi změny postupují velice pomalu. Elektromobilita je jen jeden z mnoha příkladů. V září 2024 publikoval Mario Draghi zprávu o budoucnosti evropské konkurenceschopnosti, která představovala rozsáhlou analýzu (400 stran), jak zabránit dlouhodobému úpadku ekonomické síly EU. Zpráva obsahovala celou řadu doporučení od masivních investic přes podporu výzkumu a vývoje po zjednodušení regulace i hlubší integraci. Opět však – alespoň prozatím – zůstalo vše jen na papíře. Jinými slovy, Evropa ví, kde je její problém/své slabiny zná, ale není schopná dynamicky reagovat.



To, že Evropa čelí silné konkurenci, je vidět na statistikách uzavírání firem. V Německu se situace od roku 2020 postupně zhoršuje. V roce 2024 došlo k výraznému nárůstu počtu uzavíraných podniků o 16 % meziročně. Celkem bylo uzavřeno cca 196 tisíc firem, což je nejvíce od

V Německu kvůli konkurenci ukončuje svoji činnost stále více firem.



Zdroj: Mannheimer Unternehmenspanel, ZEW

finanční krize (2009). Největší nárůst uzavírek byl zaznamenán nepřekvapivě ve zpracovatelském průmyslu. Nejohroženější jsou pochopitelně malé firmy, ale od roku 2022 výrazně narostl i počet uzavírek větších firem, což značí, že problémy v německé ekonomice sílí.

Jak dlouho pak bude trvat, než asijské tygři převálčí starý kontinent a bude po bohaté Evropě?

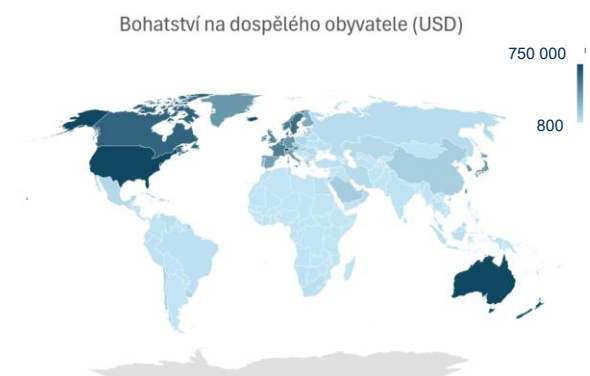
Problémy starého kontinentu jsou jednoznačně identifikované, otázkou zůstává, jak dlouho bude trvat, než Evropu převálčí ostatní dynamičtější regiony. Aniž bychom chtěli zpochybňovat nutnost významných změn v ekonomice států EU, domníváme se, že ještě hodně dlouho. Náš opatrný eurooptimismus vychází jednak

z nahromaděného bohatství Evropy a také ze silných institucí, dobře vybudované infrastruktury a v neposlední řadě toho, co Evropu brzdí v rozvoji – tedy určité strnulosti, která může paradoxně zpomalit její úpadek právě tím, že se nastavené procesy a konzervativní chování lidí bude měnit pouze pomalu.

Pohled na HDP na obyvatele v paritě kupní síly, který ukazuje ekonomickou úroveň obyvatel po očištění o rozdíly v cenových hladinách jednotlivých zemí, jednoznačně potvrzuje, že mezi Evropou a Asií zůstává obrovský rozdíl. Prodloužení aktuálního růstového trendu neukazuje na brzkou konvergenci Asie a Evropy, i přes velmi malý růst v EU. Srovnání ukazuje, že aktuálně je Čína cca na 40 % HDP EU (30 % HDP USA), před 20 lety přitom byla na 15 % HDP EU. Prodloužíme-li aktuální trendový růst, byla by Čína za dalších 20 let na 70 % HDP na obyvatele EU. Ale čínský růst aktuálně zpomaluje a je velice nepravděpodobné, že by pokračoval současným tempem. Dohánění Číny tak bude trvat ještě velice dlouho a otázkou je, zda k němu vůbec někdy dojde.

Dalším ukazatelem poměřujícím ekonomickou úroveň napříč zeměmi je bohatství na dospělého obyvatele, které zahrnuje veškerá finanční a nefinanční aktiva bez závazků (dluhy, hypotéky) připadající na jednoho obyvatele. Jde tedy o průměrné čisté bohatství (nikoliv příjem), které ukazuje rozdíly v naakumulovaném bohatství jednotlivých zemí. Jak je patrné z mapy, regionální rozložení bohatství je velice nerovnoměrné. Aktuálně je průměrné bohatství na obyvatele v Číně méně než třetinové v porovnání s EU a v porovnání s USA dokonce nedosahuje ani 15 %.

Bohatství na obyvatele je výrazně vyšší v EU a USA než v ostatních částech světa

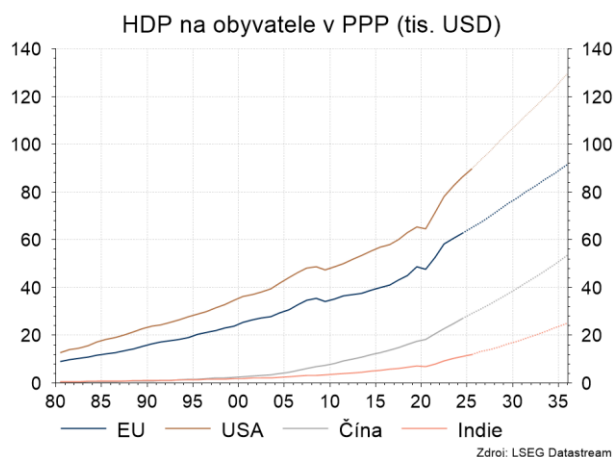


Zdroj: Global wealth report, UBS

Evropa má i své silné stránky

Evropa v turbulentních časech ukazuje, že navzdory všem svým slabinám dokáže být značně odolná vůči negativním šokům. Naposledy se to projevilo v loňském roce, kdy americký prezident Donald Trump uvalil nejen na Evropu cla, a ta se s tím dovedla vypořádat mnohem lépe, než se

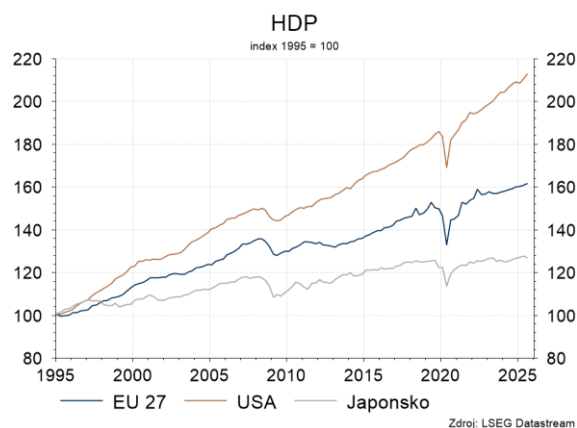
HDP na obyvatele v PPP



původně předpokládalo. Také během energetické krize EU ukázala, že když je potřeba, dokáže být flexibilní, a velice rychle našla náhradu za ruské dodávky ropy a plynu. Zároveň EU profituje z tradiční demokracie, fungujícího práva a vnitřní bezpečnosti. Jinými slovy život v EU je pohodlný, bohatý, bezpečný a plný sociálních jistot. To sice může do značné míry brzdit dynamiku ekonomiky, ale zároveň to přináší jistotu a stabilitu. Určitým předobrazem pro EU může být Japonsko, které stagnuje posledních 30 let a navzdory tomu stále zůstává vyspělou bohatou ekonomikou s vysokou životní úrovní.

Tyto skutečnosti ale neznamenají, že Evropa před sebou nemá velké výzvy. Klíčové je plné využití velikosti celé Unie, včetně vytvoření opravdového jednotného trhu s jednoduchými transparentními pravidly, menší regulací a minimálními vnitřními bariérami obchodu, které budou podporovat kreativitu, podnikavost i ochotu jít do rizika. Důležité je, aby EU řešila zásadní problémy svých ekonomik, nikoliv příliš mnoho drobností. Pro sílu Evropy jsou nutné nejen investice do vzdělání a výzkumu, ale i podpora komercializace nápadů, které již nyní v EU vznikají, ale často nejsou využity v byznysu. Pokud se tak nestane, stagnace EU bude pokračovat. Úpadek bohaté Evropy by však byl postupný a pozvolný, ostatně jako vše na starém kontinentu.

I přes 30 let velice slabého růstu zůstává Japonsko bohatou vyspělou ekonomikou s vysokou životní úrovní.



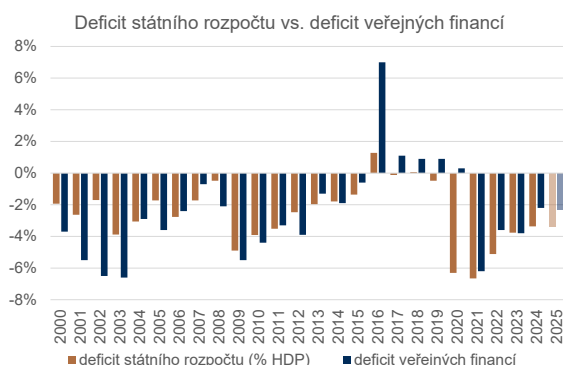
Ekonomika roste a inflace se drží v blízkosti inflačního cíle, takový je aktuální obrázek české ekonomiky. I přesto, že se situace nemění výrazněji ani v zahraničí, rétorika ČNB se měnit začíná. Prostor pro případné letošní snížení sazeb otevřel svými vyjádřeními viceguvernér Frait.

Ekonomická aktivita

Data z posledního čtvrtletí loňského roku potvrzují, že růst české ekonomiky překonal většinu zemí EU. Průmyslová výroba v listopadu vzrostla o nečekaných 5,7 % a silná byla i spotřeba domácností, která v listopadu také předčila očekávání růstem o 4,6 %.

Přestože loňský růst překonal očekávání a do státní pokladny přinesl vyšší příjmy z daní, státní rozpočet nakonec skončil v deficitu ve výši 290,7 mld. CZK, tedy o 49,7 mld. Kč vyšším než plán. Co stálo za nevyrovnanými státními financemi? Nejdiskutovanější položky rozpočtu – výdaje na podporu obnovitelných zdrojů a příjmy z emisních povolenek – dohromady zvýšily schodek rozpočtu o částku 33,7 mld. CZK, kterou by bývaly pokryly vyšší než očekávané příjmy z daní. Velkou díru do rozpočtu ale udělaly nedočerpané prostředky z fondů EU ve výši 40,8 mld. CZK. Tyto peníze přitom přijdou do rozpočtu letos, a jedná se tak pouze o účetní ztrátu (deficit státního rozpočtu je vykazován hotovostní metodikou, která vykazuje hospodaření na hotovostní bázi). Bez tohoto manka by byl rozpočtový schodek větší jen o necelých 9 mld. CZK, tedy v rámci běžné odchylky. I přes tento účetní trik je ale deficit státního rozpočtu nad 3 % při 2,5% růstu HDP na pováženou. Pro plnění maastrichtských kritérií je ale důležitý deficit veřejných financí, který zahrnuje kromě státního rozpočtu zahrnuje i rozpočty místních samospráv, zdravotních pojišťoven, státních fondů a dalších institucí, a navíc je počítán na aktuálním principu (transakce se zachycují v okamžiku, kdy ekonomicky nastanou, ne když jsou zaplacené, a tento rozpočet bude kvůli penězům z fondů i díky přebytkům samospráv stejně jako v loňském roce pod 3% stropem.

Deficit státního rozpočtu se zvýšil, deficit veřejných financí zůstane pod 3 % HDP



Zdroj: MFCR

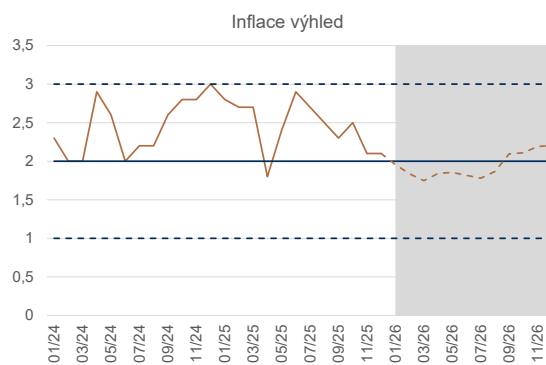
Inflace a centrální banka

Inflace ke konci minulého roku nečekaně zvolnila a dostala se do těsné blízkosti 2 %. Jak v listopadu, tak v prosinci vzrostly spotřebitelské ceny shodně o 2,1 % y/y. Za tímto vývojem stály hlavně ceny potravin, které v listopadu meziměsíčně poklesly o 1 % a v prosinci o 1,1 %. Naopak jádrová inflace zůstává stále zvýšená. V prosinci vzrostla z listopadových 2,6 na 2,8 %. Zvýšenou jádrovou inflaci táhnou hlavně ceny služeb. Ty v prosinci meziročně vzrostly o 4,8 %, což je nad hodnotou, kterou by si ČNB představovala jako rovnovážnou (3,5 – 4 % y/y). To by měl být dostatečný důvod pro ČNB, aby byla i nadále obezřetná, alespoň v nejbližší době, i když inflace by měla v lednu ještě poklesnout. Důvodem ale bude administrativní zásah do cen energií, konkrétně zrušení poplatku za podporované zdroje energie (POZE), což sníží regulovanou část elektřiny o 15 %. Cena elektřiny pro domácnosti by tak měla klesnout cca o 5 %, což ubere z celkové inflace 0,2 pb. Náš odhad počítá s lednovou inflací na 1,8 %, ale jako každoročně v lednu se inflace odhaduje kvůli efektu přecenění velmi obtížně. ČNB bude mít první letošní zasedání 5. února. Kromě nové prognózy bude mít k dispozici i lednovou inflaci. Podle posledního záznamu ze zasedání ČNB se centrální bankéři shodli na tom, že jednorázový dopad převodu plateb za obnovitelné zdroje energie na státní rozpočet nebude vyžadovat reakci měnové politiky. Zároveň ale poslední překvapivě holubičí komentáře viceguvernéra Fraita naznačují, že ČNB mění svůj doposavad velmi jestřábí postoj a připravuje si půdu pro snižování sazeb. Kdy a zda ke snížení sazeb dojde, by mohlo naznačit měnově-politické zasedání ČNB 5. února.

Rizika

Pro reálnou ekonomiku představuje riziko hlavně možné slabší oživení německé ekonomiky. Slabší reálná ekonomika spolu s nízkou inflací (i když jen dočasnou a ovlivněnou administrativním zásahem) může donutit ČNB snížit sazby ve druhé polovině letošního roku. Náš základní scénář ale stále počítá se stabilitou sazeb po celý rok.

Inflace na konci roku poklesla a díky energiím se dostane v lednu pod 2% inflační cíl.



Zdroj: ČSÚ, PPF banka

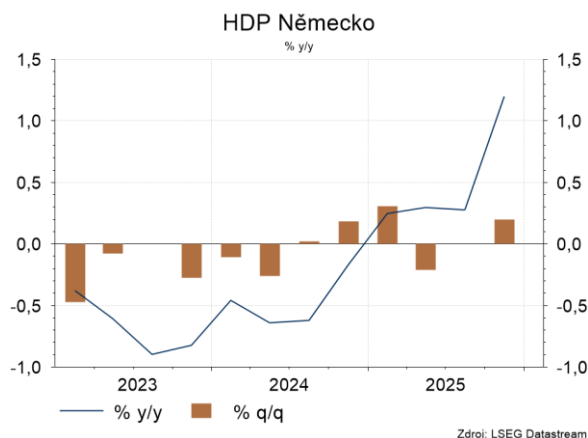


Hrozba nových cel na vývoz do USA kvůli Grónsku byla nakonec zažehnána. Nejistot ale zůstává celá řada a očekávané oživení ekonomik eurozóny tak zdaleka není jisté. Poslední čísla z reálné ekonomiky i předstihové indikátory vyzněly pozitivně. Také inflace zůstává nízká a měnová politika se tak zřejmě ještě nějakou dobu nebude měnit.

Ekonomická aktivita

Nemocný muž Evropy – Německo po dvou letech poklesu zaznamenalo v roce 2025 růst HDP. Ten byl sice nepatrný, o 0,2 %, ale poslední data naznačují další zlepšení pro letošní rok. To se týká zejména průmyslu, kde již třetí měsíc po sobě rostly nové objednávky a také celková průmyslová výroba překvapila vyšším než očekávaným růstem (0,8 % y/y v listopadu oproti očekávanému poklesu o 0,5 % y/y) a pomohla tak celkovému průmyslu v eurozóně (2,5 % y/y v listopadu). Optimisticky také vyznívá německý PMI ve zpracovatelském průmyslu, který vzrostl v lednu na 48,7. Optimismem v ledu hýřil i německý index ZEW, který ve složce očekávání vzrostl na nejvyšší hodnotu od července roku 2021. Pro úplnost je nutno ale dodat, že index Ifo zdaleka tak optimistický není. Optimismus mírní i spotřeba německých domácností, která zůstává slabá nejen kvůli tradičně vysoké spořivosti německého obyvatelstva, ale i kvůli slábnoucímu trhu práce. V ostatních zemích eurozóny by ale spotřeba mohla nadále růst. Spotřebitelská důvěra podle šetření Evropské komise sice zůstává stále pod dlouhodobým průměrem, ale v lednu se zlepšila na -12,4 bodu, což je již jen 0,6 bodu pod dlouhodobým průměrem. Maloobchodní tržby v eurozóně v listopadu překvapily také pozitivně, když vzrostly meziročně o 2,3 %.

Německo po dvou letech poklesu v loňském roce vykázalo růst.



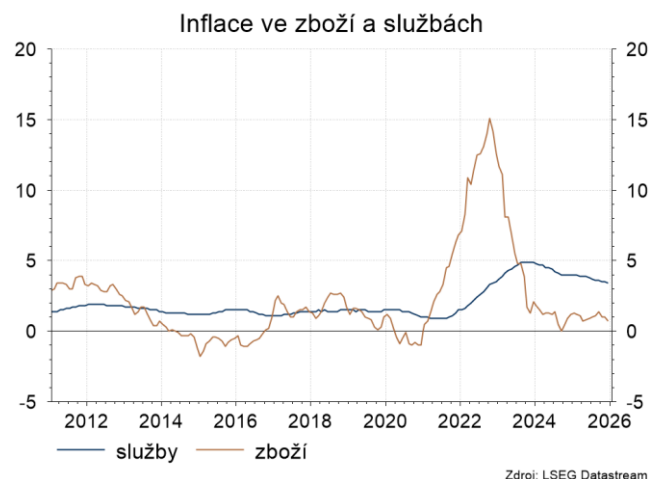
Inflace a centrální banka

Inflace v eurozóně zůstává v těsné blízkosti 2% inflačního cíle. V posledním měsíci minulého roku dokonce inflace spadla na 1,9 % a nižší byla i jádrová inflace, která klesla na 2,3 %. Z dat za poslední 3 měsíce je zřejmé, že se snižuje dynamika jádrové inflace, která se v prvním pololetí loňského roku pohybovala okolo 2,4 %, zatímco vývoj posledních třech měsíců ukazuje na anualizovanou jádrovou inflaci ve výši 1,9 %. Detailní údaje o inflaci ukazují, že za tímto vývojem stojí zejména ceny zboží, ale zmírňuje se i dynamika v cenách služeb. Ceny zboží dokonce v posledních třech měsících klesaly, což bylo zřejmě způsobeno přesměrováním levných čínských dovozů do Evropy kvůli americkým cłům. Ceny služeb by také již neměly růst takovým tempem jako vloni, a to díky klesající mzdové dynamice. Celkově se tak ECB inflačních tlaků v letošním roce příliš obávat nemusí. Zároveň základní depozitní sazba je již na 2 % a prostor pro další snižování sazeb je značně omezený. Domníváme se, že ECB ponechá v letošním roce sazby beze změny.

Rizika

Eurozóna čelí aktuálně velmi silným rizikům, a to jak vnějším, tak vnitřním. Z vnitřních rizik je největší asi to politické. Křehké vládnoucí národní koalice zejména v Německu a ve Francii se mohou velice snadno rozpadnout a minimálně pozdržet plánovanou fiskální expanzi. Z vnějšku znamená riziko pro EMU nevyzpytatelné chování amerického prezidenta Donalda Trumpa. I když hrozící cla kvůli Grónsku byla záhy odvolána, je možné, že prezident Trump tento svůj nátlakový nástroj použije záhy znovu, aby dosáhl svých cílů, ať už jakýchkoliv. Dalším rizikem, který s sebou nese nejistotu a může se projevit na ochotě investovat, je pokračující konflikt na Ukrajině a napětí v Iránu, které by mohlo významně ovlivnit ceny ropy.

Inflace ve zboží klesá výrazně.



Spojené státy americké

Makroekonomická data zveřejňovaná v průběhu ledna konzistentně potvrzovala poměrně dobrý stav americké ekonomiky: solidní růst, stabilita trhu práce a sice stále zvýšená, ale spíše zpomalující inflace. Proti tomuto pozitivnímu vývoji však působil politický faktor, konkrétně aktivity prezidenta Trumpa, především jeho snaha získat od Dánska Grónsko. Tyto aktivity se mohly na ekonomice projevit především přes hrozby dalším zvýšením cel a následným zhoršením obchodních vztahů s Evropou a přes dopady na finanční trhy, především přes oslabování dolaru.

Ekonomická aktivita

Situace na trhu práce je stabilizovaná. Charakterizuje ji klesající poptávka po pracovní síle (dokumentovaná v klesajícím počtu nabízených pracovních míst). Zároveň nedochází k výraznějšímu propouštění, jak dokládá zejména nízký počet žádostí o podporu v nezaměstnanosti. USA kvůli tomu zaznamenaly nízký přírůstek zaměstnanců, ale zároveň mírně klesla míra nezaměstnanosti. Z hlediska trhu práce je stále nejvarovnější vývoj složky průzkumu spotřebitelské důvěry organizace Conference Board mapující pohled spotřebitelů na stav trhu práce. To a inflace stále vnímaná jako problém vede k nízké spotřebitelské důvěře. Spotřebitelé přesto koncem roku i při mírně zhoršeném růstu příjmů silně utráceli, což vedlo k poklesu míry úspor. Konjunkturální indexy jsou i nadále smíšené. ISM výrobní se drží pod hranicí 50, tedy v kontrakci, zatímco ISM nevýrobní narostl dále nad 50, indikuje tedy silnější expanzi. Index malých a středních podniků NFIB přestal klesat, zůstává však kvůli nejistotě nízký. Vyhledky ekonomiky tak zůstávají pozitivní i přes neustávající politický šum.

Spotřebitelská důvěra klesá kvůli zhoršujícímu se vnímání stavu trhu práce.



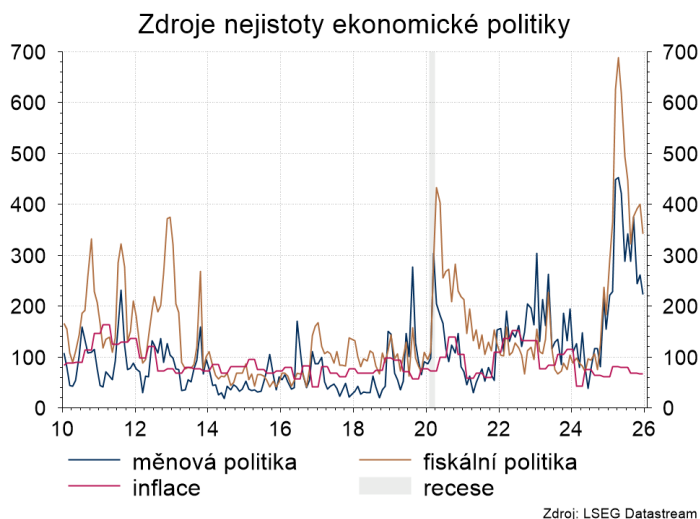
Inflace a centrální banka

Maloobchodní inflace byla mírně nižší, než očekával trh, a potvrdila tak pozitivní údaje z předcházejícího měsíce zatížené nejistotou ohledně vlivu shutdownu na jejich přesnost. My nadále věříme v postupný pokles inflace tažený především klesající mzdovou dynamikou a zmírněním tempa růstu nájmů. Náзор trhu však není jednotný, stále jsou poměrně silné obavy z dodatečného efektu cel na ceny zboží. Ceny průmyslových výrobců rostly naopak poněkud rychleji, problémem jsou ceny elektřiny tažené nahoru rychle rostoucí spotřebou nově budovaných datových center. Z hlediska Fedu vzbudilo rozruch oznámení, že jeho šéf Powell je vyšetřován v souvislosti s vystoupením před Kongresem týkajícím se renovace budov Fedu. Opět tak zesílily obavy z tlaku na nezávislost Fedu. Vystoupení soudců Nejvyššího soudu v souvislosti se snahou odvolat guvernéru Fedu Cook a reakce některých republikánských senátorů na snahu vyšetřovat Powella však naopak povzbudily naději, že tyto snahy budou blokovány dalšími složkami moci. Fed na zasedání FOMC ponechal sazby beze změny, jak se všeobecně očekávalo. Podle Powella a mnoha členů FOMC nejsou současné sazby restriktivní (usuzováno z tempa růstu ekonomiky), to znamená, že vidí neutrální úroveň sazeb poblíž současné úrovně. Na tiskovce po zasedání Powell naznačil, že až dojde ke zpomalení inflace, má Fed prostor pro další snížení sazeb. Výhled ekonomiky se podle něj od posledního zasedání zlepšil. Komentovat výkyvy kurzu dolaru ale odmítl.

Rizika

Rizikem zůstává aktivita prezidenta Trumpa. Dopadá hlavně na mezinárodní vztahy, což má i citelné ekonomické dopady. Vývoj vnímání situace na trhu práce v průzkumu spotřebitelské důvěry sestavovaném organizací Conference Board ukazuje na riziko slabosti trhu práce.

Přetrvává historicky vysoká míra ekonomické nejistoty.



EUR/USD

První polovina ledna byla relativně poklidná a dolar pomalu posiloval. Druhá polovina měsíce byla podstatně živější. O rozruch se postaral především americký prezident Donald Trump svým intenzivním tlakem na získání Grónska, čímž vyvolal zásadní diplomatický konflikt mezi USA a EU, který rozjitřil pomalu se vracějící důvěru globálních investorů k americkým aktivům. Trump tak velmi rychle vyjasnil, že letošní rok z jeho strany nebude klidnější než loňský, a pohřbil tak rýsující se naději na postupnou stabilizaci finančních trhů. Následný obrat kurzu byl ostrý. V závěru měsíce ho ještě zesílily hrozby intervencí na pomoc slábnoucímu jenu a následné prudké posílení jenu vůči dolaru – oslabení dolaru se následně přeneslo i na další měny. Dolar tak velmi rychle oslabil z 1,158 na 1,21, ale ještě do konce měsíce stihl zkorigovat na 1,185. V blízké budoucnosti je pravděpodobné pokračování tlaku proti dolaru podporované kombinací technicko-psychologického momenta a „sell America“ narativu. Jak dlouho tlak proti dolaru vydrží bude záležet především na chování amerického prezidenta a jeho vůli dále vyvolávat neklid a napětí a částečně na vývoji ekonomik USA a EU a očekávání ohledně vývoje sazeb Fedu a ECB. Opětovné uklidnění trhů může trvat mnoho měsíců, takže náš výhled silnějšího dolaru v letošním roce se patrně přinejmenším v prvním pololetí neuskuteční.

EUR/CZK

Koruna se v lednu pohybovala bez jasného směru v pásmu 24,1–24,4 vůči euru. Korunu na jedné straně podporuje slábnoucí dolar, na druhou stranu ji oslabily holubičí výroky viceguvernéra Jana Fraitě, který v překvapivém komentáři na konci ledna naznačil, že kvůli změně vnějšího prostředí se otevírá prostor pro pokles úrokových sazeb. Ztráty koruny z konce měsíce ale byly pouze omezené i díky tomu, že reakce na krátkých českých sazbách nebyla velká. Obrat v rétorice viceguvernéra Fraitě zvyšuje pravděpodobnost, že ČNB sazby letos sníží, což my mohlo korunu mírně oslabit. Očekáváme, že pokud snížení sazeb přijde, bude to spíše až ve druhé polovině roku (v závislosti na přicházejících datech se situace může měnit), a koruna by se tak v následujícím měsíci měla pohybovat okolo stávajících hodnot a reagovat krátkodobými výkyvy na aktuální dění, ať již v Česku nebo v zahraničí.

Dluhopisy

Klid, který po většinu prosince panoval na americkém dluhopisovém trhu, se přenesl i do značné části ledna – od 10. prosince do 15. ledna se výnos desetiletého státního dluhopisu pohyboval do strany v úzkém pásmu 4,1 % a 4,2 %. Živější pohyby ve druhé polovině měsíce souvisely s obnovením nedůvěry k americkým aktivům po tlaku prezidenta Trumpa na získání Grónska, a tedy klesající

atraktivitou dolarových aktiv pro zahraniční investory. K udržení vyšších výnosů přispěl i výprodej na dlouhém konci japonské výnosové křivky, který se částečně přenesl i na další trhy. Státním dluhopisům nepomohl ani obnovený tlak proti šéfovi Fedu Powellovi a související obavy o nezávislost Fedu. Zájem zahraničních investorů o americké státní dluhopisy pravděpodobně zůstane nějakou dobu nižší, a to by mělo udržet výnosy na dlouhém konci poněkud výše. Krátký konec bude ovlivňovat to, jak rétorika Fedu a data budou měnit názor investorů na další vývoj sazeb.

Také výnos německého desetiletého státního dluhopisu se po růstu na začátku prosince držel v úzkém rozmezí 2,8 % až 2,9 %, na rozdíl od USA mu to však vydrželo až do konce ledna. Rozruch způsobený Trumpem mu spíše pomohl, protože se do něj částečně přelily prostředky stahované evropskými investory z USA a částečně sloužil jako bezpečný přístav. Koncem měsíce výnos podobně jako u jeho amerického kolegy reagoval na výprodej v Japonsku. V měsíčním horizontu je pravděpodobná pokračující stabilita lehce pod třemi procenty. Poklesu by měla bránit především aktuální obecná nedůvěra ke státnímu dluhu, výraznějšímu růstu výnosu pak nízké sazby ECB. To, že prostor pro další růst výnosů je omezený, potvrdil i silný zájem v aukci nového dvacetiletého státního dluhopisu v závěru měsíce.

Výnos desetiletého českého státního dluhopisu pokračoval na začátku ledna v poklesu z vrcholu 4,8 % dosaženého v prosinci. Pokles se zastavil v okolí 4,5 % a v okolí této hladiny se udržel do konce měsíce. Prosincový růst patrně reagoval na impulsy ze světa, ale rychlý návrat na nižší úroveň ukazuje, že jeho rozsah měl podle všeho technickou povahu (mělký trh na konci roku). Podobně jako v Německu by i v ČR měly výnosy v měsíčním horizontu stagnovat s malým prostorem pro pokles daným obratem mluvčích ČNB k více holubičí rétorice.

Akcie

Leden byl pro světové trhy ve znamení rozdílného vývoje – americké akcie, především vysoce ocenění technologií giganti, negativně zareagovaly na další kolo nejistoty a chaosu vyvolané snahou prezidenta Trumpa získat pro USA Grónsko. Celkově však americké trhy (indexy S&P500 a NASDAQ100) skončily v mírném mínusu. Německý index DAX poměrně mírně rostl při podstatně méně vzrušujícím obchodování než v USA, jeho francouzský kolega CAC40 však lehce klesl, takže výkonost evropských akciových trhů byla nejednotná. Zdaleka nejlépe se dařilo japonským akciím, a to přes politické turbulence (předčasné volby) a volatilitu jenu. Akcie se tak i nadále obecně drží velmi dobře, přes panující geopolitický chaos a obavy o stabilitu světové ekonomiky. Konec měsíce byl v USA ve znamení výsledkové sezóny. Zatím zveřejněné výsledky jsou smíšené, některé společnosti překvapily pozitivně, některé negativně. Celkový dopad na vývoj akciových indexů byl



zatím neutrální. Evropě, především Německu i nadále pomáhá očekávané oživení ekonomiky a také odklon části investorů od amerických aktiv. Pokud výsledková sezóna v USA dopadne dobře, tedy pokud především některá z velkých technologických firem nezveřejní údaje, které vyplaší trh, může růst cen akcií pokračovat, i když nečekáme nijak závratné tempo. Podpořit by ho mohlo případné snížení sazeb Fedu v březnu.

Pražská burza v lednu pokračovala v dobré výkonnosti, a to i přes podstatné zakolísání akcií ČEZ, které negativně reagovaly na informaci o blížícím se odkupu jeho akcií státem. Velmi dobrou výkonnost měl finanční sektor, výrazně rostly všechny banky, trochu zaostala jen pojišťovna VIG, která však silně rostla na konci roku. K finančnímu sektoru se přidaly akcie Colt povzbuzené úspěšnou primární emisí akcií CSG na burze v Amsterdamu. Výhled české ekonomiky pro letošní rok je dobrý, takže pokud nepřijde negativní impuls ze světa, mohla by solidní výkonnost českého akciového trhu pokračovat i v únoru.

Kredit

Stejně neohroženě jako ledoborec Jamal Arktidou si i tuzemský primární trh dluhopisů razí cestu v kurzu nastaveném rekordním rokem 2025. A podobně, jako oba reaktory Jamalu, dokáží i tuzemské emise koexistovat až v harmonickém rytmu. Naši nabídku tříletého konzervativního dluhopisu PPF Financial holdings s kupónem 150 bb nad 6M PRIBOR tak v polovině ledna doplnila další zelená emise pětiletého dluhopisu skupiny Accolade s fixním výnosem 6,75 %. O distribuci se postaral tandem dceřiných společností rakouských bank Erste a Raiffeisenbank. Výsledný objem 1,2 mld. korun pro naši emisi, respektive 1,625 mld. korun pro emisi Accolade, jen podtrhuje dojem z vyzrálosti tuzemského trhu, který s grácií zvládne dvě středně velké emise, jejichž nabídka končí ve stejný den, a které mají i datum vypořádání obě naplánované na středu 11.2.

Jestli jsou bláhové pokusy o zastavování rozjetého vlaku, pak by se jakýkoliv pokus o vychýlení Jamalu rovnal sebevraždě. Proto byl již druhý den po uzavření knihy na PPF FH oznámen mandát na distribuci pětiletého zajištěného dluhopisu ze skupiny Emma Capital, o jehož distribuci se společně s námi postarají J&T a UniCredit. Maximální objem již 3. emise z dluhopisového programu je stanoven na 2 miliardy a o výsledek úpisu se s vámi rádi podělíme v příštím vydání Měsíčníku.

Komodity

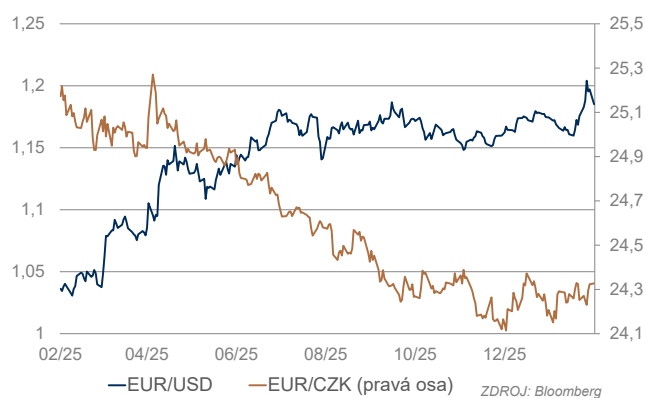
Ceny ropy v lednu rostly při volatilním obchodování kvůli nepokojům v Íránu a hrozbě intervence USA. Události ve Venezuele měly omezený dopad na cenu ropy, stejně jako další ohniska geopolitického napětí. Írán je podstatně větší a důležitější producent ropy než Venezuela, navíc to

vypadá, že odstranění Madura by mohlo produkci ropy ve Venezuele spíše pomoci než uškodit. Obecně stále trvá převaha produkce ropy nad spotřebou, ale geopolitika, především nejistota ohledně dalšího vývoje v Íránu, by měla držet ceny vyšší. Pokud by se situace uklidnila, měla by se cena vrátit na nižší úroveň.

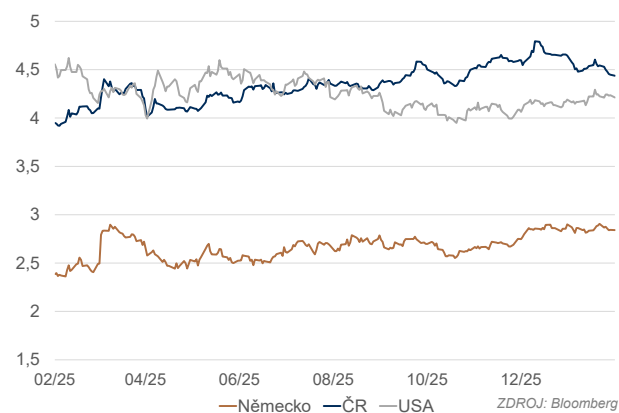
Zlato mělo díky obnoveným Trumpovým turbulencím a neklidu na trzích výborný leden. Jeho cena rostla od začátku roku, po Trumpově grónském extempore se růst ještě zrychlil. Zlatu se podařilo pokořit historické rekordy, včetně překonání psychologické hranice 5000 USD/oz a jeho růst se zastavil až na 5600 USD/oz. Na úplném konci měsíce došlo k dlouho očekávané prudké korekci, která cenu zlata srazila o více než 20 % do okolí 4500 USD/oz. Uklidnění trhu může nějakou dobu trvat, po něm by mělo následovat období konsolidace, které může trvat i několik měsíců. V lednu budil pozornost i vývoj ceny stříbra, jehož cena rostla ještě rychleji, než cena zlata a dostala se na nové historické maximum nad 100 USD/oz. Na konci měsíce došlo podobně jako u zlata k výprodeji, který byl ještě prudší než u zlata.



Devizové kurzy



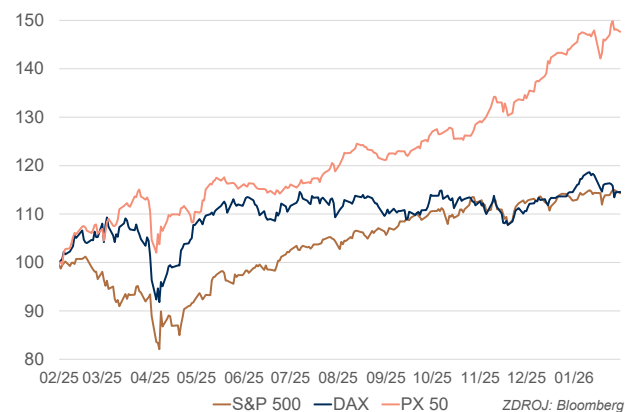
Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



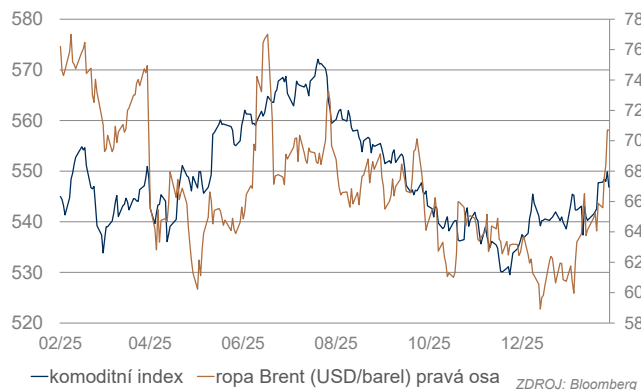
Akciové indexy (1. 1. 2025 = 100)



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	3,50-3,75	3,50 - 3,75	3,25 - 3,50	↓	3,00 - 3,25	↓	2,75 - 3,00	↓
ECB	3,25	2,00	2,00	2	→	2,0	→	2,0	→
ČNB	3,75	3,50	3,50	3,50	→	3,25	↓	3,00	↓
KURZY									
EUR/USD	1,03	1,17	1,19	1,20	↑	1,20	→	1,18	↓
EUR/CZK	25,2	24,2	24,3	24,3	→	24,3	→	24,3	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,20	3,47	3,51	3,3	↓	3,2	↓	3,1	↓
US dluhopis 10y	4,54	4,19	4,21	4,1	↓	3,9	↓	3,8	↓
Něm. dluhopis 2y	2,12	2,14	2,09	2,0	↓	2,0	→	2,0	→
Něm. dluhopis 10y	2,46	2,90	2,84	2,8	→	2,8	→	2,8	→
České dluhopisy 2y	3,36	3,55	3,35	3,3	→	3,3	→	3,3	→
České dluhopisy 10y	3,99	4,55	4,40	4,4	→	4,3	↓	4,2	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	300,9	317,3	296,2	295	↓	305	↑	315	↑
EMU iTraxx 5y	295,6	243,8	248,5	275	↑	285	↑	295	↑
AKCIE									
S&P 500	6040,5	6858,5	6939,0					7100	↑
Eurostoxx 50	5286,9	5850,4	5924,7					5880	→
DAX	21732,1	24539,3	24535,8					24500	→
CSI 300	3817,1	4629,9	4606,0					4800	↑
PX 50	1871,1	2700,6	2752,1					2750	→

* 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	2,5	2,2	2,2	2,7	2,9	1,1	2,5	2,5	2,8
soukromá spotřeba	2,3	3,6	3,0	3,0	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	5,1	2,3	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
inflace (% 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	0,9	1,0	1,2	1,4	0,9	1,4	1,1	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	2,6	2,0	0,0	2,2	1,7	2,0	-2,1	2,4	1,5	2,1
dovoz	4,0	2,7	3,8	3,3	1,5	2,0	2,0	2,1	-0,1	3,1	2,0	2,4
vývoz	2,5	0,5	2,8	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
inflace (% y/y)	2,3	2,0	2,1	2,1	1,7	1,9	1,8	1,8	2,4	2,1	1,8	2
jádrová inflace (% 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	1,8	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	2,4	2,1	2,8	2,3	1,8	2,0	2,8	1,9	1,9	2,0
soukromá spotřeba	3,1	2,7	2,6	2,0	2,3	2,1	1,7	1,8	2,9	2,5	1,9	2,0
vládní spotřeba	2,7	1,9	1,1	0,1	0,7	1,0	0,7	1,1	3,8	1,2	0,9	1,0
investice	5,8	0,0	-0,2	1,9	-2,8	1,7	2,7	3,3	3,0	2,7	1,9	3,3
dovoz	13,2	1,8	-1,8	-1,9	-9,1	-0,3	1,4	2,2	5,8	2,8	-0,9	2,3
vývoz	2,2	1,5	1,7	2,0	2,2	3,1	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
inflace (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 inflace (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	-4,0	-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	-5,8	-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.

