

Analytický měsíčník

www.ppfbanka.cz

Téma měsíce

Porovnání výhledu hlavních světových ekonomik

ČR I přes pokles inflace zůstává ČNB v jestřábím módu

EMU Předstihové indikátory naznačují ekonomické oživení

USA Nejvyšší soud zrušil většinu Trumpových cel

březen 2026

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

V tématu měsíce minulého měsíčníku jsme se zabývali výhledy Evropy na základě rozboru strukturálních faktorů, které je ovlivňují. Toto téma měsíce na předchozí navazuje, ale volí jiný úhel pohledu. Podíváme se na perspektivy vývoje hlavních světových ekonomik přes analýzu trendů klíčových růstových proměnných. To mimo jiné také umožňuje posoudit jejich atraktivitu pro dlouhodobé investory.

Kam směřují důležité světové ekonomiky?

Minulé téma měsíce se zabývalo důsledky technologického zaostávání Evropy. Závěr byl, že Evropa sice zaostává, ale díky nahromaděnému bohatství, institucionální síle a stabilitě zůstane ještě dlouho bohatá – v mnohém může připomínat Japonsko posledních tří dekád. Na tuto tezi nyní navazujeme konkrétními projekcemi dlouhodobého růstu vybraných ekonomik.

Jak budeme dlouhodobé trendy odhadovat?

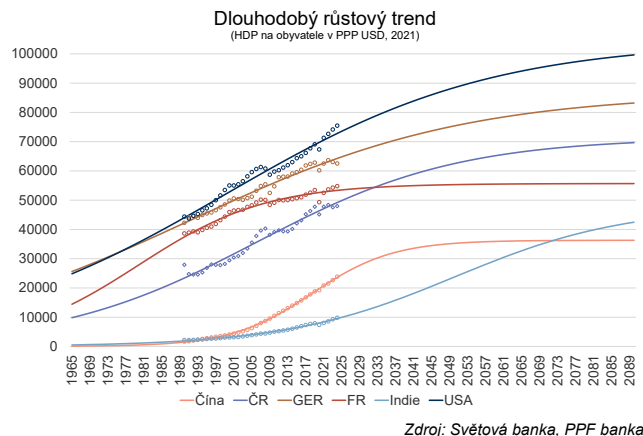
Běžně se k odhadům budoucího růstu používají strukturální modely všeobecné rovnováhy. Tyto modely poskytují dobré odhady v krátkodobém až střednědobém horizontu za předpokladu, že v průběhu předpovídaného období nedojde k většímu šoku. Nás zajímá dlouhodobý výhled (desítky let) a pro ten lze použít odhad založený na předpokladu, že ekonomiky jsou systém s tendencí ke stabilnímu růstu, ale s omezenými zdroji, což vede v dlouhém období ke zpomalování a nakonec k saturaci růstu. Systémy s omezeným růstem se typicky modelují pomocí S-křivek, nejčastěji pomocí logistické křivky.¹

Ekonomové již dlouho pozorují, že ekonomický růst nemůže být exponenciální do nekonečna – existují omezení jako velikost populace, konečná produktivita či zdroje. Logistická křivka představuje jednoduchý model zachycující tuto dynamiku: v rané fázi je růst HDP či produktivity rychlý, po dosažení určité úrovně bohatství však nastává zpomalení a ekonomika se začíná blížit stacionární úrovni.

Standardní logistická funkce předpokládá pevný limit, což však nemusí být reálné, pokud technologický pokrok, změny demografických trendů nebo institucionální změny posouvají potenciální strop výše, případně níže. Odhady, které prezentujeme, je proto potřeba brát jako prosté prodloužení trendu existujícího v posledních 35 letech (data Světové banky od roku 1990), tedy scénář platný za předpokladu, že se nic zásadního nezmění. Predikce tak odrážejí především vývoj v tomto období. Pro srovnání jsme připravili i odhady na delších časových řadách (Francie, Japonsko, USA od roku 1960) a analýzu stability projekcí na datech z USA od roku 1947.

Stropy růstu

Pro projekce růstu jsme použili data Světové banky (WB), a to HDP na hlavu v paritě kupní síly (PPP USD 2021, 1990 – 2024). HDP na hlavu umožňuje porovnat státy různé velikosti a PPP odstraňuje šum související s kolísáním



směnných kurzů. Data od roku 1990 byla jako základ vybrána proto, že umožňují zahrnout Českou republiku a Německo. Výsledky jsou shrnuty v grafu a tabulce obsahující poněkud více států než graf.

Graf názorně ukazuje, k jaké úrovni saturace jednotlivé státy směřují. Obzvlášť ilustrativní jsou dvě dvojice: Čína a Indie a USA a Německo. Růst čínské ekonomiky od devadesátých let sice byl raketový, ale zřetelně začíná ztrácet dech a aktuálně je někde v oblasti přechodu od zrychlujícího (exponenciálního) tempa růstu ke zpomalujícímu, zatímco podstatně pomaleji rostoucí Indie je stále v exponenciální fázi a díky tomu je její prostor pro růst v dlouhodobém horizontu o dost větší než u Číny. K indickým odhadům je však třeba poznamenat, že regrese logistické křivky je pro období exponenciálního růstu obtížná, protože je nestabilní a má tendenci výrazně nadhodnocovat úroveň saturace.

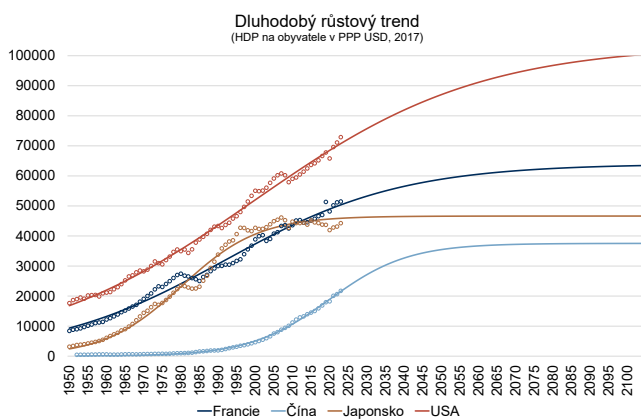
	Saturace	Inflexe	R2-log	R2-exp
	cílová výše HDP na hlavu za současných podmínek (USD)	rok přechodu k pomalejšímu růstu	koeficient determinace (logistická křivka)	koeficient determinace (exponenciální růst)
Čína	36 361	2018	99,9%	97,6%
Česko	72 709	2006	96,2%	95,2%
Německo	88 328	1992	97,6%	96,8%
Španělsko	46 116	1984	85,9%	74,6%
EU	66 870	1991	96,9%	95,6%
Francie	55 682	1980	95,7%	89,7%
Indie	47 662	2050	99,2%	99,3%
Itálie	50 029	1983	56,3%	29,4%
Japonsko	72 198	1979	94,1%	93,9%
Slovensko	60 507	2011	97,7%	96,3%
USA	108 269	1999	96,6%	96,1%

¹ Logistická křivka je zobrazením funkce $f(x) = L/(1 + \exp(-k \cdot (x - x_0)))$, kde L je maximum (saturace), k strmlost křivky a x_0 umístění inflexního bodu na ose x .



U USA a Německa je zajímavé, že trend pro oba státy začínal na podobné úrovni a zpočátku se vyvíjel hodně podobně. Poté ovšem Německo začalo zaostávat, takže úroveň růstové saturace je nakonec pro USA citelně vyšší. Nás může potěšit, že bychom v tomto ukazateli měli překonat Francii, která se už nyní blíží k ideálu některých intelektuálů, tedy nerůstu.

Tabulka obsahuje hodnoty stabilní úrovně, ke které HDP na hlavu směřuje (saturace), rok, v němž došlo k přechodu od zrychlujícího ke zpomalujícímu růstu (inflexe), a dvě hodnoty statistického parametru zvaného koeficient determinace R^2 , který kvantifikuje kvalitu proložení křivky (čím blíže ke 100 %, tím lépe). Hodnota R^2 -log je pro logistickou křivku a hodnota R^2 -exp pro exponenciální (tedy neomezený růst). Účelem těchto hodnot je ilustrovat, že logistika obecně lépe aproximuje růstový trend (hodnoty R^2 jsou pro logistiku větší než pro exponenciálu, výjimkou je v tomto vzorku jen Indie, kde jsou hodnoty skoro stejné). Hodnoty inflexe pro státy EU a Japonsko podporují závěry minulého tématu měsíce: tyto



Zdroj: Penn World Tab. 11.0, PPF banka

státy jsou několik desetiletí za svým růstovým zenitem a pokud nepodniknou radikální kroky k transformaci svých ekonomik, nevyhnutelně směřují do stagnace. Zajímavé také je, že i Česko a Slovensko je podle tohoto odhadu už ve fázi zpomalování, zatímco Polsko a Maďarsko (které v tabulce nejsou kvůli nestabilitě odhadu logistické křivky) jsou podle dat stále v exponenciální fázi růstu.

Proložené křivky a z nich vyplývající parametry odrážejí informaci obsaženou v použitých datech. Zajímavá a důležitá je proto otázka, nakolik jsou tyto odhady stabilní při změně použitého období. Pro srovnání a posouzení stability jsme připravili ještě jeden odhad pro Francii, Čínu, Japonsko a USA provedený stejnou metodikou na datech z Penn World Table² (PWT) za roky 1950 až 2023. O několik let se proti datům Světové banky liší báze PPP, ale to vzhledem k tak jako tak omezené přesnosti odhadu příliš nevadí. Opět uvádíme graf i srovnání obou odhadů.

Přestože se pokrývaná časová perioda celkem výrazně liší, jsou výsledky poměrně dost podobné. Relativně velký rozdíl je pouze u Japonska, kde se ovšem poměrně výrazně liší i data obsažená ve zdrojích. Shodu ovšem ovlivňuje i fakt, že výsledek regrese nejvíce ovlivňuje tempo růstu ke konci období. Proto jsme připravili ještě jeden test stability. Na oficiálních datech o vývoji HDP na hlavu v USA od roku 1947 jsme použili metodu „posuvného okna“, to

Saturace - cílová výše HDP na hlavu za současných podmínek (USD) (podle zdroje dat)

	World Bank	Penn World Table
Francie	55 682	64 000
Čína	36 361	37 533
Japonsko	72 198	46 633
USA	108 269	103 619

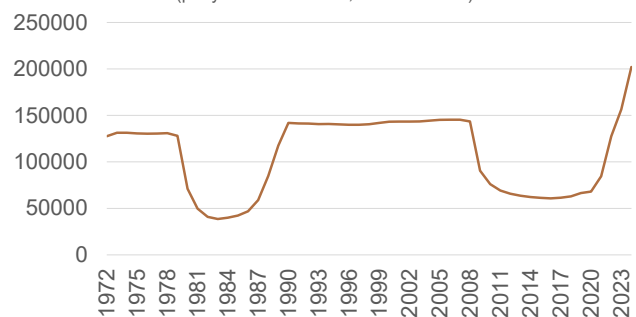
Inflexe - rok přechodu k pomalejšímu růstu (podle zdroje dat)

	World Bank	Penn World Table
Francie	1 980	1 992
Čína	2 018	2 020
Japonsko	1 979	1 980
USA	1 999	2 000

znamená, že jsme provedli sérii odhadů na periodě 25 let posouvající se postupně o jeden rok.

Výsledkem je zobrazený graf, který ukazuje období stability odhadované úrovně saturace přerušovaná dlouhými obdobími poklesu způsobenými vážnými šoky (stagflace a její dopady na konci sedmdesátých let a

Projekce stropu růstu pro USA
(pohyblivé okno 25 let, USD na hlavu)



Zdroj: FRED, PPF banka

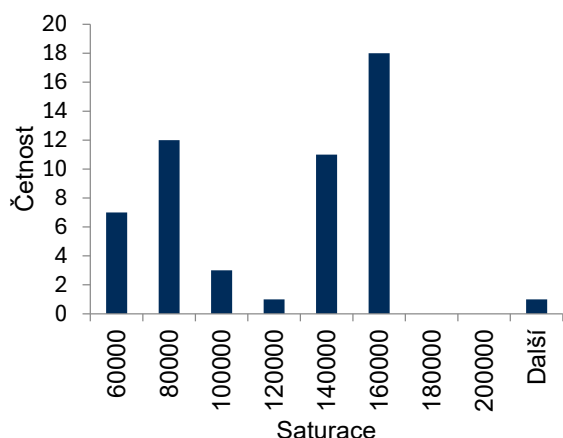
finanční krize r. 2008). Přestřelení na konci časové řady pravděpodobně souvisí s dopady masivní finanční injekce pro obyvatelstvo poskytnuté Kongresem kvůli zmírnění dopadů pandemie, která dočasně urychlila růst nad jeho rovnovážnou hodnotu. Dá se tedy čekat, že podobně jako

² Feenstra, Robert C., Robert Inklaar and Marcel P. Timmer (2015), "The Next Generation of the Penn World Table" American Economic Review, 105(10), 3150-3182, available for download at www.gdpc.net/pwt



se hodnoty vrátily k rovnováze po vážných krizích, vrátí se i po přechodném urychlení růstu – pokud zavádění AI do ekonomiky nezpůsobí trvalý posun ve struktuře růstu.

Histogram ukazuje četnost výskytů hodnot saturace pro zvolené intervaly. Ukazuje v podstatě dva režimy – „normální“, kdy ekonomika nebyla pod vlivem proběhlé



Zdroj: FRED, PPF banka

krize, a „krizový“, kdy byla její výkonnost negativně ovlivněna proběhlou krizí – pokud by se z ní nezotavila, podstatně by klesla i hodnota saturace HDP na hlavu. To názorně ilustruje, že hodnoty saturace nejsou pevně dané, ale mohou se měnit ať už následkem šoku (pozitivního, jako například nová technologie, i negativního, jako pandemie nebo finanční krize) nebo institucionálními intervencemi (zákony, regulace, daňové a sociální politiky atd.).

Co ovlivňuje tempo růstu?

Uvedené odhady odrážejí informaci o vývoji a perspektivě ekonomik za období, ze kterého pocházejí podkladová data. Důležité je si uvědomit, že nejde o nic osudově nevyhnutelného, že se tyto úrovně mohou v čase měnit a jak jsme ukázali na příkladu USA, že se také mění. Následující přehled faktorů ovlivňujících trajektorii ekonomického růstu tak může sloužit i jako inspirace ukazující, kde je prostor pro zlepšení vyhlídek nebo také riziko jejich zhoršení.

Faktory ovlivňující produkci na hlavu lze rozdělit do dvou hlavních skupin: socio-demografické a ekonomické. Hlavním demografickým faktorem je míra závislosti, to je poměr mezi počtem lidí ve věku mezi 0 až 14 lety (děti) a nad 65 let (starší lidé) a počtem lidí ve věku mezi 15 až 64 lety, tedy ve věku, kdy by mohli pracovat, tedy v produktivním věku. Sociologické faktory pak odrážejí, kolik procent lidí v produktivním věku skutečně pracuje nebo pracovat chce (míra participace) a pokud pracují, kolik odpracují hodin (délka pracovní doby, částečné pracovní úvazky). Ekonomické faktory odrážejí poptávku po

pracovní síle (míru nezaměstnanosti) a produktivitu práce, kterou mimo jiné výrazně ovlivňuje struktura ekonomiky – v Číně pracuje v zemědělství, kde je produktivita práce nízká, stále přes 20 % obyvatel v produktivním věku. V USA pracuje v zemědělství několik procent obyvatel v produktivním věku a produktivita práce v zemědělství je tam vysoká.

V období, které pokrývají naše modely (od padesátých let minulého století), se demografický vývoj ve většině našeho vzorku překlápěl od populační exploze k populační saturaci – ve vyspělých státech klesala porodnost a s tím rostla míra závislosti, což byl sám o sobě faktor zmenšující prostor pro růst HDP na hlavu. Čína zastavila populační explozi administrativně politikou jednoho dítěte a jedním z dlouhodobých důsledků této politiky je aktuálně probíhající ztráta růstové dynamiky. O Číně se občas píše jako o státu, který zestárne dřív, než zbohatne, a naše projekce tento názor podporuje. Indie je zatím výjimkou, i když i zde už populační exploze zřetelně zpomaluje. Zatím však demografie růst vyloženě nebrzdí, což přispívá k tomu, že je Indie stále ve fázi zrychlujícího růstu díky nízké míře závislosti.

Klíčovým sociologickým faktorem podporujícím růst HDP na hlavu ve vyspělých státech bylo v počátcích sledovaného období (tj. v padesátých letech) pokračující zapojování žen do pracovní síly. Tento trend dosáhl saturace v sedmdesátých letech a od té doby růst brzdí spíše sociologické faktory. Jedná se především o zkracující se pracovní dobu, a to jak přímo, tak přes růst částečných úvazků. Současný vývoj naznačuje, že trend brždění růstu přes snižování odpracované doby bude pokračovat a dost možná ještě zesílí. Důvodem je především zesilování důrazu na rovnováhu mezi osobním a pracovním životem, resp. upřednostňování kvality osobního života před růstem osobního bohatství.

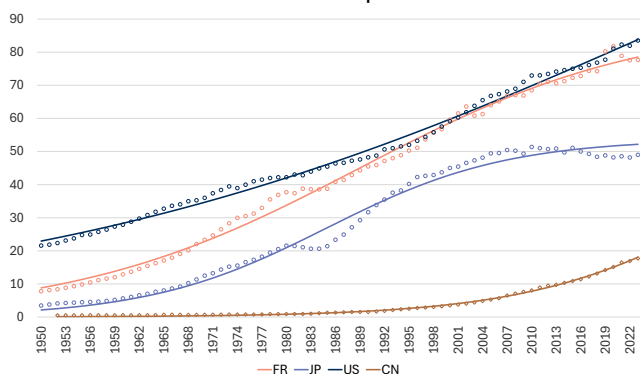
Strukturální změny v ekonomice zpočátku přispívaly k rychlejšímu růstu. Klesal podíl zemědělství, rostl podíl průmyslu, ve vyspělých státech především produkce s vysokou přidanou hodnotou. Později však na úkor průmyslu začal stoupat podíl služeb a v jeho rámci se zvyšoval podíl „McJobs“, málo kvalifikovaných a špatně placených míst s nízkou produktivitou. Struktura ekonomiky se tak postupně stává spíše zpomalujícím než urychlujícím prvkem a nástup AI se schopností nahradit vysoce kvalifikované experty může tento obrat dramaticky urychlit.

Růst produktivity práce byl a nadále zůstává klíčovým zdrojem růstu produkce. Růst kapitálového vybavení práce a agregátních výrobních faktorů bude pokračovat a s nimi i růst produktivity práce.

Vývoj produktivity práce a její trend ukazuje graf. Zajímavé a poněkud překvapivé je, že až do osmdesátých let rostla (v rámci tohoto malého vzorku) nejrychleji produktivita ve Francii, díky čemuž na přelomu tisíciletí dostihla USA. Ale v té době už zřetelně ztrácela dynamiku, zatímco produktivita v USA roste stále poměrně stabilním



Produktivita práce



Zdroj: Penn World Tab. 11.0, PPF banka

tempem. Ještě hůře než Francie je na tom z tohoto hlediska Japonsko, kde kolaps akciového trhu na začátku devadesátých let vedl k dlouhodobě nízkým investicím a následné praktické stagnaci produktivity. Čína má naopak z hlediska produktivity stále obrovské rezervy (což jak jsme už uvedli, souvisí i se strukturou ekonomiky).

Závěr

Odhad budoucího vývoje pomocí prodloužení stávajícího logistického trendu potvrzuje závěr minulého tématu měsíce: růst v Evropě zpomaluje, ale směřuje na úroveň, která dlouhodobě zajistí udržení vysoké životní úrovně. Spojené státy si nejen udržují, ale i zvětšují náskok, ale rozvíjející se státy by evropské úrovně dosáhnout neměly, za předpokladu, že bude pokračovat stávající trend. Což samozřejmě není nijak zaručeno. Ke změně trendu by nedošlo automaticky, musely by se podstatně změnit některé faktory, které ho udržují. Rovnováhu, ke které aktuálně směřujeme, určují na jedné straně demograficko-sociální faktory, které mají tendenci růst brzdit, a na druhé straně kombinace faktorů podporující růst ekonomiky přes zvyšování produktivity, tedy technologický pokrok a kumulaci fixních investic podporujících další růst. Není příliš pravděpodobné, že se změní demograficko-sociální trendy – porodnost by se mohla v nejlepším případě stabilizovat, délka dožití se pravděpodobně bude postupně dále zvyšovat, lidé budou mít tendenci pracovat stále méně. Na straně technologického pokroku a investic je však vějíř možností hodně široký. Největší potenciál pro udržení nebo i urychlení růstu má nastupující umělá inteligence, která může podpořit i další prorůstová odvětví (robotika, biotechnologie). Podmínkou ovšem je, že jí to umožní institucionální prostředí (především regulace) a investiční prostředí. Spoléhat na aktivity byrokratického aparátu EU by v této oblasti bylo skutečně neprozřetelné. Dalším problémem, který může zkomplikovat pozitivní dopad umělé inteligence na výkon ekonomiky, a tedy životní úroveň, je vysoká a nadále rostoucí majetková nerovnost, která by mohla způsobit zásadní problémy s distribucí

vyprodukovaného bohatství. Pokud by pokračoval nebo dokonce zesiloval současný K trend, tedy rozevírání nůžek, který nyní zřetelně vidíme v USA, byla by produkce omezena ne nedostatkem produkčních kapacit, ale nedostatečnou finanční schopností značné části společnosti opatřit si a spotřebovávat vyprodukované. Existuje však i řada rizik, která by mohla vést nejen ke zpomalení, ale až k zvrácení růstu produktivity, a tedy místo stabilizace k poklesu ekonomické výkonnosti. Tato rizika nepředstavují jen bezprostřední překážky v podobě nadměrné regulace a přechodu na ekologicky přijatelnější produkci, ale především další zesilování už existujících tendencí ke konzervatismu a kulturní preference bezpečí a pohodlí, jinak vyjádřeno neochota vyvíjet se a tím riskovat.



Pokles inflace pod inflační cíl byl ovlivněn administrativním snížením cen energií, ČNB tak zůstává stále v jestřábím módu. Z nové prognózy vyplývá, že letos sazby zůstanou stabilní a ekonomika by se mohla mírně přehřívát.

Ekonomická aktivita

Český statistický úřad vydal souhrnné statistiky za loňský rok. Podle nich průmyslová výroba v roce 2025 vzrostla o 1,5 %, a to navzdory vývoji průmyslové výroby v Německu, která poklesla o 1,1 %. K růstu přispěla poměrně rovnoměrně všechna odvětví. Oproti roku 2024, kdy průmyslová výroba o 1 % poklesla, tak došlo ke zlepšení, i když pouze mírnému. Podle našeho názoru by růst průmyslu mohl ještě zrychlit v souvislosti s plánovanou fiskální expanzí v Německu. Prosincový výrazný nárůst nových objednávek v průmyslu v Německu toto naše očekávání podporuje. Také statistiky maloobchodních tržeb vyzněly pozitivně, když ukázaly růst o 3,5 %. Prosincová čísla sice trochu zklamala růstem pouze o 1,8 %, ale to bylo způsobeno volatilními tržbami zejména v internetových obchodech. Je možné, že načasování vánočních nákupů bylo letos směřováno více k listopadu, kdy došlo k výraznému nárůstu, zatímco v předchozím roce se tržby v internetových obchodech výrazněji zvýšily až v prosinci. Poptávka domácností by měla i v letošním roce zůstat silná, a to díky rostoucím reálným příjmům i stále nízké nezaměstnanosti. Nezaměstnanost sice pozvolna roste, v lednu se podle metodiky MPSV dostala až na 5,1 %, ale to bylo způsobeno hlavně sezónností, konkrétně poklesem poptávky po sezónních pracích v lednu. Rostoucí trend nezaměstnanosti z posledních pěti let vnímáme jako návrat k rovnovážným hodnotám, navíc očekávané ekonomické oživení by mělo růst nezaměstnanosti zastavit. Navíc je zřejmé, že růst nezaměstnanosti podle metodiky ČSÚ zdaleka není tak rychlý. To je dáno nejen sezónním očištěním, ale i zvýšením podílu lidí v krátkodobém nebo dočasném zaměstnání, kteří nejsou podle ČSÚ bráni za nezaměstnané. Silný trh práce potvrzuje i nedávný

průzkum společnosti PwC, který ukazuje značný optimismus českých firem, přičemž 70 % firem se chystá přijímat nové pracovníky a největší obavy mají z nedostatku pracovníků a tlaku na růst mezd.

Inflace a centrální banka

Inflace na počátku roku výrazně poklesla na 1,6 %. Za poklesem ale stály hlavně ceny energií snížené zrušenými poplatky za obnovitelné zdroje energií. Zvýšená zůstává inflace ve službách (4,7 %) i jádrová inflace (2,7 %).

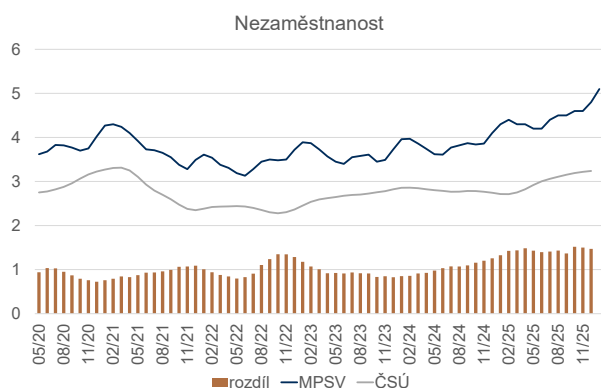
I přes holubičí komentáře před zasedáním ČNB bankéři rozhodli jednomyslně ponechat sazby beze změny na 3,5 % a vyznění tiskové konference se neslo v překvapivě jestřábím duchu. Bankovní rada měla k dispozici novou prognózu. Výhled inflace byl podle očekávání posunut směrem dolů (1,6 v roce 2026), hlavně kvůli odpuštění poplatku POZE a s tím spojenému snížení cen energií pro domácnosti. Relativně výrazně byl přehodnocen růst HDP směrem vzhůru, pro rok 2026 na 2,9 % z 2,4 %. Směrem k silnějším hodnotám byl posunut výhled kurzu koruny vůči euru. Největším překvapením byl výhled sazeb, který se oproti podzimní prognóze prakticky nezměnil a očekává průměrnou sazbu PRIBOR 3M v letošním roce na 3,6 %, v příštím roce dokonce na 4 %.

Čeká nás letos snížení sazeb? A případně kdy? Odpověď na tuto otázku guvernér Michl nepřinesl. Naznačil, že se ČNB bude dívat hlavně na jádrovou inflaci, nikoli na uměle sníženou celkovou inflaci. Pokud tedy bude spolu s celkovou inflací klesat i ta jádrová, může dojít ke snížení sazeb v letošním roce. Prostor je ale relativně omezený (maximálně 50 bb celkem). Ze slov guvernéra vyplývá, že ČNB nebude s případným snižováním sazeb spěchat, proto náš základní scénář alespoň prozatím neměníme, očekáváme stabilní sazby pro celý letošní rok.

Rizika

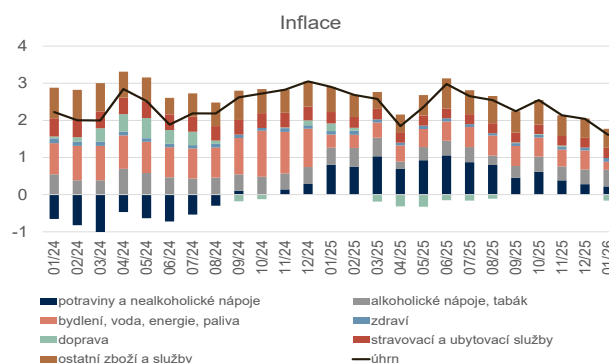
Rizika vidíme směrem k nižšímu růstu reálné ekonomiky v případě slabšího oživení německé ekonomiky. Spolu s tím vnímáme i riziko možného snížení sazeb ČNB ve druhé polovině roku.

Nezaměstnanost roste, ale stále zůstává nízká.



Zdroj: MPSV, ČSÚ

Inflace poklesla kvůli odpuštění poplatku za obnovitelné zdroje energií.



Zdroj: ČSÚ



Evropská měnová unie

Letošní čísla z reálné ekonomiky prozatím k dispozici nejsou, ale z předstihových indikátorů se zdá, že přichází oživení. Zlepšuje se jak nálada mezi spotřebiteli, tak mezi podniky. Zároveň inflace zůstává nízká a nic nenasvědčuje tomu, že by se měla v letošním roce zvyšovat.

Ekonomická aktivita

Průmyslová výroba v eurozóně v prosinci meziměsíčně poklesla o 1,4 % zejména kvůli slabým německým a francouzským prosincovým výsledkům. Pohled na celý rok 2025 ale nevznívá zdaleka tak pesimisticky. Za celý loňský rok vzrostla průmyslová výroba v eurozóně o 1,5 % a předstihové indikátory ukazují, že oživení by mělo pokračovat i v letošním roce. PMI ve zpracovatelském průmyslu v EMU v únoru vzrostlo na 50,8 a naznačuje tak, že dynamika v průmyslu by se měla zvyšovat. Německo sice v loňském roce za průměrem eurozóny významně zaostávalo, když se jeho průmyslová produkce opět propadla, tentokrát o 1,1 %, ale i zde by se měla situace vylepšovat. To naznačují jak statistiky nových objednávek v průmyslu, které v prosinci meziměsíčně vzrostly o 12,6 %, tak měkké indikátory. PMI ve zpracovatelském průmyslu vzrostlo na 49,1 bodu, což je nejvyšší hodnota za posledních 3,5 roku. Podle předstihových indikátorů by tedy Německo mělo po dvou letech poklesu a loňské víceméně stagnaci začít růst. S aktuálními hodnotami PMI je konzistentní růst HDP o více než 1 %.

Co se týká spotřeby domácností, aktuální data vysílají nejednoznačné signály. Poslední prosincové číslo za maloobchodní tržby mírně zklamalo očekávání, když tržby vzrostly meziměsíčně o 1,3 %, zatímco trh očekával zvýšení o 1,6 %. Maloobchodní tržby jsou ale velice volatilní a roli mohlo hrát i načasování vánočních nákupů. V listopadu

totiž naopak tržby vzrostly o 2,4 % y/y. Nepříjemné překvapení přinesly průzkumy Evropské komise ohledně důvěry spotřebitelů, která se navzdory očekávání oproti lednu zlepšila jen nepatrně a stále zůstává pod svým dlouhodobým průměrem.

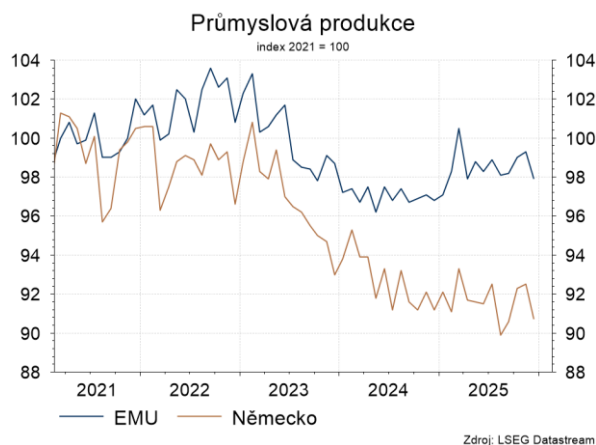
Inflace a centrální banka

Inflace se na počátku roku dostala pod 2% inflační cíl. Zatímco ale celková inflace klesla na 1,7 %, zejména kvůli meziročnímu poklesu cen energií, jádrová inflace poklesla na 2,2 %. Centrální banka tak je s vývojem inflace spokojená a nemění nastavení měnových podmínek. I když na posledním zasedání prezidentka Lagarde nebyla jako vždy nijak konkrétní ve výhledu sazeb pro letošní rok, my se domníváme, že se sazby s největší pravděpodobností měnit nebudou. To potvrzují i odhady ECB ohledně mezd. Poslední zveřejněný Wage tracker z dílny ECB předpovídá pokles mzdových tlaků. Růst mezd by se měl snížit na 2,7 % y/y z 3 % v roce 2025. Náš výhled stabilních sazeb pro letošní rok tak neměníme. Zároveň se domníváme, že nedávné spekulace, že prezidentka ECB Lagarde odejde z čela ECB před uplynutím mandátu v říjnu 2027, se nakonec ukáží jako nepodložené a Lagarde svůj mandát odslouží až do konce.

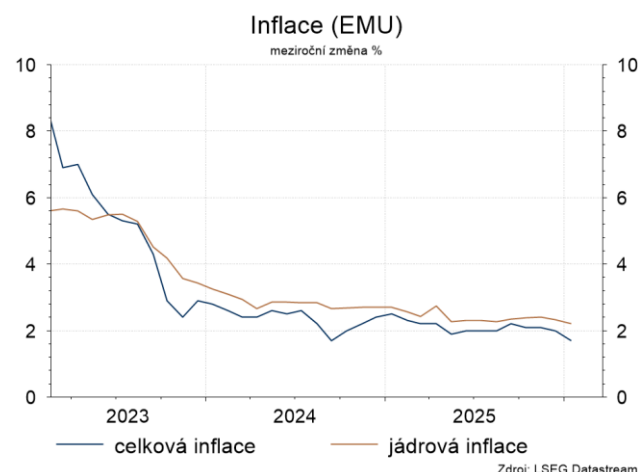
Rizika

Předstihové indikátory sice signalizují světlé zítřky, ale nejistot zůstává celá řada. Otázkou zůstává naplnění slibů fiskální expanze v zemích eurozóny i obchodní politika USA. Vzhledem k tomu cla, která americký nejvyšší soud zrušil, byla nahrazena jinými cly, která ale musí po 150 dnech potvrdit Kongres. V dalších měsících tak zahraniční obchod bude provázet silná nejistota.

Průmyslová výroba v eurozóně v loňské roce rostla, Německo zaostávalo.



Celková inflace klesla pod 2 %, jádrová zůstává mírně zvýšená.



Spojené státy americké

Data zveřejňovaná v průběhu února potvrdila stabilitu americké ekonomiky – trh práce v rovnováze, sice slabší než na vrcholu postpandemického boomu, ale stále blízko plné zaměstnanosti a bez známek probíhajícího kolapsu. Problémem je inflace. CPI sice ukázal na její další zpomalování, ale preferovaný inflační ukazatel Fedu, jádrový PCE index, překvapil negativně. Dalším problémem je sílící rozdělení ekonomiky: osobní spotřeba sice roste, ale jen díky vysokopříjmovým skupinám, investice sice rostou, ale jen díky budování infrastruktury pro AI, zbytek výrobního sektoru není v dobré kondici.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce překvapila pozitivně: silnější než očekávaný růst zaměstnanosti, pokles míry nezaměstnanosti, vyšší než očekávaný růst hodinové mzdy. Z hlediska výkonnosti ekonomiky jednoznačně pozitivní, z hlediska inflace poněkud méně. Solidní byly indikátory osobní spotřeby, i když jejich síla maskuje problémy části zaměstnanců, které se promítají do nízké spotřebitelské důvěry. Silné byly i objednávky zboží dlouhodobé spotřeby a průmyslová produkce, opět zde vadí jen to, že jde převážně o odraz rychlého budování AI infrastruktury a ostatní na tom až tak skvěle nejsou. To odráží sice poněkud lepší, ale stále nijak oslnivé konjunkturální indikátory, anebo také stále negativní index předstihových indikátorů. HDP za čtvrté čtvrtletí byl sice slabší, než se čekalo, ale to bylo z velké části důsledkem shutdownu americké administrativy. Osobní spotřeba a investice byly solidní, poněkud zklamal zahraniční obchod.

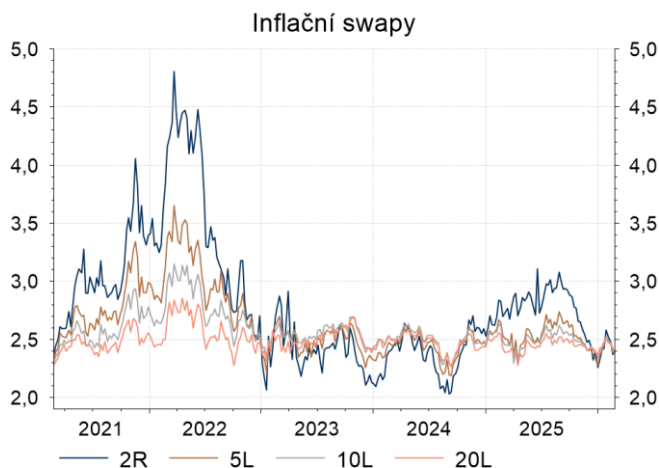
Inflace a centrální banka

Inflace měřená indexem maloobchodních cen (CPI) vypadala dobře, když byla mírně nižší, než se čekalo, a klesla k 2,5 %. Jádrová inflace vyjádřená Fedem preferovaným inflačním indexem Core PCE však udělala opak a překvapila negativně rychlejším růstem. Udržela se poblíž 3 % a definitivně tak pohřbila naděje na brzký přechod Fedu k dalšímu uvolnění měnových podmínek. Rétorika Fedu je nadále opatrná a spíše více jestřábí, jak ukázal zápis z posledního zasedání FOMC. Část členů tohoto orgánu dokonce uvažuje o možnosti zvýšit sazby, pokud se inflace neumoudří a nezačne se jasně vracet k cíli Fedu, tedy 2 %. Nutnou podmínkou pro snížení sazeb je tedy zpomalení inflace, pomohlo by slábnutí trhu práce, ale to je vzhledem k očekávané síle ekonomiky nepravděpodobné. Pokles sazeb by tak mohl přijít nejdříve v červnu. My nadále čekáme tři snížení sazeb v letošním roce. K nižší inflaci by měl přispět zejména trend zpomalujícího růstu mezd a pokles tempa růstu nájmu. Měl by také odeznít příspěvek zvýšení cel k inflaci u zboží.

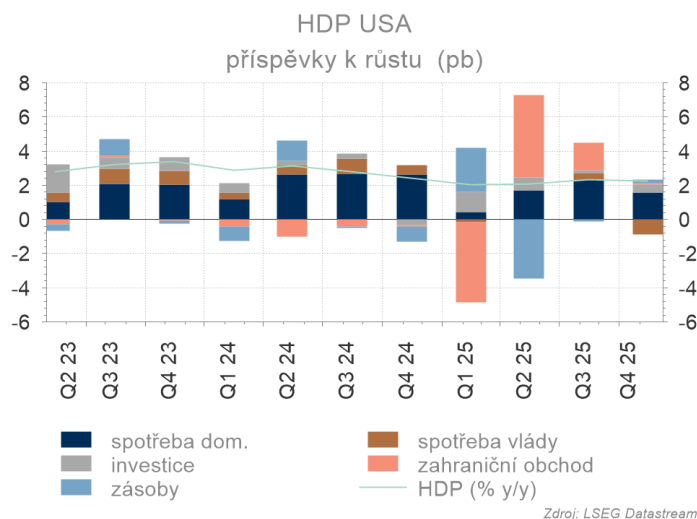
Rizika

Únor nám přinesl další díl nekonečného seriálu „Trumpova cla“. Tentokrát se do něj zapojil Nejvyšší soud, který značnou část cel zrušil. Šlo o cla právně opřená o zákon o mezinárodních nouzových ekonomických pravomocích (IEEPA), sektorová cla zůstala beze změny. Trump, jak se čekalo, okamžitě cla obnovil s použitím § 122 zákona o rozšíření obchodu. Tento zákon však poměrně značně omezuje jeho možnosti – maximální výše těchto cel je 15 % (což Trump plně využil) a po 150 dnech je musí potvrdit Kongres, což zdaleka není jisté. Pokračuje tak vysoká nejistota, které neprospívá mezinárodnímu obchodu ani světové ekonomice jako celku.

Tržní inflační očekávání jsou stabilní na poměrně nízké úrovni.



Shutdown zpomalil růst HDP ve 4Q 2025.



EUR/USD

Kurz se po prudkém propadu ve druhé polovině ledna v únoru stabilizoval, když se poměrně velká část tržní reakce ukázala jako krátkodobá. V úplném závěru měsíce po zahájení útoku USA a Izraele na Írán dolar posílil kvůli tokům do bezpečí. To nasvědčuje tomu, že pozice dolaru je přeci jenom poměrně silná a že ani pokračující nestabilita generovaná americkou administrativou nemusí nutně znamenat další výrazné oslabení dolaru. Pravděpodobně však bude stačit na to, aby přinejmenším zabránila návratu globálních investorů do USA, a tak bude oddalovat přechod k postupnému posilování dolaru. To, že kurz nijak zásadně nereagoval na očekávané zrušení většiny Trumpových cel Nejvyšším soudem, potvrzuje, že se investoři postupně mentálně otužují a přestávají dramaticky reagovat na každý nový posun v americké politice. Kromě větší psychické odolnosti patrně hraje roli také přizpůsobování obchodních strategií méně předvídatelnému prostředí. Ekonomická data v průběhu měsíce favorizovala spíše dolar, protože snižovala pravděpodobnost poklesu sazeb Fedu, zatímco výhled sazeb ECB zůstal stabilní. Krátkodobě dolar podpoří i konflikt kolem Íránu a s ním související toky do bezpečí. Pokud by růst americké ekonomiky zrychloval a inflace zůstávala vysoká, byl by to pro dolar významný povzbuzující faktor. Jednak by mohly sílit spekulace o možnosti zvýšení sazeb Fedu, jednak by obecně rostla výkonnost amerických aktiv, a tedy jejich atraktivita pro investory. To by však byl proces, který by trval několik měsíců. V horizontu měsíce by měla převládat volatilita v postranním trendu.

EUR/CZK

Koruna na počátku února reagovala oslabením až k 24,4 EUR/CZK na holubičí vyjádření viceguvernéra Fraitě. Po zasedání ČNB a jednomyslném rozhodnutí o ponechání sazeb beze změny své ztráty vymazala a po zbytek měsíce se držela ve velmi úzkém pásmu v blízkosti 24,25 EUR/CZK. Nereagovala ani na domácí čísla z ekonomiky, ani na zahraniční dění. Z klidu ji nevyvedlo ani rozhodnutí amerického Nejvyššího soudu, který zrušil Trumpova reciproční cla.

Očekáváme, že koruna v následujících měsících může krátkodobě reagovat na domácí i zahraniční dění výkyvy na obě strany, domníváme se ale, že přes tyto výkyvy se bude držet v blízkosti stávajících hodnot bez jednoznačného trendu.

Dluhopisy

Začátek února přinesl zvrat a přechod ke klesajícímu trendu, v jehož rámci se výnos desetiletého amerického státního dluhopisu nejen vrátil na hodnoty před svým růstem v polovině ledna, ale klesl až na minima z přelomu roku, tedy těsně nad 4 %. Pokles výnosů byl částečně

reakcí na nejisté prostředí, a především výprodeje v některých sektorech akciového trhu vzbuzující obavy z širšího poklesu a obavy z problémů v oblasti private credit (neveřejné úvěry). Do značné míry však také šlo o částečnou normalizaci přehnané strmosti výnosové křivky: strmost se zvyšovala zhruba od listopadu minulého roku kvůli obavám z klesající kvality státních dluhopisů. Dvouletý výnos se udržel v zásadě stabilní, i když pravděpodobnost snížení sazeb Fedu klesala. Prostor pro další pokles výnosu desetiletého dluhopisu je už jen omezený. Může se dostat lehce pod 4 %, ale strmost výnosové křivky by měla zůstat zvýšená a riziko jejího opětovného zvýšení kvůli oživení obav z dlouhodobé neudržitelnosti vysokých schodků státního rozpočtu je stále značné. Krátkodobě může sehrát roli geopolitika: vyhrocení situace kolem Íránu, poslalo výnosy přechodně níže, uklidnění by mělo tento efekt negovat.

Vývoj výnosu desetiletého německého státního dluhopisu byl strukturálně velmi podobný vývoji v USA – setrvalý klesající trend výnosu s rozsahem poklesu ještě větším než v USA (zhruba 20 bb). Výnos se tak podobně jako v USA vrátil poblíž hodnotám z konce loňského roku. Pohyb na dluhopisových trzích byl globální a příčiny poklesu výnosů v Evropě jsou tedy víceméně stejné jako v USA. Další vývoj by také měl být podobný – prostor pro další pokles by měl být už jen omezený, přičemž hrozí spíše riziko, že očekávané zlepšení růstu evropských ekonomik a návrat obav z fiskální nedisciplinovanosti posunou výnosy zpět na vyšší úroveň.

Výnos českého desetiletého dluhopisu následoval světové trhy s výjimkou krátkého, ale výrazného nárůstu v prvním únorovém týdnu. Celkový pokles v průběhu měsíce byl zhruba poloviční proti Německu, a tedy srovnatelný s USA. Aukce státních dluhopisů na konci měsíce potvrdila trvalou silnou poptávku zejména ze strany domácích bank. Český trh aktuálně ovlivňuje především vývoj ve světě, proto je i pro ČR naše očekávání stejné jako pro USA a Evropu: omezený prostor pro další pokles, střednědobě riziko návratu na vyšší úroveň výnosů.

Akcie

Loni nejdřív DeepSeek přechodně podrazil nohy technologickým gigantům a pak Trump šokoval trh svým dnem osvobození. Letos nejdřív Trump znervóznil trh svou snahou získat Grónsko a poté se investoři začali bát, že se to s těmi investicemi do AI infrastruktury přehání. Obzvláště trpěl sektor podnikového softwaru, protože investoři dospěli k názoru, že ho nahradí AI agenti a tyto firmy budou těžko hledat pro svoje produkty prostor. Šéf Nvidie Huang se jim pokusil vysvětlit, že to tak úplně nebude (i když jejich maržím AI nepomůže), uvidíme, jak rychle to investoři pochopí. Na rozdíl od loňského roku, kdy se trhy propadly po „Dnu osvobození“ plošně, jde letos o rotaci z růstových akcií obecně a technologií především do hodnotových akcií a rozvíjejících se trhů. K heslu dne „rozvíjející se trhy jsou



budoucnost“ mám jednu osobní poznámku: tohle jsem za svou kariéru zažil už několikrát a vždycky se stejným výsledkem – deziluzí. Myslím, že to tentokrát skončí stejně. Co se týká hodnotových akcií: ty jsou jen pro ty, kdo skutečně věří, že AI nic podstatného nepřinese a že technologičtí giganti zbůhdarma vyhadzují peníze oknem. Nepomohly ani velmi dobré výsledky Nvidie na konci měsíce, investoři si zatím svou skepsi drží. Regionálně skepse vůči AI poškodila USA a pomohla Evropě, Japonsko navíc těžilo z nadějí na ekonomické oživení po nedávaných volbách. Jak dlouho bude současná nálada trvat, je těžké říci, ale kombinace poměrně solidního stavu, a hlavně celkem optimistického výhledu ekonomik jak pro USA, tak pro Evropu, by měla pomoci tyto obavy překonat. Hodně bude záležet na toku zpráv. Náš výhled je tedy umírněně optimistický, ale s vědomím značných rizik, především silných reakcí na informace o vývoji v sektoru AI.

Českým akciím se v únoru příliš nedařilo. Platilo to hlavně pro menší firmy. Cena akcií Photon Energy se v závěru měsíce prudce propadla po oznámení odkladu výplaty kupónu dluhopisu. Pravděpodobně jako ozvěna tohoto poklesu se propadla i cena akcií Primoco. Z velkých společností se příliš nedařilo bankám, citelně klesly ceny akcií Komerční banky a Erste bank, Moneta na tom byla lépe, držela se alespoň poblíž nuly. Jediná společnost, jejímž akciím se dařilo byl Colt. České akcie za sebou mají skvělý rok 2025, určité vydechnutí je tak logické. Dochází k němu v situaci zvýšené nervozity na světových trzích. Český akciový trh sice nemá expozici na odvětví nejvíce postižená zvýšenou opatrností investorů, ale obecně vyšší riziková averze na zhoršení výkonnosti stačí. Pro návrat českých akcií k růstu je proto zapotřebí především uklidnění ve světě, pomohla by i dobrá výkonnost české ekonomiky.

Kredit

Přehled únorového dění na primárním dluhopisovém trhu musíme zahájit úspěšnou emisí zajištěného dluhopisu investiční skupiny Emma Capital. Společně s J&T a UniCredit se nám v průběhu prvního únorového týdne podařilo umístit celý plánovaný objem dvou miliard korun. Klienty určitě potěšil jak fixní výnos 6,35 %, tak i zajištění dluhopisu, které kopíruje předchozí emise z rok starého dluhopisového programu.

Přesně v den 32. narozenin naší TV Nova oslovila Česká spořitelna evropské investory s nabídkou dalšího eurobenchmarku. Indikovaný spread 140 bb se díky více než trojnásobnému přeupsání knihy podařilo snížit na 105 bb, a to pro sedmiletý MREL dluhopis s atraktivním „A“ ratingem od agentury Fitch. Finální výnos 3,657 % budou inkasovat investoři nejméně po dobu šesti let, kdy emisní podmínky umožňují předčasnou splatnost. Úctyhodný objem 500 milionů eur ale v půlce měsíce zastínila emise zajištěného dluhopisu tuzemské pobočky italské banky

UniCredit. Evropská obdoba hypotečních zástavních listů přilákala ještě větší zájem investorů, a proto si i s výnosem 2,757 % našly nového majitele dluhopisy v nominální hodnotě 750 milionů eur. Kreditní spread se z indikovaných 42 bb posunul na konečných 35 bb. Ty budou také přičteny k měsíční sazbě EURIBOR, pokud se po pěti letech rozhodne emitent dluhopisy nesplatit. Takovou netradiční vlastnost si může emitent dovolit jen díky prvotřídnímu ratingu od Moody's na úrovni Aa1.

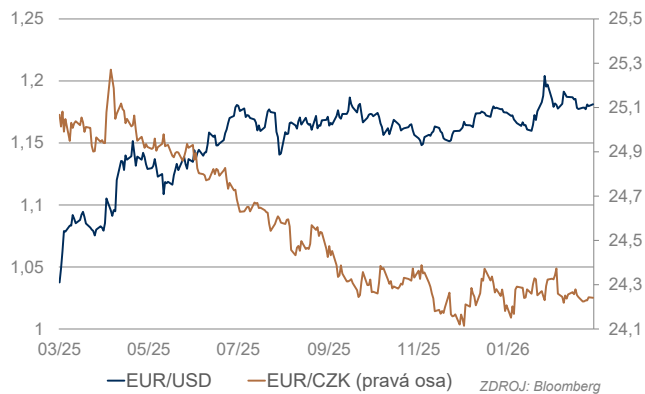
Komodity

V únoru bylo pro vývoj cen ropy dominantním faktorem sílící napětí kolem Íránu, a nakonec realizovaná možnost amerického vojenského útoku a s tím související hrozba omezení těžby ropy v Íránu nebo v horším případě uzavření Hormuzského průlivu, což by podstatně zkomplikovalo vývoz ropy a plynu z oblasti Perského zálivu. Cena ropy brent se po americkém útoku dostala při extrémně vysoké volatilitě k 80 USD/brl a zůstane vysoká, dokud se situace kolem Íránu neuklidní. Dalším faktorem podporujícím vyšší ceny ropy je trvajícím tlak na zastavení ruského exportu. Vzhledem k přetrvávajícímu negativnímu geopolitickému prostředí patrně zůstanou ceny ropy v horizontu měsíce vysoké a protahování konfliktu kolem Íránu a hlavně případné delší omezení dopravy přes Hormuzský průliv je může dostat na ještě podstatně vyšší úroveň, než jsou nyní bezprostředně po jeho zahájení. V případě uklidnění situace je prostor pro bezprostřední pokles do oblasti kolem 60 USD/brl.

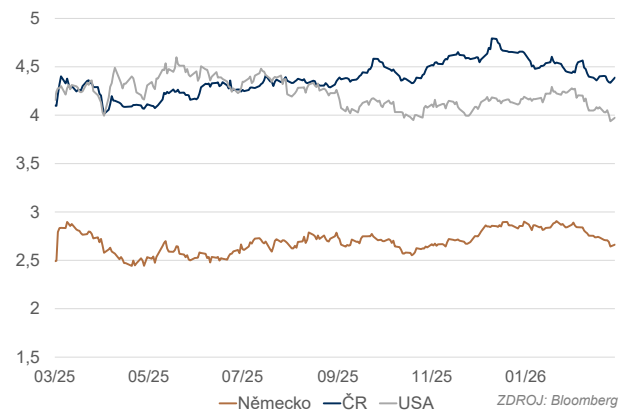
Cena zlata po většinu února pokračovala v konsolidaci kolem psychologické kotvy 5000 USD/oz. V závěru měsíce začala cena stoupat nad tuto hladinu kvůli sílícímu geopolitickému napětí (hlavně Írán) a obavám o stabilitu finančních trhů. Zahájení amerického útoku na Írán cenu zlata dostalo na 5400 USD/oz. Výhled vývoje ceny zlata zůstává spíše optimistický – prostor pro korekci vypadá malý (při poklesu se rychle najdou noví kupci), takže nejhorším scénářem je momentálně konsolidace poblíž 5000 USD/oz s reálnou možností postupného návratu k rekordním úrovním.



Devizové kurzy



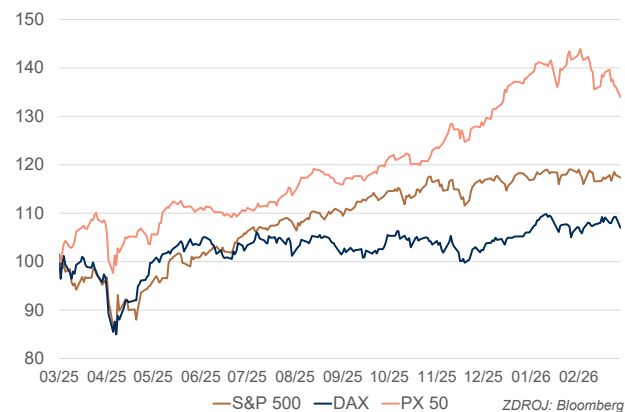
Dluhopisy (10 let)



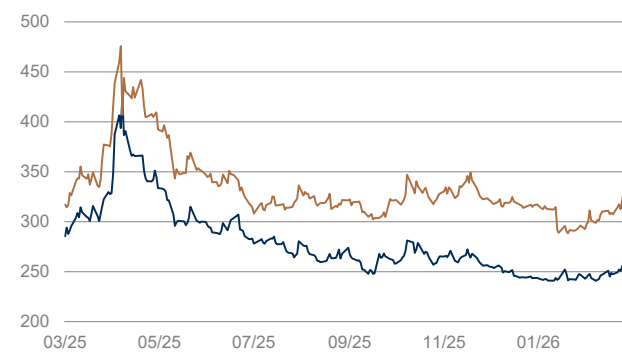
Index volatility VIX



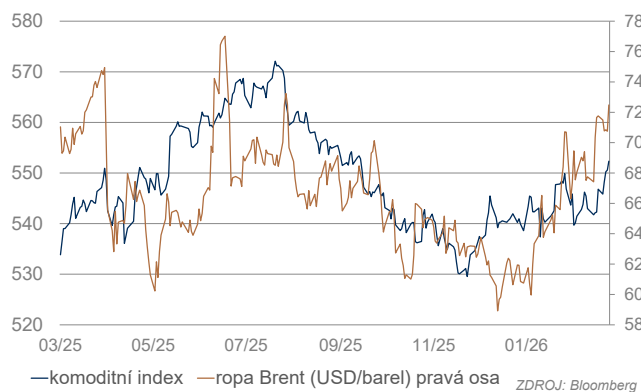
Akciové indexy (1.1. 2025 = 100)



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	4,25-4,50	3,50-3,75	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	↓	3,25 - 3,50	↓	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	→	3,5	→	3,5	→
KURZY									
EUR/USD	1,05	1,18	1,17	1,20	↑	1,20	→	1,18	↓
EUR/CZK	25,0	24,3	24,2	24,3	↑	24,3	→	24,3	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	3,99	3,57	3,41	3,3	↓	3,2	↓	3,1	↓
US dluhopis 10y	4,21	4,28	3,97	4,0	→	3,9	↓	3,8	↓
Něm. dluhopis 2y	2,03	2,11	2,03	2,0	→	2,0	→	2,0	→
Něm. dluhopis 10y	2,41	2,87	2,66	2,8	↑	2,8	→	2,8	→
České dluhopisy 2y	3,54	3,35	3,44	3,3	↓	3,3	→	3,3	→
České dluhopisy 10y	4,05	4,40	4,34	4,4	↑	4,3	↓	4,2	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	317,3	292,6	332,0	295	↓	305	↑	315	↑
EMU iTraxx 5y	285,4	242,9	269,1	275	↑	285	↑	295	↑
AKCIE									
S&P 500	5954,5	6976,4	6878,9					7100	↑
Eurostoxx 50	5463,5	6007,5	5997,6					6000	→
DAX	22551,4	24797,5	24779,6					24800	→
CSI 300	3890,1	4606,0	4728,7					4800	↑
PX 50	1975,8	2776,3	2611,3					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	2,6	3,0	3,0	3,2	1,1	2,6	2,9	2,9
soukromá spotřeba	2,3	3,6	3,0	2,9	3,5	3,2	3,6	3,5	2,2	2,9	3,5	2,9
vládní spotřeba	1,9	2,3	2,1	2,0	2,9	2,1	1,9	1,7	3,1	2,1	2,2	1,8
investice	-1,8	0,8	1,7	3,0	3,4	2,9	3,4	4,1	-3,0	0,9	3,5	3,7
dovoz	4,9	6,5	3,7	5,1	3,5	2,5	3,6	4,4	0,2	5,0	3,5	4,9
vývoz	3,9	4,5	3,4	4,8	2,5	2,9	3,1	4,0	1,1	4,1	3,1	4,7
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,1	4,4	4,5	4,7	4,7	4,6	4,6	4,5	3,8	4,4	4,5	4,3
inflace (% y/y)	2,7	2,4	2,5	2,2	1,6	1,5	1,5	1,6	2,4	2,5	2,2	2,5
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,7	0,9	0,9	1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,0	-1,9	-2,5	-2,7
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	44,4	45,6	46,6

Evropská měnová unie

	2025*				2026*				2024	2025*	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,6	1,5	1,4	1,3	1,0	1,2	1,3	1,4	0,9	1,5	1,2	1,5
soukromá spotřeba	1,5	1,6	1,1	1,0	1,1	1,1	1,3	1,2	1,3	1,3	1,2	1,3
vládní spotřeba	2,1	1,5	1,7	1,3	1,8	1,8	1,5	1,3	2,2	1,6	1,5	1,3
investice	2,4	3,2	2,6	2,1	0,2	2,5	2,0	2,1	-2,1	2,5	1,7	2,4
dovoz	4,0	2,8	3,8	3,8	1,8	2,4	1,7	2,1	-0,1	3,4	2,1	2,3
vývoz	2,5	0,6	2,8	2,8	0,9	1,7	1,5	1,7	0,6	2,0	1,5	2,1
nezaměstnanost (%)	6,3	6,4	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	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	1,9
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	1,8	2,2	1,9	1,9	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	2,5	3,3	2,9	2,3	2,1	2,8	2,2	2,5	2,0
soukromá spotřeba	3,1	2,7	2,6	2,3	2,6	2,5	2,1	1,9	2,9	2,7	2,2	2,0
vládní spotřeba	2,7	1,9	1,1	-0,3	0,7	1,0	0,7	1,5	3,8	1,4	1,2	1,0
investice	5,8	0,0	-0,2	2,2	-2,3	2,3	3,3	3,6	3,0	2,5	2,5	3,6
dovoz	13,2	1,8	-1,8	-2,4	-9,4	-0,5	1,2	2,6	5,8	2,6	-1,2	2,3
vývoz	2,2	1,5	1,7	2,3	2,5	3,4	1,6	1,7	3,6	1,9	2,1	2,1
nezaměstnanost (%)	4,1	4,2	4,3	4,5	4,4	4,5	4,4	4,4	4,0	4,3	4,4	4,3
inflace (CPI % y/y)	2,7	2,5	2,9	2,8	2,6	2,8	2,6	2,6	3,0	2,7	2,7	2,5
jádrová inflace (PCE % y/y)	2,8	2,7	2,9	2,8	2,8	2,8	2,7	2,6	2,9	2,8	2,7	2,3
běžný účet (% HDP)	-4,5	-4,4	-4,0	-2,8	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0	-3,6	-3,7	-3,2	-3,2
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,0	-6,3	-5,8	-5,6	-5,9	-6,2	-6,7	-6,7	-6,9	-6,0	-6,2	-6,3
vládní dluh (% HDP)	97,8	98,1	99,9	100,1	100,9	101,2	102,1	103,0	99,6	100,2	101,6	103,7

* Předpověď

Zdroj: Bloomberg, Reuters, Český statistický úřad, ČNB, PPF banka a.s.



Karel Tregler

DIVIZE KOMERČNÍ A INVESTIČNÍ BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 838
ktregler@ppfbanka.cz

Magdalena Středová

ODBOR INVESTIČNÍCH PRODUKTŮ A ANALÝZ
+420 224 175 950
mstredova@ppfbanka.cz

Ľuboš Mokráš

ODBOR INVESTIČNÍCH PRODUKTŮ A ANALÝZ
+420 224 175 860
lmokras@ppfbanka.cz

Barbora 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.

