PPF Banka

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Udělal Fed chybu?

ČR Vysoká jádrová inflace donutí ČNB v listopadu zvýšit sazby

EMU ECB signalizuje zvýšení sazeb v prosinci

USA Sazby Fedu zůstaly v říjnu beze změny

listopad 2026

www.ppfbanka.cz

Magdalena Středová, Ľuboš Mokráš



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

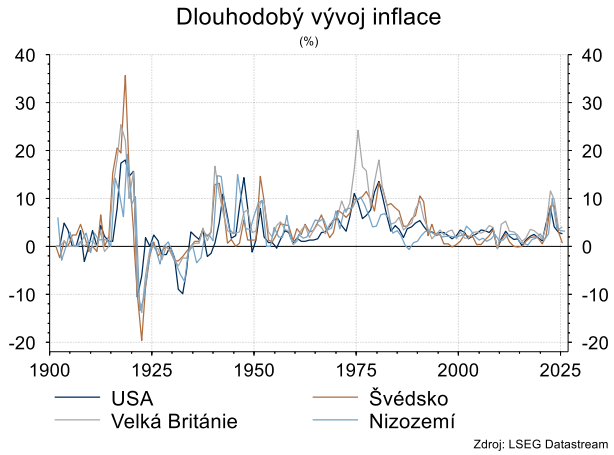
Centrální banky po celém světě přešly k utahování měnové politiky, aby předešly rozšíření inflačních tlaků z růstu cen energií do dalších částí spotřebního koše. Sekundární efekty sice zatím nejsou vidět, ale opatrnosti není nikdy dost. V případě nejdůležitější centrální banky světa, Fedu, je však podle našeho názoru opatrnost až přehnaná. V tématu měsíce se proto zabýváme důvody pro i proti v kontextu jak aktuální situace, tak možného vývoje v příštích měsících.

Udělal Fed chybu?

Centrální banky globálně reagují na inflační šok způsobený růstem cen energií (především ropy a zemního plynu) zvyšováním sazeb. Jejich reakce vesměs nebyla okamžitá – řadu měsíců se řídily poučkou, že centrální banka nemá reagovat na nabídkové šoky. Hlavními argumenty pro změnu názoru jsou délka trvání aktuálního šoku a s ní související rizika sekundárních efektů a růstu inflačních očekávání. Roli hraje také relativně příznivá ekonomická situace. Přesto je možné se ptát: je utahování měnové politiky skutečně nutné? Podle našeho názoru největší pochybnosti budí nedávné zvýšení sazeb Fedem.

Centrální banky nejsou neomylné

Úvodem si připomeňme historický kontext současné situace. Centrální bankovnictví má dlouhou historii, ale jeho výsledky jsou smíšené. Ve stabilním prostředí centrální banky zpravidla dokážou ekonomiku relativně úspěšně držet v mezích vymezených svými mandáty. Při velkých a neobvyklých šocích však opakovaně chybovaly, a to jak příliš rychlou reakcí, tak nadměrným váháním.
K nejznámějším příkladům patří postup Fedu během Velké hospodářské krize, kdy nedokázal zabránit bankovním panikám, prudkému propadu peněžní zásoby a deflaci, nebo jeho příliš tolerantní přístup k rostoucí inflaci v 60. a 70. letech, který nakonec vyústil ve stagflaci a vynutil si drastickou restrikci za Paula Volckera.



Chyby se však neomezují pouze na vzdálenou minulost. ECB v červenci 2008 zvýšila sazby, přestože ekonomika již slábla a finanční krize se prohlubovala, a další dvě zvýšení provedla v dubnu a červenci 2011 uprostřed evropské dluhové krize. Všechna tato rozhodnutí musela poměrně rychle zvrátit. Podobně bývá kritizována Bank of Japan za předčasné pokusy o normalizaci politiky v prostředí přetrvávajících deflačních tlaků.

Opačným typem chyby byla opožděná reakce Fedu a ECB na postpandemický inflační šok. Obě centrální banky příliš dlouho předpokládaly, že inflace bude pouze přechodná, a navíc si příliš dlouho svazovaly ruce rigidní forward guidance. Právě tato relativně čerstvá zkušenost dnes významně ovlivňuje jejich rozhodování: obávají se, že příliš měkkou měnovou politikou by mohly zopakovat chybu z let 2021 a 2022. Sporným krokem bylo také snížení sazeb Fedu o 50 bazických bodů v září 2024. Následná odolnost americké ekonomiky posílila argument, že opatrnější snížení o 25 bodů by bývalo lépe odpovídalo tehdejší rovnováze rizik.

Proč Fed v září zvedl sazby?

Základním důvodem pro rozhodnutí zvýšit sazby byla inflace (konkrétně preferovaný inflační ukazatel Fedu jádrový PCE inflační index) výrazně nad cílem po příliš dlouhou dobu (Kevin Warsh po zářijovém zvýšení sazeb řekl: „Prostým faktem je, že inflace je příliš vysoko a je příliš vysoko po příliš dlouhou dobu“). Tento důvod byl silně podpořen obavou, že stav ekonomiky nepodporuje zpomalování inflace a že inflace setrvale nad cílem může vést k růstu inflačních očekávání. Problémem je souběh několika faktorů. Proinflační dopady dvou významných kroků administrativy prezidenta D. Trumpa – zvýšení cel (potažmo růst cen dováženého zboží) a zahájení války s Íránem, které vedlo k prudkému a dlouhodobému (sedm měsíců bez jasné vyhlídky na zlepšení) zvýšení cen energií. Boom investic do AI infrastruktury je dodatečným faktorem, který jednak podstatným způsobem podporuje celkovou solidní výkonnost a ekonomiky a jednak vede k přehřívání a cenovým tlakům v některých sektorech ekonomiky (polovodiče, průmyslové stavby, lokálně elektrická energie). Obavy z výrazného slábnutí trhu práce se nepotvrdily, zároveň ve službách stále přetrvává část proinflačního impulsu z období po pandemii. A nejen to: Fed navíc v poslední době upozorňoval, že zpomalení imigrace a stárnutí populace vedou k pomalejšímu růstu pracovní síly. Pokud nabídka práce roste pomaleji, může i normální tempo růstu poptávky vytvářet mzdové a následně inflační tlaky. Osobní spotřeba je silná, přestože podle průzkumů silně klesá spotřebitelská důvěra. Celkově relativně silná ekonomika se dotýká dvou souvisejících aktivních debat: jaký je v současnosti potenciální růst HDP a kde je neutrální úroveň úrokových sazeb. S tím souvisí debata o tom, nakolik je nebo není aktuální úroveň sazeb restriktivní z hlediska růstu ekonomiky – výhled dlouhodobé rovnovážné úrovně sazeb zveřejňovaný v prognózách

Fedu po zasedáních FOMC ukazuje na setrvalý posun odhadované rovnovážné sazby směrem nahoru. Pokud se na situaci díváme z této perspektivy, můžeme se ptát, zda opět Fed neváhal se zahájením zvyšování sazeb příliš dlouho. Jde však pouze o „jednu stranu mince“, druhou jsou argumenty, které potřebu utažení měnové politiky zpochybňují.

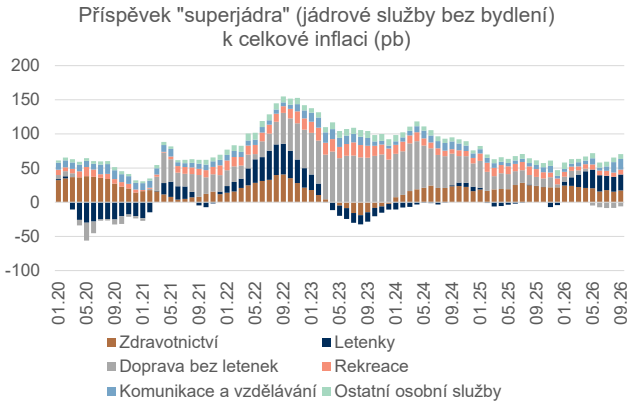
Argumenty zpochybňující potřebu zvedat sazby

Klíčovou otázkou je, zda má centrální banka reagovat na šok na nabídkové straně způsobený přechodným výpadkem dodávek komodity. Obecné doporučení je, že ne. Centrální banka s důvodem zvýšené inflace nic neudělá a zvýšení sazeb může takovou situaci i zhoršit, pokud by ztěžovalo přizpůsobení nabídkové strany ekonomiky poptávce. Existují ovšem výjimky z tohoto pravidla, především pokud takový šok trvá dlouho anebo je spojený s dalšími proinflačními faktory (indexování mezd na inflaci, silná poptávková strana ekonomiky, neukotvená inflační očekávání atd.). Obecně tedy centrální banky v takovém případě nereagují přímo na skok v cenách komodit, ale na hrozící druhotné inflační efekty, které by mohl způsobit. Reakce centrálních bank na růst cen ropy a následnou inflaci byla v tomto směru ukázková: zpočátku na tento inflační šok nereagovaly, zareagovaly, až když dospěly k názoru, že trvá příliš dlouho. Dodatečné důvody, proč konkrétně Fed přistoupil ke zvýšení sazeb, jsme uvedli v předchozí kapitole.

Přesto existuje řada argumentů, proč mohlo být zvýšení sazeb Fedu předčasné, a tedy chybné. Koncentrují se do tří okruhů: probíhající obecné slábnutí širokých inflačních tlaků, křehký stav trhu práce spojený s klesající dynamikou mezd a růst ekonomiky závislý do značné míry na jednom sektoru v jinak spíše slabé růstové dynamice. Inflační očekávání (jak tržní, tak spotřebitelská) přitom zůstávají do značné míry stabilní.

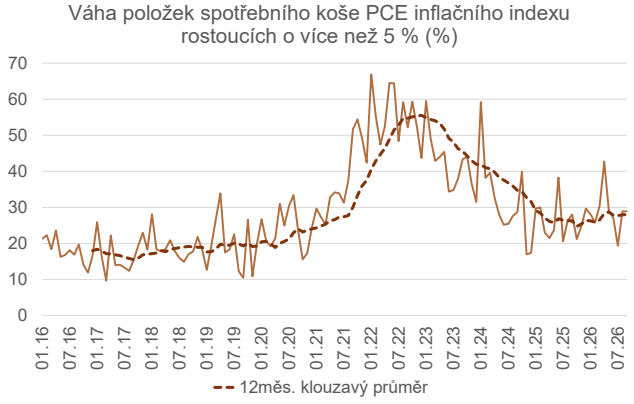
Ilustrativní je rozdíl mezi současnou situací a vývojem inflace po pandemii. Tehdy docházelo k rychlému rozšiřování počtu položek, jejichž ceny rostly výrazně nadprůměrně. Už analýza saintlouiského Fedu z října 2021 ukázala, že odstranění extrémních položek (položek, jejichž ceny rostly nebo klesaly o více než zvolené procento) koše PCE snížilo pandemickou inflaci jen omezeně: z 3,1 % na 2,8 % při intervalu ±25 % a na 2,6 % při ±10 %[1].

V roce 2022 potom téměř 80 % položek CPI vykazovalo meziroční inflaci nad 3 %. Přitom právě šíře počtu položek spotřebního koše, jejichž ceny rostou neobvykle rychle, ukazuje sílu inflační vlny a podstatný vliv sekundárních efektů na inflaci. Rozšíření základny inflace přetrvalo i po vrcholu inflační vlny, tak jak ho zachytil CPI: celkový CPI kulminoval v červnu 2022, mediánový CPI



Zdroj: Bloomberg, BLS, PPF banka

clevelandského Fedu (jedno z měřítek šíře inflačních tlaků) dosáhl maxima až v únoru 2023. Následné zužování základny inflace bylo nerovnoměrné – poměrně rychle se stabilizovala inflace u zboží, u služeb však vyšší inflace, než byla před pandemií, přetrvala do jisté míry až doposud. Přestože se stále částečně projevuje setrvačnost zrychlení růstu cen ve službách a přestože situaci podstatně zkomplikovala Trumpova cla, která dočasně zrychlila tempo růstu cen zboží, je aktuální obrázek podstatně jiný, než tomu bylo v roce 2021. V srpnu 2026 sice rostly ceny u 84,3 % kategorií PCE, což je 92,9 % výdajové váhy, avšak pouze 3,9 % kategorií, respektive 2,8 % váhy, vykazovalo inflaci alespoň dvě směrodatné odchylky nad vlastním pětiletým průměrem. Medián meziroční inflace kategorií činil 3,0 %, stejně jako desetiletý průměr. Běžná difuze je tedy vysoká, ale počet položek vykazujících z historického hlediska velmi rychlý růst cen je aktuálně nízký. Šíře základny inflačních tlaků tedy aktuálně signalizuje podstatně menší riziko všeobecné cenové spirály než v roce 2022, ale zároveň zatím ještě nepotvrzuje kompletní návrat k předpandemickému režimu, a tedy k cenové stabilitě.

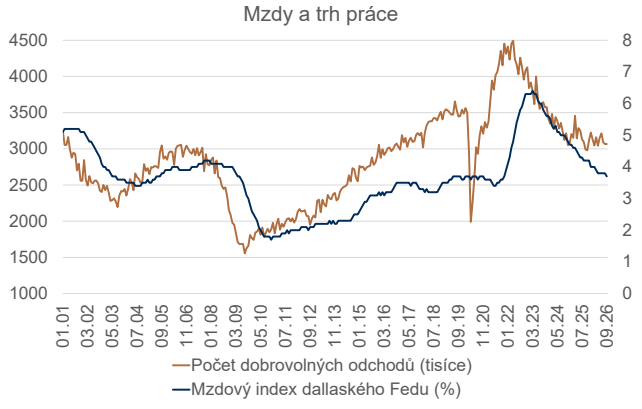


Zdroj: Bloomberg, PPF banka

[1] https://www.stlouisfed.org/on-the-economy/2021/october/how-widespread-price-increases

Aktuální stav trhu práce viděný zúženě jen přes klíčový ukazatel – míru nezaměstnanosti – je blízko ideálu: míra nezaměstnanosti se už řadu měsíců pohybuje lehce nad 4,0 %, což znamená, že na jednu stranu je blízko plné zaměstnanosti (druhý cíl Fedu vedle dosažení inflačního cíle), a na druhou stranu není míra nezaměstnanosti tak nízká, aby generovala inflační tlaky (není pod NAIRU neboli nejnižší mírou nezaměstnanosti, která ještě neurychluje inflaci). Podrobnější pohled však ukazuje na stav od ideálu vzdálený. Nízkou míru nezaměstnanosti udržuje křehká rovnováha mezi slabou tvorbou pracovních míst a nízkým počtem propuštěných. Křehkost rovnováhy je tedy silně jednostranná: jakýkoliv ekonomický šok zasahující růst bude mít tendenci zvýšit počty propouštěných tím, jak budou podniky nuceny omezovat produkci a šetřit, a ještě zhoršit už tak relativně slabou poptávku po pracovní síle. Potenciálních zdrojů šoků je mnoho (namátkou přibrzdění boomu AI infrastruktury, další růst cen energií kvůli geopolitickým komplikacím, dluhová krize EU vyvolaná Francií atd.). Jedním z možných zdrojů takového šoku je i přílišné utažení měnové politiky Fedem. To může přispět k zbrzdění boomu AI infrastruktury, a tedy vyvolání specifického šoku souvisejícího s křehkostí financování tohoto sektoru. Může to také vést ke snížení osobní spotřeby a tím k vyvolání klesající spirály: nižší osobní spotřeba povede k menší potřebě pracovní síly ve službách a propouštění, což následně způsobí další snížení osobní spotřeby. Vyšší sazby a výnosy dluhopisů se zatím projevily především na zřetelném poklesu poptávky na trhu s nemovitostmi. Rizikovým faktorem, který by mohl už v blízké budoucnosti narušit rovnováhu na trhu práce, je i zavádění AI v podnicích. K propouštění kvůli nahrazování pracovníků AI už dochází, ale zatím v natolik omezené míře, že to trh práce neovlivňuje nijak zásadně (především je menší poptávka po absolventech vysokých škol). To se však může změnit.

Na latentní slabost trhu práce ukazuje i klesající počet lidí dobrovolně měnících zaměstnání. Tento ukazatel úzce souvisí s tempem růstu mezd, což je parametr klíčový pro inflaci. Mzdy představují pro společnosti ve Spojených



Zdroj: Bloomberg, PPF banka

státech největší nákladovou položku a jsou tedy nejdůležitější komponentou nákladové inflace. Právě mechanismus přelévání vysoké inflace do mezd (kompenzace ztráty reálné kupní síly) vede ke vzniku sekundárních inflačních tlaků a rozšiřování základny růstu cen od prvotního zdroje. Tento efekt má značnou setrvačnost (především ve službách) a je hlavním důvodem, proč je pokles inflace k cíli po pandemii tak pomalý. V době postpandemické inflační vlny byl trh práce silně napjatý (vysoká poptávka, nízká nabídka), což velmi urychlovalo přenos inflace do mezd. Nyní je situace podstatně odlišná – zaměstnavatelé nejsou nuceni těsností trhu práce rychle kompenzovat inflaci kvůli hrozbě odchodů zaměstnanců, přenos inflace do mezd je tedy podstatně pomalejší a sekundární efekty jsou mnohem slabší.

Tvrdá data o aktuálním růstu americké ekonomiky vypadají velmi solidně, především pokud ho bereme z hlediska investic a konečné domácí spotřeby. Dojem silné ekonomiky podporují také konjunkturální indikátory (ISM, PMI). Problém je, že tento růst je do značné míry závislý na jediném zdroji, jímž je AI. Osobní spotřebu podporuje efekt bohatství (utrácí především část společnosti s vysokými příjmy, která také nejvíce těží z růstu cen akcií, přičemž růst cen akcií táhnou právě společnosti ze sektorů souvisejících s AI). Investice podporuje rozvoj AI infrastruktury, především budování datacenter. Pokud by došlo k problémům – pomalejší tempo investic, méně rychlý než očekávaný růst příjmů z AI, mělo by to za následek výrazné zpomalení celkového růstu a pravděpodobně vznik sestupné spirály: pokles cen akcií by eliminoval efekt bohatství a oslabil osobní spotřebu, nižší investice do AI by vedly ke slabším celkovým investicím. To by mělo negativní vliv na trh práce, který je v rovnováze jen díky slabému propouštění, což by dále negativně ovlivnilo růst. Nynější pozitivní růstový obrázek ekonomiky je tedy sice reálný, ale zároveň značně křehký. Růst sazeb je jedním z faktorů, který může naklonit rovnováhu směrem k prudkému zpomalení. Vývoj cen a výnosů dluhopisů některých společností ze sektoru AI ukazuje, že investoři berou toto riziko vážně, což však samo o sobě zvyšuje pravděpodobnost negativního vývoje.

Srovnání aktuální situace v USA a EMU

ECB a Fed jsou v mnoha směrech v rozdílné situaci. Největší rozdíl je v aktuální úrovni sazeb. Celková inflace se v Evropě po postpandemické inflační vlně dostala na cíl (2024–2025) a ke 2 % klesly i úrokové sazby. V USA se po pandemii nikdy nepodařilo dostat inflaci na cíl, což přinutilo Fed držet sazby mnohem výše: neklesly pod 3,75 %. Neutrální úroková sazba ECB je odhadována na 2,0–2,5 %, neutrální sazba Fedu je podle dlouhodobé projekce FOMC 3,0–3,5 %. Sazby ECB se tedy dostaly na neutrální úroveň, sazby Fedu zůstaly mírně nad ní. Celková inflace v EMU je 3,8 %, v USA 3,7 % (říjen), jádrová inflace v EMU je 2,5 % a v USA (CPI) 2,6 %. Aktuální inflace je tedy

zhruba stejná. ECB tedy měla silnější důvody pro zvyšování sazeb než Fed. Začíná z nižší úrovně sazeb a sazby jsou nadále citelně nižší, než je tomu u Fedu. Inflace je přitom srovnatelná při aktuálně poměrně solidním růstu v EMU. U ECB tedy vidíme důvody pro růst sazeb jako poměrně nepochybné, v USA jako diskutabilní.

Závěr

Odpověď na titulní otázku, zda Fed udělal chybu, je aktuálně nejistá a záleží na úhlu pohledu na aktuální stav americké ekonomiky a především na inflační a růstová rizika. Jde o stejný princip jako u známého příkladu, kdy pesimista vidí poloprázdnou a optimista poloplnou sklenici. Definitivní odpověď tak přinese až vývoj situace v následujících měsících. Podle našeho názoru jsou inflační rizika v USA přeceňována – ukazuje na to stále poměrně nízká jádrová inflace a stále malá šíře položek inflačního koše se silným růstem cen. Pokud nedojde k dalšímu výraznému růstu cen ropy, začne od druhého čtvrtletí působit bazický efekt, který celkovou inflaci výrazně sníží. Působení bazického efektu by sice měl zmírňovat očekávaný růst cen potravin, ale ten by neměl být tak výrazný, jako bylo letošní zvýšení cen energií. Pokud by se konečně podařilo uklidnit situaci v oblasti Perského zálivu, klesly by následně ceny ropy a celková inflace by v takovém případě dramaticky zpomalila. Vývoj mezd přitom neukazuje na kumulaci sekundárních efektů – postupná pomalá desinflace ve službách by měla pokračovat. Zpomalovat by měl také růst nájmů, jak indikuje index clevelandského Fedu mapující nově uzavírané nájmy. Růst cen způsobený boomem AI je sice reálný, ale podíl složek spotřebního koše, kterého se týká, je malý a je vysoce nepravděpodobné, že by měl podstatnější dopady na širší spotřební koš – ovlivněné položky nemají charakter pohonných hmot nebo potravin, které bezprostředně ovlivňují životní náklady. Faktorem, který by mohl jednoznačně identifikovat zvýšení sazeb Fedem jako chybu, je možné zpomalení sektoru AI. To by mohlo přímo zvrátit růstovou rovnováhu ekonomiky směrem k výkonnosti citelně pod potenciálem a také by patrně vedlo podstatnému poklesu akciového trhu s rizikem širší nestability finančního sektoru. Což by jen dále zpomalilo ekonomiku a vytvořilo riziko recese. Trh počítá s vyššími sazbami Fedu po delší dobu, jak ukazují například výnosy amerického dvouletého státního dluhopisu. Lehce se ale může stát, že už ve druhém pololetí příštího roku uvidíme jejich překvapivě rychlý pokles.

Česká republika

Hlavním tahounem české ekonomiky zůstává domácí spotřeba, což ale v kombinaci s vysokou jádrovou inflací nutí ČNB ke zvyšování sazeb. Další zvýšení sazeb v listopadu je téměř jisté. Zda bude poslední, bude záležet na dalším vývoji jádrové složky inflace.

Ekonomická aktivita

Navzdory pokračujícímu geopolitickému napětí i vysokým cenám energií česká ekonomika stále vykazuje známky silné odolnosti. Srpnová data z průmyslové produkce ukázala meziroční růst o 2,6 %, což je sice méně, než očekával trh, ale stále se jedná o příznivé číslo. Otázkou ale zůstává, zda bude odolnost českého průmyslu trvat i nadále. V tomto ohledu dávají předstihové indikátory poněkud nejednoznačný obrázek. Podle indikátorů ČSÚ došlo v říjnu k poklesu nálady v průmyslu o 5,6 bodu. Naopak PMI zůstává stále optimistické a v říjnu se dokonce zvýšilo na 55, nejvyšší hodnotu za 4,5 roku.

Srpnové výsledky stavebnictví sice na první pohled zklamaly, když stavebnictví meziročně pokleslo o 1,4 %, to ale bylo způsobeno zejména vysokou srovnávací základnou u inženýrských staveb. Pozemní výstavba pokračuje v nastaveném tempu. Meziročně vzrostla o silných 5,9 %.

Spotřeba českých domácností zůstává silná a nadále tak bude hlavním tahounem ekonomického růstu. V srpnu maloobchodní tržby rostly reálně meziročně po sezónním očištění o 4,3 % a pokračovaly tak přes značnou volatilitu v nastaveném tempu, které drží poslední tři roky. Maloobchod dlouhodobě táhnou prodeje přes internet. V srpnu naopak klesly tržby za pohonné hmoty. Spotřeba pohonných hmot ale klesala jen mírně a celkově se zdá, že aktuální vysoké ceny pohonných hmot české automobilisty od cest autem neodradily. Celkové reálné tržby za pohonné hmoty se drží na srovnatelných hodnotách, jaké byly obvyklé na počátku roku před strmým nárůstem cen. Silnou spotřebu ukazují nejen měsíční data z reálné ekonomiky, ale i předstihové indikátory. V říjnu důvěra spotřebitelů podle ČSÚ sice klesla, ale jen velmi mírně a stále se drží nad svým dlouhodobým průměrem.

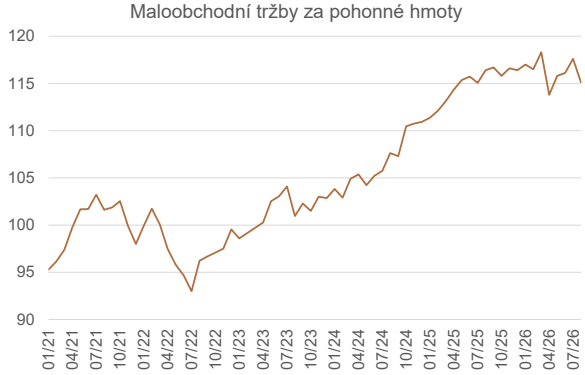
Inflace a centrální banka

Inflace v září zesílila na 2,5 % a poprvé od května se tak vrátila nad 2% inflační cíl centrální banky. Za zvýšením inflace stály hlavně ceny energií. Naopak i nadále inflaci tlumí ceny potravin. Mírné překvapení přinesla jádrová inflace, která oproti očekávání mírně stoupla ze srpnových 3 % na 3,1 %. Jádrová inflace roste pozvolna od počátku roku, kdy se pohybovala okolo 2,7 %. Růst jádrové inflace tak bude pro bankovní radu ČNB dalším argumentem pro další zvýšení sazeb. My očekáváme, že k němu dojde již na listopadovém zasedání. Pokud by došlo v následujících měsících k dalšímu zvýšení jádrové inflace, může ČNB uvažovat ještě o dalším navýšení sazeb. Zatím ale ponecháváme náš základní scénář s vrcholem sazeb na 4 % a jádrovou inflací v blízkosti 3 %. Celková inflace ale svého vrcholu ještě nedosáhla. Do konce roku by se sice mohla držet v hodní polovině inflačního pásma, ale na počátku příštího roku se s velkou pravděpodobností vyšplhá nad 3 %. Tento vývoj je dán hlavně vývojem cen pohonných hmot, vypadnutím vyšší srovnávací základny kvůli poplatkům za POZE, ale i cenami potravin, které v letošním roce naopak přispívaly k desinflaci. Vzhledem k tomu, že očekáváme, že se vysoké ceny hnojiv i energií musí postupně promítnout do potravin, měly by potraviny působit v příštím roce proinflačně. Vzhledem k jejich vysoké váze (17 %) ve spotřebitelském koši by efekt rostoucích cen potravin do celkové inflace měl být výrazný.

Rizika

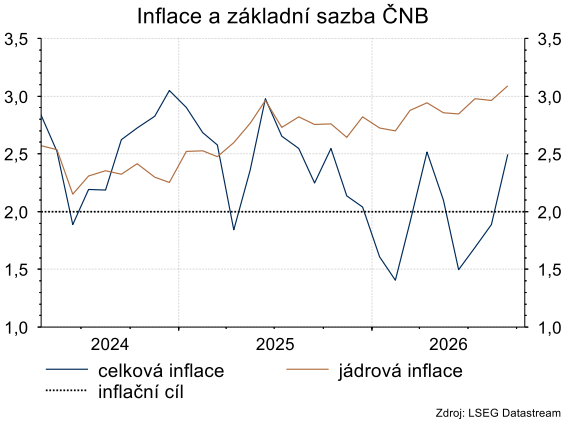
Vnější geopolitická rizika zůstávají stále stejná ve formě zvýšené nejistoty a vysokých cen energií. Domácí inflační tlaky, které se projevují v jádrové inflaci, zvyšují riziko, že ČNB zpřísní měnovou politiku více, než očekává náš základní scénář.

Vysoké ceny pohonných hmot nepřiměly české domácnosti jezdit auty méně.



Zdroj: ČSÚ

Celková inflace roste kvůli cenám energií, jádrová inflace reflektuje rychlé tempo růstu cen služeb.



Zdroj: LSEG Datastream

Evropská měnová unie

Navzdory vysokým cenám ropy, geopolitickému napětí i politickým třenicím v některých zemích zůstává eurozóna stále odolná. První známky zpomalení přinášejí předstihové indikátory především ve Francii.

Ekonomická aktivita

Geopolitické napětí se stupňuje a zároveň se v některých zemích eurozóny zhoršuje vnitropolitická situace. Francii sužují před prezidentskými volbami masivní studentské protesty, Španělsko čekají předčasné volby a v Německu sílí extrémistická strana. Ekonomiky eurozóny přesto doposud zůstávaly relativně odolné vůči těmto vlivům. Ani poslední čísla z reálné ekonomiky neukazují na přicházející krizi, ale k určitému zpomalení dochází. Podle posledních údajů maloobchodních tržeb spotřeba domácností sice nevykazuje akceleraci růstu, ale i přes přetrvávající energetický šok zůstává stabilní. Tomu pomáhají nahromaděné úspory. Míra úspor zůstává o 2 pb výše než před pandemií, což otevírá prostor pro navýšení spotřeby. K němu ale v období extrémní nejistoty jen těžko dojde. Akceleraci spotřeby domácností proto neočekáváme. Domníváme se, že růst spotřeby domácností se bude i nadále pohybovat okolo 1 % meziročně. Poslední čísla za maloobchodní tržby tomuto tempu odpovídají. V srpnu maloobchodní tržby vzrostly o 0,8 % y/y.

Na první pohled zklamaly výsledky průmyslové výroby za srpen. Meziměsíční pokles o 0,5 % byl pro trhy, které čekaly stabilitu, nemilým překvapením. Za tímto poklesem ale z velké části stálo Irsko (-3,2 % m/m), které je kvůli svým daňovým podmínkám sídlem řady velkých firem, které do Irska často přesouvají zisky, patenty nebo duševní vlastnictví, což potom ve statistikách vytváří volatilitu, která s reálnou ekonomickou nemá nic společného. Nicméně i bez irských dat průmyslová výroba v srpnu meziměsíčně klesla o 0,2 %.

Předstihové indikátory byly v poslední době optimističtější než tvrdá data z ekonomiky, proto jejich říjnové zhoršení nebylo překvapením, i když bylo o něco prudší, než se čekalo. Kompozitní PMI se ale i tak drží pevně nad hladinou 50 bodů. V říjnu poklesl na 51,9 bodu, což implikuje mezičtvrtletní růst o 0,3 %. V minulých třech měsících PMI signalizovaly o 0,1 pb vyšší růst ekonomiky. Za poklesem PMI stojí hlavně situace ve Francii, kde index naznačuje pokles ekonomické aktivity.

Inflace a centrální banka

Inflace v eurozóně v září opět vzrostla ze srpnových 3,2 % na 3,8 %. Stejně jako v předchozích měsících růst inflace táhly ceny energií (18,8 % y/y). Jádrová inflace mírně vzrostla ze srpnových 2,4 % na 2,5 % v září. Za růstem jádrových cen stály v září hlavně ceny letenek, zájezdů a ubytování. Růst cen ale přišel po srpnovém propadu, takže se s největší pravděpodobností jedná o běžnou volatilitu. Setrvačnost jádrové inflace je způsobena hlavně technologickými produkty (hardware, software, digitální infrastruktura), naopak sekundární efekty vysokých cen ropy se prozatím v inflaci neprojevují.

Vzhledem k tomu, že je růst inflace tažen hlavně cenami energií, nikoliv sekundárními efekty, nespěchá ECB se zvyšováním sazeb. Na říjnovém zasedání tak podle očekávání ponechala sazby beze změny. Prezidentka Lagarde na tiskové konferenci poměrně jednoznačně nastínila vysokou pravděpodobnost zvýšení sazeb na prosincovém zasedání.

Rizika

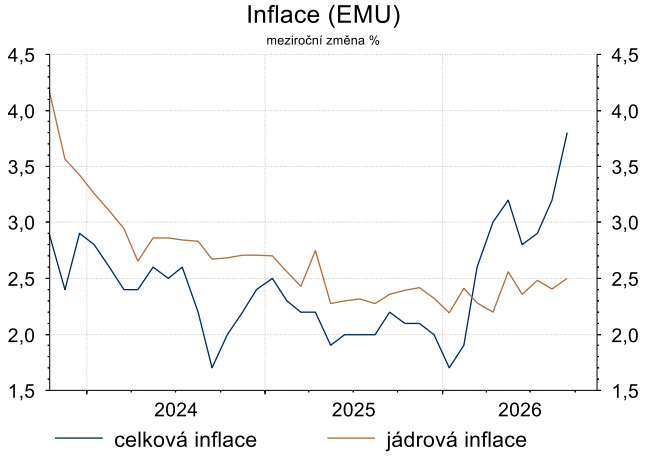
Kromě trvajícího geopolitického rizika ohrožují eurozónu i vnitřní problémy. Ten největší je ve Francii. Pokud se nepodaří situaci zvládnout, může být nakonec nucena do situace vstoupit i ECB, aby ulevila francouzskému dluhopisovému trhu. Vzhledem k jeho velikosti bude ale tato pomoc nákladná.

Vysoká míra úspor dává prostor pro zvýšení spotřeby, ale nejistota je příliš vysoká a spotřebitelé přeopatrní.



Zdroj: LSEG Datastream

Inflaci táhnou vysoké ceny energií, jádrová zůstává stabilní.



Zdroj: LSEG Datastream

Spojené státy americké

Trh práce zůstává stabilní i přes výkyvy v tempu přírůstku počtu zaměstnanců. Inflace byla poněkud vyšší, než se čekalo, především u PPI. Problémem je i nadále vysoká cena ropy. Konjunkturální indikátory i tvrdá data (průmyslová produkce, maloobchodní tržby) zůstávají relativně silné. Náznak možných problémů se projevil v kolísání cen akcií vázaných na AI a v růstu spreadů korporátních dluhopisů, opět především ze sektoru AI.

Ekonomická aktivita

Proti předchozímu měsíci se situace otočila, údaje z trhu práce tentokrát překvapily negativně. Týkalo se to především změny počtu zaměstnanců a rychlosti růstu mezd. Míra nezaměstnanosti zůstává poměrně stabilní, blízko ideálních hodnot. Slabý růst mezd může potenciálně negativně ovlivnit osobní spotřebu, ta je však zatím stabilní. Maloobchodní tržby rostly především kvůli vyšším cenám benzínu, po očištění o volatilní položky byly blízko stagnaci. Spotřebitelská důvěra pokračuje v poklesu, což ukazuje na riziko slábnutí osobní spotřeby, klíčové položky HDP. Průmyslová produkce rostla solidně, včetně zpracovatelského průmyslu. Investice jsou silně koncertované do budování AI infrastruktury, což s sebou nese riziko, že by v případě problémů (zdražování financování, problémy se subdodávkami, politicky motivované omezování výstavby datacenter) mohlo dojít k rychlému a podstatnému zhoršení růstové dynamiky. Konjunkturální indexy však zatím nic takového nenaznačují – jak ISM, tak PMI ukazují na silnou expanzi ve výrobním sektoru i službách.

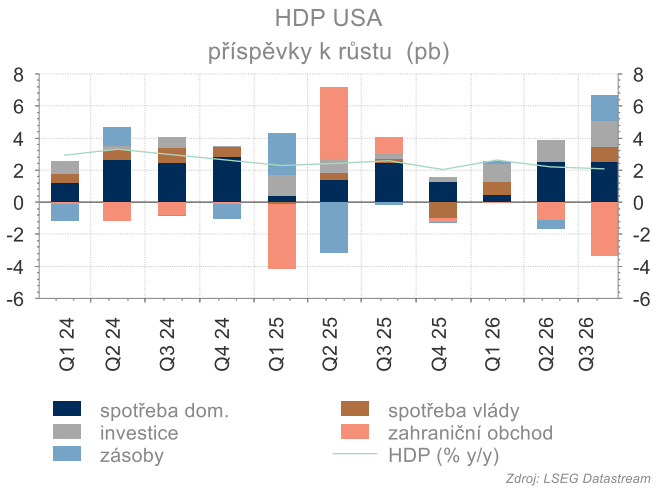
Inflace a centrální banka

Za vyšší inflaci mohou vysoké ceny ropy, které se zatím jen velmi omezeně přelévají do dalších položek spotřebního koše. Projevují se i v některých položkách jádrové inflace, jako jsou například letenky. K vyšší inflaci přispěly i některé další tradičně volatilní položky jako ojetiny. Poněkud překvapivě zrychlil růst nájmů. Překvapivě proto, že jak vývoj cen nemovitostí, tak index nově uzavíraných nájmů ukazují spíše na slábnutí jejich dynamiky. PPI naznačilo rizika pro budoucí vývoj. Výrazně rostly hrubé marže, což ukazuje na rychlé přelévání inflace z cen vstupů na ceny výstupů. Pro inflaci zůstane rozhodující vývoj cen ropy a druhá polovina října v tomto směru rozhodně nedala důvod k optimismu. Fed v souladu s očekáváním ponechal na říjnovém zasedání FOMC sazby beze změny. Dva hlasy byly pro zvýšení sazeb. V prohlášení po zasedání bylo zlepšeno hodnocení růstu ekonomiky ze „solidní“ na „silný“. Vysvětleno bylo, že Fed sazby nezvýšil, protože čeká na další informace, které mu umožní lépe posoudit stav ekonomiky a poté přijmout adekvátní rozhodnutí zajišťující návrat inflace na cíl. My i trh nadále počítáme se zvýšením v prosinci.

Rizika

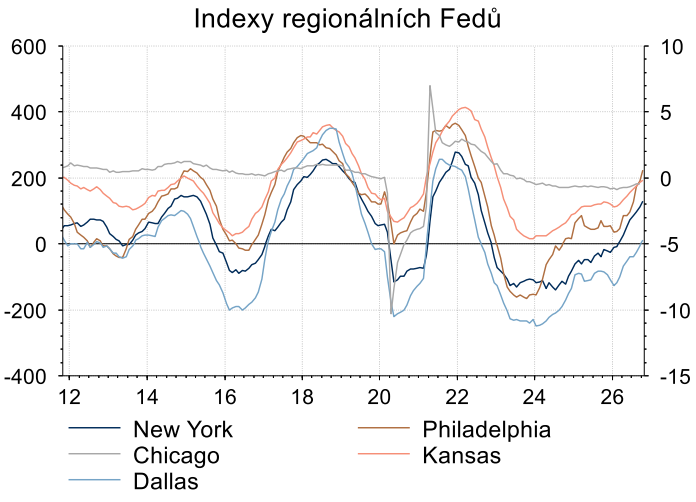
Na začátku listopadu se konají volby do Kongresu, které patrně vyhrají demokraté. To by mělo značně omezit prostor pro prezidenta Trumpa, a tím pádem zklidnit situaci. Mohlo by to mít pozitivní dopad na konflikt s Íránem, což by mohlo vést k trvalému poklesu cen ropy a snížení inflace. Stabilizovat by se mohla i stále nepřehledná situace kolem cel a zmírnit by se mohlo napětí mezi USA a EMU. Na druhou stranu hrozí agresivnější legislativní postup omezující boom AI (bezpečnost a výstavba datacenter), což by mohlo dále zvýšit pochybnosti o návratnosti investic do AI a tím generovat nestabilitu především na akciovém trhu.

Růst ve třetím čtvrtletí táhla silná osobní spotřeba a investice.



Zdroj: LSEG Datastream

Indexy regionálních Fedů potvrzují sílu ekonomiky.



Zdroj: LSEG Datastream

EUR/USD

Po září, které bylo ve znamení posilování dolaru, přinesl říjen zklidnění a konsolidaci. Kurz se většinu času držel mezi 1,117 a 1,124. Euro negativně ovlivňovaly problémy Francie, stačilo to však pouze na to, aby si dolar udržel zisky. Trh u obou centrálních bank čeká další zvýšení sazeb, agresivita těchto očekávání však mírně zeslábla kvůli větší nejistotě a horším růstovým vyhlídkám. Evropu tížila politická nejistota a dopad vysokých cen energií, Spojené státy napětí před volbami do Kongresu a zvyšující se nervozita kolem investic do AI. Kongresové volby pravděpodobně udělají z Donalda Trumpa chromou kachnu, tedy podstatným způsobem omezí jeho akceschopnost, což by mohlo vést ke zklidnění napětí mezi USA a EMU a ke zklidnění v oblasti Perského zálivu. Oboje by mohlo přispět ke zlepšení důvěryhodnosti USA, a tedy dále přispět k přílivu investic do USA. Tuto tendenci by mohly podpořit i politické problémy Evropy, pokud se je nebude dařit řešit. Dolar tak má ve značně napjaté a nejisté situaci lepší perspektivu a je dobře možné, že ještě do konce roku uvidíme pokračování zářijového trendu k jeho posílení.

EUR/CZK

Koruna v průběhu října částečně korigovala své zářijové ztráty a z hodnot 24,45 EUR/CZK na počátku října se postupně dostala až na 24,25 EUR/CZK. Za tímto vývojem nestál žádný domácí ani zahraniční ekonomický fundament. Spíše se jednalo o tržní korekci. Koruna překvapivě nereagovala na rostoucí napětí ve Francii, které vyvolalo výprodeje francouzských dluhopisů a zvýšilo rizikovou averzi, která většinou koruně nesvědčí. Tentokrát ale korunu nechala chladnou. Částečně tomu pomohla očekávání blížícího se dalšího zvýšení sazeb ČNB.

Ani v dalším měsíci nečekáme žádnou výraznou změnu trendu. Očekáváme, že koruna bude nadále oscilovat okolo 24,3 EUR/CZK. Volatilitu mohou zvýšit především externí faktory. Geopolitická situace nahrává nárůstu rizikové averze, která by mohla korunu znejistit, na druhou stranu úrokový diferenciál a očekávané další zvýšení sazeb ČNB činí korunu atraktivní.

Dluhopisy

Na začátku října vyvrcholil růstový trend výnosů amerických státních dluhopisů. Ve druhém týdnu měsíce začala silná korekce. Primárním důvodem korekce byl podle našeho názoru přílišný předchozí růst výnosů. Nehledě na problémy USA s růstem zadlužení a vysokými rozpočtovými schodky zůstávají americké státní dluhopisy prakticky nenahraditelným aktivem nejen pro finanční systém USA, ale i globálně. Pokud se vůbec toto konstatování změní, bude to dlouhodobý postupný proces, ne nějaká forma rychlého zhroucení, to je vzhledem k jejich objemu a roli prakticky nemožné. Spouštěcím mechanismem korekce byly rostoucí obavy z problémů, které by finančnímu systému mohla přinést nestabilita generovaná obrovským objemem investic do AI. Jako příklady je možné uvést prudký růst výnosů dluhopisů některých společností (Coreweave 15 %) anebo růst sazeb CDS (credit default swap) velkých společností jako už dříve Oracle a čerstvě Meta. Předpokládáme, že do konce roku by mohlo dojít ke stabilizaci a konsolidaci (výnos desetiletého státního dluhopisu mezi 4,5 % až 5,0 %). Vítězství demokratů v kongresových volbách by mohlo přinést omezení aktivity prezidenta Trumpa, a tedy určitou politickou stabilizaci. Pokud by se dále stupňovalo napětí kolem investic do AI infrastruktury, mohly by výnosy klesnout pod 4,5 % směrem ke 4,0 % kvůli tokům investic do bezpečí státních dluhopisů.

V Evropě největší pozornost budil vývoj francouzských dluhopisů – dlouhodobé obavy o zdraví francouzských veřejných financí, politickou stabilitu a schopnost tyto problémy řešit ještě zesílila vlna násilných demonstrací. Vedlo to k citelnému růstu výnosů a především k rozšíření spreadu mezi německými a francouzskými výnosy na hodnoty na úrovni dluhové krize z počátku minulého desetiletí. Německý desetiletý výnos přitom zhruba sledoval vývoj svého amerického kolegy, ve druhé polovině měsíce tedy klesal. Také u německého výnosu hrály roli toky do bezpečí, ale na rozdíl od USA, kde šlo o rotaci z akcií a korporátních dluhopisů do státních dluhopisů, šlo v Evropě o rotaci ze státních dluhopisů pokládaných za ohrožené do dluhopisů pokládaných za bezpečné (hlavně německých). Z velkých států EMU si Francie vedla jednoznačně nejhůře, Itálie sice o poznání lépe, ale stále citelně hůře než Španělsko, které jen mírně zaostalo za Německem. Toto pořadí není dáno ani tak celkovou výší zadlužení, tam stále vede Itálie, ale spíše jeho vývojem – Francie má jednoznačně nejhorší vyhlídky z hlediska udržitelnosti současného trendu a zároveň z hlediska schopnosti ho změnit. Vývoj francouzských dluhopisů bude v následujících měsících sledován velmi pozorně kvůli riziku, že by mohlo dojít k destabilizaci trhu a vzniku krize podobné jako tomu bylo u Řecka. Rozdíl je především v celkovém objemu dluhu: francouzský je podstatně větší, a proto by krize byla podstatně hůře zvladatelná. Výnosy německých dluhopisů by toto riziko mělo držet spíše níže. Zhoršování situace by také mohlo omezit prostor ECB pro zvyšování sazeb.

V první polovině října se vyvíjel český trh v souladu s německým trhem, ve druhé polovině měsíce se však české výnosy držely zřetelně výše. Divergence ve druhé polovině měsíce měla dva zdroje: nadále mírně rostoucí výnos na krátkém konci výnosové křivky kvůli očekávanému utahování měnové politiky a vyšší citlivost trhu na vysoký rozpočtový schodek. Podle našeho názoru trh svá očekávání růstu sazeb ČNB výrazně přehání. Obavy z výše schodku jsou oprávněné, ale v kontextu

současné situace v Evropě na tom Česká republika není zdaleka nejhůře a například ve srovnání s Polskem je na tom české zadlužení a rozpočtový schodek citelně lépe, přesto rozdíl ve vývoji výnosů není nijak výrazný.
V dohledné době patrně české dluhopisy sice zůstanou pod tlakem kvůli zvýšené nejistotě, ale v delším horizontu mají dobrou perspektivu.

Akcie

Na akciový trh se vrátila nervozita a nejistota kolem akcií ze sektoru AI. Obavy se opět soustředily na výši výdajů a riziko, že růst příjmů z AI nebude stačit na splácení půjček. Nejvíce trpěly vysoce zadlužené společnosti výhradně závislé na AI. Nervozita se nepodepsala pouze na cenách akcií, trpěly i dluhopisy z tohoto sektoru – symbolem se stala společnost CoreWeave (datová centra pro AI), jejíž dluhopis dosáhl výnosů 15 %. Obavy se projevily také růstem nákladů na pojištění proti defaultům, tedy růstem sazeb CDS (credit default swap). Akciový trh přitom netrpěl plošně, šlo spíše o rotaci z technologií do sektorů vnímaných jako bezpečnější. Index S&P 500 díky tomu trpěl méně než index technologického trhu NASDAQ. Na konci měsíce trh ovlivnila výsledková sezóna a rychle se blížící IPO (initial public offering) klíčové společnosti ze sektoru AI Anthropic. Výsledková sezóna vesměs probíhala dobře ve smyslu silného růstu příjmů a zisků, a to zejména v sektoru AI. Zároveň však ukázala růst problémů s financováním investic do AI infrastruktury – cena akcií společnosti Meta sice zpočátku pozitivně reagovala na pozitivní vývoj ziskovosti, ale brzy převážily obavy kvůli záporným hotovostním tokům a financování investic formou vydávání nových akcií. Evropa je výkyvům cen technologických akcií přímo vystavena minimálně, protože jejich zastoupení je minimální, ale zato měla v říjnu jiný důvod k neklidu. Šlo o zhoršující se situaci ve Francii, což se projevilo také poklesem indexu Pařížské burzy. Německý index DAX sice nijak nezářil, ale výraznějšímu poklesu se vyhnul. Listopadové obchodování budou i nadále ovlivňovat měnící se nálady kolem AI a nejistota kolem Francie. Důležité bude, jak se budou vyvíjet názory trhu na měnovou politiku Fedu a ECB, roli může hrát i geopolitika. Výhled je tedy nejistý, podle nás spíše pesimistický. Prostor pro růst by měl být do konce roku omezený, rizikem je spíše tendence k poklesu nebo i propad, pokud by se objevil nějaký spouštěcí impuls.

Pražské burze se v říjnu nedařilo a poměrně výrazně klesla. Mírně rostly pouze tři tituly: ČEZ, Moneta a VIG. Nejvýrazněji klesly akcie Doosan Škoda Power po zveřejnění prodeje 17 % akcií majoritním vlastníkem za cenu 405 Kč, což vytvořilo novou referenční úroveň. U dalších titulů šlo především o vybírání zisků po předchozím růstu. U CSG a Colt hrálo roli i určité ochladnutí optimismu ohledně zbrojařského sektoru v celé Evropě. Z ekonomického hlediska je pro akcie nepříznivý růst výnosů dluhopisů. Vyhlídky do konce roku jsou spíše negativní podobně jako ve světě.

Kredit

Pokud vydrží lákavé výnosy státních i korporátních dluhopisů, můžeme pomalu děti začít připravovat na chudší nadílku pod stromečkem. Začíná být totiž opravdu složité ubránit se pokušení investovat i část prostředků, které máme v rodinných rozpočtech připravené právě na vánoční nákupy. Elegantní cestou ven z této šlamastyky budou pravděpodobně Dluhopisy Republiky, jejichž parametry nám ale ministerstvo představí až v průběhu listopadu. Do té doby nám ale stihli udělat radost dva ostřílení emitenti. Developer Trigema umístil prostřednictvím ČSOB čtyřleté zelené dluhopisy v objemu půl miliardy, s výnosem, který o jednu desetinku překonal hranici osmi procent. Hned vzápětí přišla na trh investiční skupina Penta s dalším dluhopisem od sítě lékáren Dr. Max. O umístění pětiletého dluhopisu v maximálním objemu 3,5 mld. CZK a s výnosem 7,25 % se postaralo hned 5 vedoucích spolumanažerů, které doplnila přímo Penta Bank v pozici co-lead manažera. Na trhu zatím nic nenasvědčuje tomu, že bychom se s výnosy korporátních dluhopisů měli vracet zpět pod sedm procent. Lze ale očekávat, že pro některé emitenty už bude současný úrok příliš vysoký, a tak odloží své plánované emise na příhodnější období.

Komodity

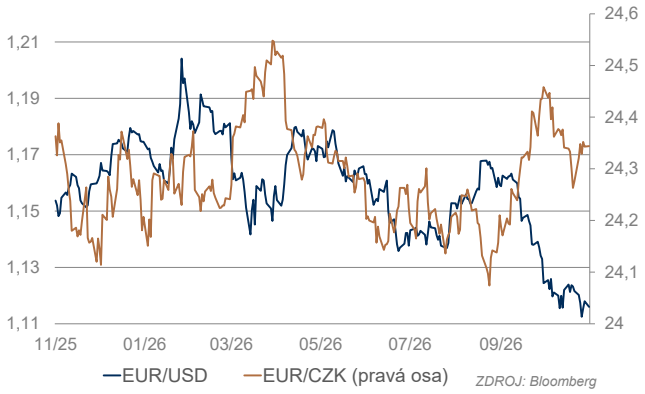
Ceny ropy v říjnu výrazně narostly, ale jejich růst byl nerovnoměrný: Brent narostl až lehce nad 115 USD/brl, WTI pouze lehce nad 100 USD/brl. Už na konci září došlo k rozšíření spreadu mezi těmito klíčovými benchmarky ze zhruba 5 USD nad 12 USD. Situace v oblasti Perského zálivu zůstává nejasná a napjatá, zhoršují se útoky Hútíů na Saudskou Arábii. Ceny ropy drží vysoko patrně hlavně obavy z možných dopadů těchto útoků na těžbu ropy, protože jinak to podle dostupných informací vypadá na solidní objemy exportů ropy z Blízkého východu. Brent je na situaci na Blízkém východě citlivější než WTI, proto dochází k rozšíření spreadu. Ceny ropy započítávají eskalaci, jakýkoliv náznak uklidňování by měl posunout rovnováhu směrem k poklesu cen, především ceny Brentu. Na riziko posunu ceny směrem dolů ukazuje i vývoj zásob v USA: pohotová zásoba v Cushingu se po propadu po začátku konfliktu rychle vrací na vysoké úrovně, komerční zásoby sice klesly, ale před začátkem konfliktu byly mimořádně vysoké, takže klesly jenom k úrovním, které jsou ještě normální, a strategické zásoby byly silně čerpány kolem poloviny roku, přičemž aktuálně jsou využívány jen minimálně a jsou nadále dostatečné. Rizika jsou tedy silně vychýlena směrem k nižší ceně ke konci roku.

Zlato v říjnu nejdříve konsolidovalo kolem 4150 USD/oz, ke konci měsíce kleslo pod 4000 USD/oz. Vývoj na finančních trzích byl pro zlato nepříznivý: silnější dolar

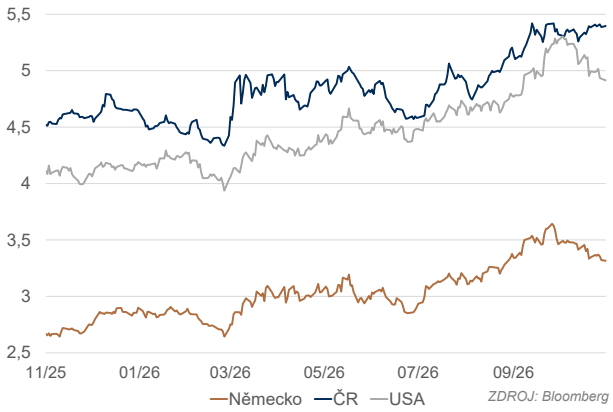
a vyšší sazby by měly tlačit cenu zlata dolů. To, že byl pokles poměrně omezený, souvisí se stále značně nejistou a napjatou situací: geopolitika, zhoršující se situace ve Francii, obavy z možného kolapsu cen akcií společností navázaných na AI a v neposlední řadě stále trvající obavy o dlouhodobou udržitelnost veřejných financí ve vyspělých státech. Všechna tato rizika by měla zlatu udržet dlouhodobou atraktivitu, to však neznamená, že krátkodobě se nemůže dostat pod tlak. Hrozící další růst sazeb ECB a Fedu a možné další posílení dolaru mohou dostat zlato přechodně pod tlak a vést k testování psychologické hladiny 4000 USD/oz.

Finanční trhy

Devizové kurzy



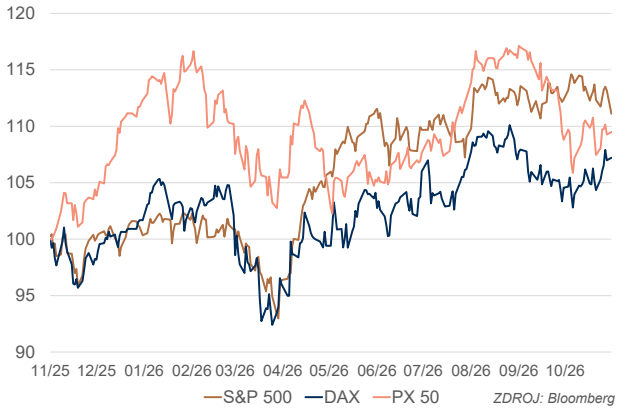
Dluhopisy (10 let)



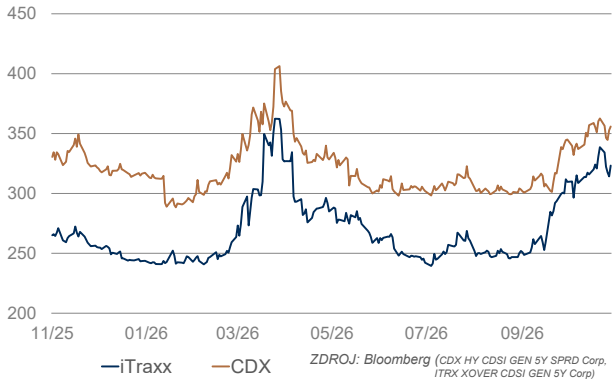
Index volatility VIX



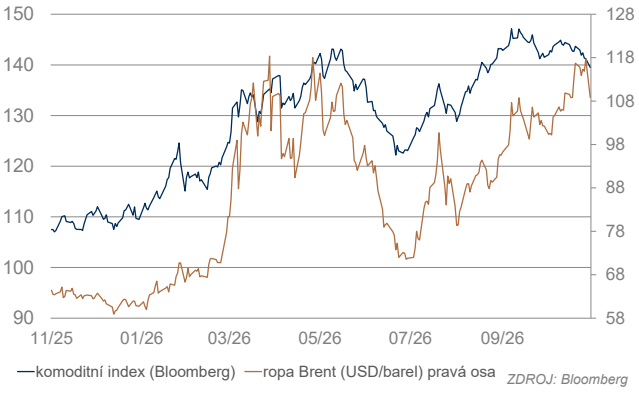
Akciové indexy (1.10. 2025 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



Finanční trhy

	M-12	M-1	SOUČASNÁ HODNOTA	3 M ODHAD	3 M ZMĚNA*	6 M ODHAD	6 M ZMĚNA*	12 M ODHAD	12 M ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	4,00-4,25	3,50-3,75	3,75 - 4,00	4,00 - 4,25	↑	4,00 - 4,25	→	3,50 - 3,75	↓
ECB	2,00	2,00	2,50	2,75	↑	2,75	→	2,5	↓
ČNB	3,50	3,50	3,75	4,00	↑	4	→	3,75	↓
KURZY									
EUR/USD	1,16	1,13	1,12	1,12	→	1,12	→	1,12	→
EUR/CZK	24,3	24,4	24,3	24,3	→	24,3	→	24,3	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	3,61	4,89	4,58	4,5	↓	4,3	↓	4,0	↓
US dluhopis 10y	4,10	5,28	4,92	5,0	↑	4,7	↓	4,3	↓
Něm. dluhopis 2y	1,99	3,21	3,06	3,0	↓	2,8	↓	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	2,64	3,59	3,33	3,5	↑	3,3	↓	3,0	↓
České dluhopisy 2y	3,61	3,99	4,28	3,9	↓	3,8	↓	3,6	↓
České dluhopisy 10y	4,47	5,08	5,32	5,0	↓	4,7	↓	4,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	325,7	341,1	352,7	310	↓	320	↑	335	↑
EMU iTraxx 5y	262,6	300,0	319,1	265	↓	290	↑	310	↑
AKCIE									
S&P 500	6822,3	7651,5	7720,4					7900	↑
Eurostoxx 50	5699,2	6269,0	6172,7					6500	↑
DAX	24118,9	25199,2	26008,2					26500	↑
CSI 300	4709,9	4357,6	3985,5					4600	↑
PX 50	2375,6	2675,3	2639,2					2800	↑

* 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)	2,5	2,8	2,8	2,8	2,1	1,8	1,6	1,9	1,1	2,7	2,2	2,5
soukromá spotřeba	1,5	3,1	2,5	3,0	3,3	2,7	3,5	3,1	2,5	2,6	3,2	3,0
vládní spotřeba	2,3	2,1	2,5	1,9	1,4	1,0	-0,2	0,1	3,1	2,2	0,7	0,9
investice	0,5	1,8	4,2	6,6	6,5	7,1	4,0	3,2	-2,6	3,3	4,5	2,8
dovoz	4,9	5,8	3,3	4,6	5,3	3,7	7,1	7,4	0,6	4,7	7,3	4,5
vývoz	3,5	3,8	2,4	4,2	2,9	3,3	5,1	5,3	1,8	3,5	5,4	4,6
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,1	4,4	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1	5,0	3,8	4,4	5,0	4,9
inflace (% y/y)	2,7	2,4	2,5	2,2	1,6	2,0	1,9	2,4	2,4	2,5	2,0	2,5
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,7	0,7	-0,5	-0,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,0	-2,1	-2,6	-2,9
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	43,2	44,2	45,5	47,2

Evropská měnová unie

	2025				2026*				2024	2025	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,6	1,4	1,1	1,1	0,6	1,2	1,3	1,1	1,3	1,2	1,0	1,3
soukromá spotřeba	1,7	1,6	1,2	1,3	0,9	1,2	1,2	0,9	1,6	1,4	1,1	1,1
vládní spotřeba	1,6	1,4	1,4	1,6	2,3	2,0	1,6	1,4	2,4	1,6	1,8	1,2
investice	2,4	3,7	2,9	2,8	0,2	1,4	1,0	0,7	-1,6	2,8	0,9	1,7
dovoz	4,2	2,7	3,5	3,5	1,8	3,8	2,7	3,1	0,7	3,4	2,8	2,6
vývoz	2,6	0,3	2,2	2,0	-0,1	4,1	3,0	3,3	1,4	1,7	2,5	2,7
nezaměstnanost (%)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,4	6,4	6,2	6,4	6,4	6,3	6,4	6,3
inflace (% y/y)	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	3,0	3,2	3,8	2,4	2,1	3,0	2,6
jádrová inflace (% y/y)	2,6	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,3	2,2	2,8	2,4	2,3	2,2
běžný účet (% HDP)	2,2	1,9	1,8	1,7	1,7	1,6	1,3	1,3	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)	2,3	2,4	2,6	2,0	2,6	2,2	2,1	2,6	3,0	2,3	2,3	2,2
soukromá spotřeba	3,1	2,7	2,7	2,1	2,1	2,5	2,5	2,6	2,9	2,6	2,4	2,2
vládní spotřeba	2,9	2,6	1,7	-0,7	0,6	0,1	1,0	2,8	4,5	1,6	0,7	1,2
investice	7,1	1,7	1,1	2,6	-1,0	3,4	7,9	8,7	3,6	3,1	4,9	5,1
dovoz	14,0	2,3	-0,4	-1,0	-5,6	5,5	10,3	11,8	5,9	3,6	4,3	4,7
vývoz	3,0	1,7	2,3	1,3	4,0	5,8	2,0	3,7	3,6	2,1	4,1	2,1
nezaměstnanost (%)	4,1	4,2	4,3	4,5	4,3	4,3	4,1	4,2	4,0	4,3	4,2	4,2
inflace (CPI % y/y)	2,7	2,5	2,9	2,7	2,7	3,9	3,5	3,8	3,0	2,7	3,4	2,5
jádrová inflace (PCE % y/y)	2,7	2,8	2,8	2,8	3,0	3,1	3,1	3,2	3,0	2,8	3,1	2,5
běžný účet (% HDP)	-4,6	-4,4	-4,1	-3,7	-3,0	-2,9	-3,5	-3,5	-4,1	-3,8	-3,2	-3,4
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,8	-6,1	-5,7	-5,3	-5,1	-5,5	-6,0	-6,2	-6,7	-5,3	-6,2	-6,4
vládní dluh (% HDP)	97,8	98,1	99,9	100,1	101,0	101,7	102,0	103,0	97,4	99,5	100,9	103,3

* Předpověď

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

Kontakty

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

Magdalena Středová
ODBOR MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA
+420 224 175 950
mstredova@ppfbanka.cz

Ľuboš Mokráš
ODBOR MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA
+420 224 175 860
lmokras@ppfbanka.cz

Barbora Skřipská
ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 919
bskripska@ppfbanka.cz

Tomáš Krejčí
ODBOR SALES PRO KORPORÁTNÍ A MUNICIPÁLNÍ KLIENTY
+420 224 175 837
tkrejci@ppfbanka.cz

Dušan Jalový
ODBOR SALES PRO INSTITUCIONÁLNÍ KLIENTY
+420 224 175 790
djalovy@ppfbanka.cz

Jan Milota
ODBOR DEBT CAPITAL MARKETS
+420 224 175 899
jmilota@ppfbanka.cz

Miroslav Tutter
ODBOR VEŘEJNÉHO SEKTORU
+420 224 175 691
mtutter@ppfbanka.cz

UPOZORNĚNÍ

Toto sdělení není návrhem ani nabídkou na prodej či nákup investičních nástrojů či jiných produktů a nezakládá ani závazek k upsání, koupi, prodeji nebo nabídku financování. Stanoviska zde vyjádřená se mohou změnit bez předchozího oznámení a mohou se lišit od stanovisek jiných pracovníků PPF banky a.s. (dále jen „PPFB“). Zde uvedené závěry nejsou objektivní nezávislé vysvětlení situace, ale vyjadřují subjektivní názor PPFB. Není-li písemně sjednáno jinak, PPFB neposkytuje svým klientům služby investičního poradenství a toto sdělení nelze považovat za investiční poradenství, investiční doporučení nebo investiční výzkum. Banka implementovala řadu procedur k identifikaci a řízení střetu zájmů a zároveň přijala opatření zajišťující jejich aplikaci a kontrolu, přesto však nelze vyloučit ve výjimečném případě následující střety zájmů. PPFB či její spřízněná osoba může být emitentem investičních nástrojů či obchodovat na vlastní účet investiční nástroje, které jsou zmiňovány v tomto sdělení nebo mají vztah k zemi, měně, úrokovým sazbám, indexům nebo jiným zde zmiňovaným ukazatelům. PPFB poskytuje či má v úmyslu poskytovat investiční či jiné služby pro emitenty jakýchkoli investičních nástrojů. PPFB či její pracovníci (včetně těch, s nimiž autoři mohli provádět konzultace při přípravě tohoto sdělení), příp. jiní klienti PPFB mohou ve zde uváděných investičních nástrojích držet krátkou či dlouhou pozici, mohli nabýt takové pozice za ceny či za tržních podmínek, které již nemusí být aktuálně k dispozici, a mohou mít zájmy odlišné či nepříznivé ve vztahu k vašim zájmům. Informace zde obsažené vycházejí z obecně dostupných informací, které byly získávány ze zdrojů, které PPFB považuje za spolehlivé; jejich správnost nebo úplnost však PPFB neověřovala, a tudíž není zaručena. PPFB není odpovědná uživateli tohoto sdělení či třetí osobě za kvalitu, přesnost, včasnost, trvalou dostupnost či úplnost údajů ani za jakoukoliv zvláštní, přímou, nepřímou, nahodilou či následnou ztrátu či škodu, která může vzniknout v důsledku použití informací zde obsažených, či utrpěnou jinak v souvislosti s tímto sdělením. Jakákoli obchodní či investiční rozhodnutí, která učiníte, činíte v závislosti na vaší vlastní analýze či úsudku a/nebo analýze či úsudku vašich poradců, nikoliv v závislosti na PPFB. Před uzavřením jakékoliv transakce byste proto měli zvážit, aniž byste se přitom spoléhali na PPFB, ekonomická rizika či výhody, jakož i právní, daňové a účetní charakteristiky a důsledky transakce a posoudit, zda jste schopni přijmout taková rizika. Toto sdělení nepředstavuje předpověď či odhad budoucích událostí. Výkonnost v minulosti není zárukou ani spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů/výkonnosti. Jakékoliv ceny zde uvedené (kromě těch označených jako historické/minulé) jsou pouze indikativní a nepředstavují pevné kotace, a to ani ohledně ceny, ani ohledně objemu.