

# Analytický měsíčník

Téma měsíce

## Podpoří spotřeba ekonomický růst?

ČR Průmysl je nadále slabý

EMU Podle ECB je debata o snižování sazeb  
předčasná

USA Ekonomika zůstává silná

[www.ppfbanka.cz](http://www.ppfbanka.cz)

únor 2024

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

Česká ekonomika vloni propadla a letos panuje shoda na tom, že vzroste. Co ji ale potáhne? Podle předpovědí ČNB, ministerstva financí, ale i analytiků působících na trhu bude ekonomiku podporovat především spotřeba domácností. Vzhledem k tomu, že ve druhé polovině loňského roku tato spotřeba dosahovala hodnot srovnatelných s rokem 2017, je takové očekávání pochopitelné. Podle našeho názoru ale existují rizika, že oživení spotřeby nemusí být rychlé.

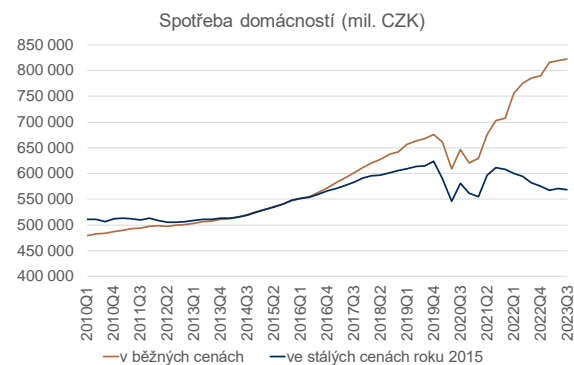
## Očekávané oživení spotřeby domácností může být relativně pomalé

Česká republika se jako jediná ze zemí EU nevrátila zpět na předpandemické úrovně HDP a je to hlavně spotřeba domácností, která zaostává. Vysoká inflace v posledních dvou letech bezprecedentně snížila reálné mzdy, a proto spotřebitelé museli šetřit. S poklesem inflace by reálné mzdy měly začít růst a s nimi i reálná spotřeba. Jak rychlé ale oživení spotřeby bude, zůstává otázkou. A silný trh práce spolu s rostoucími mzdami nemusí tentokrát vést k tak rychlému oživení spotřeby, jak se předpokládá.

### Spotřeba domácností je slabá od poloviny roku 2021

Po odeznění proticovidových opatření se chvíli zdálo, že se spotřeba vrací k růstovému trendu, ale na konci roku 2021 se trend obrátil a od té doby spotřeba českých domácností klesá. Ve 3. čtvrtletí loňského roku se reálná spotřeba domácností pohybovala na úrovních z počátku roku 2017. Reálná spotřeba je samozřejmě podstatně ovlivněna vysokou inflací, v nominálním vyjádření spotřeba domácností výrazně vzrostla.

### Pocovidový růst spotřeby v České republice dlouho nevydržel, od konce roku 2021 reálná spotřeba klesá.



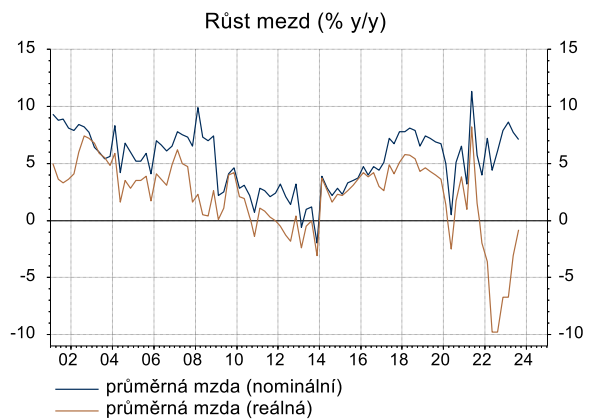
Zdroj: ČSÚ

Reálný pokles spotřeby je spjat hlavně s příjmy domácností. I když trh práce zůstává silný a nezaměstnanost se drží okolo 3,5 %, mzdové tlaky jsou relativně slabé. Propad reálných mezd v roce 2021, který pokračoval i v roce 2022, byl bezprecedentní.

Pokles spotřeby souvisel i s obavami domácností o budoucnost. Ekonomika v loňském roce klesala, a i když trh práce zůstával silný a nezaměstnanost nízká, obavy o budoucnost převážily a projeví se na důvěře domácností. Ta se v roce 2022 propadla na historická

minima, hluboko pod hodnoty během covidových uzávek, a i přes následný růst se v loňském roce se držela pod svým dlouhodobým průměrem.

### Propad reálných mezd v letech 2022 a 2023 byl bezprecedentní.



Zdroj: LSEG Datastream

### Důvěra domácností zůstává nízká navzdory silnému trhu práce.



Zdroj: LSEG Datastream

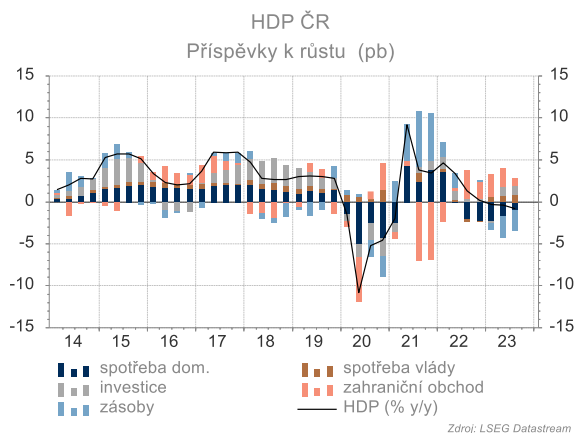
Spolu s nedůvěrou tlumily domácí poptávku také vysoké ceny zboží, a to nejen absolutně, ale i relativně vůči okolním zemím. České domácnosti tak začaly více nakupovat v zahraničí. Představu o tom, kolik Češi za hranicemi utratili, dává průzkum Asociace malých a středních podniků a živnostníků ČR, který ukázal, že polovina českých domácností se alespoň někdy uchyluje k nákupům v některé ze sousedních zemí a 27 % domácností na nákupy do ciziny vyjíždí pravidelně. Naprostou většinu nákupů tvoří potraviny, menší část pohonné hmoty, drogerie, tabák nebo alkohol. A právě maloobchodní tržby za potraviny byly ty, které v posledních dvou letech klesaly nejrychleji. Podle zmiňovaného průzkumu Češi za tyto nákupy utratí 55 mld. CZK ročně. Ve



srovnání s celkovou roční spotřebou domácností, která tak, jak je definovaná v národních účtech, v roce 2022 dosáhla objemu 3,1 bln. CZK, tedy takovéto nákupy představují 1,8 % celkové spotřeby domácností. V celkové spotřebě jsou ale i služby, a pokud tedy srovnáme objem maloobchodních tržeb za zboží, které v roce 2022 dosáhly podle našich výpočtů 1,4 bln. CZK v běžných cenách, 55 mld. CZK v tomto objemu pak představuje necelá 4 %. To už není zanedbatelná částka. I když nemáme přesné údaje ani historické srovnání, můžeme si alespoň vytvořit základní představu o tom, zda je propad spotřeby, který vidíme ve statistikách českého maloobchodu, způsoben poklesem poptávky, nebo jejím přesunem do zahraničí. V roce 2022, kdy růst spotřeby nutil spotřebitele šetřit a nákupy v zahraničí začaly být patrné, se maloobchodní tržby za zboží bez motorových vozidel propadly kumulativně o 6,3 %. Pokud bychom předpokládali, že Češi své nákupy spotřebního zboží v roce 2022 oproti roku 2021 zdvojnásobili (v nominálním vyjádření), pak by to znamenalo, že 2 % své spotřeby přesunuli do zahraničí, což by ukazovalo na posílení klesajícího trendu, nikoliv na jeho primární příčinu. Podle posledních údajů se situace v roce 2023 zlepšila, když reálné tržby v maloobchodě se zbožím bez motorových vozidel od ledna do listopadu kumulativně poklesly o 0,6 %. To jsou ale údaje jen za zboží. Za celý rok ještě statistiky k dispozici nejsou, ale pokles spotřeby (včetně služeb) by se měl pohybovat okolo 3 %. Za tímto výsledkem opět nestojí jen nákupy v zahraničí, ale i nejistota domácností, kterou cítí ohledně budoucnosti, a která brzdí jejich ochotu nakupovat.

Pohled na rozklad HDP výdajovou metodou ukazuje, že spotřeba domácností byla hlavní brzdou růstu ekonomiky v letech 2022 i 2023.

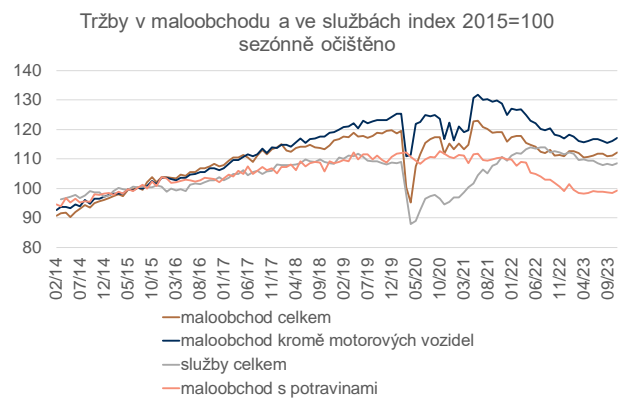
## Růst HDP v poslední době brzdila hlavně spotřeba domácností.



## Oživení ve spotřebě domácností přijde s poklesem inflace, jak velké ale bude, zůstává otázkou

Inflační tlaky začaly slábnout již v roce 2023. Z lednových maxim 17,3 % inflace poklesla na 6,9 % v prosinci a nebyť započítání úsporného tarifu do cen energií tak, jak to ČSÚ udělal na konci roku 2022, byla by inflace 4,2 %. To se samozřejmě projevilo na reálných mzdách, jejichž pokles se postupně zmírňoval. Sestupná inflace se ale ve spotřebě neprojevila až do konce 3. čtvrtletí. Teprve poslední zveřejněná měsíční data o spotřebě za listopad 2023 v podobě maloobchodních tržeb překonala očekávání. Po 18 měsících setrvalého poklesu

## Listopadové zvýšení maloobchodních tržeb nemusí nutně znamenat obrat v trendu.

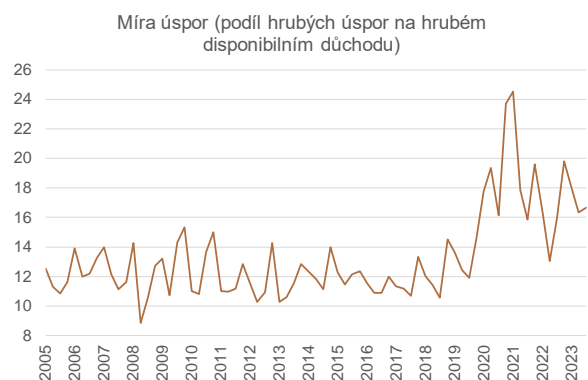


maloobchodní tržby konečně vzrostly, meziročně reálně po sezónním očištění o 0,9 %. Za dobrým výsledkem stály tržby v obchodech s nepotravinářským zbožím a tržby za pohonné hmoty, naopak tržby za potraviny pokračovaly v poklesu. Listopadové maloobchodní tržby sice předčily očekávání, ale odpověď na otázku, zda se jedná o obrat v trendu a jak rychlý případný obrat bude, nám jedno listopadové číslo nedává.

## Úspory zůstávají vysoké

Míra úspor počítaná jako podíl hrubých úspor na hrubém disponibilním důchodu po covidovém období vzrostla

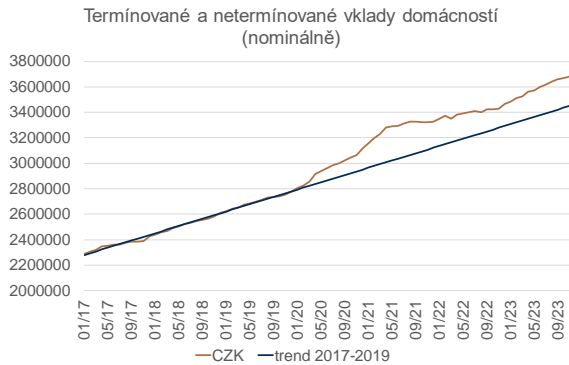
## Míra úspor se stále drží nad dlouhodobým průměrem.



a stále se pohybuje cca 4 pb nad úrovněmi běžnými před pandemií.

Stejný obrázek dává i pohled na vklady u bank. Pokud sečteme netermínované a termínované vklady u bank, jejich objem se v nominálním vyjádření pohybuje nad trendem z let 2017–2019.

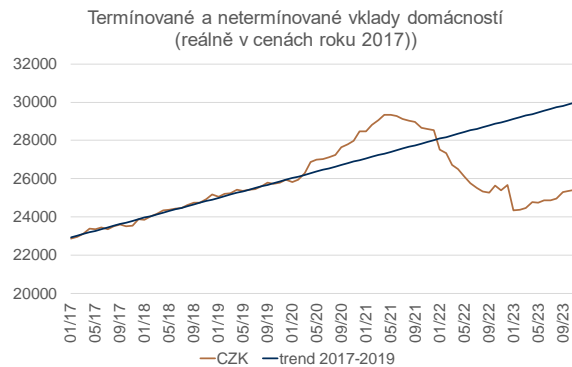
## Vklady domácností u bank v nominálním vyjádření zůstávají nad trendem.



Zdroj: ČSÚ

Z těchto obrázků by se mohlo zdát, že stačí obrát v důvěře domácností a spotřeba začne růst. Situace ovšem není tak jednoduchá. Vzhledem k vysoké inflaci došlo k výraznému znehodnocení úspor domácností. Spotřebitelské ceny kumulativně vzrostly od počátku roku 2020 o 33 %. Reálně tak vklady u bank zůstávají hluboko pod hodnotami, na které byly domácnosti zvyklé v letech před covidem. Pokud domácnosti budou chtít své úspory

## Vklady domácností u bank v reálném vyjádření výrazně poklesly.



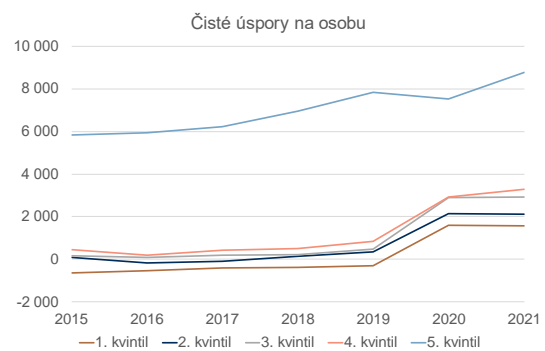
Zdroj: ČSÚ

doplnit, aby v reálném vyjádření odpovídaly trendu nastavenému v letech 2017–2019, oživení spotřeby nebude zdaleka tak rychlé, jak se očekává. Například ČNB ve své zimní prognóze počítá s tím, že spotřeba domácností poroste v roce 2024 o 2,6 %. Vzhledem k tomu, že spotřeba představuje 45 % HDP, měla by k celkovému růstu HDP přispět 1,2 %. Spotřeba domácností by tak měla být hlavním motorem letošního

ekonomického růstu. ČNB očekává, že HDP poroste o 1,2 % oproti předchozímu roku.

Z tohoto úhlu pohledu je zajímavá i distribuce úspor. Data jsou bohužel dostupná pouze do roku 2021 ale lze z nich vypočítat poměrně nečekaný trend. I když koncentrace úspor v ruku vysokopříjmových domácností je stále značná, v covidovém období došlo k nárůstu úspor i u domácností nízkopříjmových. Nárůst čistých úspor u prvních čtyř kvintilů vysoko přesáhl kumulovanou inflaci, což do značné míry vysvětluje slabou spotřebu domácností

## Nárůst úspor po covidu u domácností s nižšími příjmy byl markantní.

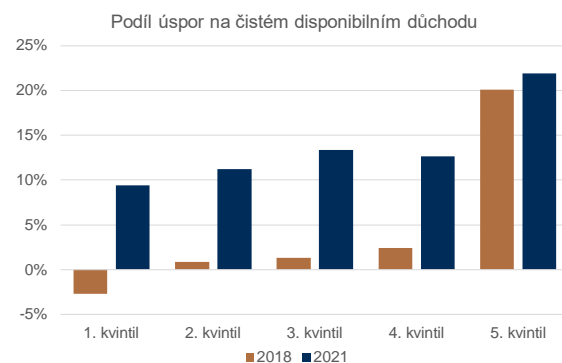


Zdroj: ČSÚ

a potvrzuje náš závěr, že přesun spotřeby do okolních zemí je za slabé tržby v maloobchodě odpovědný jen částečně.

V roce 2020 se výrazně zvýšil i podíl úspor na disponibilních příjmech právě u prvních čtyř kvintilů. Zatímco v roce 2018 byl podíl úspor na disponibilních příjmech u 20 % domácností s nejnižšími příjmy záporný, v roce 2021 vzrostl na 9,4 %. Stejný posun zaznamenaly ostatní příjmové skupiny kromě té nejvyšší. Podíl úspor domácností s nejvyššími příjmy na disponibilním důchodu

## Nárůst úspor po covidu u domácností s nižšími příjmy byl markantní.



Zdroj: ČSÚ

se dlouhodobě pohybuje okolo 20 %. V roce 2018 to bylo 20 %, v roce 2021 22 %. Tento fenomén je důležitý při odhadování budoucího oživení spotřeby domácností.



Obecně většinou platí, že nízkopříjmové domácnosti mají vyšší sklon ke spotřebě, tedy navýšení příjmů vede k navýšení spotřeby. Pro letošní rok očekáváme růst reálných mezd, což by spolu s naakumulovanými úsporami právě u domácností s vyšším sklonem ke spotřebě mělo hovořit spíše ve prospěch rychlejšího oživení spotřeby.

## Závěr

Spotřeba domácností brzdila v posledních dvou letech růst ekonomiky. Jak moc jej v letošním roce naopak podpoří, je těžké kvantifikovat. Vysoké úspory domácností spolu s očekávaným růstem reálných mezd by měly spotřebu jednoznačně podporovat. Stejným směrem by měla působit i měnová politika. Snižování úrokových sazeb bude snižovat sazby na depozitech (termínovaných i netermínovaných), kde mají konzervativní české domácnosti, hlavně ty nízkopříjmové, velkou část úspor uloženou. Nižší výnosy by je pak mohly přimět úspory alespoň částečně utratit a podpořit domácí spotřebu. Na druhou stranu geopolitická rizika, která ani nemusí přímo ohrožovat Českou republiku, se mohou projevit na důvěře domácností a prohloubit obavy o budoucnost. Slabá důvěra domácností chuť spotřebitelů utrácet naopak dokáže výrazně tlumit.

Podle našeho názoru spotřeba domácností v letošním roce vzroste, ale riziko, že to bude méně než ČNB odhadovaných 2,6 %, je značné.



Statistiky z posledního čtvrtletí loňského roku potvrdily slabost reálné ekonomiky i klesající inflaci. Oba tyto trendy by měly nahrávat rychlejšímu uvolňování měnových podmínek. A mění se i rétorika některých centrálních bankéřů. Pravděpodobnost snížení sazeb v únoru o 50 bb se výrazně zvýšila.

## Ekonomická aktivita

Průmyslové výrobě se v loňském roce nedařilo, což potvrdila i poslední čísla, která zveřejnil Český statistický úřad. Meziroční pokles o 2,7 % zklamal očekávání, když růst automobilového průmyslu (2,1 % y/y) nedokázal vykompenzovat pokles v ostatních odvětvích, zejména pak ve výrobě strojů a zařízení a výrobě nekovových minerálních výrobků. Pozitivní byl růst nových zakázek, i když byl pouze velmi slabý o 0,2 % y/y v nominálních cenách. Rychlé oživení průmyslové výroby tak zatím očekávat nelze. Ani předstíhové indikátory nejsou optimistické. Index nákupních manažerů PMI v prosinci také zklamal, když poklesl na 41,8. V lednu sice mírně vzrostl na 43, ale stále zůstává pod hladinou 50, a to již od června roku 2022.

Listopadové statistiky ze sektoru stavebnictví také nevyzněly příznivě. Meziroční pokles o 6,5 % lze ale alespoň částečně připsat na vrub deštivému počasí. V listopadu roku 2023 byl zaznamenán největší úhrn srážek od roku 1961.

Naopak pozitivně překvapily maloobchodní tržby, které po 18 měsících setrvalého poklesu konečně vzrostly, meziročně reálně po sezónním očištění o 0,9 %. Za dobrým výsledkem stojí tržby v obchodech s nepotravinářským zbožím a tržby za pohonné hmoty, naopak tržby za potraviny pokračovaly v poklesu. Podle našeho názoru nelze listopadová pozitivní čísla přeceňovat. Spotřebitelská poptávka bude sice silít, ale oživení nemusí být tak rychlé kvůli inflaci znehodnoceným úsporám střední třídy. Očekáváme přetrvávající vyšší míru úspor a jen pozvolný růst spotřeby po celý letošní rok. Tomu odpovídají i měkké

indikátory. Index důvěry spotřebitelů se sice v lednu zvýšil o 5,8 bodu na hodnotu 91,2, ale tímto posunem pouze vykompenzoval prosincový pokles. Důvěra spotřebitelů je sice výrazně výše než v roce 2022, ale již půl roku osciluje okolo hodnoty 90 bez jednoznačného trendu.

## Inflace a centrální banka

Prosincová inflační čísla pozitivně překvapila. Inflace poklesla na 6,9 %, což je o 0,4 pb méně, než čekal trh. Stejně jako ve dvou předchozích měsících byla inflace ovlivněna započítáním úsporného tarifu do cen energií, což uměle snížilo srovnávací základnu. Bez tohoto efektu by poklesla na 4,2 %.

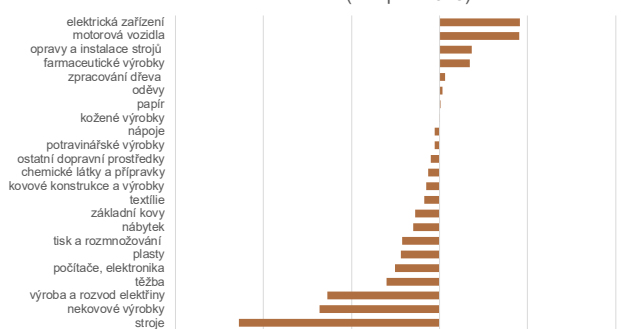
Vzhledem k tomu, že za nižšími než očekávanými hodnotami celkové inflace stály zejména ceny potravin a nealkoholických nápojů, nebylo překvapením, že jádrová inflace skončila v souladu s očekáváním ČNB. I tak ale prosincová čísla mohou mít vliv na měnovou politiku. Nižší ceny byly i u ostatního zboží a služeb kromě potravin, což ukazuje na dezinflační tlaky v ekonomice kvůli slabé poptávce. Nižší prosincová inflace ovlivní i lednové hodnoty. Vysoká nejistota stále panuje ohledně lednového přecenění, ale i kdyby došlo k meziměsíčnímu růstu cen o 3 %, což nepředpokládáme, skončila by lednová inflace na 3,8 %, lednové přecenění o 2 % m/m by znamenalo meziroční inflaci 2,9 % (v lednu z celkových inflačních čísel vypadne loňský lednový cenový skok o 6 % m/m). Prostor pro snížení sazeb o více než 25 bb v únoru tedy je a poslední inflační čísla pravděpodobnost razantnějšího snížení sazeb zvyšují. V posledních dnech se změnila i rétorika některých centrálních bankéřů. Měníme tedy náš základní scénář a větší pravděpodobnost dáváme snížení sazeb o 50 bazických bodů již na únorovém zasedání. Další snížení sazeb o 50 bb by mělo přijít v březnu.

## Rizika

Externím rizikem zůstává vývoj u největšího obchodního partnera, Německa, ale i globální geopolitická situace, která může zvýšit obavy o budoucnost a tím i ochotu utrácet.

## Relativně dobrá výkonnost automobilového průmyslu nestačí kompenzovat slabost ostatních sektorů.

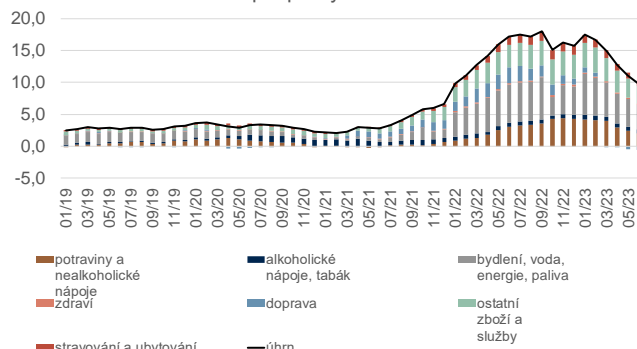
Index průmyslové produkce - příspěvky vybraných odvětví k meziročnímu růstu (listopad 2023)



Zdroj: ČSÚ

## Inflace pokračuje v poklesu.

CPI příspěvky k růstu cen



Zdroj: ČSÚ



Tvrdá data z ekonomiky zůstávají slabá a zejména Německo stále zaostává. Ani předstihové indikátory nesignalizují rychlé oživení, ale známky určité stabilizace lze v posledních číslech vidět. Také inflační tlaky slábnou, ovšem ne tak rychle, aby ECB musela se snižováním sazeb spěchat.

## Ekonomická aktivita

Trh práce v eurozóně zůstává napjatý. V listopadu míra nezaměstnanosti opět překonala historická minima, když poklesla na 6,4 %. Spotřebitelé ale výbornou situaci na trhu práce příliš nereflektují a stále spíše spoří, než utrácí, i když se zdá, že se situace přece jen začíná pozvolna stabilizovat. Maloobchodní tržby v listopadu poklesly meziměsíčně o 0,3 %, ale zároveň došlo k revizi říjnových dat, která nakonec ukázala meziměsíční růst o 0,4 %. Výrazné oživení spotřeby ale nesignalizují předstihové indikátory. Spotřebitelská důvěra podle šetření Evropské komise v lednu oproti očekávanému zlepšení opět poklesla.

Ani situace v průmyslu se v posledním čtvrtletí loňského roku nezlepšovala. Listopadové statistiky ukázaly pokles průmyslové výroby o 0,3 % m/m a potvrdily tak sestupný trend, který trvá již od poloviny roku 2022. Největší slabinou z regionálního pohledu je Německo, jehož průmyslová výroba v listopadu poklesla meziměsíčně o 0,7 %. Zdá se ale, že alespoň podle předstihových indikátorů zpracovatelský průmysl již našel své dno, od kterého by se mohl pozvolna odrazit. Index PMI ve zpracovatelském průmyslu pro Německo v lednu vzrostl z 43,7 na 45,4, za celou eurozónu PMI vzrostl na 46,6. Indexy PMI ve zpracovatelském průmyslu se stále pohybují hluboko pod 50. Situace ve službách je sice dlouhodobě trochu lepší, ale v lednu předstihové indikátory zklamaly. PMI ve službách poklesl na 48,4. Pozitivní překvapení naopak přinesla revize prosincových PMI, která ukázala, že

kompozitní PMI v prosinci nakonec nepoklesl o 0,6 bodu, jak ukazovala předběžná čísla, ale byl stabilní.

## Inflace a centrální banka

Inflace v prosinci podle očekávání vzrostla z 2,4 % na 2,9 %. Tento skok byl ale způsoben srovnávací základnou zejména u cen energií. I když ceny energií v prosinci meziměsíčně poklesly o 1,6 %, jen o něco méně než v listopadu (-2,2 % m/m), v meziročním srovnání byl prosincový pokles cen energií výrazně menší (6,7 % y/y) než v listopadu (11,5 % y/y), kdy byla srovnávací základna podstatně vyšší. V meziměsíčním vyjádření zůstávají celkové cenové tlaky tlumené, měsíci ceny vzrostly o 0,2 %. V lednu inflace podle zpomalila na 2,8 %.

I přes klesající inflaci ECB nastavení měnových podmínek nemění. Na posledním zasedání ponechala sazby podle očekávání beze změny – repo sazba zůstává na 4,5 %, depo na 4 % a záůjční sazba na 4,75 %.

Ani tisková konference nepřinesla nic nového. Prezidentka Lagarde několikrát zopakovala, že budoucí rozhodnutí o sazbách bude záležet na přicházejících datech. Podle jejích slov je debata o snižování sazeb zatím předčasná. V březnu bude mít Rada guvernérů k dispozici novou prognózu. Co přinese, odhadnout nelze, ale ECB nebývá se změnami sazeb ukvapená, spíše naopak váhá déle, než je potřeba, proto se domníváme, že první snížení sazeb přijde nejdříve v červnu. Trh si ale evidentně myslí něco jiného a sázky na první snížení sazeb zvyšuje. Aktuálně počítá se snížením sazeb v dubnu s pravděpodobností 75 %.

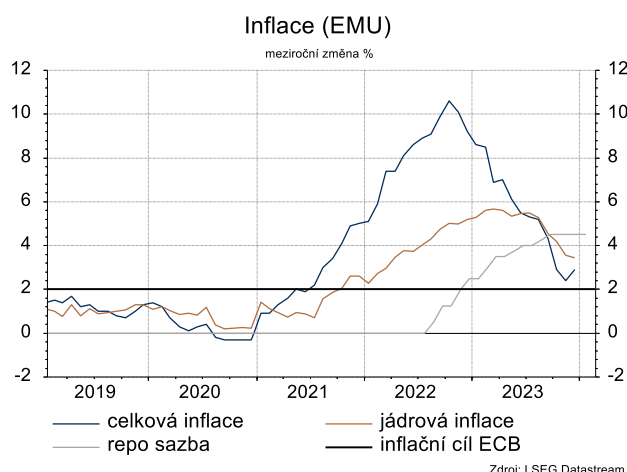
## Rizika

Přílišná opatrnost ECB může způsobit ještě pomalejší ekonomické oživení, než se aktuálně očekává. Riziko představuje i vývoj v Německu. I když v delším horizontu věříme, že se „nemocný muž Evropy“ opět uzdraví, v letošním roce budou problémy přetrvávat.

**Klesající trend v průmyslové výrobě trvá již od poloviny roku 2022.**



**Inflace klesá, ale stále zůstává nad cílem, ECB se snižováním sazeb spěchat nebude.**



Zdroj: Bloomberg



# Spojené státy americké

HDP za čtvrté čtvrtletí výrazně překonal očekávání (3,3 % SAAR vs. 2,0 %). Růst opět podpořila především osobní spotřeba, ale pomohly i výdaje vlády, fixní investice a zahraniční obchod. Zároveň se podruhé za sebou čtvrtletní jádrový index PCE udržel na 2,0 % (opět SAAR), tedy na cíli Fedu. Z tohoto hlediska má Fed splněno a klidně by mohl začít snižovat sazby, obzvláště s uvážením faktu, že jejich aktuální úroveň je poměrně výrazně restriktivní a navíc se (opět) očekává postupné slábnutí americké ekonomiky. Měsíční inflační data (CPI) však mají problematické body a určité obavy může budít i vývoj mezd, takže Fed asi bude se zahájením cyklu snižování sazeb ještě nějakou dobu otálet. Díky silné ekonomice si to může dovolit.

## Ekonomická aktivita

Trh práce sice pomalu trendově slábne, ale stále zůstává relativně silný. Projevilo se to v prosinci, kdy data překonala očekávání (vyšší počet nových zaměstnanců a nižší míra nezaměstnanosti, než se čekalo). Nejzajímavější ale byl poněkud rychlejší růst mezd, což je citlivé téma pro investory obávající se mzdové-inflačních tlaků. Mzdy jsou asi nejpodstatnějším důvodem, proč Fed pravděpodobně bude se zahájením cyklu poklesu sazeb ještě vyčkávat. Dobrému stavu trhu práce odpovídá i stále velmi solidní úroveň osobní spotřeby, i když zde za cenu historicky nízké míry úspor. Výrobní sektor se podle konjunkturálních indikátorů nenachází v úplně nejlepším stavu, ale zároveň jak data o průmyslové výrobě, tak data o vývoji objednávek zboží dlouhodobé spotřeby neindikují výraznější problémy. Aktuální odhady ekonomů počítají s poměrně výrazným

zpomalením růstu HDP v prvním čtvrtletí (0,6 % SAAR), ale aktuální data zatím na tak výrazné zpomalení neukazují.

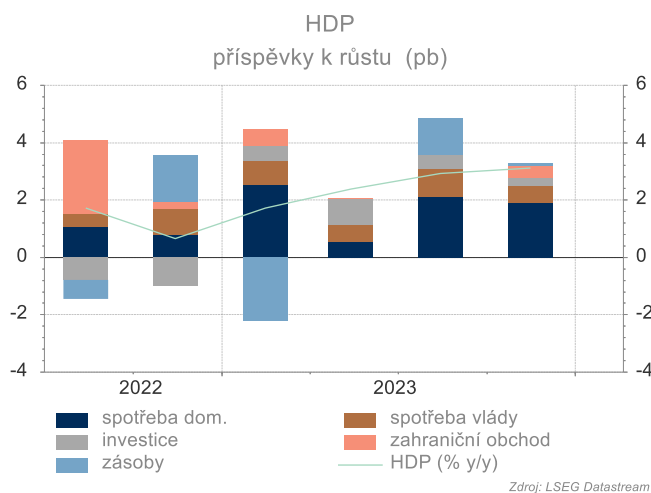
## Inflace a centrální banka

Maloobchodní ceny v prosinci kvůli vyššímu růstu cen benzínu rostly poněkud rychleji, než čekal trh. Růstu CPI i nadále dominují nájmy, jejichž zvýšení přispělo k celkovému růstu cen více než polovinou. Ceny zboží nadále prakticky stagnují, zatímco u služeb očištěných o nájmy táhly ceny nahoru opět pojistky na auta a k tomu ještě služby ve zdravotnictví a rekreace. Jak Fed, tak trh sleduje především služby očištěné o nájmy, kde by se teoreticky nejvíce mohly projevit důsledky rychlejšího růstu mezd. Zasedání FOMC na konci ledna sice nepřineslo zásadnější překvapení, přesto poměrně výrazně vyjasnilo situaci. Fed na jednu stranu vynechal zmínku o možnosti dalšího zvýšení z prohlášení po zasedání a připustil, že výhled inflace se zlepšuje, na druhou stranu zlepšil hodnocení stavu ekonomiky, vynechal zmínku o vlivu zpřísnění úvěrových podmínek na ekonomiku a prezident Powell na tiskové konferenci po zasedání explicitně řekl, že snížení sazeb v březnu je nepravděpodobné. Fed tedy počítá s poklesem sazeb, ale bude opatrný a velmi citlivý na jakákoliv inflační rizika. Dobrý stav ekonomiky mu umožňuje nespěchat.

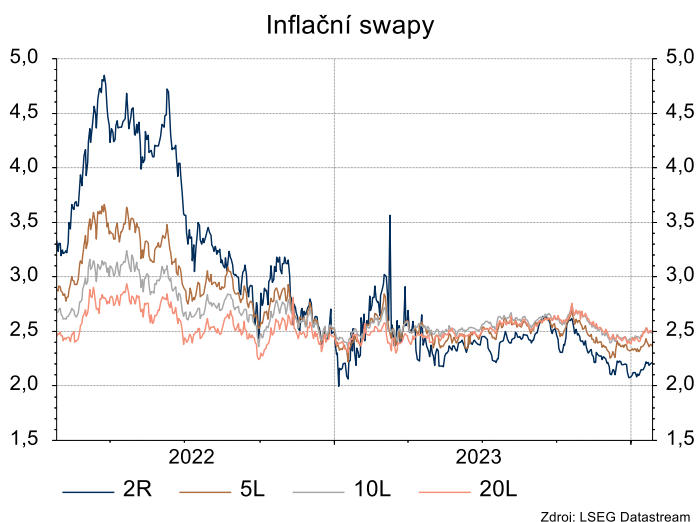
## Rizika

V USA se začíná naplno rozbíhat prezidentská kampaň. Momentálně to vypadá na opakování souboje z doby před čtyřmi lety (Biden vs. Trump), což u části investorů může budít nervozitu, obzvláště když to aktuálně vypadá, že by exprezident Trump mohl mít šanci na zvolení. Nepředpokládáme, že by prezidentská kampaň měla zásadní dopad na chování trhu, ale určité riziko představuje a její vývoj je potřeba sledovat.

### Růst HDP zůstává silný.



### Tržní inflační očekávání se drží mírně nad cílem Fedu.





## EUR/USD

Kombinace přetrvávající síly americké ekonomiky a hodně opatrné rétoriky ECB pomáhá dolaru. V USA trh počítá se zahájením cyklu poklesu sazeb v květnu a s pěti až šesti sníženími do konce roku. V Evropě je trh sice také relativně optimistický (začátek snižování v dubnu), ale ECB se jej snaží velmi konzistentně přesvědčit, že první snížení přijde až v červnu. Dolar díky tomu v průběhu měsíce poměrně výrazně posílil z hodnot nad 1,100 na přelomu roku lehce pod 1,08. Momentálně dolaru vše hraje do karet, a pokud by se nic nezměnilo, byl by zde prostor pro jeho další (spíše mírné) posílení. Že se tak stane, však zdaleka není jisté, protože kurz bude hodně citlivý jak na přicházející data, tak na komunikaci centrálních bankéřů a roli může hrát i geopolitika. Počítat je proto potřeba s volatilitou a vzhledem k relativní síle dolaru i s ostřejší korekcí lednového trendu, u které mohou hrát důležitou roli technické faktory (rovnováha pozic a vybírání zisků).

## EUR/CZK

Česká koruna se v posledním měsíci minulého roku dostala pod tlak a situace se nezměnila ani na začátku roku nového. Na počátku ledna koruna mírně posílila k 24,5 vůči euru, své zisky ale dlouho neudržela, postupně oslabila až k 24,9 EUR/CZK a blízko těchto hodnot zakončila i první měsíc letošního roku.

Tlak na oslabování koruny vychází z očekávání snižování úrokového diferenciálu s tím, jak ČNB již začala se snižováním sazeb, v němž by podle centrálních bankéřů měla pokračovat na každém dalším zasedání, zatímco ECB je stále velice opatrná a se snižováním sazeb váhá. Koruna by tak měla v dalších měsících pod tlakem zůstat. Pokud ČNB na začátku února přistoupí ke snížení sazeb o 50 bb může se koruna podívat až k 25 EUR/CZK. Krátkodobé překročení této hladiny, vzhledem k tomu, že trh je nastavený na mírnější snížení sazeb vyloučit nemůžeme, ale dlouhodobější setrvávání nad hladinou 25 EUR/CZK považujeme za málo pravděpodobné. Podle našeho názoru bude pokračovat vysoká volatilita. V průměru by se ale koruna měla v následujících měsících držet okolo 24,7 EUR/CZK.

## Dluhopisy

Po velmi rychlém (a dost přehnaném) poklesu výnosů na konci minulého roku přišla v průběhu ledna logická korekce, která vrátila desetiletý výnos zpět nad 4 %. Výrazné pohyby se (opět logicky) týkaly dlouhého konce křivky, dvouletý výnos korigoval jen mírně. Na konci ledna se však výnos desetiletého dluhopisu vrátil zpět pod 4,0 %. Proti sobě bude působit několik faktorů. Směrem k poklesu bude působit očekávaný pokles sazeb, jehož tempo a rozsah bude odhadován z inflačních dat a komunikace Fedu. Směrem k růstu bude působit stále silná americká

ekonomika a rychlé tempo zadlužování USA. K volatilitě může přispívat i geopolitika – růst napětí by mohl vyvolat toky do bezpečných aktiv, a tedy pokles výnosů.

Vývoj na evropských dluhopisových trzích byl podobný jako v USA, tedy korekce po předchozím výrazném poklesu výnosů. V rámci Evropy pak dochází ke snižování rozdílů mezi německými výnosy a výnosy „periferních“ států. U italského desetiletého dluhopisu tento rozdíl klesl až k 150 bb z maxim lehce přes 200 bb v říjnu minulého roku. Výhled je podobný jako v USA s tím, že riziko růstu výnosů by mělo být menší – evropské ekonomiky jsou výrazně slabší a neprodukují tolik nových dluhopisů. Potenciální problém může být u některých vysoce zadlužených států v případě nervozity na trhu, ale momentálně je toto riziko malé.

V ČR sice také došlo ke korekci předchozího poklesu, ale pouze mírné (výnos desetiletého dluhopisu se vrátil ze zhruba 3,8 % k 4,0 %). Hlavním faktorem působícím na český trh je nyní očekávaný výrazný pokles sazeb ČNB, který omezuje vliv externích impulsů. V ČR čekáme relativní stabilitu výnosů. Reagovat by mohly především na změny očekávání tempa a rozsahu poklesu sazeb. Důležité by v tomto směru mohlo být už únorové zasedání bankovní rady ČNB. Riziko směrem nahoru představuje především výraznější růst rizikové averze způsobený podstatnějším zhoršením některé z probíhajících geopolitických krizí.

## Akcie

Po silném loňském roce nastartovaly akcie dobře i do nového roku. Na úplném začátku roku sice lehce zakolísaly loni extrémně úspěšné velké americké technologické společnosti, ale toto zakolísání bylo brzy zapomenuto a zbytek měsíce akciové indexy solidně rostly. Trh táhnou nahoru především USA díky kombinaci dobrého stavu ekonomiky (silný růst a klesající inflace) a očekávaného snižování sazeb Fedu. USA navíc pomáhá i velký počet společností, které jsou silné v aktuálně populárních odvětvích, jako je umělá inteligence. Optimismus trhu nenarušil ani začátek výsledkové sezóny v USA. Ten by potenciálně mohl pomoci k prodloužení růstového trendu. Trh se bude dívat i na stav ekonomiky a postup Fedu při snižování sazeb, ale nečekáme, že by tyto faktory měly růst brzdit. Evropa by měla být tažena vývojem v USA, pomoci by jí mohl příklon ECB na holubičí stranu.

Pražská burza začala nový rok optimisticky a připsala si výrazné 2,5 %. Následuje tak silný start zahraničních akcií, především pak amerických technologických akcií. Zajímavostí, která se v Praze odehrála, je výrazný pokles nejvýznamnější akcie v indexu – ČEZu, který poklesl o 8,5 % pod hladinu 880 CZK. Cena akcie reagovala na silný pokles cen povolenek i samotné ceny elektřiny. Když se k tomu přidá negativní dopad daně z mimořádného zisku, je to mix, který tlačí cenu níže. Tendr na stavbu JEDU vliv na hospodaření společnosti aktuálně nemá, přesto ho může část investorů vnímat negativně. ČEZ má



v indexu PX velkou váhu, přesto se indexu velmi slušně dařilo, a to díky růstu bankovních akcií. Silný růst předvedla Erste bank +9,5 %, Moneta +3,95 % a Komerční banka +3,73 %. Skokanem měsíce je Česká zbrojovka (COLT) s více než 10% růstem.

Hned na začátku měsíce nás čeká výsledková sezóna, kdy již v pátek 2. 2. ukáže výsledky Moneta bank, následně pak 8. 2. Komerční banka, 29. 2. Erste bank a v březnu i ostatní důležité tituly. Protože bankovní akcie zažily v lednu silný růst, budou výsledky mimořádně důležité. Investoři budou především sledovat, kolik banky finálně zaplatí na dani z mimořádného zisku a s jakým výhledem na rok 2024 přijdou, protože rok 2023 pro ně byl opravdu výborný.

## Kredit

S tím, jak se blíží očekávané snižování sazeb centrálními bankami, stupňuje se i touha investorů zajistit si na několik následujících let investice s vyšším úrokem. Na tuzemském primárním trhu se to zatím moc neprojevuje, ale v západní Evropě už tomu leckteré situace nasvědčují. Například v úterý 9. ledna se během dopoledne zobchodovalo rekordní množství státních dluhopisů (ekvivalent 43 mld. EUR) a belgická aukce státních dluhopisů přilákala dechberoucí zájem o desetiletý papír v objemu 72 mld. EUR. Více jak desetinásobek původně indikovaného objemu ukazuje, jak silný je apetit investorů a předznamenává velice zajímavý začátek roku i na primárním dluhopisovém trhu. To se nakonec potvrzuje i při prvních emisích tuzemských emitentů na evropském trhu. Nejprve si 8. ledna došla pro půl miliardy eur Česká spořitelna se svojí emisí šestiletého MREL dluhopisu. Čtyřnásobně přeupsaná kniha objednávek umožnila stlačit konečný výnos z indikovaných 275 bb kreditního spreadu o 50 bb. Konečný výnos byl zafixován na 4,824 % p.a.

Druhá, a ještě o něco zajímavější emise, se týkala majitele logistických celků CTP, který již dávno přerostl hranice České republiky. Ten se 30. ledna rozhodl oslovit trh s emisí zeleného dluhopisu a na pomoc povolal hned sedm zahraničních bank. Vzhledem k současně oznámenému programu odkupu části již vydaných emisí se dalo očekávat, že případný převis poptávky emitent nevyužije pouze na snížení kreditního spreadu. Ten se nakonec z indikovaných 260 bb dostal jen o 40 bb níže a emitent knihu objednávek v celkovém objemu přes 4 miliardy EUR přetavil v úctyhodný objem 750 milionů EUR.

V české kotlině se o jediný zajímavý počín v lednu postaral Energetický a průmyslový holding, který si pro investory z řad klientů PPF banky připravil tříletý dluhopis s výnosem navázaným na 6M PRIBOR. Ten bude při fixacích navýšen o kreditní spread 1,40 %. Umístění trojnásobného objemu, než jaký byl původně avizován, svědčí o přetrvávající důvěře investorů v obchodní model holdingu.

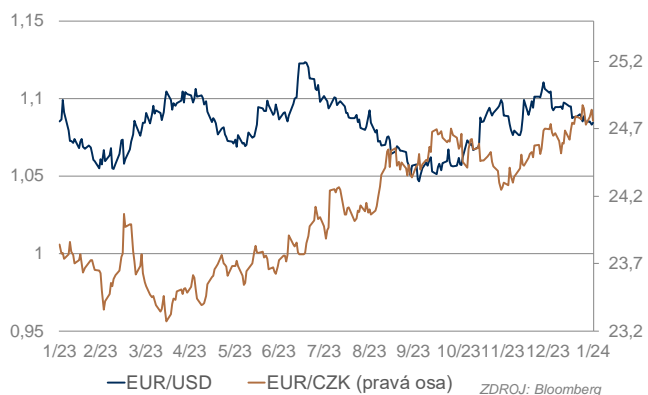
## Komodity

Cena ropy v průběhu ledna silně narostla, za což mohla především geopolitika, zejména situace na Blízkém a Středním východě. Konkrétně šlo o útoky na lodě v Rudém moři, ke kterým se na konci měsíce přidal útok na americké jednotky v Jordánsku. Trh je na neklid v tomto regionu pochopitelně hodně citlivý, protože je zde soustředěna značná část světové produkce ropy a vedou tudy také důležité dopravní trasy pro její přepravu. Vyšší cenu ropy podporuje i trvající síla americké ekonomiky a očekávání, že by se měl postupně zlepšovat stav světové ekonomiky. Předpokládáme, že se cena ropy udrží na vyšších úrovních a pravděpodobně ještě dále poroste, protože v blízké budoucnosti nečekáme zlepšení geopolitické situace. Rizikem je hlavně prudký růst, pokud by se geopolitické napětí podstatně zvýšilo.

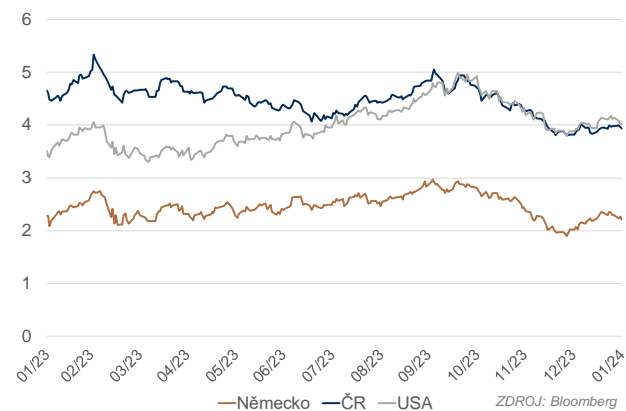
Cena zlata se i v lednu udržela nad hranicí 2 000 USD/oz, i když v průběhu měsíce driftovala pomalu dolů. Zlatu stále pomáhá komplikovaná geopolitická situace a reálné riziko dalšího zhoršení. Dalším faktorem, který hraje ve prospěch zlata, je očekávaný pokles sazeb, a tedy potenciálně nižší výnos alternativ ke zlatu. To, že cena zlata dále neroste, ukazuje, že tyto faktory už jsou v ní dostatečně započítány. Pokud to tak skutečně je, neměla by cena zlata výrazněji růst, riziko je spíše na straně jejího poklesu, především pokud by se geopolitická situace začala zklidňovat.



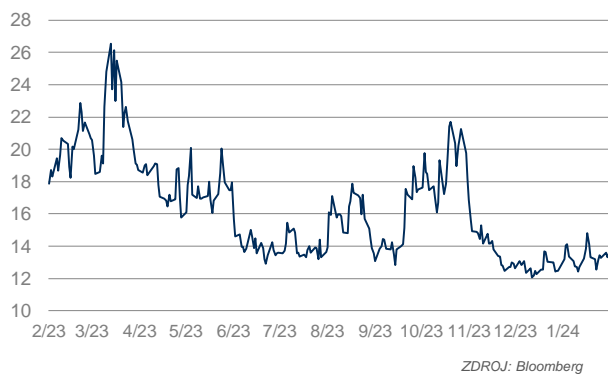
## Devizové kurzy



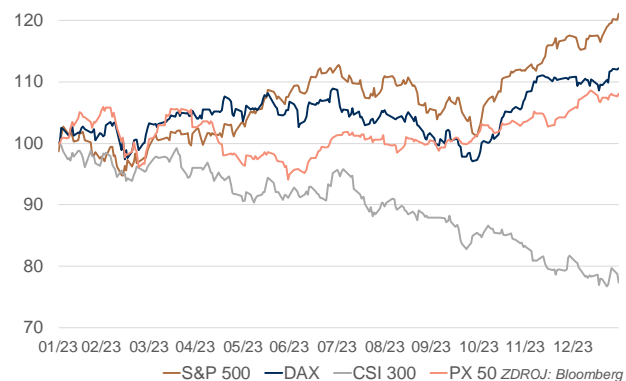
## Dluhopisy (10 let)



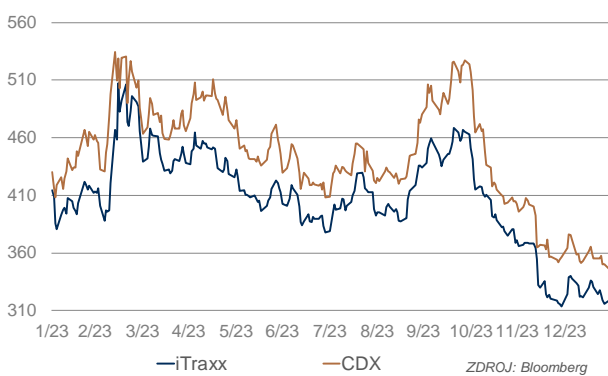
## Index volatility VIX



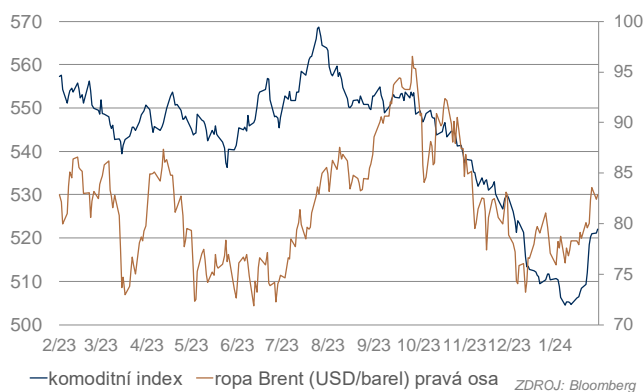
## Aktiové indexy (1. 2. 2023 = 100)



## Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



## Ropa a komoditní index



	SOUČASNÁ HODNOTA			3 M		6 M		12 M	
	M-12	M-1		ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
<b>SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK</b>									
Fed	4,25-4,50	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25- 5,50	→	4,75 - 5,00	↓	4,00-4,25	↓
ECB	2,5	4,5	4,5	4,5	→	4,25	↓	3,25	↓
ČNB	7,0	7,0	6,75	5,75	↓	4,75	↓	4	↓
<b>KURZY</b>									
EUR/USD	1,09	1,10	1,08	1,10	↓	1,11	↑	1,12	↑
EUR/CZK	23,77	24,74	24,78	24,7	↓	24,6	→	24,4	↓
<b>DLUHOPISY</b>									
US dluhopis 2y	4,20	4,25	4,32	4,4	↑	4,0	↓	3,0	↓
US dluhopis 10y	3,51	3,88	4,02	4,0	→	3,8	↓	3,5	↓
Něm. dluhopis 2y	2,65	2,40	2,49	2,5	→	2,5	→	2,0	↓
Něm. dluhopis 10y	2,29	2,02	2,21	2,2	→	2,0	↓	2,0	→
České dluhopisy 2y	5,81	4,10	3,73	4,0	↓	3,8	↓	3,5	↓
České dluhopisy 10y	4,65	3,80	3,82	3,8	→	3,5	↓	3,5	→
<b>KREDIT</b>									
USA CDX 5y	430,0	356,4	350,6	380,0	↑	350	↓	330	↓
EMU iTraxx 5y	414,4	313,5	320,0	340,0	↑	320	↓	290	↓
<b>AKCIE</b>									
S&P 500	4076,6	4769,8	4925,0					5000	↑
Eurostoxx 50	4163,5	4521,4	4662,6					4800	↑
DAX	15128,3	16751,6	16941,8					17500	↑
CSI 300	4156,9	3431,1	3215,4					4500	↑
PX 50	1329,7	1414,0	1454,1					1500	↑

\* 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

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-0,4	-0,6	-0,8	-0,2	0,3	0,7	1,6	2,2	2,4	-0,4	1,2	2,8
soukromá spotřeba	-5,4	-4,5	-2,4	-0,5	1,6	2,3	3,1	3,6	-0,8	-3,2	2,6	3,6
vládní spotřeba	3,2	3,2	3,9	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	0,6	2,5	1,1	1,1
investice	-0,8	2,5	3,9	5,9	7,0	4,2	3,7	3,2	3,0	2,9	4,5	3,2
dovoz	3,0	0,8	-1,8	-2,6	-0,5	1,6	2,9	3,8	6,3	-0,3	1,9	4,9
vývoz	6,4	4,4	-0,6	0,0	0,7	2,1	3,2	4,1	7,2	2,7	2,5	5,0
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,6	3,6	3,8	4,0	4,2	3,8	3,6	3,6	3,4	3,8	3,8	3,7
inflace (% y/y)	16,4	11,2	8,1	7,5	2,7	2,6	2,2	2,8	15,1	10,8	2,6	2,1
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,1	-0,8	-0,5	0,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,2	-3,6	-1,6	-1
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	44,2	45,0	45,4	44,4

## Evropská měnová unie

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,2	0,6	0,0	0,1	0,1	0,2	0,7	1,0	3,4	0,5	0,5	1,4
soukromá spotřeba	1,3	0,6	-0,4	0,5	0,7	0,9	0,9	1,2	4,4	0,5	0,9	1,4
vládní spotřeba	-0,4	0,1	0,5	0,2	0,9	0,9	0,8	0,8	0,7	0,1	0,85	0,9
investice	1,9	1,2	-0,1	0,3	-0,1	0,0	0,5	1,2	0,9	0,7	0,2	1,7
dovoz	1,9	-0,3	-3,8	-0,9	-0,1	0,6	2,3	2,2	8,0	-1,0	1,1	2,7
vývoz	2,9	-0,4	-2,8	-0,8	-1,3	0,4	2,0	2,4	7,3	-0,6	0,8	2,8
nezaměstnanost (%)	6,6	6,5	6,5	6,6	6,7	6,7	6,8	6,8	6,7	6,5	6,75	6,7
inflace (% y/y)	8,0	6,2	4,9	2,9	2,5	2,4	2,0	2,2	8,4	5,4	2,3	2,1
jádrová inflace (% y/y)	5,5	5,5	5,1	4,1	3,4	3,1	2,6	2,2	3,9	5,1	2,9	2,2
běžný účet (% HDP)	-0,4	0,2	1,3	1,9	1,7	1,7	2,4	2,1	-0,6	1,7	1,7	1,8

## Spojené státy americké

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,7	2,4	2,9	3,1	2,5	2,1	1,1	1,0	1,9	2,4	1,2	1,7
soukromá spotřeba	2,1	1,8	2,2	2,6	1,8	1,8	1,3	1,1	2,5	2,2	1,3	1,5
vládní spotřeba	2,7	4,1	4,8	4,3	3,0	2,4	1,2	1,0	-0,9	3,7	1,5	0,9
investice	-6,1	-2,2	2,2	1,8	3,6	2,4	0,3	1,1	4,8	-0,9	1,0	2,8
dovoz	-1,0	-3,9	-1,7	-0,2	-0,1	2,2	1,6	1,8	8,6	-1,6	1,1	2,6
vývoz	7,3	2,1	-0,4	2,1	0,6	3,3	2,5	2,4	7,0	2,5	1,0	2,5
nezaměstnanost (%)	3,5	3,6	3,7	3,7	3,9	4,1	4,2	4,2	3,6	3,7	4,2	4,3
inflace (CPI % y/y)	5,8	4,0	3,5	3,2	2,9	2,8	2,5	2,5	8,0	4,1	2,7	2,3
jádrová inflace (PCE % y/y)	4,8	4,6	3,8	3,2	2,6	2,3	2,3	2,3	5,2	4,2	2,6	2,2
běžný účet (% HDP)	-3,4	-3,2	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,8	-3,1	-3,1	-3,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,7	-8,3	-6,3	-6,0	-5,9	-5,4	-5,6	-5,5	-5,4	-6,2	-6,0	-6,2
vládní dluh (% HDP)	96,1	96,0	97,4	97,8	97,9	97,8	98,3	99,1	97,0	97,5	99,5	102,0

\* 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.

