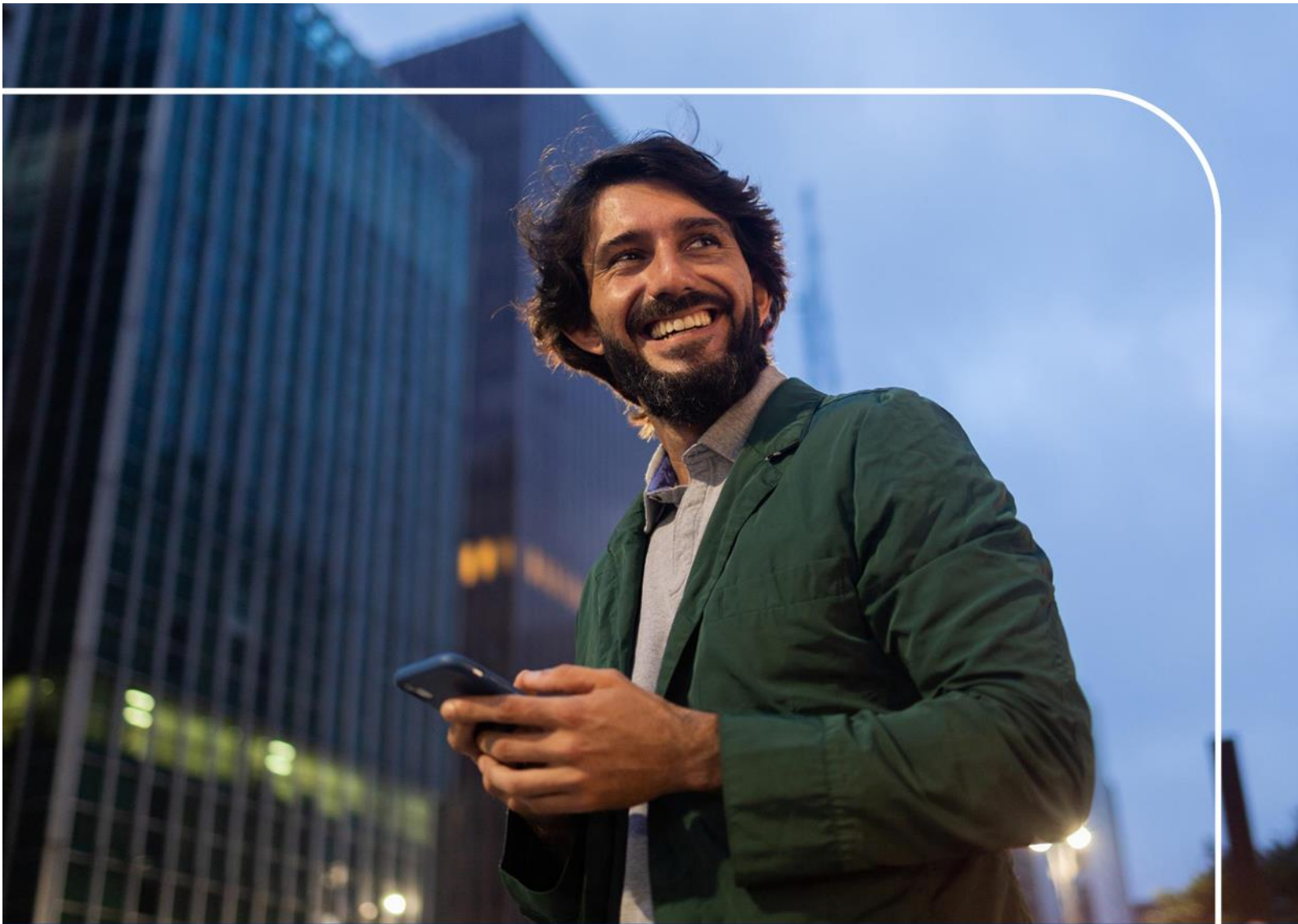




ERSTE 
Private Banking

Týdenní ekonomický přehled

Tento týden zasedá ČNB a Fed

Hlavní trhy

Trhy budou tento týden sledovat především Fed a jeho zasedání. Čeká se stabilita sazeb, když se nyní všeobecně čeká pokles na červnovém zasedání. Tímto směrem by mohla jít i komunikace na tiskové konferenci. Nicméně překvapení se samozřejmě nedá vyloučit, když HDP v prvním čtvrtletí dokonce nepatrně poklesl, za čímž je třeba hledat dopady současné celní politiky USA a výraznou nejistotu. Nedávno Trump vyvíjel tlak na šéfa Fedu, že zjišťuje možnost jeho odvolání. Tržní reakce směrem k dalšímu odlivu kapitálu, oslabení dolaru a pravděpodobného růstu rizikové premie na dluhopisech byla celkem intuitivní. Trump poté couvl a řekl, že o Powellovo odvolání neusiluje. Nevíme, zdali šlo o důsledek vývoje na trzích či Trump a jeho lidé nenašli možnost, jak by šéfa Fedu odvolali před koncem mandátu. Každopádně na trhy to vneslo uklidnění.

V pátek vyšla data z amerického trhu práce. Míra nezaměstnanosti zůstala v dubnu na 4,2 %. To je hodnota, která je pravděpodobně blízko její rovnovážné hodnoty (tzv. NAIRU, což je míra nezaměstnanosti, která je konzistentní s potenciálem ekonomiky a nevychyluje inflaci z cíle ani směrem nahoru, ani směrem dolů). Z pohledu Fedu by tak trh práce nyní měl být blízko optima. Což jen ukazuje na nesmyslnost některých kroků Donalda Trumpa, která pravděpodobně povedou ke zhoršení vývoje HDP i nezaměstnanosti. Pro vývoj počtu nově vzniklých pracovních míst čekal trh výrazné zpomalení na 130 tisíc. Skutečnost ve výši necelých 180 tisíc je tak docela příznivým překvapením. Dubnový vývoj trhu práce v americké ekonomice tak lze brát vcelku pozitivně a trhy se mírně uklidnily. Nicméně nejistota zůstává velmi vysoká, když vše nasvědčuje tomu, že ke zhoršení by mohlo dojít v květnu a pak v červnu.

Předběžný odhad HDP za USA vyšel minulý týden. Trhy čekaly výrazné zpomalení růstu. To nejenom že nastalo, ale HDP rovnou poklesl o 0,3 % (mezičtvrtletně anualizovaně). Tento vývoj je z velké části „zásluha“ Donalda Trumpa a jím vyvolané výrazné nejistoty. V datech za první čtvrtletí je zajímavých několik věcí. Zaprvé došlo ke zpomalení růstu spotřeby domácností, která je dlouhodobě klíčovým zdrojem růstu americké ekonomiky. Mezičtvrtletní růst o 0,4 je nejnižší od druhého čtvrtletí 2023. Vedle toho došlo k poklesu spotřeby vlády, pravděpodobně v důsledku voleb (růst spotřeby vlády je obvykle vyšší před volbami a po nich dojde ke zpomalení) a činnosti Muskova týmu. A výrazně stouply dovozy z důvodu obav o budoucí vývoj inflace. Americké domácnosti i firmy se pravděpodobně předzásobily zbožím, u kterého čekají v příštích měsících zdražení. I proto tak výrazně stouply investice (růst zásob). V tomto ohledu tak nejspíš došlo k substituci, kdy část domácností a firem nakupovala více zboží z dovozu oproti domácí produkci (včetně služeb). Pro letošní rok čekáme růst americké ekonomiky kolem 1 %, nicméně nejistota je značná. Stále vidíme pravděpodobnost americké recese letos kolem 50 %.

ČR

Ve středu zasedá ČNB a bude se pravděpodobně rozhodovat mezi stabilitou sazeb a jejich mírným poklesem o 25 bodů. V rámci naší prognózy čekáme stabilitu sazeb pro květnové zasedání a pokles sazeb v srpnu. Pravděpodobnost stability versus poklesu jsme viděli jen jako velmi mírně vyšší. Od finalizace naší prognózy, což je necelý měsíc, se situace mírně posunula, když Trumpova cla působí (alespoň prozatím) protiinflačně ve směru ochlazení globální poptávky a poklesu cen komodit. To pravděpodobnost obou možností vyrovnává. Aktuálně je tak dle nás pravděpodobnost zhruba 50:50 a může rozhodnout až debata mezi členy bankovní rady během tohoto týdne. Z vystoupení některých členů bankovní rady z poslední doby vyplývá, že případný pokles sazeb zvažují, což možnost takového kroku zvyšuje. To odráží i aktuální odhad trhu, který se překlápěl do směru možného poklesu sazeb. Každopádně, pokud by ČNB tento týden snížila sazby, konzistentně bychom upravili prognózu ve směru očekávané stability sazeb pro srpen. Zasedání ČNB bude zajímavé ještě z jednoho důvodu, a tím je zveřejnění nové prognózy ČNB. Nejde ani tak o makro vývoj, kde výraznější změny nečekáme. Zajímavá bude především nová prognóza úrokových sazeb. Podle stávající prognózy čeká ČNB pro rok 2026 průměrný 3M PRIBOR na 2,9 %, což ale neodpovídá komunikaci bankovní rady. Je otázka, jak bude vypadat prognóza nová.

Důležitá informace, která může hlasování ČNB výrazně ovlivnit, je úterní předběžný odhad české inflace za duben. Ten čekáme jen mírně nad 2 %, když tímto směrem působí především vliv srovnávací základny (v dubnu 2024 ceny silně rostly, což nyní po 12 měsících z meziročního srovnání vypadne). Ve stejném směru

působí také pokles cen pohonných hmot a stále protiinflační vliv zahraničního makro vývoje (Německo). Výraznou nejistotu ale stále představují ceny potravin, které mohou opět překvapit směrem nahoru. Každopádně, pokud by inflace vyšla nízká, pravděpodobnost na pokles sazeb se zvyšuje. Tento týden vyjdou další data z české ekonomiky (průmysl, maloobchod, obchodní bilance a podíl nezaměstnaných osob). Výraznější překvapení nečekáme, když cyklický vývoj české ekonomiky vidíme jako zhruba stabilní, což nedávno potvrdil i předběžný odhad růstu HDP za první čtvrtletí.

Podle předběžného odhadu dosáhl růst HDP v české ekonomice v mezičtvrtletním vyjádření 0,5 %. V meziročním vyjádření byl růst HDP 2,0 %. Nejnovější data tak potvrzují postupné oživení v české ekonomice, které pokračovalo i na začátku letošního roku. I vzhledem ke střednědobě nízkému růstu ekonomiky eurozóny a výrazným nejistotám v globální ekonomice, které vyvolala politika Donalda Trumpa, lze data za první čtvrtletí vnímat jako příznivá.

Ekonomický kalendář (vybraná data)

Den	Stát	Událost	Skut.	Trh	Předtím
30.4.	GER	Maloobchodní tržby, m/m, 3/25	-0,2	-0,4	0,8
30.4.	CZE	HDP, q/q, 1Q/25, první odhad	0,5	0,5	0,7
30.4.	GER	HDP, q/q, 1Q/25, první odhad	0,2	0,2	-0,2
30.4.	EMU	HDP, q/q, 1Q/25, první odhad	0,4	0,2	0,2
30.4.	GER	Inflace, r/r, 4/25, předběžná	2,1	2,0	2,2
30.4.	USA	HDP, q/q, 1Q/25 p.a., první odhad	-0,3	0,4	2,4
30.4.	USA	Osobní příjmy, m/m, 4/25	0,5	0,4	0,8
30.4.	USA	Osobní výdaje, m/m, 4/25	0,7	0,4	0,4
30.4.	USA	Jádrová PCE inflace, m/m, 4/25	0,0	0,1	0,4
1.5.	USA	ISM průmysl, 4/25	48,7	47,9	49,0
2.5.	CZE	PMI průmysl, 4/25	48,9	47,9	48,3
2.5.	EMU	Inflace, r/r, 4/25, předběžná	2,2	2,0	2,2
2.5.	USA	Míra nezaměstnanosti, 4/25	4,2	4,2	4,2
2.5.	USA	Změna zaměstnanosti, 4/25	177	130	185
5.5.	USA	ISM služby, 4/25		50,6	50,8
6.5.	CZE	Inflace, r/r, 4/25, předběžná		2,1	2,7
6.5.	EMU	PPI, m/m, 3/25		-1,1	0,2
7.5.	GER	Tovární zakázky, m/m, 3/25		2,2	0,0
7.5.	CZE	Obchodní bilance, 3/25		30,2	35,5
7.5.	CZE	Průmyslová produkce, r/r, 3/25		0,2	1,5
7.5.	EMU	Maloobchodní tržby, m/m, 3/25		-0,1	0,3
7.5.	CZE	Hlavní sazba ČNB		3,50	3,75
7.5.	USA	Hlavní sazba Fedu		4,50	4,50
8.5.	GER	Průmyslová produkce, m/m, 3/25		0,8	-1,3
9.5.	CZE	Maloobchodní tržby, r/r, 3/25		3,4	3,8
9.5.	CZE	Podíl nezaměstnaných osob, 4/25		-	4,3

Zdroj: Trading Economics (m/m je meziměsíční růst v %, q/q je mezičtvrtletní růst v %, r/r označuje meziroční růst v %)

Ekonomický výhled

Prognóza ČS pro USA

	2023	2024	2025	2026	2027
Reálné HDP	2,9	2,8	0,9	1,4	2,0
Míra nezaměstnanosti	3,6	4,0	4,4	4,6	4,3
Celková CPI inflace	4,1	3,0	3,0	2,8	2,3
Jádrová PCE inflace	4,2	2,8	2,7	2,6	2,3

Zdroj: US Bureau of Labor Statistics, FRED, US Census Bureau, Bloomberg, Česká spořitelna (meziroční růsty v %, míra nezaměstnanosti v %)

Prognóza ČS pro eurozónu

	2023	2024	2025	2026	2027
Reálné HDP	0,4	0,9	0,9	1,2	1,5
Míra nezaměstnanosti	6,6	6,4	6,4	6,4	6,3
Celková CPI inflace	5,5	2,4	2,2	1,9	2,1
Jádrová CPI inflace	5,0	2,9	2,3	2,0	2,1

Zdroj: Eurostat, Bloomberg, Česká spořitelna (meziroční růsty v %, míra nezaměstnanosti v %)

Střednědobá prognóza ČS pro českou ekonomiku

	2023	2024	2025	2026	2027
Reálné HDP	0,1	1,0	1,7	2,1	2,6
Celková inflace	10,7	2,4	2,6	2,2	2,3
Míra nezaměstnanosti	2,6	2,7	3,1	3,5	3,5
Nominální mzdy	8,0	7,0	6,0	4,7	4,9
Reálné mzdy	-2,4	4,5	3,3	2,4	2,5
Hlavní sazba ČNB	6,99	5,13	3,64	3,08	3,00
EUR/CZK	24,0	25,1	25,0	24,6	24,3

Zdroj: Český statistický úřad, Česká národní banka, Česká spořitelna (meziroční růsty v %, průměrná míra nezaměstnanosti v %, sazba ČNB a kurz koruny jsou roční průměry)

Centrální banky

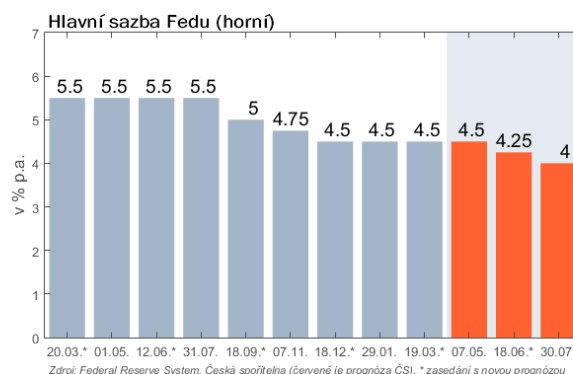
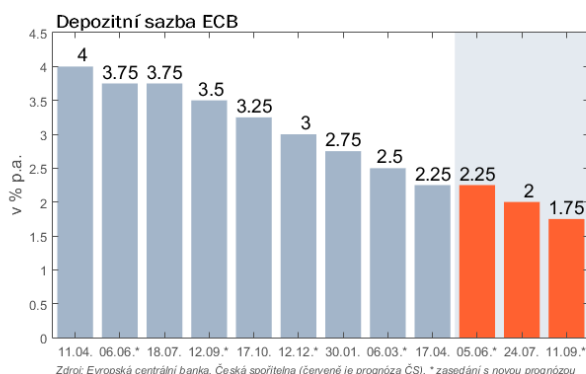
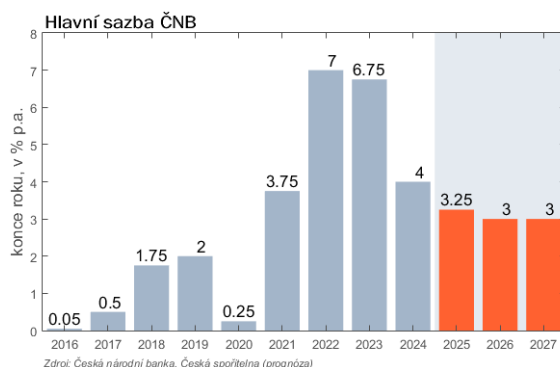
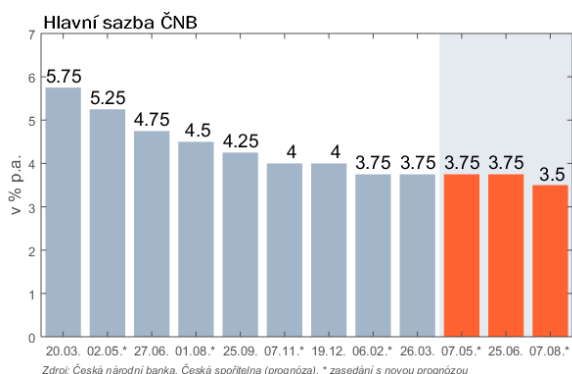
Aktuální vývoj:

- ČNB: Pravděpodobnosti obou možností, tedy stability sazeb a jejich mírného poklesu, vidíme jako vyrovnanou. Rozhodnout může zítřejší inflace.
- ECB: Pro příští zasedání se čeká snížení sazeb. Vývoj pro zbytek roku zůstává nejistý, když na jedné straně ECB chce zůstat obezřetná, na straně druhé bude ale záležet na dopadech amerických cel a celkovém makro vývoji.
- Fed: Snížení sazeb se čeká v červnu. Pak bude záležet na celkovém makro vývoji. Pro letošek čekáme trojí snížení sazeb.

	Aktuální	Příští zasedání		Poslední změna	Příští změna (prognóza ČS)
		datum	očekávání (ČS / trh)		
ČNB: Hlavní (repo) sazba	3,75	07.05.	0 / -25	-25 (02/2025)	-25 (08/2025)
ECB: Depozitní sazba	2,25	05.06.	-25 / -25	-25 (04/2025)	-25 (06/2025)
FED: Hlavní sazba (horní)	4,50	07.05.	0 / 0	-25 (12/2024)	-25 (06/2025)

Zdroj: Česká národní banka, Evropská centrální banka, Federal Reserve System, Bloomberg, Trading Economics (změna sazeb v bazických bodech)

Prognóza ČS:



Kurzový vývoj

EUR/USD

Kurz dolaru k euru se nyní pohybuje kolem hladiny 1,13. Trhy čekají na další informace ohledně cel. Pokud by došlo k jejich odvolání či zmírnění, dolar by mohl posílit. V případě eskalace obchodní války by dolar naopak oslabil. Celkově pro příští týdny čekáme pohyb v koridoru 1,10-1,15 podle makro vývoje a politických rozhodnutí. V případě významného překvapení by ale mohlo dojít k výraznějšímu pohybu.

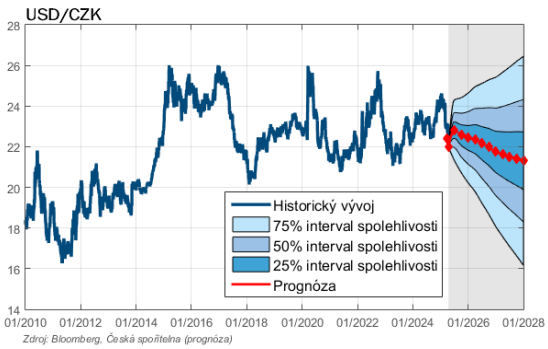
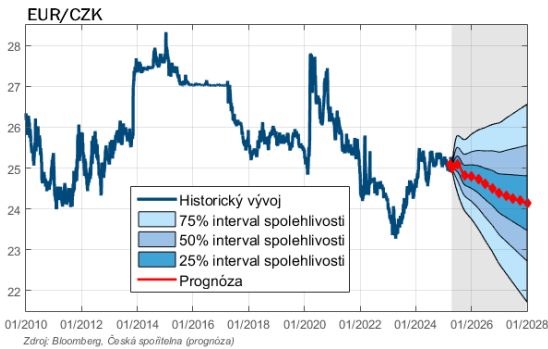
EUR/CZK

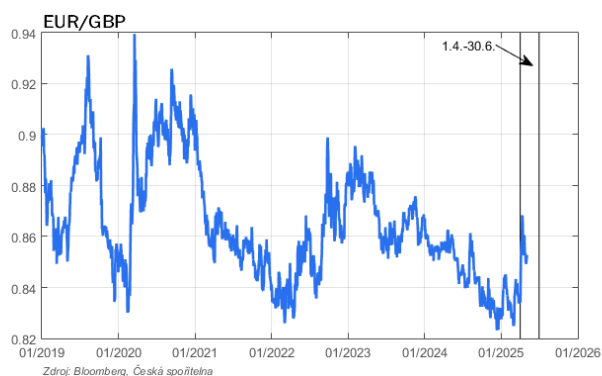
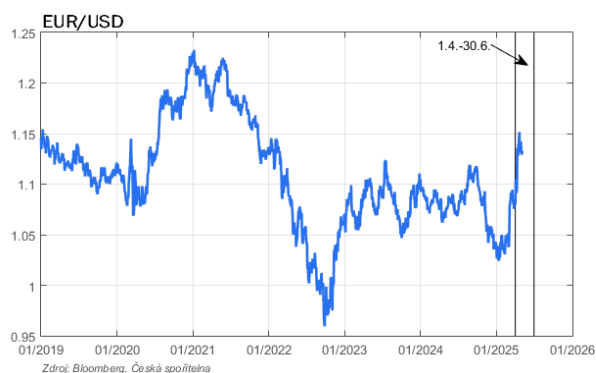
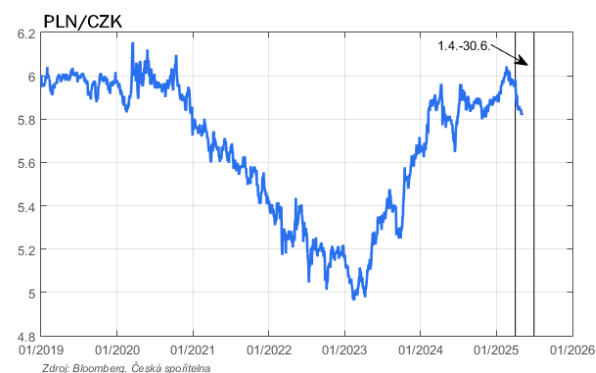
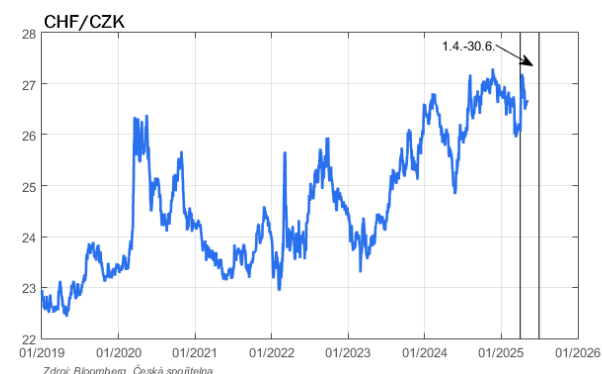
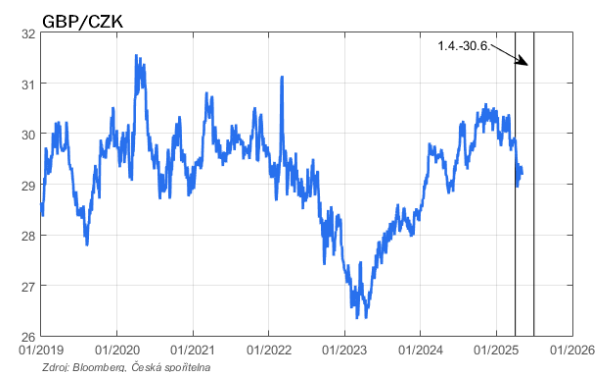
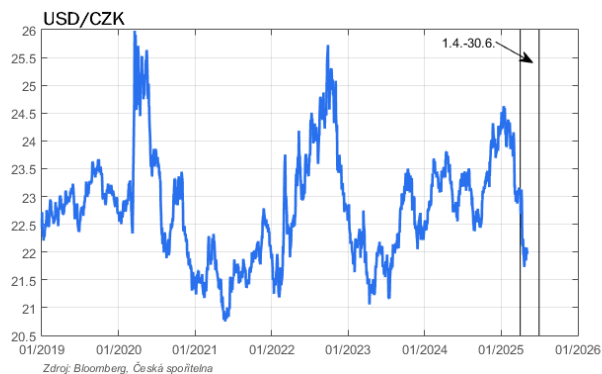
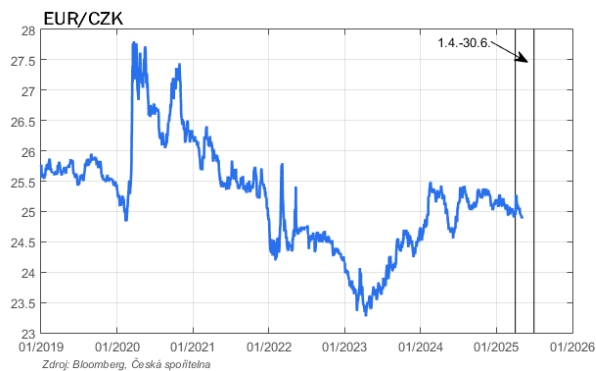
Koruna posílila pod hladinu 25,0. Pro květnové zasedání mírně roste pravděpodobnost možného poklesu sazeb, což by samo o sobě mělo stát naopak za lehkým oslabením kurzu. Posílení kurzu je ale ovlivněno některými nedávnými komentáři z ČNB, které naznačují možnost, že po tomto (ať nastane nyní nebo v blízké budoucnosti) poklesu sazeb by si mohla dát ČNB pauzu s jejich dalším snížením.

Prognóza ČS

		Aktuální	Roční průměry, konce roku						
			2021	2022	2023	2024	2025	2026	2027
EUR / CZK	avg	24,91	25,64	24,56	24,00	25,12	25,01	24,62	24,27
	eop		24,89	24,16	24,70	25,20	24,80	24,40	24,16
USD /CZK	avg	22,06	21,68	23,35	22,19	23,22	23,09	22,17	21,53
	eop		21,88	22,56	22,36	24,34	22,55	21,79	21,34
EUR / USD	avg	1,13	1,18	1,05	1,08	1,08	1,09	1,11	1,13
	eop		1,14	1,08	1,10	1,04	1,10	1,12	1,13

Zdroj: Bloomberg, Česká spořitelna (prognóza); * cena 100 HUF v korunách; avg – roční průměry, eop – konec roku

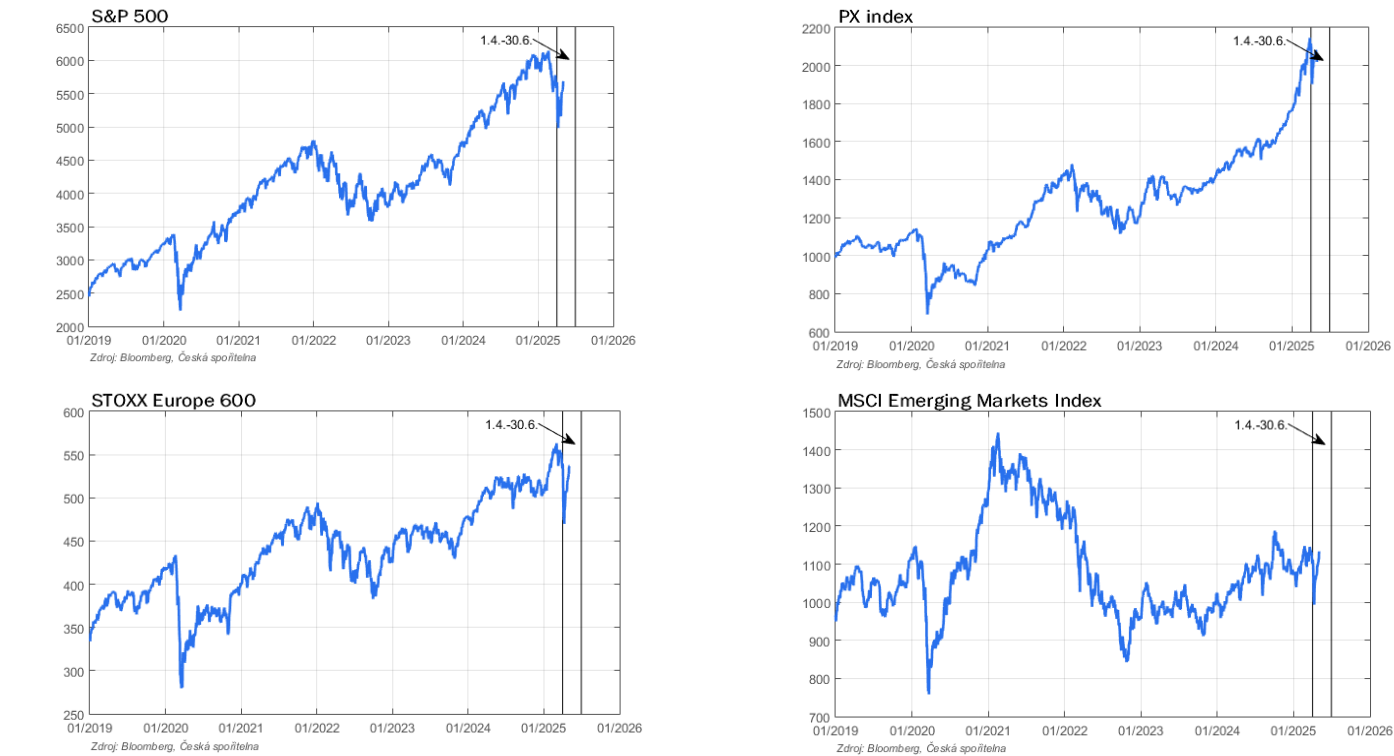




V USA reportovali technologičtí giganti, v ČR KB, Erste, PMČR nebo Primoco

EMU/USA Americké akcie v minulém týdnu pokračovaly v růstu, když index S&P 500 posílil o necelé 3 % a už je výše než před vyhlášením „recipročních“ cel začátkem dubna. Technologický Nasdaq za minulý týden posílil o 3,4 % a dařilo se i evropským akciím, když STOXX 600 vyrostl o 3,1 %. Výsledky v minulém týdnu reportovali technologičtí giganti. Microsoft překonal očekávání analytiků jak v zisku na akcii, tak v tržbách, které překonaly 70 mld. USD a meziročně rostly o více než 13 %. Akciím pomohlo, že tržby z cloudu Azure rostly o 33 %, když analytici očekávali asi o 3 p.b. méně. Zároveň výhled pro tento kvartál dal Microsoft nad odhady analytiků, když očekává tržby ve střední hodnotě 73,7 mld. USD a růst Azure o 34 až 35 %. Akcie v minulém týdnu posílila o více než 11 %. Meta překonala očekávání v tržbách (42,3 mld. USD, +16 % r/r) a výrazně v zisku na akcii, který rostl meziročně dokonce o 36,5 %. Pro aktuální kvartál firma dala výhled v souladu s odhady, nicméně potvrdila, že už počítá se snížením výdajů na reklamu ze strany asijských firem. Její byznys podle jejich slov ale funguje velmi dobře a jsou v dobré pozici, aby zvládli aktuální makroekonomickou nejistotu. Firma snížila svůj celoroční výhled na celkové náklady, naopak ale navýšila svůj výhled CAPEXů. Akcie v minulém týdnu rostla o 9 %. Apple ve svých výsledcích mírně překonal očekávání analytiků jak v zisku na akcii, tak tržbách. Ty dosáhly 95,4 mld. USD a meziročně rostly o 5 %. Apple odhaduje, že v tomto kvartálu jim cla navýší náklady o 900 mil. USD (pokud nedojde k dalším změnám), nicméně je podle jejich slov obtížné predikovat, co bude následovat v dalších měsících. I z toho důvodu snížila své zpětné odkupy o 10 mld. USD. Akcie v minulém týdnu oslabila o necelá 2 %. Amazon reportoval zisk na akcii nad odhady a tržby téměř podle odhadů. Ty byly 155,7 mld. USD a meziročně rostly o 8,6 %. Nicméně cloud AWS rostl meziročně o 17 %, což bylo méně, než analytici očekávali i pomaleji než v předchozím kvartále (+18,9 %). Trhy nepotěšil ani výhled firmy, která očekává výrazně nižší provozní zisk, než byly odhady analytiků. Warren Buffett o víkendu oznámil, že na konci roku skončí jako CEO Berkshire Hathaway, kterou vedl 60 let. Vedení společnosti by se podle očekávání měl ujmout Greg Abel.

Český trh Index pražské burzy v minulém týdnu oslaboval asi o 1 %. O 5,1 % rostly akcie ČEZ, na druhé straně spektra byly banky, Erste klesala o 4,9 %, KB o 4,4 % a Moneta o 4,3 %, nicméně v případě Monety je důvodem to, že se již obchodovala bez nároku na dividendu. Premiér ve středu odpoledne oznámil, že vláda koupí 80% podíl v projektu dvou nových jaderných bloků ČEZ (SPV EDU II) za 3,6 mld. Kč. Vláda bude mít nadále opci na odkup zbývajících 20% podílu. Smlouva o výstavbě nových bloků (s KHNP) bude podepsána 7. května. Zbýlý podíl ČEZ podle vlády zajistí expertní zapojení do projektu. Žádné další podrobnosti zatím nejsou k dispozici. Prodej 80% podílu v jaderném projektu s očekávanými investičními náklady zhruba 400 mld. Kč vidíme pro akcie ČEZ neutrálně do doby, než budou známy podrobnosti o budoucím provozním a finančním zapojení ČEZ do projektu. Prodej majority v projektu do rukou státu (za cenu doposud vynaložených nákladů) není překvapivý, o prodeji projektu nebo jeho části státu se spekulovalo již několikrát a byla to nejpravděpodobnější varianta pro zajištění jeho financování. Výsledky reportovala Komerční banka. Čistý zisk v 1Q25 meziročně vzrostl o 49 % na 4 186 mil. Kč, čímž jasně překonal tržní odhady (13 % nad konsensem), k překonání ale došlo výhradně díky rozpuštění opravných položek k riziku. Čisté úrokové výnosy se v 1Q25 snížily o 3 % q/q, což bylo pod tržním očekáváním. Mezičtvrtletní pokles byl způsoben zdvojnásobením neúročených povinných minimálních rezerv (na 4 % ze strany ČNB). Celkové náklady byly nižší, než se očekávalo, poklesly o 4 % r/r. Výhled na rok 2025 zůstal z velké části beze změny. Erste v 1Q25 reportovala čistý zisk 743 mil. EUR (-5 % r/r), což bylo mírně pod konsensem trhu (-0,7 %). Zisk před zdaněním (1,18 mld. EUR v 1Q25, -8 % r/r) byl o 2 % nižší než odhady. Čistý úrokový výnos se v 1Q25 snížil o 3 % q/q (+1 % r/r), zatímco čisté výnosy z poplatků a provizí vzrostly v 1Q25 o 10 % r/r, což bylo v obou případech zhruba v souladu s odhady. Zároveň dnes ráno došlo k oznámení, že Erste koupí 49% podíl v Santander Bank Polska za asi 6,8 mld. EUR. Erste by měla akvizici financovat z vlastních zdrojů, což znamená zrušení plánovaného zpětného odkupu akcií ve výši 700 mil. EUR a snížení dividendového výplatního poměru na 10 % z čistého zisku za rok 2025. Philip Morris ČR reportoval výsledky za celý rok 2024 a ty lze po silných výsledcích za 1H24 označit za slabší. Tržby dosáhly 21,6 miliardy Kč (+5,0 % r/r), což je téměř v souladu s konsensem a mírně pod našimi odhady. Hrubá marže za FY24 tak dosáhla 43,8 %, když ve 2H24 činila pouze 43 % oproti 44,8 % v 1H24. Čistý zisk za FY24 činil 3,34 mld. korun, což je meziročně stabilní hodnota, ale téměř desetinu pod odhadem trhu. Zisk na akcii byl 1 218 Kč, což je stejně jako před rokem. Společnost navrhla dividendu ve výši 1 220 Kč na akcii, stejně jako loni, což odpovídá DY ve výši 6,8 %. Gevorkyan zveřejnil výroční zprávu za rok 2024, kdy poprvé reportoval podle IFRS. Nový způsob vykazování ovlivnil výši tržeb (75,7 mil. EUR vs 94,2 mil. EUR podle SÚS), nicméně ziskovost zůstala zachována. Zároveň firma ohlásila další mírný růst dlouhodobě podepsaných kontraktů. Primoco reportovalo výsledky za 1Q25, kdy firma stejně jako ve 4Q24 neprodala ani nedodala žádné letadlo.

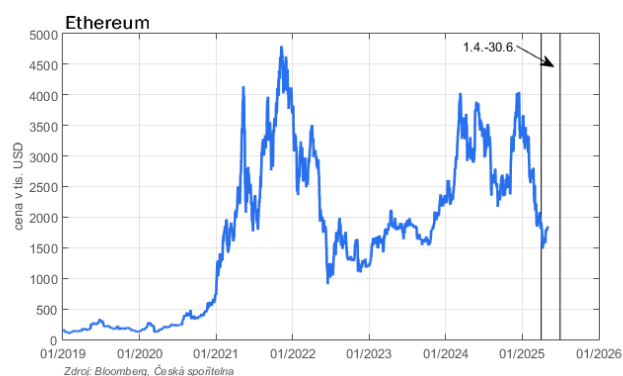
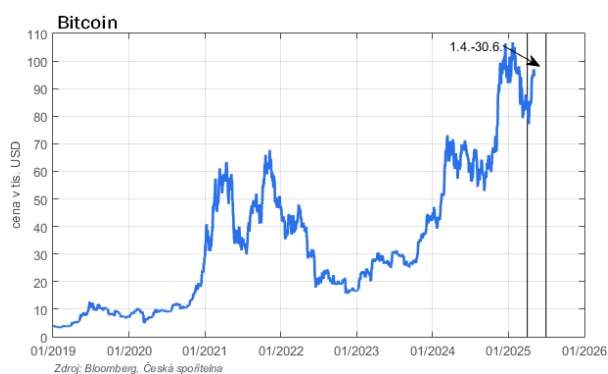
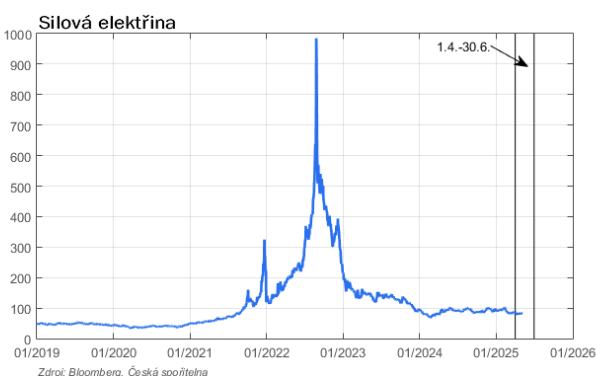
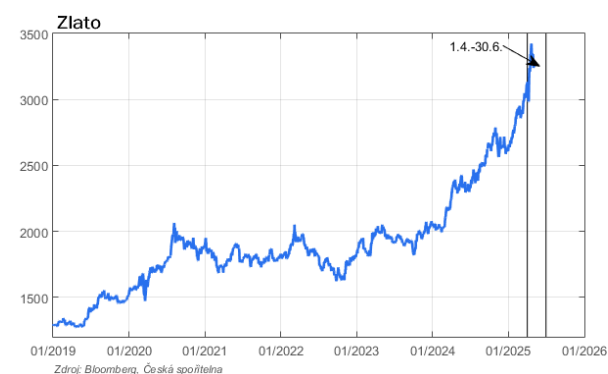
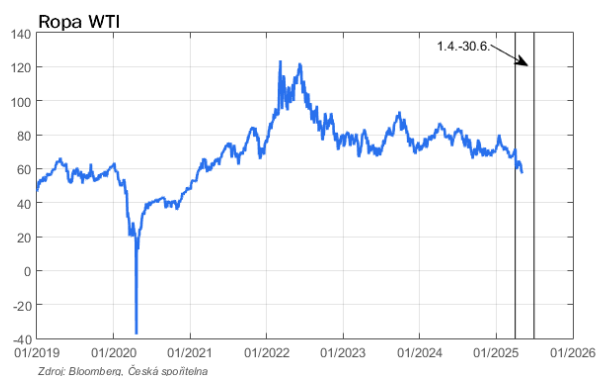


Finanční aktiva ve zkratce

Výnosy (%)	1Y	2Y	5Y	10Y
ČR		3.40	3.63	4.10
Německo	1.78	1.76	2.06	2.51
USA	3.92	3.82	3.92	4.31
Velká Británie	3.68	3.86	3.98	4.51

Zdroj: Bloomberg

Komodity a kryptoměny



Analýzy, zprávy a názory Research týmu naleznete na stránkách investičního centra České spořitelny [ZDE](#).

Důležitá upozornění

Důležitá upozornění (tzv. disclaimer), včetně případného střetu zájmů, dle Nařízení Komise v přenesené pravomoci (EU) 2016/958, kterým se doplňuje nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, pokud jde o regulační technické normy, kterými se stanoví technická opatření pro objektivní předkládání investičních doporučení nebo jiných informací doporučujících či navrhuje investiční strategii a pro uveřejňování konkrétních zájmů nebo upozorňování na střety zájmů, jsou k dispozici na webových stránkách tvůrce tohoto dokumentu – odboru Ekonomických a strategických analýz České spořitelny. Přímý odkaz na dokument s důležitými upozorněními naleznete na <http://www.investicnicentrum.cz/analyzupozorneni>.