

KKIP Monthly

Makroekonomický a tržní
vývoj doma i ve světě



Září 2025: Rozdílný vývoj inflace v ČR a EU, čekání na USA vývoj

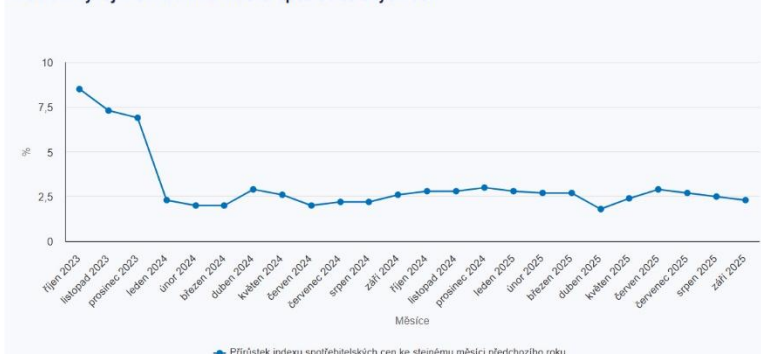
- Pokles inflace v ČR, drobný růst v EU, co bude v USA po nastavení cel?
- Měnová politika nyní stabilní
- Hlavní makro-ekonomické ukazatele a jak s nimi pracovat

Další pokles inflace v ČR, drobný růst v EU a čekání na USA po zavedení cel

Inflace v ČR v září klesla na 2,3% a klesla tak již potřetí v řadě. Výrazně se na poklesu projeví ceny potravin, které postupně klesají již od července. Nicméně problémem zůstává i nadále růst cen služeb a bydlení. I přes pokračující pokles se na 2% cíl ČNB dostaneme nejspíše až v příštím roce.

Česká národní banka zasedala na konci září a ponechala úrokovou sazbu beze změny na úrovni 3,5%. Přes pokles inflace pravděpodobně letos ČNB již sazby nesníží. V české ekonomice existují stále inflační tlaky jako například trh práce a rychle rostoucí mzdy, ceny nemovitostí, růst cen služeb, množství peněz v oběhu nebo fiskální politika, z globálního hlediska představuje nejistotu válka na Ukrajině a vývoj na Blízkém východě. ČNB tak bude ke snižování sazeb přistupovat opatrně.

Měsíční vývoj meziročního indexu spotřebitelských cen



Zdroj: Český statistický úřad



Hrubý domácí produkt v ČR vzrostl ve druhém kvartále meziročně o 0,5%. Růst HDP podpořila hlavně domácí spotřeba, naopak negativně působila investiční aktivita a bilance zahraničního obchodu. Důležitější než samotný vývoj HDP je skutečnost, že v říjnu MMF poměrně výrazně zlepšil odhad růstu české ekonomiky. V letošním roce by měl HDP v ČR dosáhnout 2,3% a v roce 2026 2%. Lepší predikce je rozhodně pozitivní zpráva, která signalizuje stabilizaci naší ekonomiky, ale růst HDP je stále pod dlouhodobým potenciálem.

Nezaměstnanost v Česlu byla v září 4,5%. Nezaměstnanost jako taková je v průběhu roku ovlivněna cyklickým charakterem některých odvětví (např. zemědělství) a různými dalšími vlivy. V září se jedná o příliv čerstvých absolventů, kteří se hlásí na úřady práce. Vzhledem k tomu, že nezaměstnanost zůstala na stejné úrovni jako v srpnu, vypadá to, že většina absolventů našla práci. V roce 2025 nezaměstnanost v ČR pomalu roste. To je způsobeno nevýraznými výkony českého průmyslu. Tradičně jsou v ČR velké rozdíly v nezaměstnanosti mezi jednotlivými regiony. Nejvyšší je dlouhodobě v Ústeckém kraji, kde v září činila 6,8%. Naopak nejnižší podíl nezaměstnaných byl v Praze, a to 3,5%.

Indikátor důvěry spotřebitelů v ČR vzrostl v září o 4,5 bodu na 103,5 bodů. Růst ukazatele způsobilo to, že více domácností věří ve zlepšení své finanční situace v příštích 12 měsících a zároveň se snížil počet spotřebitelů očekávajících zhoršení ekonomické situace v ČR. Pozitivní očekávání spotřebitelů by měly vést ke zvýšení jejich spotřeby a tím i k růstu HDP.

Inflace v eurozóně mírně zrychlila na 2,2%. Struktura inflace zůstává i nadále podobná jako v minulých měsících. Zdražují služby, dolů inflaci tlačí ceny potravin a energií. Podle makroekonomické projekce EBC vydané v září se očekává, že v roce 2025 dosáhne inflace v průměru 2,1 %, poté v roce 2026 klesne na 1,7 % a následně v roce 2027 vzroste na 1,9 %. Jádřová inflace by měla klesnout s tím, jak budou mzdové tlaky a růst cen služeb slábnout a jak posilující euro bude držet růst cen zboží pod kontrolou.

ECB zasedá na konci října a nenajdeme žádné informace, které by naznačovaly snížení sazeb. Nejpravděpodobnějším scénářem je stabilita sazeb.

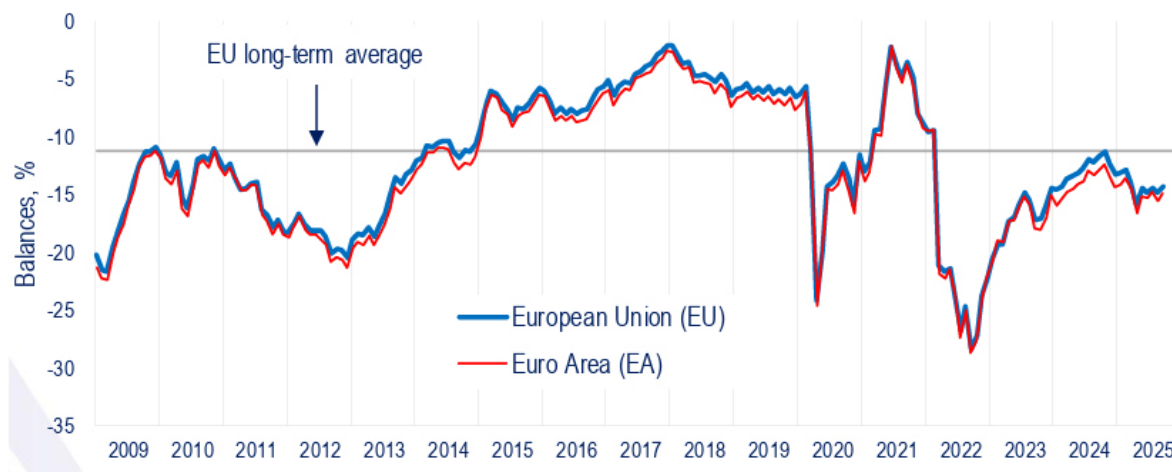
HDP Eurozóny se ve druhém čtvrtletí zvýšil o 0,1%. Rostoucí reálné mzdy a zaměstnanost spolu s novými vládními výdaji na infrastrukturu a obranu (zejména v Německu) by měly posílit domácí poptávku v eurozóně. ECB tak v září upravila predikce HDP pro letošek i další roky. Průměrné meziroční tempo růstu reálného HDP by mělo dosáhnout úrovně 1,2 % v roce 2025, 1,0 % v roce 2026 a 1,3 % v roce 2027.

Srpnová míra nezaměstnanosti v eurozóně dosáhla hodnoty 6,3%. Nejvyšší míru nezaměstnanosti má Španělsko, následuje Řecko. Nezaměstnanost roste i v Německu (6,3%) kde pracovní trh ovlivňuje hospodářská stagnace uplynulých let. Na Slovensku byla v srpnu míra nezaměstnanosti 5,3% a v září se očekává nezaměstnanost okolo 5%.

Index spotřebitelské důvěry v eurozóně ze září 2025 vykresluje obraz opatrného optimismu. Index vzrostl o 0,6 bodu na -14,9, čímž překonal předchozí hodnotu -15,5. Toto zlepšení naznačuje, že domácnosti jsou o něco optimističtější ohledně ekonomického vývoje, což pravděpodobně odráží slábnoucí cenové tlaky a stabilizaci trhu práce. I přes růst ale zůstává tento ukazatel hluboko pod dlouhodobým průměrem. Průzkum provádí Evropská komise a měří důvěru spotřebitelů na stupnici od -100 do 100, kde -100 označuje



extrémní nedostatek důvěry, 100 označuje plnou důvěru a 0 označuje neutrální názor. Dlouhodobý průměr řady je -10 bodů.



Zdroj: Evropská komise

Kvůli americkému shutdownu se zdrží zveřejnění **americké inflace** za září. Bude nejspíše zveřejněna až 24.10. Finanční trhy tak nyní nejvíce ovlivňují možná Trumpova cla. Donald Trump, v reakci na důkladnější kontrolu exportu vzácných surovin ze strany Číny, pohrozil dodatečným 100% clem na čínské zboží a služby. Nicméně je pravděpodobné, že proběhnou jednání a není tedy jisté, zda budou cla v této výši zavedena případně zda vůbec budou zavedena.

Americká centrální banka (FED) zasedá podobně jako EBC na konci října. Po zářiovém snížení sazeb se nečeká další změna, nicméně důležitý bude vývoj ekonomických ukazatelů.

Americká federální vláda zahájila 1. října nový fiskální rok. Nicméně se jí nepodařilo zajistit financování, protože senát odmítl návrhy republikánů o demokratů a úřady tak musí omezit svůj provoz. Tento stav se nazývá shutdown. Kvůli shutdownu můžeme očekávat zpoždění nebo dokonce odložení zveřejnění dat federálními agenturami. Nejde o vyloženě výjimečnou situaci, protože ke sporům o financování dochází opakovaně.

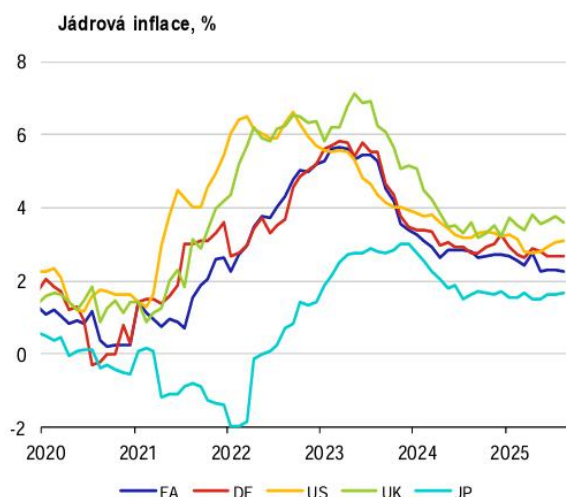
Ekonomika USA ve druhém čtvrtletí rostla nejrychleji za téměř dva roky, a to hlavně díky spotřebitelským výdajům. Hrubý domácí produkt USA očištěný o inflaci vzrostl podle zprávy Úřadu pro ekonomickou analýzu (BEA) v přepočtu na roční tempo o 3,8 %. Po poklesu v prvním čtvrtletí je to velký obrat a zároveň to znamená zažehnání hrozby technické recese (pokles HDP ve dvou čtvrtletích po sobě). Podle dostupných dat z poloviny roku 2025 se očekává mírný růst, zřejmě nad 2% meziročně.

Oficiální míra **nezaměstnanosti** v USA za září ještě není k dispozici, ale předpoklad je, že zůstane na srpnové hodnotě 4,3%. Navzdory stabilní míře nezaměstnanosti panují na trhu obavy z jeho celkového oslabení. Růst zaměstnanosti se v roce 2025 zpomalil, což naznačují i revize starších dat. Nedávné údaje

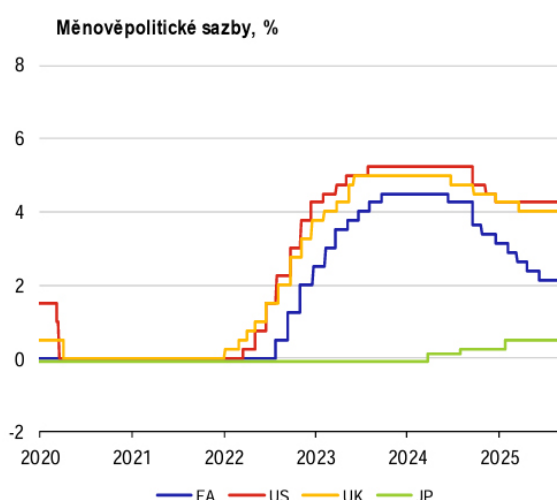


ukázaly, že počet vytvořených pracovních míst do března 2025 byl o 911 000 nižší, než se původně odhadovalo.

Index spotřebitelské důvěry v USA se v září snížil na 55,1 bodu ze srpnových 58,2 bodu. Spotřebitelé se obávají rizik souvisejících s oslabujícím trhem práce, nejistým vývojem inflace i rizik v podnikatelském prostředí. V USA se můžeme setkat s několika různými měřeními indexu spotřebitelské důvěry. Výše uvedená hodnota je Index University of Michigan (hodnoty nad 100 ukazují optimistický spotřebitelský sentiment). Můžeme najít také údaje od Conference Board (soukromá výzkumné organizace), podle kterých se index důvěry spotřebitelů snížil o 3,6 bodu na hodnotu 94,2. U tohoto indexu je dobrá ekonomická situace nad hodnotou 90 bodů. Stačí sledovat jen jeden z indexů, i když se výstupy mohou lišit. Důležité je sledovat i trendy.



Zdroj: ČNB Globální ekonomický výhled září 2025



Zdroj: ČNB Globální ekonomický výhled září 2025

Klíčové makroekonomické ukazatele a jejich vliv na trhy

V dnešním globálním finančním prostředí hrají makroekonomické ukazatele klíčovou roli při formování investorova očekávání a rozhodování. Tyto metriky nejen odrážejí aktuální stav ekonomiky, ale také predikují budoucí trendy, které ovlivňují výnosy na akciových a dluhopisových trzích. Pro zkušené investory, je důležité chápat nejen povrchní dopady, ale i podkladové mechanismy – jako jsou změny v diskontních sazbách, rizikových premiích nebo korporátních cash flow. Jedná se o hrubý domácí produkt (HDP), inflaci (měřenou indexem spotřebitelských cen, CPI), úrokové sazby (stanovené centrálními bankami), míru nezaměstnanosti a index spotřebitelské důvěry. Tyto ukazatele odrážejí celkovou ekonomickou zdraví a ovlivňují investorova očekávání ohledně růstu, rizik a návratnosti investic.

Hrubý domácí produkt (HDP): Indikuje celkovou ekonomickou aktivitu; vyšší růst naznačuje silnější ekonomiku, což podporuje akcie, ale může zvyšovat tlaky na dluhopisy.



Inflace (CPI): Měří změny cen; mírná inflace je pro trhy příznivá, ale vysoká eroduje hodnotu a zvyšuje volatilitu.

Úrokové sazby: Stanovují náklady na kapitál; jejich změny přímo ovlivňují diskontní sazby a alokaci mezi aktivy.

Míra nezaměstnanosti: Odráží zdraví trhu práce; nízká úroveň podporuje spotřebu, ale může signalizovat přehřátí ekonomiky.

Index spotřebitelské důvěry: Ukazuje optimismus spotřebitelů; vyšší hodnoty předpovídají vyšší výdaje, což prospívá akciím.

Akciové trhy reagují na tyto ukazatele prostřednictvím očekávání budoucích zisků firem a rizikového prémie. Vyšší HDP například zvyšuje korporátní příjmy, což zvyšuje ceny akcií, zatímco inflace může zvyšovat náklady a snižovat marže.

Dluhopisové výnosy se pohybují inverzně k cenám; úrokové sazby přímo ovlivňují yieldy, kde vyšší sazby snižují ceny existujících dluhopisů. Inflace eroduje reálnou hodnotu fixních plateb, což zvyšuje požadované výnosy.

Zkušené investoři by měli monitorovat tyto ukazatele v kontextu ekonomického cyklu; například v expanzi nízká nezaměstnanost podporuje akcie, ale může vést k vyšším sazbám, což tlumí dluhopisy.

Tyto ukazatele nejsou izolované; často se prolínají – například vysoká inflace může vést k vyšším úrokovým sazbám, což ovlivní HDP.

Hrubý domácí produkt (HDP)

HDP představuje agregátní měřítko ekonomické produkce a je často považován za "barometr" hospodářského zdraví. Historicky se ukázalo, že růst HDP o 1 % může korelovat s nárůstem korporátních zisků o 5–10 %, závisle na sektoru.

Vyšší HDP signalizuje expanzi, což zvyšuje korporátní příjmy prostřednictvím vyšší spotřeby a investic. V Gordonově růstovém modelu pro oceňování akcií ($P = D(1+g)/(r + \pi - g)$, kde g je růst dividend, r diskontní sazba a π rizikové prémie) rostoucí HDP zvyšuje g (očekávaný růst dividend), což vede k vyšším cenám akcií a výnosům. Například během expanze po COVID-19 v roce 2021 růst HDP v USA o 5,7 % přispěl k rally na S&P 500 o více než 20 %. Naopak pokles HDP (recese) snižuje zisky, zvyšuje rizikové prémie a vede k poklesu cen akcií, jako v roce 2008, kdy pokles HDP o 2,5 % způsobil pád akcií o 37 %.

Silný růst HDP často vede k očekávání vyšších úrokových sazeb centrálních bank, což zvyšuje yieldy (výnosy) nových dluhopisů a snižuje ceny existujících (inverzní vztah). Důlhy dluhopisů (citlivost na změny sazeb) zvyšuje volatilitu u dlouhodobých bondů. Například v období vysokého růstu HDP yieldy 10letých US Treasuries stoupají, protože investoři požadují vyšší kompenzaci za riziko inflace.



Inflace (CPI)

Inflace měří snížení kupní síly peněz a centrální banky ji cílí na úrovni kolem 2 %. Vysoká inflace (nad 3 %) historicky koreluje s nižšími reálnými výnosy na trzích.

Mírná inflace podporuje nominální růst zisků, což zvyšuje ceny akcií. Vysoká inflace však zvyšuje vstupní náklady, snižuje marže a vede k vyšším sazbám, což diskontuje budoucí cash flow (vyšší r v Gordonově modelu). Studie ukazují, že při inflaci nad 3 % reálné výnosy S&P 500 klesají o 1–2 % ročně.

Inflace snižuje reálnou hodnotu fixních kupónů, což zvyšuje požadované yieldy a snižuje ceny bondů. Pro dlouhodobé dluhopisy s vysokou durací může 1% nárůst inflace snížit cenu o 8–10 %. TIPS (inflačně indexované dluhopisy) poskytují ochranu, ale konvenční bondy trpí, jako v 70. letech, kdy vysoká inflace způsobila pokles yieldů o 15 %. Podobný dopad na dluhopisy bylo možné pozorovat v roce 2022, kdy byla celosvětově vysoká inflace.

Úrokové sazby

Úrokové sazby jsou nástrojem monetární politiky; jejich změny ovlivňují náklady kapitálu a mají okamžitý dopad na trhy.

Vyšší sazby zvyšují náklady na dluh, snižují investice a spotřebu, což diskontuje budoucí zisky (vyšší r v Gordonově modelu) a to vede k poklesu cen akcií. Například v roce 2022 růst sazeb Fedu o 4 % způsobil pokles S&P 500 o 18 %. Nižší sazby stimulují růst, jako v roce 2020, kdy nulové sazby podpořily rally o 16 %.

Existuje inverzní vztah: vyšší sazby snižují ceny existujících bondů (vyšší yieldy), zatímco nižší sazby je zvyšují. Durace hraje významnou roli – 10letý bond může ztratit 7 % ceny při 1% růstu sazeb. To ovlivňuje i korporátní bondy, kde spread (rozdíl rizikové a bezrizikové úrokové míry) nad bezrizikovými dluhopisy roste při vyšším riziku.

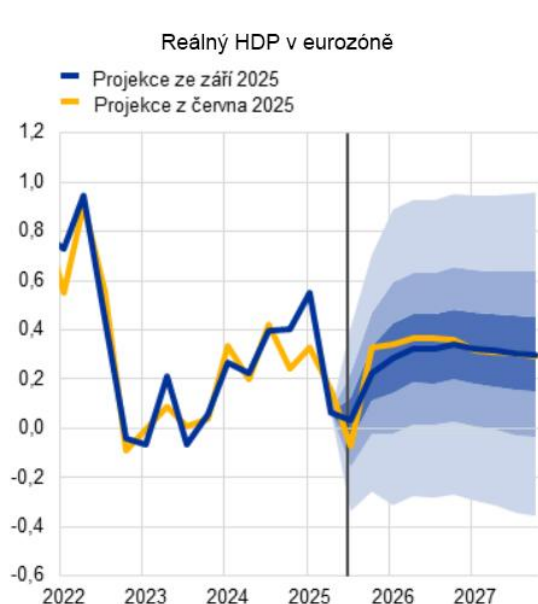
Míra nezaměstnanosti

Tento ukazatel odráží zdraví trhu práce; nízká úroveň (pod 4 %) signalizuje plnou zaměstnanost, ale může vést k mzdové inflaci.

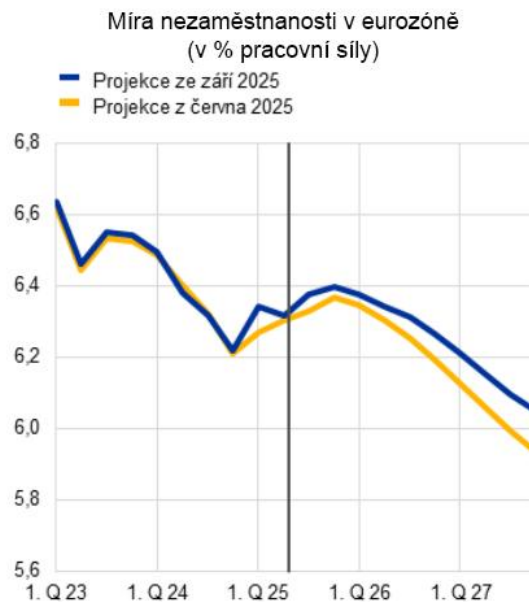
Nižší nezaměstnanost zvyšuje spotřebu, což podporuje zisky a ceny akcií. V expanzi je rostoucí nezaměstnanost paradoxně pozitivní pro akcie, protože signalizuje nižší sazby; v recesi je negativní kvůli poklesu růstu HDP. V expanzi zprávy o růstu nezaměstnanosti zvyšují výnosy o 0,14 %, zatímco v recesi je snižují o 0,06 %.



Rostoucí nezaměstnanost signalizuje slabší ekonomiku, což vede k nižším sazbám a vyšším cenám bondů (nižší yieldy). V expanzi se tak zvyšují ceny dluhopisů o 0,76 %, ale v recesi to nemá významný vliv.



Zdroj: ECB makroekonomické projekce pro eurozónu



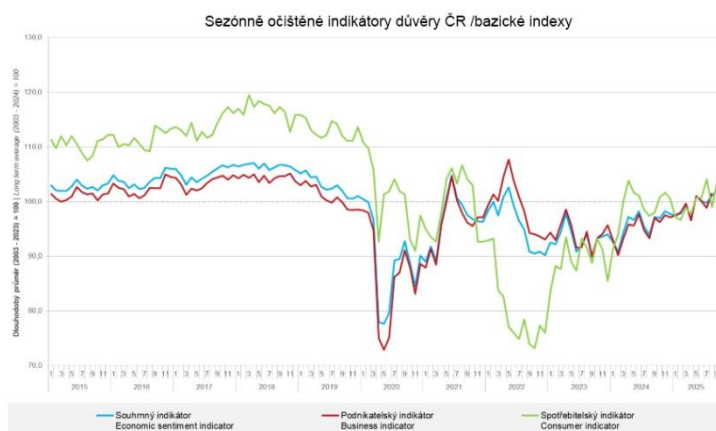
Zdroj: ECB makroekonomické projekce pro eurozónu

Index spotřebitelské důvěry

Tento index měří optimismus spotřebitelů ohledně ekonomiky a financí; hodnoty nad 100 indikují optimismus.

Vyšší důvěra zvyšuje výdaje, což podporuje zisky a ceny akcií. Pokles důvěry vede k úsporám, snižuje spotřebu a výnosy; studie ukazují, že pokles o 10 bodů může snížit S&P 500 o 5–7 %. Nedostatek důvěry ovlivňuje trhy více než pesimismus.

Vyšší důvěra signalizuje růst, což může zvyšovat yieldy (nižší ceny bondů) kvůli očekávaným vyšším sazbám. Pokles důvěry zvyšuje poptávku po bezpečných aktivech, což zvyšuje ceny dluhopisů.



Zdroj: ČSÚ Konjunkturální průzkumy - září 2025

Makroekonomické ukazatele nejsou statické. Jejich vliv závisí na fázi ekonomického cyklu, navzájem se ovlivňují a mohou výrazně ovlivnit ceny akcií i dluhopisů. Investoři by měli tyto ukazatele sledovat, aby dokázali alespoň částečně predikovat vývoj cen akcií a dluhopisů. Nicméně stále platí, že základem je správná diverzifikace portfolia.

Zdroje:

Obr 1: Český statistický úřad

Obr 2: Evropská komise

Obr 3: ČNB Globální ekonomický výhled září 2025

Obr 4: ČNB Globální ekonomický výhled září 2025

Obr 5: ECB makroekonomické projekce pro eurozónu

Obr 6: ECB makroekonomické projekce pro eurozónu

Obr 7: ČSÚ Konjunkturální průzkumy - září 2025

Autor článku: Tomáš Přecechtěl, externí spolupracovník KKIP

Právní upozornění: Tento dokument má pouze informační charakter a může být použit pouze k propagaci příslušné investiční služby KK INVESTMENT PARTNERS, a.s. v České republice. Tento dokument není nabídkou ke koupi cenných papírů. S investováním jsou spojena některá rizika. Minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích. Hodnota investice může kolísat a není zaručena návratnost investované částky. Investor by si měl zjistit, které investiční nástroje jsou pro něj vhodné. Všechny důležité informace a dokumenty týkající se zmiňovaných fondů, včetně souvisejících rizik, jsou k dispozici na www.kkip.cz.