

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Deglobalizace – mýtus, nebo skutečnost?

ČR Inflace nečekaně vzrostla k hornímu okraji
cílovaného pásma

EMU Předstihové indikátory signalizují rychlejší
oživení ekonomiky

USA Dobrá výkonnost ekonomiky pokračuje

červen 2024

Magdalena Středová, Luboš Mokráš

www.ppfbanka.cz



Je globalizace opravdu mrtvá, jak se ozývalo například v proslovech při nedávném otevření továrny na čipy v americkém Phoenixu? Nebo je přesouvání některé strategické výroby jen drobnou epizodou v propojenosti zemí napříč kontinenty? Tvrdá data ukazují, že přeshraniční toky zboží a služeb výrazněji narušeny nebyly, ale k určitému strukturálnímu posunu přece jen dochází.

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

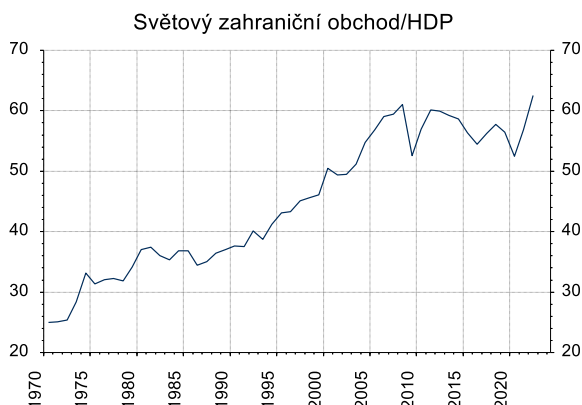
Probíhá deglobalizace světové ekonomiky?

Zprávy o zvyšujícím se napětí mezi USA a Čínou, zavádění dalších bariér obchodu i stupňující se geopolitické napětí podporují obavy, zda propojení světa již nedosáhlo svého vrcholu a zda se trend neobrací směrem k deglobalizaci. Celková čísla tradičních měřítek globalizace, jako jsou mezinárodní obchod nebo přímé zahraniční investice, sice deglobalizaci nepotvrzují, ale d'ábel je skryt v detailu. A zde již určité změny evidentní jsou.

Přechod od globalizace k deglobalizaci

Globalizace probíhá již řadu dekád. Za jakousi zlatou éru zvyšování propojenosti světových ekonomik lze označit období od 80. let minulého století až do finanční krize 2008, během něhož podíl zahraničního obchodu na světovém HDP vzrostl z cca 35 % až na 60 %. Trhliny dostal rostoucí globalizační trend při finanční krizi. Podíl zahraničního obchodu na HDP se přestal zvyšovat a ustálil se v průměru na 57 %. Finanční krize narušila důvěru mezi obchodními partnery a pro období po finanční krizi se vžil název „slowbalization“. Převládá názor, že globalizační trend se zpomalil nebo možná zastavil, ačkoliv známky opačného trendu patrné nebyly.

Tempo růstu poměru zahraničního obchodu na světovém HDP po finanční krizi přestalo akcelerovat.



Pojem deglobalizace se začal více skloňovat po pandemii covidu 19, ale již před tím okolo roku 2015 začaly do veřejného prostoru pronikat debaty o obavách dopadu dovozu ze zemí s nízkými mzdami na trh práce v rozvinutém světě, což vedlo ve větší míře k zavádění protekcionistických opatření. Příkladem toho je obchodní válka mezi USA a Čínou, která začala v roce 2018, kdy prezident Trump prosadil zavedení cel na některé čínské

zboží. Čínská odvěta ve formě zavedení cel na americké zboží směřující do Číny na sebe nenechala dlouho čekat.

Pandemie covidu tento proces ještě podpořila. Opatření proti šíření nákazy ukázala, jak křehké jsou do té doby hladce fungující dodavatelsko-odběratelské vztahy. Obchodníkům se běžně stávalo to, na co již léta nebyli zvyklí – že nedokázali uspokojit poptávku kvůli třeba jen jedné chybějící součástce. Spoléhání se na dodávky z pouze jedné země se ukázalo jako riziková strategie. Nejklíčivějším příkladem za všechny byl problém s čipy. Poptávka po spotřební elektronice při nutnosti pracovat a studovat na dálku výrazně vzrostla a s ní i poptávka po čipech nutných pro její výrobu. Kapacita továren pak nestačila na výrobu čipů do automobilů a nedokončené vozy se hromadily na odstavných parkovištích. Z těchto problémů vyplynula snaha některých zemí omezit svou závislost na dovozech klíčových součástek výstavbou nových kapacit na domácí půdě.

Příkladem takovéto snahy je americký program CHIP, který má poskytnout společnostem 39 mld. USD v přímém financování a 75 mld. USD v půjčkách a úvěrových zárukách na oživení amerického průmyslu výroby polovodičů. I když postavit továrnu na čipy není otázkou měsíců, první závody již byly otevřeny.

Další z programů podporujících návrat výroby na americkou půdu, trochu neintuitivně nazvaný „Inflation Reduction Act“ (IRA), poskytuje daňové úlevy na výrobu baterií, bateriových článků a bateriových modulů v USA a nabízí také dotace na náklady na těžbu kritických nerostů a výrobu materiálů pro baterie. Tyto dva programy jsou jen částí z výčtu opatření, která USA přijaly po pandemii. K potřebě vyhnout se výpadkům dodávek se ještě přidalo zhoršení vztahů mezi USA a Čínou.

Další ranou pro mezinárodní obchod byl vpád Ruska na Ukrajinu. Zejména Evropa, která byla významně závislá na dovozu nerostných surovin z Ruska, se přesvědčila, jak neprozřetelné je sázet na jednoho, i když nejlevnějšího dodavatele. A jak potřebná je diverzifikace, a to nejen dodavatelů energetických surovin, ale i energetických zdrojů.

Důvodem geopolitického napětí ale nebyla pouze válka na Ukrajině, ale i izraelsko-palestinský konflikt nebo útoky jemenských Hútiů na lodě v Rudém moři. Další v řadě zatím teoretických geopolitických rizik je problémový vztah Číny a Tchaj-wanu. I když otevřený konflikt mezi Čínou a Tchaj-wanem se zatím zdá poměrně nepravděpodobný, skutečnost, že Tchaj-wan je dominantním výrobcem čipů, může způsobit, že se mírné zvýšení napětí mezi oběma zeměmi projeví vysokým nárůstem nervozity na mezinárodních trzích. Obecně stupňující se geopolitické



napětí nepřispívá ke vzájemné důvěře a narušuje mezinárodní spolupráci.

Také důraz na ekologii, ačkoliv se jedná o globální snahu, může mít na globalizaci negativní vliv. Větší využívání obnovitelných zdrojů může změnit obchod s fosilními palivy. Na druhou stranu budování nové energetické infrastruktury by mohlo vzájemnou spolupráci zemí i podpořit.

Toto všechno jsou důvody, které oslabují mezinárodní obchod, již nějakou dobu trvají a mohly by vést k určitému obratu v trendu globalizace, tedy deglobalizaci. A proces deglobalizace by se mohl projevit negativně na globálním ekonomickém růstu, rozvoji inovací, snaze snižovat chudobu nebo odstraňovat nerovnosti (jak mezi zeměmi, tak uvnitř jednotlivých ekonomik) a v neposlední řadě by se méně zahraniční konkurence mohlo projevit v tlaku na růst cen a mezd, tedy ohrozit plnění inflačních cílů centrálních bank.

Evidence vývoje zahraničního obchodu

Důvodů pro deglobalizaci je tedy celá řada, lze ale nalézt pro tento fenomén podporu v agregátních datech? Pohled na podíl celkového světového obchodu na HDP ukazuje dokonce zrychlení tempa růstu v letech 2021 a 2022.

Z pohledu jednotlivých zemí se kvůli obchodní válce mezi USA a Čínou zdá, že Čína by mohla být jednou ze zemí, jejichž zapojení do mezinárodního obchodu mohlo být v posledních letech výrazněji ohroženo.

Čína podle tvrdých dat z ekonomiky jednoznačně zpomalila tempo růstu svého zahraničního obchodu a její podíl na celosvětovém obchodu v roce 2022 mírně poklesl, ale o obratu v trendu se alespoň prozatím hovořit nedá.

Podíl čínských vývozů na světových exportech zůstává vysoký.

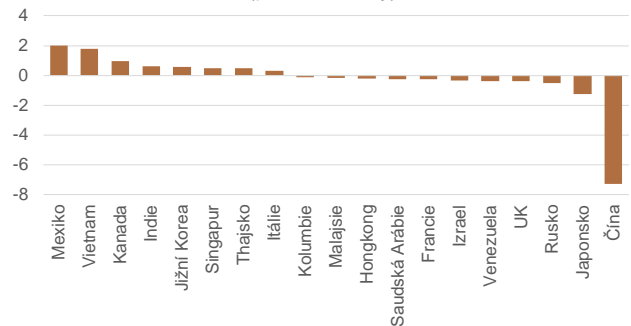


Zdá se, že spíše než procesu deglobalizace, jsme svědky přesunu výroby do jiných zemí a možná i větší diverzifikace. Obchodní válka mezi USA a Čínou vytvořila prostor pro jiné státy, aby využily příležitosti. Zatímco obchod mezi Čínou a USA výrazně poklesl, pozici Číny nahradilo hlavně Mexiko, které svou geografickou polohou

zůstává přirozeným obchodním partnerem USA, a svou pozici upevnil i Vietnam, pro který jsou USA již roky největším obchodním partnerem. Prostor pro větší zapojení do mezinárodního obchodu vidíme hlavně u Indie, která určitě svou rozlohou i počtem obyvatel skrývá velkou nevyužitou kapacitu.

Na obchodní válce mezi USA a Čínou nejvíce vydělalo Mexiko a Vietnam.

Změna podílů dovozů do USA z jednotlivých zemí na celkových dovozech mezi lety 2016 a 2023 (procentní body)



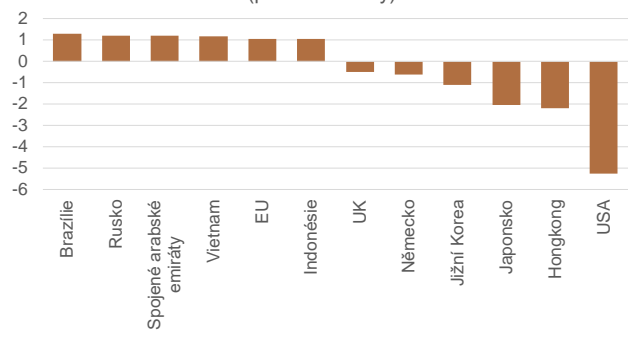
Zdroj: Bloomberg

Stejně jako USA našly nové obchodní partnery, také Čína musela najít nové, jinak by její podíl na rostoucím mezinárodním obchodě nezůstal tak vysoký.

Z dat je patrné přeorientování Číny na rozvíjející se země. Zatímco v roce 2016 byl podíl rozvíjejících se zemí na celkovém čínském zahraničním obchodu 31 %, v roce 2023 to bylo již přes 42 %. Naopak podíl obchodu s rozvinutými zeměmi za stejné období poklesl z 65 % na 55 %.

Čína se v zahraničním obchodu přeorientovala z rozvinutých zemí na rozvíjející.

Změna podílů zahraničního obchodu vybraných zemí na celkovém zahraničním obchodu Číny (procentní body)

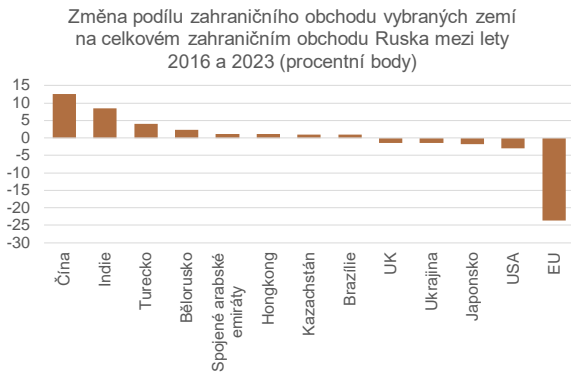


Flexibilita při střídání obchodních partnerů je patrná také u Ruska. Rusko, které pod sankcemi kvůli agresí vůči Ukrajině ztratilo mnoho obchodních partnerů, se dokázalo nové situaci velice dobře přizpůsobit. A jeho ekonomika prosperuje mnohem lépe, než kdokoliv očekával při zavádění sankcí. Z dat o zahraničním obchodu je patrný odklon od obchodu s Evropou, která přestala postupně



dovážet z Ruska nerostné suroviny, což pro ni bylo sice bolestivé, ale dokázala najít zdroje jinde a překonat tuto krizi velice rychle. Rusko na druhé straně také našlo nové obchodní partnery, a to především v Číně.

Rusko našlo za EU jiné obchodní partnery.



Zdroj: Bloomberg

Prozatím se zdá, že zavádění cel, sankcí nebo jen pouhá snaha o lepší kontrolu nad dodavatelsko-odběratelskými řetězci, ale ani protekcionistické tendence, které jsou patrné napříč zeměmi, mezinárodní obchod výrazněji nenarušily a spíše ukázaly flexibilitu přeshraničních toků zboží a služeb.

Pro úplnost je třeba zdůraznit, že i když změny v obchodních partnerstvích nevedou k výraznému poklesu mezinárodního obchodu, mají za následek jakousi fragmentaci zahraničního obchodu, kdy sice celkový objem zahraničního obchodu neklesá, ale obchod se uzavírá jen v rámci spřátelených zemí. IMF rozlišuje tři bloky: země spřátelené s Amerikou, země nakloněné Číně a nezařazené země. Podle IMF takovéto fragmentace může mít negativní vliv na ekonomický růst, ale zdá se, že částečně je tato hrozba kompenzována alespoň prozatím obchodováním zneprátelených zemí přes třetí země.

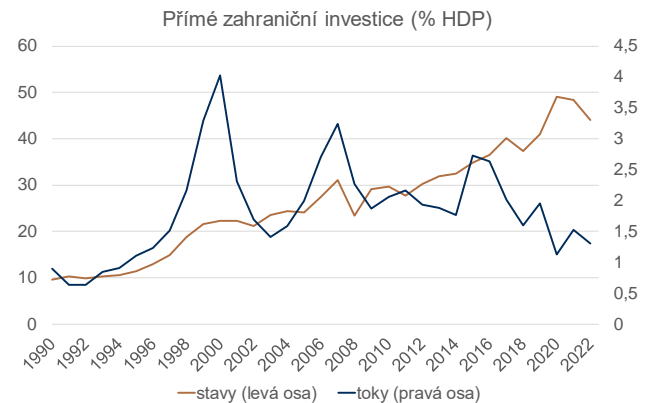
Přímé zahraniční investice

Pohled na globalizaci nemusí být pouze pohledem přes zahraniční obchod, ale také přes zahraniční investice.

Stejně jako zahraniční obchod, ani přímé zahraniční investice (PZI) nerostly po finanční krizi z let 2008 a 2009 již takovým tempem jako v předchozích desetiletích. Klesající výnosy a méně příznivé politické klima novým investicím nepřály. Nicméně toky přímých zahraničních investic, i když menší než v předchozích letech, dokázaly dlouho udržet rostoucí trend podílu celkového objemu PZI na globálním HDP. První známky poklesu se projevily v roce 2021 a v roce 2022 nepoklesl jen podíl PZI na světovém HDP, ale i jejich absolutní výše v dolarech. Pokles PZI se v roce 2022 koncentroval na vyspělé země.

Podle poslední předběžné zprávy UNCTAD pokles přímých zahraničních investic jako podílu na HDP pokračoval i v roce 2023. V absolutních hodnotách byl příliv

Podíl PZI na HDP – toky vs. stavy



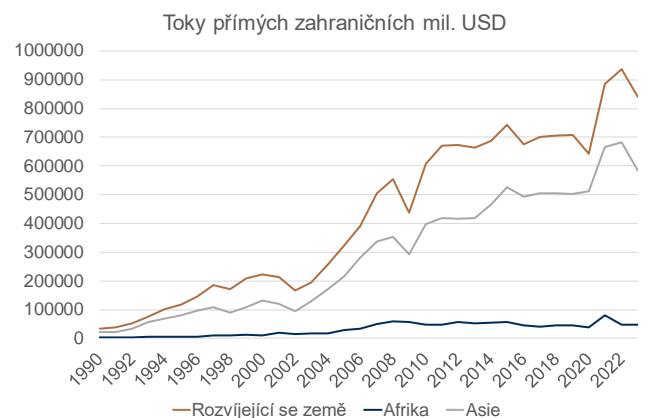
Zdroj: UN Trade and Development (UNCTAD)

zahraničních investic kladný, oproti roku 2022 o 3 % vyšší. Tento růst byl ale zapříčiněn hlavně vysokým přílivem do Evropy po odlivu v roce 2022. Naopak pro rozvíjející se země, především pro Asii, nebyl rok 2023 příliš příznivý. Zda se jedná o začátek trendu deglobalizace, nebo jen o přirozený důsledek růstu amerických sazeb, které zvyšují atraktivitu dolaru a způsobují dočasný odliv zájmu o rozvíjející se ekonomiky, je zatím předčasné odhadovat. Relativně znepokojující jsou čísla z Číny a Indie. Čínský příliv PZI byl o 6 % nižší než v roce 2022 a v Indii byl dokonce téměř poloviční. Zároveň ale obě země reportují nárůst nových ohlášených projektů.

Podle zatím předběžných údajů příliv přímých zahraničních investic do rozvojových zemí poklesl v roce 2023 o 9 %.

Je otázkou, zda po uvolnění měnových podmínek v USA, které se stále odkládá, se příliv přímých zahraničních investic obnoví.

Příliv přímých zahraničních investic v loňském roce zpomalil především do asijských států.



Zdroj: UNCTAD



Závěr

Navzdory okolnostem, které mezinárodnímu propojení nenahrávají, nelze v dostupných ekonomických datech najít evidenci, že by se globální ekonomická integrace rozpadala. Spíše než k deglobalizaci dochází podle dat k přesunu výroby a nacházení nových strategických partnerů. Z dat je zatím patrná určitá fragmentace neboli obchodování v rámci určitých bloků zemí. Negativní dopady této fragmentace jsou ale prozatím tlumeny obchodem přes třetí země.

Zkoumaná data z mezinárodního obchodu nám sice dávají poměrně jednoznačný obrázek, že k deglobalizaci nedochází, je ale možné, že na závěry je příliš brzo. Některé procesy mohou trvat léta, jako například stavby nových továren na čipy nebo vybudování nové zelenější energetické infrastruktury. Tyto aktivity jsou zatím v začátcích a na globálních datech nejsou vidět. Na druhou stranu rychlost, s jakou jednotlivé státy vyměnily své obchodní partnery, ukazuje na to, že přínosy zahraničního obchodu a spolupráce jsou natolik velké a jednotlivé státy si jich jsou vědomy, že se jich nebudou chtít vzdát jednoduše. Budoucnost globalizace/deglobalizace je zatím nejistá. Evidence tvrdých dat zatím svědčí spíše o fragmentaci než o deglobalizaci, ale stejně jako byl dlouhý proces globalizace, může být dlouhý proces deglobalizace a jeho evidence se v tvrdých datech projeví až se zpožděním.

S jistotou lze pouze říci, že globalizace již neporoste takovou rychlostí jako v letech 1980–2008. Křivka podílu zahraničního obchodu na světovém HDP je typickým příkladem tzv. S křivky, jejíž sklon po dosažení určité hodnoty funkce začíná přirozeně klesat.

Pohled na pokles toků přímých zahraničních investic z posledních dvou let by mohl naznačovat určitou deglobalizaci, ale vzhledem k citlivosti toků zahraničních investic plynoucích do rozvíjejících se zemí na měnovou politiku USA lze po opětovném uvolnění americké měnové politiky očekávat návrat investic.

I když současná situace s vysokým geopolitickým napětím, tendencí k populistickým protekcionistickým krokům i snahou o určitou míru soběstačnosti rozvoji globalizace nepřeje, domníváme se, že propojenost světa bude i nadále růst, což je z ekonomického pohledu jednoznačně dobrá zpráva.



Silící spotřeba domácností a rostoucí inflace – to je kombinace, která mění očekávání ohledně rychlosti uvolňování měnové politiky. Očekávání vyšších sazeb zase pomáhá koruně, která posiluje a působí protiinflačně. Náš výhled sazeb proto alespoň prozatím neměníme.

Ekonomická aktivita

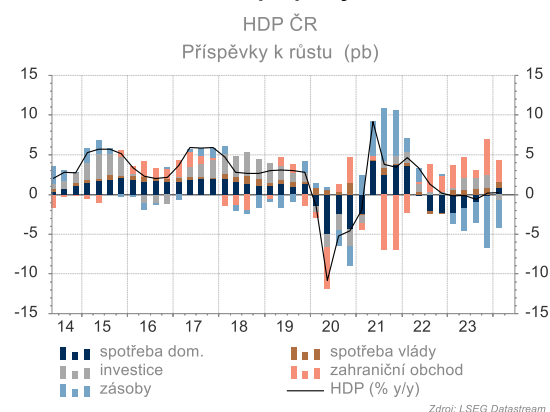
Detailní údaje ČSÚ ukázaly, že HDP rostlo v 1. čtvrtletí o 0,2 % y/y, o 0,1 pb pomaleji, než ukazovaly předběžné údaje. Zajímavý byl hlavně vývoj hrubé prodané hodnoty, které v meziročním vyjádření poklesla o 0,7 %. Vzhledem k tomu, že rozdíl HDP a HPH je dán čistými daněmi, které v HPH chybí, dává hrubá přidaná hodnota přesnější obrázek o české ekonomice a ten je méně příznivý.

Co se týká měsíčních statistik, ty z průmyslu po úspěšném únoru v březnu. Meziroční pokles o 2,7 % byl sice způsoben vysokou srovnávací základnou automobilové výroby, ale velký vliv měl i pokračující pokles ve výrobě strojů a zařízení. Relativně pozitivně alespoň vyzněly nové objednávky ze zahraničí, které se zvýšily o 8,6 %. To je pro exportně orientovaný průmysl jednoznačně dobrá zpráva.

Stále se ale nedaří stavebnictví, zejména tomu pozemnímu. Celkově stavební produkce poklesla meziročně o 8,3 %, z toho pozemní stavitelství kleslo meziročně o 11,1 %. Tento nepříznivý výsledek nelze přičítat počasí. Letošní březen byl nejteplejší od roku 1961.

Příznivé výsledky naopak přišly z maloobchodu. Maloobchodní tržby bez aut v březnu vzrostly o 6,1 % y/y, což bylo více než očekávání. Pokračuje tak růst, který začal před rokem, a blízko je i návrat k objemu reálné spotřeby před pandemií. Dohánění rostoucího trendu z let 2015–2019 bude ale ještě trvat. Pokud by se tento trend protáhl, zůstává spotřeba aktuálně v reálném vyjádření o 18 % nižší. Důvěra spotřebitelů se již druhý měsíc v řadě drží nad svým dlouhodobým průměrem. Spotřeba domácností by tak měla pokračovat v růstu a být hlavním tahounem ekonomického oživení v letošním roce. Důvěra spotřebitelů sice podle údajů ČSÚ v květnu mírně poklesla, ale jednalo

Ekonomiku v 1. čtvrtletí táhla domácí spotřeba, naopak investice se nečekaně propadly.



se korekci vysokých dubnových hodnot, přičemž hodnota indexu stále zůstává pod svým dlouhodobým průměrem.

Inflace a centrální banka

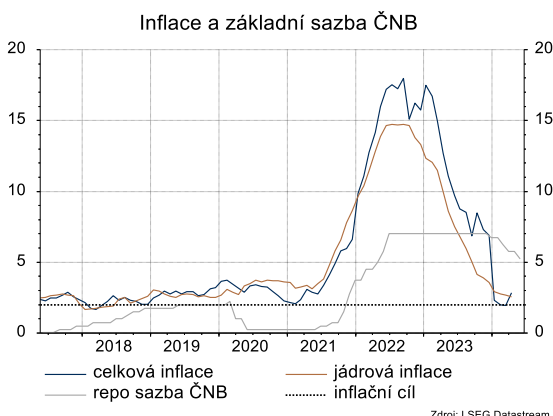
Dubnové statistiky spotřebitelských cen překvapily vyššími než očekávanými hodnotami. Zatímco ČNB očekávala růst spotřebitelských cen o 2,5 % y/y, my i trh jsme sázeli na ještě pozvolnější růst. Ceny nakonec podle statistik ČSÚ vzrostly o 2,9 % y/y. Sázky na pomalejší snižování sazeb se pak promítly do posílení koruny až na 24,77.

Hrozí opravdu, že ČNB zastaví proces uvolňování měnové politiky? Detaily inflačních čísel ukazují, že za zvýšenou inflaci stojí hlavně potraviny a nápoje, tedy položky, které jsou tradičně velice volatilní a nezapočítávají se do jádrové inflace, jež lépe odráží inflační tlaky v ekonomice. Ta na rozdíl od celkové inflace skončila přesně v souladu s prognózou ČNB na 2,6 % a pokračuje tak v pozvolném poklesu. Navíc inflace ve službách, která byla často zmiňována členy bankovní rady jako jedno z proinflačních rizik, byla tentokrát v meziměsíčním vyjádření nulová. Z těchto důvodů se domníváme, že na dalším zasedání 27. 6. bankovní rada opět sníží sazby, i když jen o 25 bb. Neměníme ani náš základní scénář sazeb na konci roku 2024 na úrovni 4 %. Riziko pomalejšího snižování sazeb ale existuje a záleží bude na vývoji inflace. Ta se bude v následujících měsících přechodně držet u horního okraje cílovaného pásma s tím, jak bude vypadávat efekt vysoké srovnávací základny u potravin a potraviny přestanou přispívat ke zmírňování meziročních inflačních čísel. Ve 3. čtvrtletí by ale měla klesnout. Velký vliv na rozhodování ČNB bude mít i vývoj mezd. ČNB ve své poslední prognóze očekává v 1. čtvrtletí 2024 růst mezd nominálně 6,4 % y/y. To je poměrně vysoké číslo. Skutečnost budeme znát 4. června.

Rizika

I když vyšší než očekávaná inflace byla způsobena volatilitními cenami potravin, riziko silících inflačních tlaků trvá a s nimi i možnost pomalejšího snižování sazeb.

Inflaci zvýšily rostoucí ceny potravin a nápojů, jádrová inflace pokračuje v poklesu.



Ekonomické oživení v eurozóně překvapuje pozitivně a předstihové indikátory signalizují, že pozitivní obrat by měl pokračovat i nadále. Inflační tlaky vyplývající z rychlejšího ekonomického růstu zatím, zdá se, ECB příliš netrápí. První snížení sazeb by mělo s největší pravděpodobností přijít již 6. června.

Ekonomická aktivita

První revize výsledků HDP potvrdila to, co ukázala předběžná data. Eurozóna rostla v prvním čtvrtletí o 0,3 % y/y. To je o poznání více, než očekává ECB (ta ve své prognóze počítá s mezičtvrtletním růstem v 1. čtvrtletí letošního roku o 0,1 %). A podle předběžných údajů se zdá, že by pozitivní překvapení ohledně růstu mohla pokračovat i ve čtvrtletí následujícím.

Kompozitní index PMI pro eurozónu dosáhl svého minima v říjnu loňského roku a od té doby roste. Již tři měsíce se drží nad úrovní 50 oddělující expanzi od kontrakce a poslední květnová čísla dokonce dosáhla nejvyšších hodnot za posledních 12 měsíců. PMI je aktuálně konzistentní s růstem HDP ve 2. čtvrtletí o 0,3 % proti předchozímu čtvrtletí. To je stejný růst jako v 1. čtvrtletí a opět nad prognózou ECB. Hlavním hybatelem růstu zůstávají služby, v květnu ale pozitivně překvapil i průzkum ve zpracovatelském průmyslu, i když jeho současná hodnota 47,5 je stále pod hladinou 50.

Optimismem hýří i specificky německý index ZEW, který se před půl rokem dostal do kladných hodnot, což ukazuje na větší podíl optimistů než pesimistů. A podíl optimistů od té doby stále roste. I když index ZEW není nejlepším vodítkem v predikcích reálné ekonomiky, korelaci s růstem HDP mu upřít nelze. Aktuální hodnota očekávání 47,1 je nejvyšší od února 2022 a zlepšuje se i hodnocení současné situace. Optimismus ale stále krotí index Ifo, který se sice v očekávání také zlepšuje, ale zdaleka ne

Index Ifo za optimismem ZEW zaostává, ale oživení ekonomiky evidentně přichází.



takovým tempem jako ZEW. Vzhledem k tomu, že německá ekonomika již od roku 2021 zaostává za růstem eurozóny, přičemž její podíl na celkovém HDP zemí platících eurem je téměř 30 %, bude její případné rychlejší oživení jednoznačně dobrou zprávou pro celou měnovou unii.

Také důvěra spotřebitelů je stále na vzestupu a v letošním roce by měla být hlavním hybatelem růstu.

Inflace a centrální banka

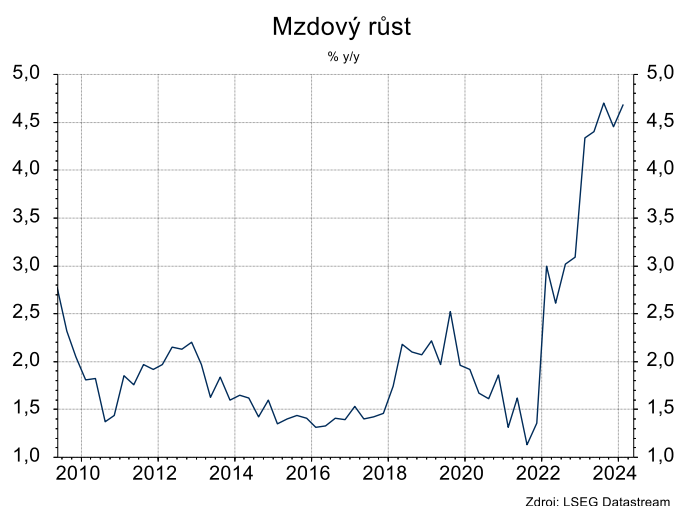
Inflace v eurozóně se dostala do blízkosti 2% inflačního cíle, ale její pokles se zastavil. V dubnu inflace zůstala stejná jako v předchozím měsíci na 2,4 %. Jádrová inflace sice mírně poklesla na 2,7 %, ale detaily ukazují, že zejména inflace ve službách zůstává stále vysoká. Ceny jádrového zboží v dubnu poklesly o 0,2 % m/m, naopak meziměsíční dynamika cen služeb zůstává vysoká. V dubnu ceny služeb vzrostly o 0,3 % m/m, přičemž vliv Velikonoc nebyl příliš velký, na růstu cen se podílely jiné oblasti než turismus a cenové tlaky se přesunuly spíše k pojištění a do některých regulovaných cen. Květnové předběžné údaje ukázaly, že inflace dále neklesá, spíše naopak. Inflace se vrátila na 2,6 %.

Podle údajů ECB rostly mzdy v eurozóně v 1. čtvrtletí letošního roku o 4,7 %. To je více, než ECB očekávala (4,1 %). Ač je mzdový vývoj jeden z hlavních parametrů, které ECB v rámci sledování inflačních tlaků uvažuje, nezdá se, že by ji tato čísla měla odradit od odhodlání snížit sazby na červnovém zasedání. Podle komentáře ECB byl vývoj mezd v 1. čtvrtletí významně ovlivněn jednorázovými bonusy v Německu, zatímco tlaky na růst mezd v ostatních zemích začínají slábnout.

Rizika

Inflace je sice na dohled inflačního cíle, ale poslední míle může být nejtěžší na překonání. Rizikem zůstávají zejména ceny služeb, které mohou donutit ECB výrazně zpomalit plánované snižování sazeb.

Mzdový nárůst byl v 1. čtvrtletí ovlivněn jednorázovými bonusy v Německu.



Spojené státy americké

Data ukazují na pokračování velmi solidní ekonomické aktivity. Maloobchodní tržby byly sice o něco slabší, ale poměrně výrazně a nečekaně se zlepšily předběžné konjunkturální indikátory PMI, zveřejněné na konci měsíce. Zlepšení bylo patrné hlavně ve službách, což může naznačovat, že i nadále dochází k přesunu spotřeby od zboží ke službám. Inflace tentokrát nepřekvapila, Fed však zůstává opatrný stejně jako trh.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce byla tentokrát mírně slabší, než se čekalo. Nižší byl počet nově obsazených pracovních míst, vyšší míra nezaměstnanosti a slabší růst mezd. Zřetelně nižší byl také počet nabízených pracovních míst (JOLTS). Trh však na tato data ukazující na snižování přehřátosti trhu práce příliš nereagoval, protože byl ještě stále pod dojmem vyššího než očekávaného růstu nákladů na pracovní sílu. Na to, že by hrozila nějaká výraznější slabost trhu práce, neukazují ani průzkumu spotřebitelské důvěry. Oba nejsledovanější indexy spotřebitelské důvěry rostly. Index Conference Board se po propadu v minulém měsíci vrátil na téměř stejnou úroveň jako předtím a především ukázal zlepšené vnímání situace na trhu práce. Index Michiganské univerzity pak ukázal pokles inflačních očekávání. Lze tedy předpokládat, že přes mírně slabší maloobchodní tržby zůstane osobní spotřeba tahounem americké ekonomiky. Průmyslová výroba pokračuje ve stabilní výkonnosti. Neoslňuje, ale ani není vyloženě slabá. Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby pak naznačily, že by mohlo dojít k oživení investic, které zatím zaostávaly.

Inflace a centrální banka

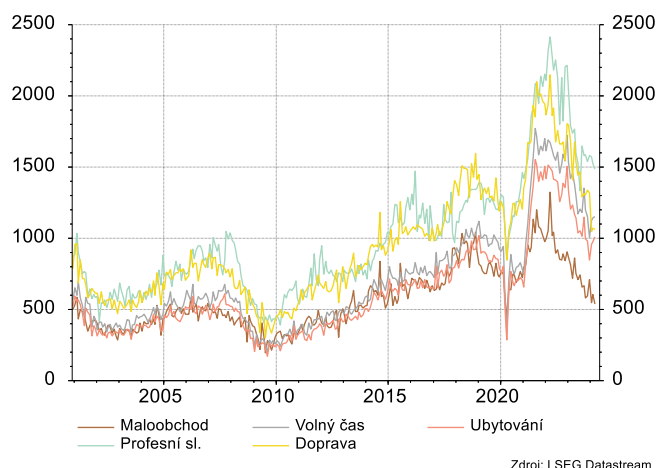
Data o vývoji inflace tentokrát byla po dvou měsících negativních překvapení v souladu s očekáváními. To, že

nepřišlo další negativní překvapení, však bohužel naznamená, že by byly údaje o inflaci pozitivní. Potvrdily totiž, že se pokles inflace prakticky zastavil. U celkové inflace se negativně projevil růst cen benzínu, pokles jádrové inflace brzdí především nájmy a některé sektory služeb. Nájmy a benzín přispěly k celkové inflaci více než 70 %, jejich vliv je tedy silně dominantní. Zároveň však přetrvává zrychlený růst v některých sektorech služeb. Fed na kombinaci stále silné ekonomiky reaguje opatrnou rétorikou. Je to patrné ve vystoupeních jednotlivých představitelů Fedu a také v tom, jak vyzněl záznam z posledního zasedání FOMC. Zvýšení sazeb bylo prakticky vyloučeno, byť někteří členové výboru by o něm mohli uvažovat, pokud by viděli růst inflačních tlaků v ekonomice. S poklesem sazeb nikdo nespěchá, i když tato možnost explicitně vyloučena není. Čeká se však, až si bude výbor dostatečně jistý, že je zajištěn návrat inflace k cíli. Výsledkem této komunikace je vysoká míra nejistoty: trh kolísá ve svých názorech v závislosti na zveřejňovaných datech a vystoupeních činitelů Fedu a neustále přechází od scénářů počítajících s několika sníženími letos ke scénářům s jedním nebo žádným snížením.

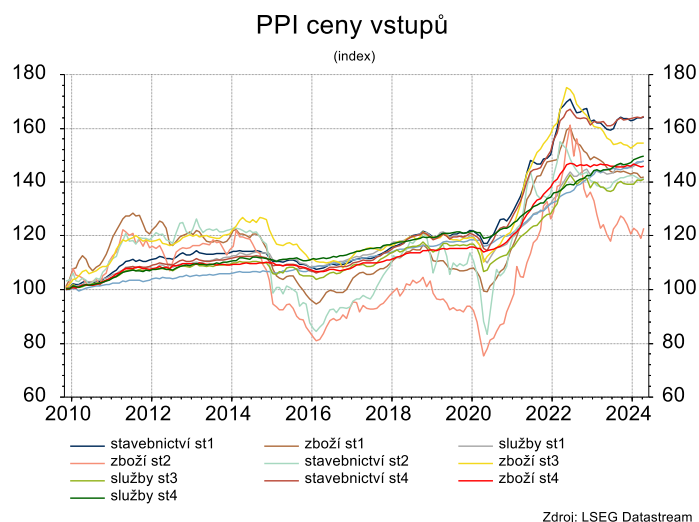
Rizika

Obecným rizikem, které se však obzvlášť dotýká USA, je geopolitika. V současnosti jsou aktivní tři krize: rusko-ukrajinský konflikt, operace Izraele v Gaze a vztahy Čína–Západ, především riziko útoku na Tchaj-wan. Z domácího hlediska tyto krize vytvářejí tlak na rozpočet USA (pomoc Ukrajině, Izraeli a Tchaj-wanu) a stupňují vnitropolitické tlaky v rozdělené společnosti. Z globálního hlediska je klíčový vliv těchto krizí na ceny komodit (ropa, potraviny) a na přepravní trasy. Zhoršení situace v některé z těchto oblastí může mít podstatný vliv na výkonnost světové ekonomiky a může vést k nestabilitě na finančních trzích.

Počet nabízených pracovních míst setrvale klesá.



Struktura PPI potvrzuje zabrzdění desinflace.



EUR/USD

Do poloviny května pokračoval trend posilování eura, který začal v polovině dubna. Jeho vznik souvisel především se změnou názoru trhu na vývoj evropského hospodářství od pesimistického k optimističtějšímu. Roli sehrál také velký objem spekulativních pozic na posílení dolaru, které bylo nutné zavřít, ale i korekce na dluhopisovém trhu, při které klesaly výnosy v USA a došlo k zúžení úrokového diferenciálu. Ve druhé polovině května kurz kolísal mezi 1,08 a 1,09 v postranním trendu. Aktuálně lze tyto hodnoty považovat za rovnovážnou úroveň, kolem které by se kurz měl pohybovat. Směrem k silnějšímu dolaru bychom se mohli vrátit, pokud by docházelo k růstu inflace a spekulacím na zvýšení sazeb v USA. Silnější euro by mohlo být výsledkem dalšího zlepšení stavu evropského hospodářství a menší ochoty ECB snižovat sazby. Vliv bude mít také vývoj úrokového diferenciálu, tedy chování dluhopisových trhů.

EUR/CZK

Koruna v květnu pokračovala v posilování. Hlavním impulsem bylo zveřejnění dubnové inflace. Posun inflace ze středu inflačního pásma k jeho hornímu okraji změnila očekávání ohledně budoucího snižování sazeb ČNB směrem k opatrnějšímu pozvolnějšímu postupu. Ale odchylka inflace od očekávání byla způsobena volatilními cenami potravin a nápojů, zatímco jádrová inflace pokračovala v poklesu přesně podle prognózy ČNB. Navíc trajektorie vývoje sazeb je závislá i na samotném kurzu koruny. Čím silnější koruna, tím utaženější měnové podmínky a tím větší prostor pro snižování sazeb pro ČNB. Sázky na pomalejší snižování sazeb tak nemusí vyjít a koruna se může rychle vrátit zpět nad 25 EUR/CZK. Zároveň v delším horizontu bude korunu ovlivňovat nejen politika ČNB, ale i ostatních centrálních bank, zejména Fedu a ECB. Zde je situace také nejistá. Fed začátek snižování sazeb oddaluje a ECB sice v červnu sazby zřejmě sníží, ale jak rychle je bude snižovat následně, není jisté. Čím pomaleji bude ECB snižovat sazby, tím hůře pro korunu. Naopak korunu by mělo podporovat zlepšení celkové ekonomické situace. Vedle fundamentů ale na korunu působí i nálady na trhu, a ty jsou naladěny vůči koruně i celému regionu pozitivně.

Tyto protichůdné vlivy mohou v následujících měsících způsobit zvýšenou volatilitu. Podle našeho názoru by v tomto roce koruna už výrazněji posílit neměla.

Dluhopisy

Přelom dubna a května přinesl obrát k poklesu výnosů. Podle našeho názoru byly jeho příčiny především technické, konkrétně vyčerpání růstového momenta. Roli mohly hrát i poněkud slabší data z trhu práce a komunikace Fedu, která víceméně vyloučila zvýšení sazeb. To

pravděpodobně vedlo k zavírání pozic zaměřených na další růst výnosů (pokles cen). Výprodej skončil v polovině května na 4,32 % (pro desetiletý dluhopis). Následoval poměrně ostrý návrat na vyšší úroveň motivovaný solidními růstovými daty a očekáváním, že silná ekonomika bude i nadále brzdit pokles inflace. Růst by mohl pokračovat k předchozím lokálním maximům. Vývoj kromě zveřejňovaných dat podstatně ovlivní červnové zasedání Fedu a s ním související komunikace (sazby téměř jistě zůstanou beze změny).

V Evropě byl základní směr vývoje stejný jako v USA, tedy pokles výnosů v první polovině května a růst ve druhé. Rozdíl byl v tom, že pokles byl mírnější a růst výrazně silnější. To souviselo s posunem k optimističtějším očekáváním ohledně výkonnosti evropského hospodářství, především Německa. Na konci měsíce trend podpořil silnější než očekávaný růst mezd. Rétorika ECB je opatrná, takže trh se připravuje na možnost, že snižování sazeb bude jen velmi pomalé. Výnos desetiletého dluhopisu se už na konci května dostal na předchozí lokální maxima z druhé poloviny dubna. Technicky by tento fakt mohl další růst brzdit. Zda tomu tak bude, hodně ovlivní zasedání ECB na začátku června a s ním související komunikace. Pokud bude ECB znít velmi opatrně s jestřábi podtóny, může se desetiletý výnos lehkou dostát nad předchozí lokální maxima.

Zatímco krátký konec české výnosové křivky jen mírně kolísal, její dlouhý konec sledoval vývoj na hlavních evropských trzích. Rozdíl mezi vývojem českého a německého desetiletého dluhopisu byl v tom, že výnos českého byl obecně volatilnější – větší růst v dubnu, ostřejší pokles na rozmezí dubna a května a po obratu trendu opět ostřejší růst. Názory na vývoj sazeb ČNB jsou poměrně stabilní, z domácích faktorů tak trh nejvíce ovlivnila vyšší než očekávaná inflace, která podpořila návrat výnosů na vyšší úroveň. Inflační data budou důležitá i v červnu a trh bude sledovat jakoukoliv komunikaci ČNB. Větší vliv než domácí události však patrně opět bude mít vývoj na světových trzích, především na tom německém.

Akcie

Po krátké a poměrně mělké korekci v dubnu se v první polovině května akcie vrátily k růstu a druhou polovinu měsíce strávily v postranním trendu. Letos se tedy nekonalo žádné „sell in May and go away“. Akciím pomohla solidní výsledková sezóna a také kombinace stabilně dobré výkonnosti ekonomiky a neutrálního Fedu. Pokud tato kombinace vydrží, mohly by akcie pokračovat v růstu, i když valuace především u populárních technologických společností (především Nvidia) vypadají dost podezřele. Citlivé budou zejména na změny názoru trhu na budoucí vývoj sazeb. Pokud by se trh kvůli inflačním datům začal klonit k názoru, že Fed sazby ještě dále zvýší, vyvolalo by to patrně významnou reakci a pokles akciových indexů. Tuto možnost zatím pokládáme za málo pravděpodobnou. Vývoj v Evropě byl velmi podobný jako v USA. Rozdíl byl



jen v poněkud lepší výkonnosti evropských akcií dané kombinací optimističtějších vyhlídek evropského hospodářství a příznivějších valuací evropských akcií.

Pražská burza ztratila za měsíc květen necelé procento a svoji výkonností se odpoutala od vyspělých trhů, když americké nadále rostly a v průběhu května atakoval NASDAQ stejně jako S&P historická maxima. Skokanem měsíce jsou akcie ČEZu, které si připsaly 8,5 % díky lepším než očekávaným výsledkům za 1. čtvrtletí i vyšším cenám elektřiny. V červnu nás může čekat velmi důležitá a zajímavá valná hromada. Dařilo se také akciím Colt CZ, které si připsaly 6,5 %. Pokles akcií postihl v květnu akcie Komerční banky (částečně kvůli ex-dividendě) -0,86 % a akcie Monety -0,92 %.

Trh se bude v červnu více věnovat centrálním bankám a nastavení jejich měnové politiky. Čím déle budou sazby nahore, tím hůře pro více firem, které se financují dluhem. Dokážeme si tak představit, že v červnu přijde na světový trh korekce, která prodlouží pokles v Česku.

Kredit

Letos si musí dluhopisový investor připadat, jako ubohý Jób ze Starého zákona. Hned na přelomu roku mu ČNB zahájila cyklus snižování sazeb a následující 4 měsíce držel prakticky nepřetržitě půst, jelikož zajímavé tuzemské transakce by hravě sečetl i předškolák. Není se tak co divit, když se těžce zkušný investor rozhodne využít jarního posílení koruny k investici do eurobondů a na tuzemský trh přirozeně zanevře. A přesně v ten moment přijde květen. Měsíc, kdy se tuzemští emitenti předhánají v nabídce dluhopisů a dávají tak dokonale zapomenout předchozí zoufalé třetině letošního roku.

První květnová emise svými parametry rozhodně nebudila dojem další jobovky. Eurobondový pětiletý benchmark realitní společnosti CPI Property Group, s velice lákavým výnosem 8,375 % odsunul na vedlejší kolej podezření o nekalých praktikách, na které upozorňuje analytická společnost Muddy Waters. Dluhopis vzbudil tak velký zájem, že objem objednávek přesáhl 3 miliardy EUR. Nejen objednávka našeho zkušeného investora tak byla díky enormnímu zájmu krácena na pouhou šestinu. O pár bezesných nocí později, přesně 7. května, přišel s nabídkou pětiletého dluhopisu další zástupce z real estate segmentu. Firma Accolade s fixním výnosem 8 % plánovala sbírat objednávky 4 týdny a původní objem 1,5 miliardy korun byla ochotna navýšit až na miliardy 3. Způsob, jakým vyhladovělý trh přijal první letošní korunovou transakci, vyrazil dech i neúčastněnému pozorovateli. Úpis byl předčasně ukončen už v druhém týdnu a objednávky většiny investorů byly kráceny na 30 %. Lepší než nic, řekne si náš zubožený investor a s třetinovým pocitem uspokojení pomalu znovu upadá do

letargie. Jenže květen si to nejlepší schovával na poslední dva týdny.

Nejméně oblíbený den z týdne jsme se 20. května pokusili zpříjemnit exkluzivní nabídkou dluhopisu Škoda a.s. s fixním výnosem 7 % a splatností 2 roky a 3 měsíce. Očekávaný objem 1 miliardy korun můžeme v případě enormního zájmu navýšit o dalších 500 milionů. Parametry dluhopisu zvolené s ohledem na aktuální tržní situaci doufáme žádné další vrásky z krácení objednávek na čele našeho investora nezpůsobí. O ty se totiž spolehlivě postarala 23. května společnost EPH, když trh překvapila zelenou emisí eurového benchmarku. Se splatností 5 a půl roku, výnosem lehce nad šest procent a závazkem snížit emise skleníkových plynů byla kniha během jediného dne přeupsána více jak trojnásobně. Co to znamená pro krácení objednávek, už radši nebudeme ani rozepisovat. Zvlášť v situaci, kdy se většina aktivity tuzemských emitentů odehrává na eurovém trhu a náš chronicky krácený investor se pár posledních dní může radovat z jarního rozhodnutí směnít koruny na eura. Hned v pondělí 27. května ho totiž absolutně nepřipraveného zastihne zpráva, že se České dráhy po exkurzi na eurobondovém trhu vrací s velkou pompou domů a korunovým investorům nabízejí pětiletý dluhopis v objemu 5 miliard s možností navýšení o další 3 miliardy. Naštěstí je nabídka plánována na dva týdny a zůstává tak dost prostoru pro opětovný nákup korun a jejich investici do dluhopisu s očekávaným výnosem lehce pod 6 %. Národní dopravce, ač vlastně stát, nemá u svého dluhu žádnou formu státní garance a i proto je výnos indikován o plných 170 bb. nad pětiletý úrokový swap. Jen ten kurz eurokoruny se nám od jarních úrovní posunul o dobrých 70 haléřů níže a našeho zoufalého investora tak opětovná konverze do korun bude bolet.

Po takovém měsíci přijít za investory s dalším eurobondovým benchmarkem, to chce už pořádnou kuráž. A kdo jiný by jí měl mít, než česká pobočka rakouského bankovního domu Raiffeisenbank. Dostatečný zájem u investorů zajistil nejen výborný rating emitenta na úrovni A2 od Moody's, ale i závazek k využití výtěžku emise v souladu s ESG principy. K těmto šestiletým MREL dluhopisům s výnosem na úrovni 4,96 % se podařilo přilákat objednávky v objemu 1,75 miliardy EUR a objednávky investorů tak emitent krátil na průměrných 30 % poptávaného objemu.

Komodity

Po prudkém poklesu ceny ropy na konci dubna se v květnu cena držela v postranním trendu zhruba mezi 81 a 85 USD/brl. Pokles byl pravděpodobně způsoben vyčerpáním technického momenta růstového impulsu souvisejícího s vypuknutím konfliktu mezi Izraelem a Hamásem. Poměrně široké rozmezí výkyvů v postranním trendu pak souvisí s trvajícím vysokou mírou nejistoty. Prim hraje i nadále geopolitika (Rusko–Ukrajina, Izrael–Hamás), ale



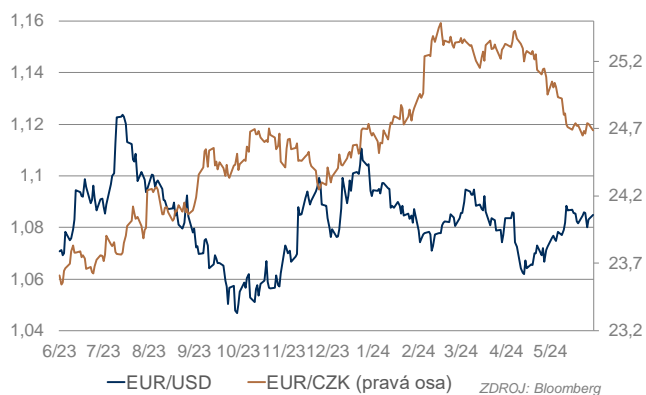
vliv má i řada ekonomických faktorů (pohled trhu na vývoj sazeb v USA a EMU a jeho dopad na světovou ekonomiku, vývoj v Číně) a politika OPEC+. Z toho plyne, že by měla pokračovat vysoká volatilita a převažuje riziko růstu ceny nad rizikem jejího poklesu.

Cena zlata se v květnu dostala na další historické maximum (2450 USD/oz). Vývoj ceny však nebyl ve znamení nějakého jednoznačného růstového trendu, ale extrémních výkyvů, takže cena na počátku měsíce a na konci měsíce byla hodně podobná.

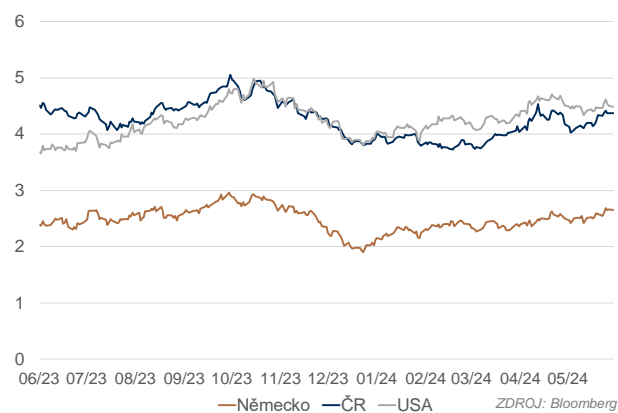
Pokračuje situace, kdy výkyvy ceny jsou jen těžko zdůvodnitelné reakcemi na změny fundamentů. Nadále jde spíše o vliv významných kupců (centrální banky) a spekulativních hráčů. Fundamentálně jsou spíše důvody pro pokles ceny než pro její růst, především kvůli růstu výnosů dluhopisů v USA a EMU. Předpokládáme, že se v dohledné době nic podstatného nezmění, že tedy i nadále budeme svědky těžko předpověditelných podstatných výkyvů s tendencí k růstu ceny.



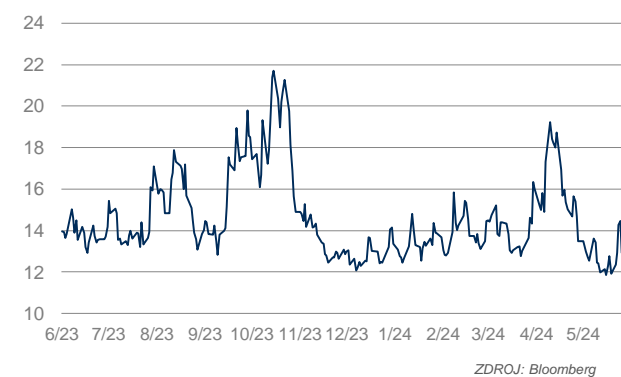
Devizové kurzy



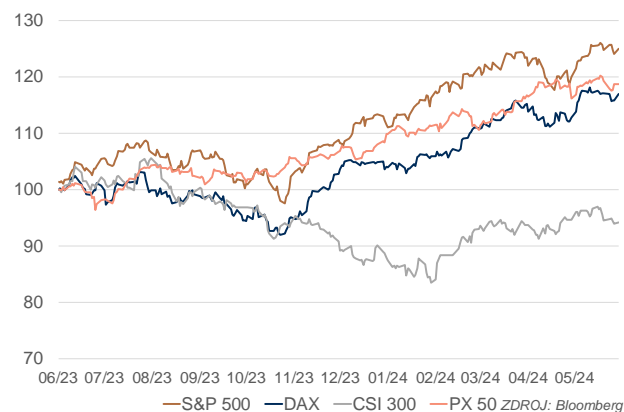
Dluhopisy (10 let)



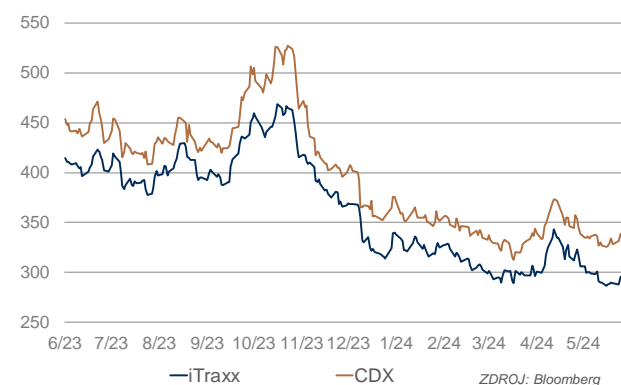
Index volatility VIX



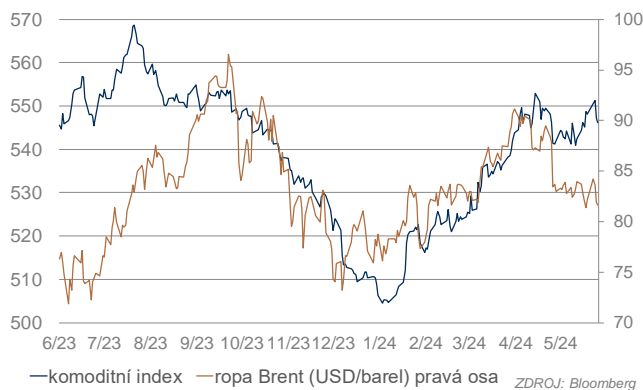
Akciové indexy (1. 6. 2023 = 100)



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*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	5,00-5,25	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50	→	5,00-5,25	↓	4,50-4,75	↓
ECB	3,0	4,5	4,5	4,25	↓	3,5	↓	2,75	↓
ČNB	7,0	5,75	5,25	4,75	↓	4	↓	3	↓
KURZY									
EUR/USD	1,07	1,08	1,08	1,09	↑	1,09	→	1,10	↑
EUR/CZK	23,5	25,0	24,7	25,0	↑	24,9	↓	24,8	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,50	4,82	4,88	4,8	↓	4,7	↓	4,5	↓
US dluhopis 10y	3,69	4,51	4,49	4,4	↓	4,2	↓	4,0	↓
Něm. dluhopis 2y	2,80	2,92	3,10	2,9	↓	2,6	↓	2,3	↓
Něm. dluhopis 10y	2,31	2,50	2,65	2,5	↓	2,3	↓	2,3	→
České dluhopisy 2y	5,68	4,20	4,26	4,0	↓	3,8	↓	3,5	↓
České dluhopisy 10y	4,58	4,34	4,33	4,0	↓	3,8	↓	3,6	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	453,4	338,8	332,8	340,0	↑	315	↓	300	↓
EMU iTraxx 5y	414,4	305,8	291,3	300,0	↑	290	↓	275	↓
AKCIE									
S&P 500	4282,4	5127,8	5277,5					5500	↑
Eurostoxx 50	4323,5	4921,5	5036,7					5300	↑
DAX	16051,2	18001,6	18683,3					19200	↑
CSI 300	3861,8	3604,4	3588,8					3800	↑
PX 50	1315,6	1520,2	1553,6					1620	↑

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

Evropská měnová unie

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,4	0,8	1,2	3,4	0,5	0,7	1,4
soukromá spotřeba	1,4	0,7	-0,3	0,6	0,7	0,9	1,0	1,3	4,4	0,5	1,0	1,5
vládní spotřeba	0,1	0,5	1,3	1,2	1,7	1,4	1,0	0,7	0,8	0,2	1,2	0,9
investice	2,0	1,7	0,5	1,5	0,9	0,9	1,1	0,4	1,0	0,7	0,9	1,8
dovoz	1,5	-0,4	-4,1	-2,5	-0,6	-0,1	2,2	2,5	8,1	-1,2	1,1	2,9
vývoz	2,6	-0,5	-3,0	-2,8	-1,9	0,0	2,0	2,7	7,3	-0,7	0,7	2,8
nezaměstnanost (%)	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,6	6,7	6,6	6,8	6,5	6,6	6,5
inflace (% y/y)	8,0	6,2	4,9	2,7	2,6	2,5	2,1	2,3	8,4	5,4	2,4	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	1,1	1,7	1,8	1,7	1,6	2,0	-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	3,0	3,0	2,2	1,8	1,9	2,5	2,4	1,7
soukromá spotřeba	2,1	1,8	2,2	2,6	2,4	2,8	2,4	2,0	2,5	2,2	2,4	1,8
vládní spotřeba	2,7	4,1	4,8	4,3	3,7	3,3	2,3	1,5	-0,9	4,1	2,6	1,2
investice	-6,1	-2,2	2,2	1,8	4,7	3,9	1,9	2,4	4,8	-1,2	3,1	2,7
dovoz	-1,0	-3,9	-1,7	-0,2	1,3	4,0	3,5	3,6	8,6	-1,7	3,0	2,6
vývoz	7,3	2,1	-0,4	2,1	0,3	3,2	2,4	1,7	7,0	2,6	2,0	2,4
nezaměstnanost (%)	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	3,6	3,6	3,9	4,1
inflace (CPI % y/y)	5,8	4,0	3,5	3,2	3,3	3,4	3,1	3,0	8,0	4,1	3,2	2,4
jádrová inflace (PCE % y/y)	4,8	4,6	3,8	3,2	2,9	2,7	2,8	2,8	5,2	4,1	2,8	2,3
běžný účet (% HDP)	-3,4	-3,2	-3,1	-3,0	-3,0	-3,1	-3,1	-3,0	-3,8	-3,0	-3,1	-3,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,7	-8,3	-6,3	-6,5	-5,9	-5,6	-5,6	-5,5	-5,4	-6,5	-5,8	-6,0
vládní dluh (% HDP)	96,1	96,0	97,4	97,8	98,2	98,2	98,6	98,0	95,8	97,2	99,0	100,7

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

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

Ľuboš Mokráš

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

Barbora Skřipská

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 919
bskřipska@ppfbanka.cz

Tomáš Krejčí

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

Dušan Jalový

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

Miroslav Tutter

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

UPOZORNĚNÍ

Toto sdělení není návrhem ani nabídkou na prodej či nákup investičních nástrojů či jiných produktů a nezakládá ani závazek k upsání, koupi, prodeji nebo nabídku financování. Stanoviska zde vyjádřená se mohou změnit bez předchozího oznámení a mohou se lišit od stanovisek jiných pracovníků PPF banky a.s. (dále jen „PPFB“). Zde uvedené závěry nejsou objektivní nezávislé vysvětlení situace, ale vyjadřují subjektivní názor PPFB. Není-li písemně sjednáno jinak, PPFB neposkytuje svým klientům služby investičního poradenství a toto sdělení nelze považovat za investiční poradenství, investiční doporučení nebo investiční výzkum. Banka implementovala řadu procedur k identifikaci a řízení střetu zájmů a zároveň přijala opatření zajišťující jejich aplikaci a kontrolu, přesto však nelze vyloučit ve výjimečném případě následující střety zájmů. PPFB či její spřízněná osoba může být emitentem investičních nástrojů či obchodovat na vlastní účet investiční nástroje, které jsou zmiňovány v tomto sdělení nebo mají vztah k zemi, měně, úrokovým sazbám, indexům nebo jiným zde zmiňovaným ukazatelům. PPFB poskytuje či má v úmyslu poskytovat investiční či jiné služby pro emitenty jakýchkoli investičních nástrojů. PPFB či její pracovníci (včetně těch, s nimiž autoři mohli provádět konzultace při přípravě tohoto sdělení), příp. jiní klienti PPFB mohou ve zde uváděných investičních nástrojích držet krátkou či dlouhou pozici, mohli nabýt takové pozice za ceny či za tržních podmínek, které již nemusí být

aktuálně k dispozici, a mohou mít zájmy odlišné či nepříznivé ve vztahu k vašim zájmům. Informace zde obsažené vycházejí z obecně dostupných informací, které byly získávány ze zdrojů, které PPFB považuje za spolehlivé; jejich správnost nebo úplnost však PPFB neověřovala, a tudíž není zaručena. PPFB není odpovědná uživateli tohoto sdělení či třetí osobě za kvalitu, přesnost, včasnost, trvalou dostupnost či úplnost údajů ani za jakoukoliv zvláštní, přímou, nepřímou, nahodilou či následnou ztrátu či škodu, která může vzniknout v důsledku použití informací zde obsažených, či utrpěnou jinak v souvislosti s tímto sdělením. Jakákoli obchodní či investiční rozhodnutí, která učiníte, činíte v závislosti na vaší vlastní analýze či úsudku a/nebo analýze či úsudku vašich poradců, nikoliv v závislosti na PPFB. Před uzavřením jakékoliv transakce byste proto měli zvážit, aniž byste se přitom spoléhali na PPFB, ekonomická rizika či výhody, jakož i právní, daňové a účetní charakteristiky a důsledky transakce a posoudit, zda jste schopni přijmout taková rizika. Toto sdělení nepředstavuje předpověď či odhad budoucích událostí. Výkonnost v minulosti není zárukou ani spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů/výkonnosti. Jakékoliv ceny zde uvedené (kromě těch označených jako historické/minulé) jsou pouze indikativní a nepředstavují pevné kotace, a to ani ohledně ceny, ani ohledně objemu.

