

Analytický měsíčník

www.ppfbanka.cz

Téma měsíce

Evropské investice na zbrojení vzbuzují naděje na oživení růstu

ČR ČNB si dává pauzu ve snižování sazeb

EMU Předstihové indikátory rostou v reakci na
uvolnění německé dluhové brzdy

USA Fed drží sazby beze změny, zdůrazňuje
vysokou nejistotu

duben 2025

Magdalena Štředová, Luboš Mokráš



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

Geopolitické rozpory nutí Evropu přehodnotit obranné politiky a plánovat nebývale velkorysé investice. Trhy perspektivu vyšších státních výdajů přijaly s velkým optimismem, ale tento optimismus nemusí být namístě. Nejistota panuje nejen kolem objemu výdajů, ale i jejich směřování a nedostatečných výrobních kapacit vlastního evropského obranného průmyslu. Na první pohled tak vyzbrojení Evropy zní jako radikální podpora fiskálních výdajů a ekonomického růstu, konečný efekt ale může být přinejmenším v prvních letech jen mírný.

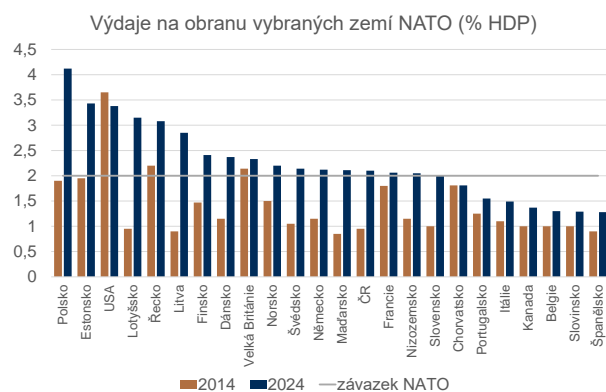
Nastartuje evropské zbrojení ekonomický růst?

Změna zahraničněpolitických priorit USA přiměla Evropu přemýšlet o tom, že bude muset vzít obranu do svých rukou. Podle plánu, který představila předsedkyně Evropské komise Ursula von der Leyen, by země EU mohly zvýšit své výdaje na obranu, aniž by byla aktivována procedura při nadměrném schodku, a to i v případě, že by jejich deficit překročil 3 % HDP. Krok navíc udělalo Německo, kde se politici dokázali nakonec dohodnout na určité revizi dluhové brzdy, přičemž plány na investice do obrany a infrastruktury jsou na německé poměry rozsáhlé. Trhy na tyto zprávy reagovaly nebývalým optimismem. Je ovšem tento optimismus oprávněný? Budou plánované investice realizovány a mohou podpořit ekonomický růst?

Výdaje na obranu porostou

Doposud platilo, že 700 miliónů Evropanů se v obraně před 140 milióny Rusů spoléhalo na 300 miliónů Američanů. Tento zjednodušený pohled názorně ilustruje, že evropský přístup k obraně nebyl dlouhodobě udržitelný, ale Evropě vyhovoval a většina zemí, které byly součástí NATO, nesplňovala požadavek výdajů na obranu v objemu 2 % HDP. Se začátkem války na Ukrajině se situace sice trochu změnila a výdaje na obranu se začaly ve většině zemí přibližovat 2 %, ale mnohem větší zlom nastal s nástupem Donalda Trumpa do druhého funkčního období. Evropa

Země NATO dlouhodobě nedodržovaly svůj závazek investovat 2 % HDP do obrany.



byla nucena si uvědomit, že se o svou bezpečnost bude muset postarat sama. Reakce čelních představitelů EU byla překvapivě rychlá. Na počátku března předsedkyně Evropské komise Ursula von der Leyen představila plán

„ReArm Europe“, jenž se zaměřuje na to, jak využít všechny finanční páky, které by pomohly členským státům EU rychle a výrazně zvýšit výdaje na obranu. Návrh počítá s tím, že země budou moci překročit 3% limit deficitu k HDP, pokud to bude způsobeno zvýšením výdajů na obranu. Součástí jsou i půjčky na obranu pro členské země EU v objemu 150 mld. EUR, což by mělo pomoci větší koordinovanosti nákupů, snížit náklady a zvýšit efektivitu obrany EU jako celku. Tyto půjčky by mohly pomoci zejména více zadluženým zemím, které by jinak sháněly peníze na zvýšené výdaje na obranu za podstatně méně výhodných podmínek. Členské státy budou mít navíc možnost využít ke zvýšení výdajů na obranu programy soudržnosti. Návrh se zaměřuje i na mobilizaci soukromého kapitálu prostřednictvím EIB (European Investment Bank) a SIU (Savings and Investment Union – iniciativa, která má za cíl propojit úspory s neproduktivnějšími investicemi se zaměřením na strategické cíle EU). Celkově by měl plán ReArm v následujících 4 letech mobilizovat 800 mld. EUR, což odpovídá zhruba 1 % HDP ročně.

Své vlastní opatření připravuje Německo, které na sebe uplatňuje poněkud přísnější fiskální metr než ostatní státy EU, jež si mnohdy s limity zadlužení nedělají velkou hlavu. V Německu platí od roku 2009 tzv. dluhová brzda, která nedovoluje zvýšit strukturální deficit nad 0,35 % HDP, což omezuje možnosti státních investic. Stagnující německá ekonomika spolu s bezpečnostními výzvami, kterým EU čelí, donutila nakonec německé politiky k dohodě na určitých zmírněních restrikcí. Konkrétně se podařilo vyjmout z limitů daných dluhovou brzdou výdaje na obranu nad 1 % HDP a bylo přislíbeno vytvoření infrastrukturního fondu v objemu 500 mld. EUR, který by měl být použit na investice v průběhu příštích dvanácti let. Navíc byly uvolněny limity na deficitní hospodaření jednotlivých spolkových států. Tyto sliby mohou teoreticky vést k navýšení státních výdajů v Německu o 3,8 % HDP. To by výrazně proměnilo výhled státních financí pro příští roky.

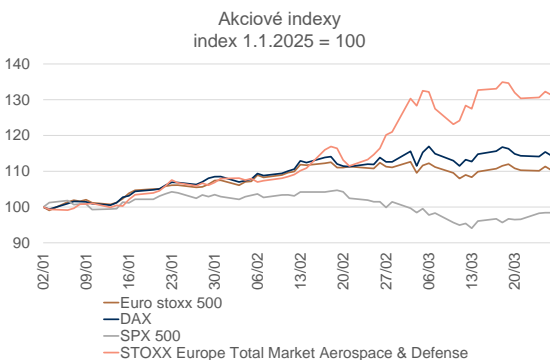
Získat finance na nové výdaje nemusí být jednoduché, což ukazuje reakce dluhopisových trhů, kde výnosy výrazně vzrostly. Kde tedy budou státy EU, zejména ty výrazně více zadlužené, hledat dodatečné financování? Krátkodobě může EU uvolnit prostředky z fondu NextGeneration, kde by pro schválení jejich využití na obranu byla potřeba jen 3/5 většina hlasů v Evropském parlamentu. Tento fond ale končí v roce 2026. Pro dlouhodobé financování obranného průmyslu bude potřeba zcela nový fond, tedy i úspěšné hlasování národních parlamentů všech členských zemí EU. Kromě společných peněz mohou jednotlivé státy financovat extra výdaje navýšením rozpočtových schodků, kde Komise poskytla



nový prostor. Vzhledem k rozpočtové situaci některých zemí, jako je například Francie nebo Itálie, nemusí být situace ohledně navyšování výdajů jednoduchá a tyto země mohou být nuceny omezit plánované zvýšení výdajů na obranu nebo alternativně snížit výdaje v jiných kapitolách rozpočtu.

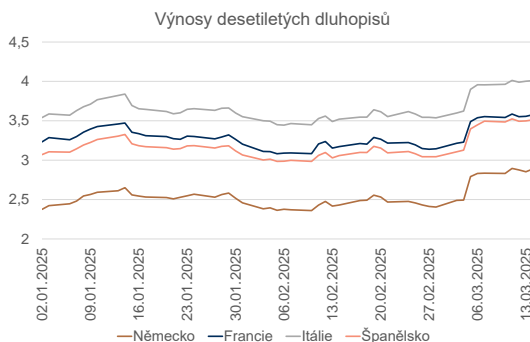
Trhy tyto slibované státní výdaje přijaly velice pozitivně. Ceny evropských akcií reagovaly růstem na rozdíl od propadu těch amerických a euro výrazně posílilo vůči dolaru. Výnosy dluhopisů logicky vzrostly kvůli výhledu vyššího zadlužení. V Německu dokonce výnosy po Merzově projevu 4. března vzrostly v průběhu jediného dne o 30 bb, což je největší jednodenní pohyb od sjednocení Německa.

Plánované výdaje na obranu vzbudily na trzích nebývalý optimismus.



Zdroj: Bloomberg

Očekávání vyššího zadlužení poslalo výnosy dluhopisů vzhůru.



Zdroj: Bloomberg

Ekonomické důsledky navyšování výdajů na obranu

Z definice HDP jako součtu spotřeby domácností, spotřeby vlády, investic a čistého zahraničního obchodu vyplývá, že expanzivní fiskální politika zvyšuje růst reálné ekonomiky. Jak moc a na jak dlouho ale závisí na struktuře výdajů. Výdaje na obranu jsou v tomto ohledu poměrně specifické a výsledky výzkumných prací nedávají jednoznačný

výsledek. Nepanuje shoda na tom, zda a případně v jakém rozsahu vytěsňují výdaje na obranu soukromé, často mnohem efektivnější investice. Některé studie ukazují, že dopad do reálné ekonomiky je větší v případech, kdy k investicím do obrany dochází v době vysoké nezaměstnanosti, jiné zase zdůrazňují vliv inovací coby vedlejšího efektu při investicích do zbrojního průmyslu, jež zvyšují růst produktivity v dlouhodobém horizontu, další naopak mluví o takzvané mírové dividendě, kdy jsou ušetřené obranné výdaje přeměrovány na jiné ekonomické aktivity.

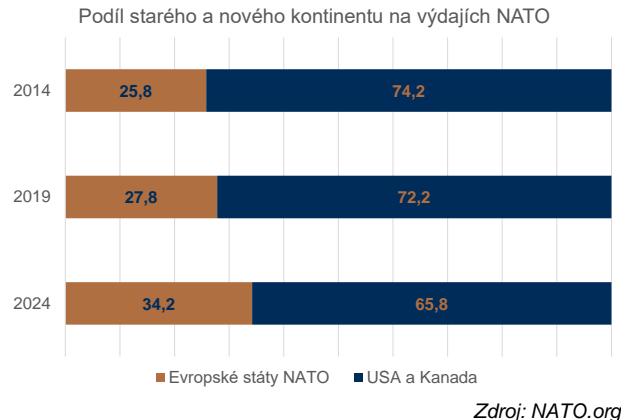
Je zřejmé, že efekt vlivu výdajů na obranu je závislý i na tom, jak jsou tyto nové investice financovány, zda zvýšením daní, kdy je nutné utlumit jiné části ekonomiky, nebo vyšším zadlužením, které pomůže nastartovat okamžitý růst a zároveň dluhy přeneše na budoucí generace. V neposlední řadě hraje významnou roli v tom, zda se výdaje na obranu projeví v oživení reálné ekonomiky, to, kdo vojenskou techniku vyrábí – zda se dováží, nebo zda se podporují domácí podniky. Intuitivně podpora domácích podniků přispívá k vyššímu domácímu ekonomickému růstu. Svou roli hraje i měnová politika. Obecně větší dopad mají výdaje na obranu do HDP v zemích, které mají fixní kurz, protože nezávislé centrální banky s plovoucím kurzem a inflačním cílem reagují na zvýšené vládní výdaje přísnější měnovou politikou, aby zamezily akceleraci inflačních tlaků. V neposlední řadě nejsou investice do obrany investicemi, které by měly potenciál zvýšit budoucí růst (s výjimkou možného dopadu do technologických inovací), jako je tomu třeba u investic do infrastruktury.

Kvantifikace dopadů zvýšení výdajů na obranu se tedy výrazně liší. Většina studií ale ukazuje, že růst ve výdajích na zbrojení se projeví na reálné ekonomice v poměru menším než 1:1. Pokud jsou výdaje na obranu financovány snížením výdajů v jiných oblastech, může být multiplikátor dokonce záporný. K menšímu vlivu zvýšených obranných výdajů na růst reálné ekonomiky existuje několik důvodů. Jedním z nich je poměrně značná časová náročnost plánování a realizace. Proto se zvýšení výdajů na obranu může na růstu ekonomiky projevit se zpožděním. Zbrojní průmysl je navíc kapitálově náročný a nemá takový potenciál pro vytváření nových pracovních míst jako jiné sektory, které jsou náročnější na práci. Proto může být dopad těchto investic na poptávku domácností značně limitovaný.

Pohled na zbrojní průmysl v EU ukazuje, že investice do něj budou muset být dlouhodobé. Zbrojní průmysl v Evropě je relativně malý. Od začátku ruské invaze na Ukrajinu v roce 2022 státy EU navyšovaly významně své výdaje na obranu a většina se dostala až na požadovanou 2 % HDP a i celkově se evropské země začaly podílet na společných výdajích v rámci NATO vyšším podílem. Většinu nákladů na sebe ale stále bere USA.

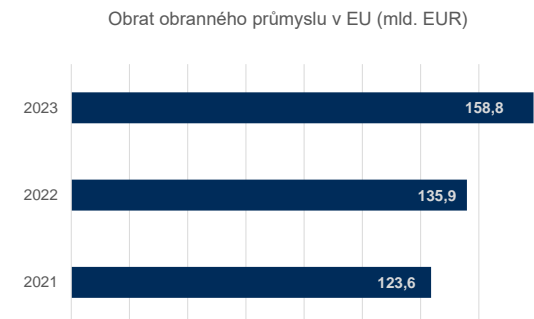


Členské evropské země NATO zvýšily podíl svých nákladů na obranu.



Veřejné zakázky na novou vojenskou techniku v 78 % směřovaly mimo EU – konkrétně 63 % z nich získaly americké firmy. I tak se ale obrat obranného průmyslu členských zemí EU v roce 2024 meziročně zvýšil o 14 % na 158,8 mld. EUR. To je poměrně impozantní růst, ovšem porovnáme-li toto číslo s hodnotou prodané produkce ve zpracovatelském průmyslu, která v roce 2023 činila 5 992 mld. EUR, je zřejmé, že obranný průmysl se na

Obrat obranného průmyslu v posledních letech roste, stále však představuje jen zlomek průmyslové výroby v EU.



zpracovatelském průmyslu podílí méně než 2,5 %.¹

Další překážkou je roztržštěnost evropského obranného průmyslu v rámci jednotlivých států, což znamená, že obranný průmysl není schopen plně využít úspory z rozsahu ani alokovat investice tak, aby byla obrana opravdu jednotná pro celou EU. Otázkou tedy je, jak lze tento nárůst zvládnout a jak velké části z něj lze dosáhnout domácí výrobou.

Stejně nejednotné jsou studie v závěrech, jaký má zvýšení výdajů na obranu vliv na inflaci. Empirický příklad z dob korejské a vietnamské války ukazuje na strmý nárůst

¹ Vzhledem k tomu, že nejsou k dispozici srovnatelné statistiky, srovnáváme obrat a hodnoty prodané produkce, které se mohou mírně lišit. Obrat je obecně vyšší, protože zahrnuje všechny příjmy generované prodejem včetně dodatečných přírůzků, souvisejících služeb a dalších

Evropě chybí velké zbrojařské firmy.

Table 3: Global top 10 and European top 10 defence companies by turnover, 2022

Global rank	Company	Country	Armaments revenues, \$ billions	Total revenues, \$ billions	Armaments revenue as % of total revenues
1	Lockheed Martin Corp.	United States	59390	65984	90%
2	Raytheon Technologies	United States	39570	67074	59%
3	Northrop Grumman Corp.	United States	32300	36602	88%
4	Boeing	United States	29300	66608	44%
5	General Dynamics Corp.	United States	28320	39407	72%
6	BAE Systems	UK	26900	27712	97%
7	NORINCO	China	22060	82537	27%
8	AVIC	China	20620	82499	25%
9	CASC	China	19560	44458	44%
10	Rostec	Russia	16810	30295	55%
13	Leonardo	Italy	12470	15025	83%
14	Airbus	Trans-European	12090	61805	20%
17	Thales	France	9420	18479	51%
23	Dassault Aviation Group	France	5070	7288	70%
25	Rolls-Royce	UK	4930	15647	32%
28	Rheinmetall	Germany	4550	6742	67%
29	Naval Group	France	4530	4578	99%
32	MBDA	Trans-European	4380	4428	99%
34	Safran	France	4200	20021	21%

Zdroj: Bruegel

inflace, ale tento nárůst nemusel být způsoben výhradně náklady na obranu. Během korejské války hrála roli očekávání ohledně nedostatku některých druhů zboží a následná zvýšená poptávka. V průběhu vietnamské války zase probíhaly sociální programy prezidenta Johnsona, které měly za cíl bojovat proti chudobě, a mohly tedy vést ke zvýšení spotřeby domácností a s tím spojeným inflačním tlakům.

Výhled ekonomického oživení v EU

Odhady ekonomického oživení v důsledku vyšších výdajů na zbrojení jsou zahaleny velkou dávkou nejistoty nejen kvůli tomu, že zatím není jisté, zda bude vyčerpán celý objem prostředků, se kterým počítá Evropská komise, a kam budou prostředky investovány. Zpočátku bez dostatečných kapacit evropských výrobců vojenské techniky a dalších zbraní bude většina prostředků s velkou pravděpodobností stále alokována mimo EU, což případně pozitivní dopady do růstu HDP výrazně sníží, respektive oddálí. Studie Goldman Sachs stejně jako ING předpovídají, že v prvních dvou letech zvýšených výdajů na obranu by se HDP mohlo zvýšit oproti původním

příjmů, zatímco hodnota prodané produkce se soustředí pouze na výstup výroby



očekáváním o 0,1–0,2 pb. Optimismus trhů se tak v tomto světle zdá být přehnaný. Na druhou stranu existují i odhady například z dílny think tanku Bruegel, podle kterých by navýšení výdajů na obranu na 3,5 % HDP zvýšilo růst reálné ekonomiky o 0,9–1,5 pb za rok, což je při současném očekávaném růstu okolo 1 % značné zlepšení. Argumentace ve prospěch rychlejšího růstu vychází ze zkušeností v Izraeli, který do obranného průmyslu investuje dlouhodobě, a inovace, které odtud přicházejí, využívají velmi úspěšné izraelské technologické startupy. Optimistické odhady dopadu zvýšených výdajů na obranu jsou tedy podmíněny důrazem na investice do domácí produkce. Pohled na regionální rozložení největších zbrojařských firem naznačuje, že proces podpory domácí zbrojní výroby bude dlouhodobý. Výraznější zrychlení růstu v následujících třech letech je nepravděpodobné. Růst výnosů spojený s obavami ze zvyšujícího se zadlužení s sebou navíc může nést i rozšiřování kreditních spreadů, což prodraží financování investic, a bude tak limitovat případné oživení.

Závěr

Podle předsedkyně Evropské komise Ursuly von der Leyen může být navrhované zvýšení výdajů na zbrojení zlomovým okamžikem. Stovky miliard fiskálních výdajů ale podle našeho názoru ani zdaleka nepřinášejí jistotu, že dojde k výraznému oživení evropských ekonomik. Dodatečné výdaje mohou přispět k rychlejšímu růstu, tento efekt ale nebude okamžitý. Navíc panují neshody, zda výdaje na obranu mohou zvýšit potenciální produkt. Pokud budou nově vyrobené vojenské produkty z velké části dovezeny, nikoliv vyrobeny v EU, a budou zničeny ve válce nebo v lepším případě odepsány, jejich vliv na oživení evropských ekonomik bude minimální. Na druhou stranu zvýšení kapacity obranného průmyslu – a pokud by přišly i s tím spojené inovace – by mohlo k nastartování růstu přispět. Tento efekt by se ale projevil se značným časovým zpožděním.

Plány na vyšší výdaje přicházejí v době, kdy největší země EU, konkrétně Španělsko, Francie a Itálie, mají dluhy nad 100 % HDP a perspektiva vyšších výdajů tak zvyšuje výnosy. Zvýšené výdaje na zbrojení za této situace mohou nejen prodražit soukromé investice, ale může dojít i k jejich vytěsnění, což v dlouhodobém horizontu snižuje potenciál růstu EU.



Inflace se drží v inflačním pásmu, ale ČNB vidí rostoucí proinflační rizika a dává si v měnovém uvolňování pauzu. První čísla z reálné ekonomiky pro letošní rok vyzněla nejednoznačně.

Ekonomická aktivita

Mírně lepší výsledky průmyslové produkce a zároveň slabší maloobchodní tržby – tak dopadly první statistiky z reálné ekonomiky letošního roku. V lednu průmyslová produkce poklesla oproti předchozímu měsíci jen velmi mírně, a to o 0,3 %, v meziročním vyjádření činil pokles průmyslu 0,6 %. Pozitivní zprávou byla i revize historických dat směrem vzhůru. I přes tato pozitivní čísla ale neměníme náš základní scénář, který počítá se slabostí průmyslu v první polovině roku a jeho postupným oživením ve druhém pololetí.

Po delší době přišla ne příliš příznivá zpráva z maloobchodu – maloobchodní tržby po silných vánočních nákupech v lednu meziměsíčně poklesly o 0,5 %, v meziročním vyjádření byl růst oproti předchozím měsícům o poznání slabší, 2,8 %. Slabé byly hlavně tržby za nepotravinářské zboží. Vzhledem k přetrvávající dobré situaci na trhu práce i rostoucím mzdám se domníváme, že se jedná o jednorázový výkyv a tržby by se měly vrátit k rychlejšímu růstu.

Inflace a centrální banka

Spotřebitelské ceny v únoru meziměsíčně podle předběžných údajů vzrostly o 0,2 %, což v meziročním vyjádření představovalo růst o 2,7 %. Významný vliv na tento relativně příznivý výsledek měly potraviny, alkohol a tabák, které meziměsíčně poklesly o 0,7 % a částečně tak vykompenzovaly opačný pohyb z ledna. Pohled na vývoj cen zemědělských výrobců ale ukazuje, že ceny potravin by se v dalších měsících měly vydat spíše vzhůru, a představují tak proinflační riziko. Také ceny služeb působí proinflačně. V únoru meziročně vzrostly o 4,7 %. Vyšší růst cen služeb oproti cenám zboží lze do značné míry vysvětlit doháněním období 2023, kdy došlo ke

skokovému nárůstu cen zboží, ale nikoliv služeb. Zůstává otázkou, zda ceny služeb nyní tempo růstu zvolní. Každopádně ČNB bude i nadále právě na inflaci ve službách velmi citlivá a ve snižování sazeb bude postupovat opatrně. K opatrnosti při uvolňování měnových podmínek vybízí i vývoj mezd. Poslední statistiky ČSÚ ukázaly, že mzdy v posledním čtvrtletí loňského roku rostly rychleji, než ČNB očekávala, když nominálně růst překonal 7 %. Celkově za rok 2024 mzdy vzrostly o 7 % v nominálním vyjádření a o 4,5 % v reálném vyjádření. I tak zůstávají mzdy v reálném vyjádření o více než 7 % nižší než v roce 2021 a lze tedy předpokládat, že tlak na jejich růst by měl pokračovat.

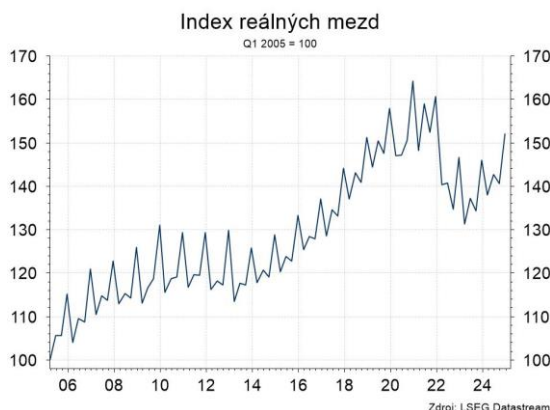
Po mírně vyšších inflačních číslech i růstu mezd nebylo překvapením, když ČNB na svém březnovém zasedání ponechala sazby beze změny. Repo sazba tak zůstává na 3,75 %. Bankovní rada neměla k dispozici novou prognózu, jen aktualizaci té stávající, podle které by se letos inflace měla držet mírně nad 2 % a v příštím roce by měla směřovat ke 2 %. I přes tento pozitivní výhled guvernér Michl zdůrazňoval proinflační rizika, která se podle něj zvýšila. Jako hlavní proinflační rizika jmenoval ceny služeb a potravin, expanzivní fiskální politiku i zrychlování tvorby peněz v ekonomice v důsledku zvýšené úvěrové dynamiky. Bankovní rada vnímá alespoň v krátkodobém horizontu jako proinflační riziko i možné zavádění cel.

Jak bude postupovat ČNB dále, není jasné. Březnové ponechání sazeb na stávající úrovni prezentuje bankovní rada jako pauzu, ale do budoucna si nechává všechny možnosti otevřené. My se domníváme, že snížení o 25 bb v květnu je velmi pravděpodobné. Zda bude následovat ještě jemné ladění k 3,25 %, zůstává otázkou.

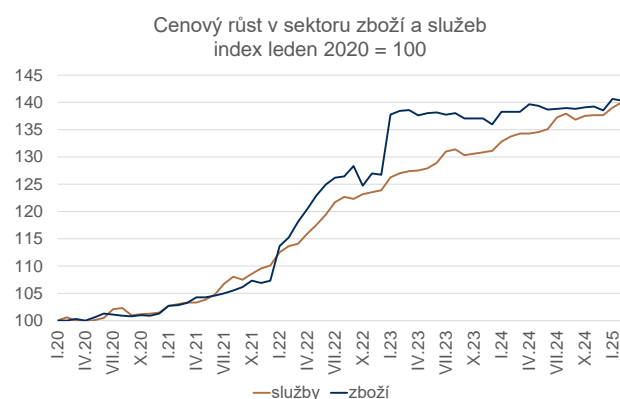
Rizika

Stále velkou neznámou zůstávají americká cla a zejména možná reciproční opatření dotčených zemí. Eskalace obchodních válek by na malou otevřenou ekonomiku, jako je ta česká, měla významný negativní dopad.

Mzdy v loňském roce rostly svižně, ale reálný propad z předchozích dvou let ještě nedohrnaly.



Ceny služeb dohnaly ceny zboží.



Schválení uvolnění německé dluhové brzdy vyvolalo na trhu vlnu optimismu. Zároveň slábnoucí inflační tlaky stále umožňují ECB pokračovat ve snižování sazeb.

Ekonomická aktivita

První čísla z průmyslu z letošního roku vyzněla nebývale příznivě. Meziročně průmyslová výroba stagnovala, což byla první nezáporná hodnota za posledních 20 měsíců. A výsledek průmyslové výroby by byl ještě lepší (+1,3 % y/y), kdyby nebylo volatilních irských dat. Na přílišný optimismus je ale brzy. Hlavním tahounem dobrých lednových čísel byl automobilový průmysl, jehož měsíční statistiky bývají hodně rozkolísané a s hrozbou amerických cel mohlo dojít k předzásobení.

Další zprávou, která podpořila očekávání oživení reálného růstu v letošním roce, byla dohoda v Německém spolkovém sněmu o uvolnění dluhové brzdy. Nový infrastrukturní fond v objemu 500 mld. EUR na dalších 12 let a zvýšené výdaje na obranu výrazně změní německou restriktivní fiskální politiku, což by mohlo stagnující ekonomice pomoci. Jak moc je otázkou, ale na trzích převládá optimismus. A ve stejném duchu vyzněly i nejnovější předstihové indikátory. Neoptimističtější byl v březnu index ZEW, jehož hodnota se téměř zdvojnásobila. Vzrostly i indexy Ifo i PMI, i když jejich očekávání ekonomického oživení není zdaleka tak optimistické.

Inflace a centrální banka

Dezinflační trend v EMU pokračuje. Únorová inflace byla revidována mírně dolů na 2,3 %, jádrová inflace zůstává zvýšená na 2,7 %, a to především kvůli inflaci ve službách, jejíž dynamika se oproti poslednímu čtvrtletí loňského roku mírně zvýšila. V dalším čtvrtletí by ale již neměl působit

efekt přecenění z ledna a února a jádrová inflace by měla postupně klesat v důsledku slabé poptávky. Podle ECB by se jádrová inflace měla dostat na 2,1 % ve druhém pololetí letošního roku. Také mzdové tlaky slábnou.

Slabé inflační tlaky tak umožňují ECB pokračovat v měnově-politickém uvolňování a na březnovém zasedání podle očekávání centrální bankéři rozhodli o snížení všech tří základních úrokových sazeb ECB o 25 bazických bodů. Hlavní depozitní sazba se tak dostala na 2,5 %.

Rada guvernérů měla k dispozici i novou prognózu, která mírně snížila výhled růstu a zároveň zvýšila výhled celkové inflace pro rok 2025. Podle prezidentky Lagarde za zvýšeným výhledem inflace pro rok 2025 stojí ceny energií, naopak jádrová inflace by měla zpomalit.

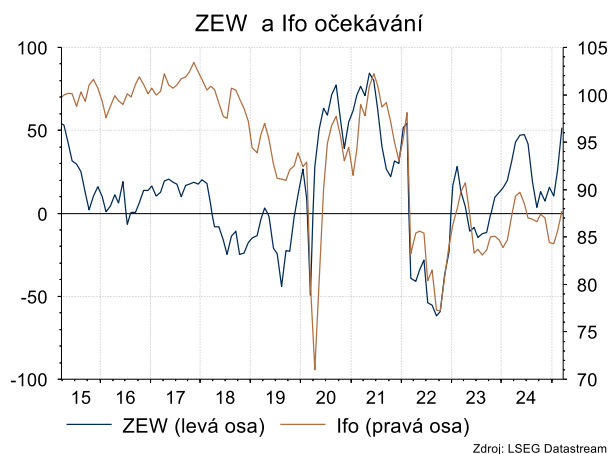
Na tiskové konferenci pak největší pozornost přitáhla nová věta z tiskového prohlášení, že měnová politika se stává podstatně méně restriktivní, která nahradila dlouho používanou formulaci, že měnová politika zůstává restriktivní. Zda ale nová formulace znamená možnou pauzu ve snižování sazeb, prezidentka Lagarde nepotvrdila. Zopakovala pouze, že se ECB nezavazuje k žádné konkrétní trajektorii vývoje úrokových sazeb a že se Rada guvernérů bude rozhodovat na základě přicházejících dat. Zároveň ale zdůraznila, že dezinflační proces pokračuje a inflace směřuje na horizontu měnové politiky k 2% cíli.

Březnové zasedání podle nás nepřineslo žádnou převratnou novinku, která by nás nutila změnit základní scénář. Proto neměníme náš výhled, že ECB sníží sazby v letošním roce ještě dvakrát (17. 4. a 5. 6.) na konečnou 2 %. Situace je ale značně nepřehledná a může se měnit dynamicky.

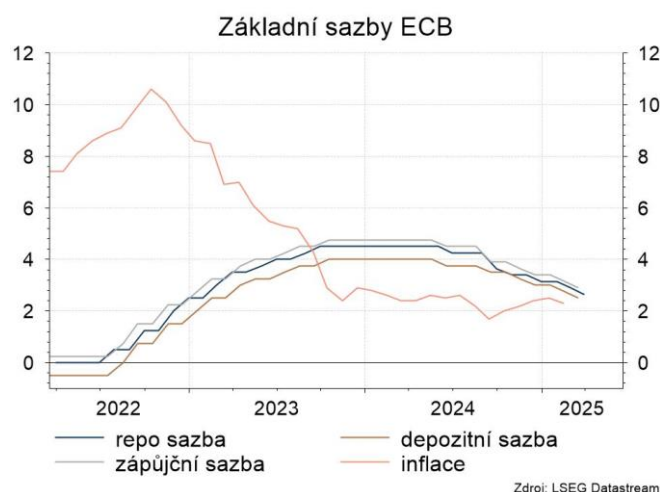
Rizika

Možné rozpoutání obchodních válek představuje riziko, že se očekávání oživení nenaplní.

Uvolnění dluhové brzdy vyvolalo značný optimismus, především u indexu ZEW.



ECB pokračuje a zřejmě i bude pokračovat v uvolňování měnových podmínek.



Data zveřejněná v průběhu března ukazují na momentálně stabilní stav americké ekonomiky. Trh práce zůstává poblíž plné zaměstnanosti a maloobchodní tržby se po lednovém propadu částečně zotavily, i když proti velmi silnému závěru minulého roku ztratily dynamiku. Silná byla tentokrát data o průmyslové produkci, jde však pravděpodobně o přechodné zlepšení. CPI a PPI byly nižší, než se očekávalo, PCE inflační index (preferovaný inflační ukazatel Fedu) však ukázal na přetrvávající zvýšenou inflaci. Fed ponechal sazby beze změny s poukazem na rizika jak k vyšší inflaci, tak ke slabšímu růstu ekonomiky.

Ekonomická aktivita

Počet zaměstnanců se zvýšil zhruba v souladu s očekáváním, zatímco míra nezaměstnanosti se drží poblíž 4 % a bez větších změn zůstává i počet nabízených pracovních míst. Stabilní a na nízkých úrovních je i týdenní počet žádostí o podporu v nezaměstnanosti. Na trhu práce se žádné drama nekoná, trh zůstává stabilní a poněkud slabší, než byl po většinu loňského roku, což pomáhá tlumit inflační tlaky. Osobní spotřeba oproti druhému pololetí loňského roku zeslábla, udržet mimořádně silnou dynamiku dlouhodobě však bylo prakticky nemožné. Nižší osobní spotřeba bude mít vliv na HDP, zda se projeví také slabším trhem práce, je otázka. Průmyslová produkce včetně zpracovatelského průmyslu rostla meziměsíčně podstatně rychleji, než se čekalo, ale není pravděpodobné, že by zrychlení bylo trvalé. U konjunkturálních indikátorů mírně pozitivně překvapil výrobní index ISM, jeho nevýrobní kolega se udržel bezpečně v expanzi. Předběžný výrobní PMI však klesl do mírné kontrakce, zatímco PMI ve službách solidně narostl. Celkově růstová data ukazují na

růst slabší než loni, ale stále blízko potenciálu. Rozruch vzbudil nowcast atlantského Fedu, který se propadl hluboko do mínusu (až -2,8 %). Je to dáno výrazným negativním příspěvkem zahraničního obchodu, který je daný růstem dovozů souvisejícím s předzásobením před zavedením cel. Negativní příspěvek zahraničního obchodu by však měl být kompenzován růstem zásob, což se v nowcastu, který započítává efekty dat tak, jak jsou zveřejňována, zatím neprojevílo.

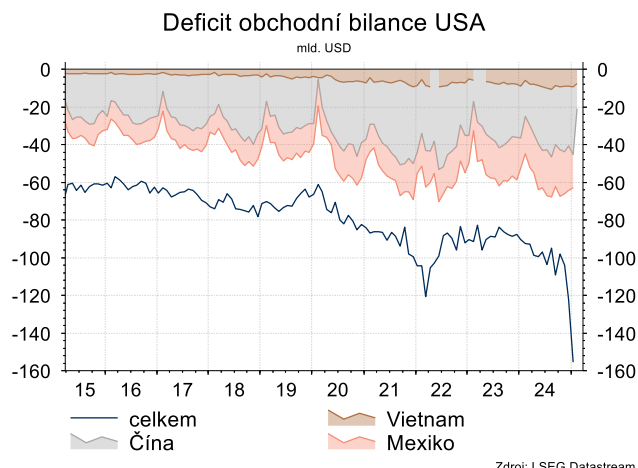
Inflace a centrální banka

Jak CPI, tak PPI překvapil nižším než očekávaným růstem. Složky vstupující do PCE inflačního indexu však naznačují, že tento preferovaný inflační ukazatel Fedu bude spíše silný. Inflace tak zůstává zřetelně nad cílem Fedu a podle poslední předpovědi zveřejněné po zasedání FOMC tam zůstane po celý tento rok. Fed dokonce posunul její očekávanou hodnotu mírně nahoru, a to kvůli očekávanému efektu zavedení cel. Ten by však mohl být kompenzován efektem nižší osobní spotřeby. Fed ponechal na zasedání FOMC sazby beze změny a zdůraznil rizika na obě strany (inflace i růst). Fed podstatně zpomalil tempo snižování své bilance, pravděpodobně kvůli obavám z vyvolání nestability na finančním trhu v důsledku nedostatku likvidity. Nadále očekáváme tři snížení sazeb ve druhém pololetí, trh i Fed aktuálně čekají dvě snížení.

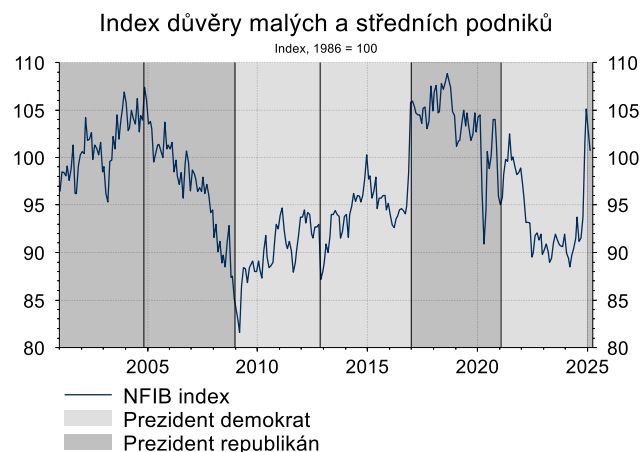
Rizika

Klíčovým rizikem zůstávají nejisté efekty aktivit Trumpovy administrativy, především dopady cel. Detaily ohledně jejich zavedení by měly být zveřejněny 2. dubna. Zatím jsme byli svědky velmi dynamické a nepříliš konzistentní série kroků, která vyvolala především zmatek a nejistotu. To jsou samozřejmě faktory, které rozhodně nepřispívají ke stabilitě a růstu ekonomiky. Uvidíme, zda se dočkáme pozitivních efektů deregulace, nebo převáží negativní dopady aktivistického chaosu.

Výrazný růst schodku obchodní bilance pravděpodobně souvisí s předzásobením před zavedením cel.



Důvěra malých a středních podniků po zvolení Trumpa prezidentem vzrostla, ale začíná klesat.



EUR/USD

První týden března byl ve znamení prudkého oslabení dolaru. Podnětem pro tento pohyb byly výsledky voleb v Německu a především následné vystoupení pravděpodobného příštího německého kancléře Merze, který slíbil vytvoření infrastrukturního fondu a zvýšení výdajů na obranu. Ke zvyšování výdajů na obranu dojde v rámci celé EU, což účinnost Merzova prohlášení podpořilo. Zároveň zesílily pochybnosti o americké ekonomice. Důvodem byl především výrazný pokles spotřebitelské důvěry a z něj plynoucí obavy, že dojde ke kolapsu osobní spotřeby. Prudkosti pohybu nahrály i technické faktory, především likvidace zbytku pozic nastavených na posilování dolaru. Sentiment na trhu se posunul velmi výrazně ve prospěch eura, od očekávání posilování dolaru překlopil k očekávání dalšího posílení eura. Po prvním týdnu března sice přetrvál tlak proti dolaru, tempo jeho oslabování se však podstatně zmírnilo a kurz se dostal spíše do konsolidace než do růstového trendu eura. Na lokální maximum se euro dostalo ve třetím týdnu března, od té doby začalo pomalu oslabovat, ale i zde měl pohyb spíše charakter konsolidace než jednoznačného trendu. Podle našeho názoru je jak optimismus vůči EU, tak pesimismus vůči USA momentálně poněkud přehnaný a trh, jak je u něj obvyklé, přestřelil, k čemuž přispěly i technické faktory (stop lossy, momentum). Konsolidace s tendencí k mírnému posílení dolaru (korekce předchozího přehnaně prudkého oslabení) by tedy měla pokračovat. Začátkem dubna se dozvíme detaily amerických cel, což může kurz výrazně ovlivnit a mohlo by to podpořit korekci. Trh bude sledovat data o vývoji dynamiky americké ekonomiky: jakékoliv náznaky jejího oslabování by měly být pro dolar negativní, stejně jako náznaky zotavování evropských ekonomik. Nadále bude důležitý také vývoj jednání o příměří na Ukrajině – pozitivní zprávy by pomohly euru. Existují tedy faktory, které by mohly působit proti korekci na dolaru, což zvyšuje nejistotu ohledně krátkodobého vývoje. Ze střednědobého a dlouhodobého hlediska je nutné sledovat dění kolem tzv. „Dohody z Mar del Lago“ (Mar del Lago Accord analogicky k Plaza Accord z osmdesátých let). Cílem dohody by bylo výrazně oslabit dolar (stejně jako v osmdesátých letech). Zatím se o ní jen intenzivně spekuluje, ale i tyto spekulace by eventuálně mohly ovlivnit kurz.

EUR/CZK

Kurz české koruny vůči euru se v březnu držel v těsné blízkosti 25 EUR/CZK a na konci měsíce se překvapivě dostal až pod 24,9 EUR/CZK. Koruně aktuálně hraje do karet sentiment na trhu, který se posunul výrazně ve prospěch eura, což tradičně svědčí měnám v celém regionu. Ke konci března podpořil kurz koruny i relativně jestřábní komentář guvernéra Aleše Michla, který na tiskové

konferenci po měnově-politickém zasedání zdůrazňoval zvýšení proinflačních rizik a potřebu opatrnosti ČNB. Naopak prohlášení amerického prezidenta Donalda Trumpa, že uvalí 25% cla na dovozy veškerých automobilů, korunu poslalo zpět k 25,0 EUR/CZK.

Opatrná rétorika ČNB v kombinaci s pokračováním měnového uvolňování ECB by měla koruně i v nejbližších měsících hrát do karet. Na druhou stranu nejistoty a rizika jsou velká. Pokud by došlo k eskalaci obchodních válek a následnému očekávání ekonomického útlumu, mělo by to na korunu bezesporu negativní dopad.

Náš hlavní scénář počítá se zvýšenou volatilitou koruny bez jednoznačného trendu. Koruna by se tak i nadále měla pohybovat okolo 25 EUR/CZK.

Dluhopisy

Výnos amerického desetiletého dluhopisu se v březnu držel v postranním trendu, když kolísal mezi 4,12 % na začátku měsíce a 4,37 % ke konci měsíce. Trh čeká na vyjasnění dalšího vývoje americké ekonomiky, především na data o osobní spotřebě a inflaci, která by měla nejvíce ovlivnit rozhodování Fedu o sazbách. Na březnové zasedání FOMC trh sice reagoval poměrně citelným poklesem výnosů, ten ale dlouho nevydržel a koncem měsíce se sazby naopak držely poblíž měsíčních maxim. Trh ovlivňuje kombinace několika faktorů. Směrem k nižším výnosům působí snaha ministra financí S. Bessenta udržet desetiletý výnos co nejnižší a podpořit tím ekonomiku. Nejistotu na trh vnáší kombinace obav ze zpomalení ekonomiky na jedné straně a ze zvýšení inflace kvůli clům na straně druhé. To znejišťuje výhled vývoje sazeb Fedu a zvyšuje citlivost na jednotlivá data a prohlášení činitelů Fedu. Snaha Trumpovy administrativy snížit státní výdaje je příliš čerstvá na to, aby měla dopad na trh, ale pokud by uspěla, mohlo by to podpořit nižší výnosy. Na druhou stranu snaha snížit daně by mohla tento faktor převážit.

Vývoj výnosů v Evropě byl tentokrát od vývoje v USA podstatně odlišný. Mohly za to volby v Německu a následný projev pravděpodobného příštího kancléře Merze. Příslib možnosti v principu neomezeného („whatever it takes“ neboli za každou cenu) zvýšení státních výdajů vedl k razantnímu růstu německých výnosů a s nimi i výnosů v ostatních evropských státech. Německé výnosy zůstanou i po změně ústavy a zmírnění dluhové brzdy benchmarkem a budou nejnižší v EMU, protože ostatní velké státy (Francie, Itálie, Španělsko) jsou na tom z hlediska zadlužení podstatně hůře a ani růst zadlužení Německa to nezmění. Spíše hrozí, že rozpočtová disciplína v rámci EMU, která ani dosud nebyla nijak slavná, se bude dále rozvolňovat. Německé výnosy po prudkém počátečním růstu ve zbytku měsíce mírně korigovaly a je možné, že pomalá korekce bude pokračovat dále – množství emitovaného dluhu neporoste zdaleka tak rychle, jak reagoval trh. Plně se efekt zvýšeného zadlužování na



nabídce projeví až po mnoha měsících, mezitím bude dluhopisový trh reagovat na ECB, data a politický vývoj.

Vývoj na českém dluhopisovém trhu byl v březnu silně ovlivněn vývojem v Německu. Také u nás došlo k prudkému skoku nahoru, i když jeho velikost byla citelně menší než v samotném Německu. Díky tomu se dále zmenšil rozdíl v německých a českých výnosech. V poslední třetině března se vývoj českých výnosů od těch německých oddělil – české mírně narostly. Trh mohl být v této části měsíce ovlivněn vývojem názorů na další postup ČNB (menší prostor pro snížení sazeb), aktuálním vývojem emisní politiky Ministerstva financí nebo mohlo jít i o čistě technickou záležitost, kdy trh reagoval na přestřelení a příliš velkou kompresi spreadu k německému trhu. Zájem o české dluhopisy je podle výsledků aukcí stále solidní, není tedy pravděpodobné, že by došlo k dalšímu výraznějšímu růstu výnosů. Pokud by nadále driftovaly dolů německé výnosy, měly by se k nim české časem přidat.

Akcie

Akcie v USA pokračovaly v první polovině března v klesajícím trendu z února. Druhá polovina měsíce byla ve znamení technické korekce. Trh je stále pod vlivem obav ze zpomalení ekonomiky a zvýšení inflace v důsledku hospodářských politik Trumpovy administrativy. Značnou roli hraje také nejistota ohledně návratnosti investic do vývoje a praktického zavádění umělé inteligence, která negativně působí především na velké technologické společnosti. Ty byly zároveň před korekcí oceněny velmi optimisticky z fundamentálního hlediska, aktuální skeptická nálada se u nich proto projevuje obzvláště výrazně. Podle našeho názoru je spíše pravděpodobné, že klesající trend se po probíhající korekci ještě obnoví, protože předpokládáme, že USA projdou obdobím pomalejšího růstu. Schopnost Fedu podpořit ekonomiku bude pravděpodobně navíc omezená inflací držící se nad cílem. Negativně by měla působit i nižší atraktivita rizikových aktiv v prostředí vysoké geopolitické nejistoty. Prostor pro pokles může být proto ještě poměrně značný. Zastavit by ho mohl nečekaný přechod Fedu ke snižování sazeb (nepravděpodobné) nebo stejně nečekané oživení americké ekonomiky.

Evropské akcie byly v březnu v postranním trendu a konsolidovaly po předchozím růstu. Evropě nadále pomáhá očekávání zlepšení výkonnosti hospodářství kvůli vyšším výdajům na zbrojení a infrastrukturu, ale zároveň na trh působí nejistota ohledně dopadu ohlášených cel ze strany USA. Nejistota kombinovaná s omezeným okamžitým dopadem ohlášeného zvýšení výdajů by měla držet trh nadále v konsolidaci s tím, že by měl spíše citlivě reagovat na negativní zprávy, které by jej mohly poslat do korekce.

Pražské burze se v březnu dařilo skvěle, když dosáhla solidního růstu při stagnaci nebo mírném poklesu hlavních světových trhů. Hodně jí pomohly VIG a ČEZ svým růstem

po výsledcích, ale rostla i většina ostatních titulů. Výjimkou byla tentokrát Erste, která se držela vývoje ve světě a mírně klesala, a jako skoro tradičně Photon Energy. Předpokládáme, že optimismus ohledně českých akcií dlouhodobě nevydrží a že se podobně, jako to čekáme u evropských akcií, do konsolidace dostane i pražská burza.

Kredit

Pokud bychom měli vybrat barvu, která by letošního březnu padla jak ulitá, byla by zelená jednoznačným favoritem. Smaragdová lavina se prohnala většinou velkoměst při oslavách Dne svatého Patrika, zatímco evropské elity dále řešily, jak zmírnit dopady Green dealu a Trump stupňoval snahy o ovládnutí Greenlandu. Že se ale i naše kotlina orientuje v aktuálních trendech dokázala hned zkraje měsíce společnost CTP, která investorům nabídla dva zelené eurové benchmarky se splatností 6 a 10 let. Finální kreditní spread na úrovni 145 bb, respektive 188 bb byl o 17 až 30 bb nižší, než emitent původně indikoval. Hozenou rukavicí prakticky ihned zvedla konkurenční skupina Accolade, které se podařilo prostřednictvím tří největších tuzemských bank umístit celý plánovaný objem 1,875 miliardy korun pětiletého zeleného dluhopisu s atraktivním kreditním spreadem lehce pod 350 bb.

Rakouská pojišťovací skupina VIG se možná také snažila svést na vlně ESG, ale na nabídku v posledních dnech měsíce už zelená prostě nezbyla. Její dluhopis v objemu 300 milionů eur dostal i tak hezkou nálepku udržitelný a investorům bude po následujících 10 let přinášet výnos 195 bb nad úrokové swapy. Pro Tier2 instrument s originálním tenorem 20 let se jedná o závidění hodný výsledek.

Všechny nás asi trochu mrzí, že při oslavách zmíněných transakcí velice pravděpodobně netekl pepmintový likér proudem. Nebyl by to ale letošní březen, aby si i pro vyznavače populární zelené nepřipravil nějaký důvod k přípitku. Nestává se přece každý den, aby v jednom týdnu získal titul evropského a následně i světového šampióna guvernér naší centrální banky. Tak na zdraví!

Komodity

Cena ropy v průběhu března narostla z minim pod 70 USD/bbl. Důvodem byla kombinace zvýšeného napětí na Blízkém a Středním východě (především zintenzivnění akcí proti Hutiům ze strany USA). Fundamentálně však přetrvává stav příznivý spíše pro opačný vývoj, tedy pokles cen. Důvodem jsou především obavy o tempo růstu americké ekonomiky, přetrvávající slabost čínské domácí poptávky a obavy z negativního dopadu amerických cel na globální ekonomiku. Zároveň pokračuje příznivý výhled na straně těžby, a tedy nabídky. Vidíme tak prostor pro pokles

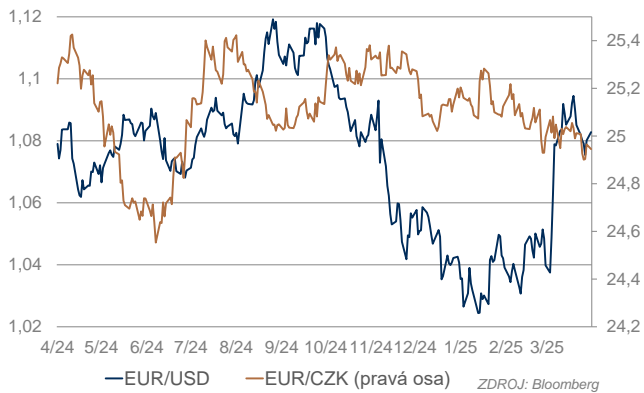


cen ropy, který by mohl být i poměrně výrazný. Tento výhled by mohly změnit výraznější geopolitické komplikace.

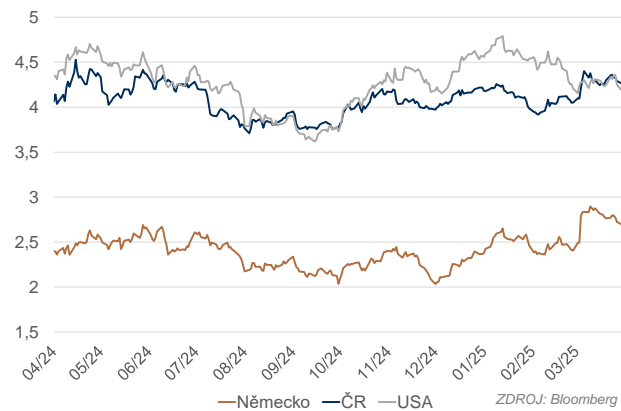
Cena zlata v březnu překonala psychologickou hranici 3 000 USD/oz a udržela se nad ní. Příčina přetrvávající popularity zlata je stále stejná – výrazná geopolitická nejistota, v poslední době umocněná roztržkou mezi USA a EU. K popularitě fyzického aktiva se přidává i momentové obchodování, takže v dohledné době lze čekat další postupný růst. Čekáme spíše růst přes „přiskoky“ přerušované konsolidacemi, protože aktuální cena je z historického hlediska opravdu hodně vysoká a vytváří sama o sobě dočasnou (dokud si investoři nezvyknou) psychologickou bariéru pro další růst.



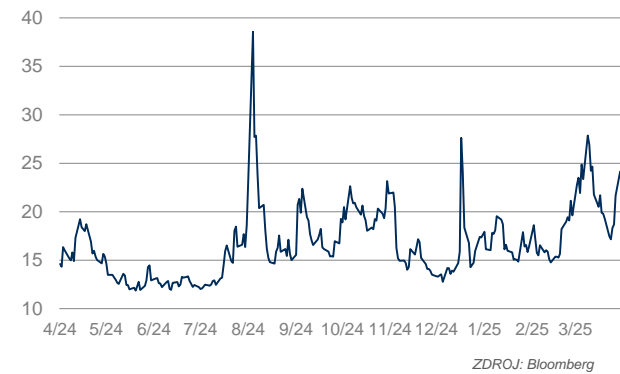
Devizové kurzy



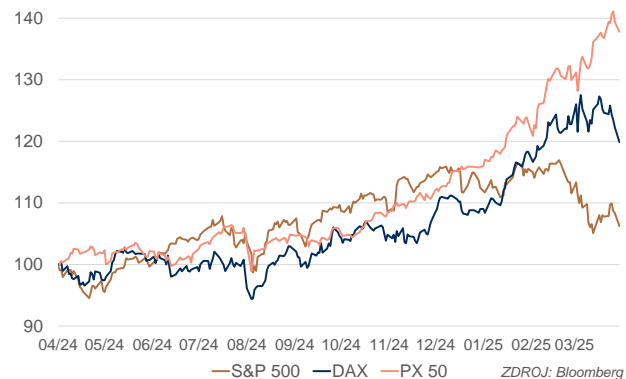
Dluhopisy (10 let)



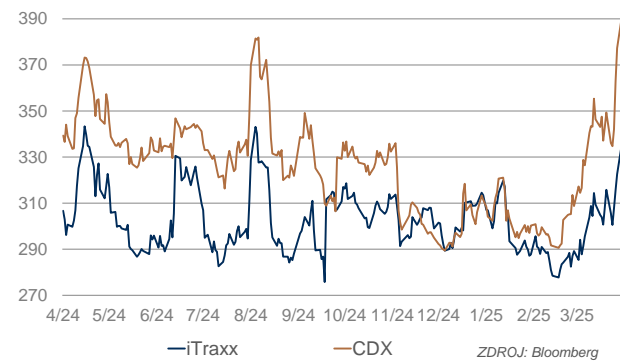
Index volatility VIX



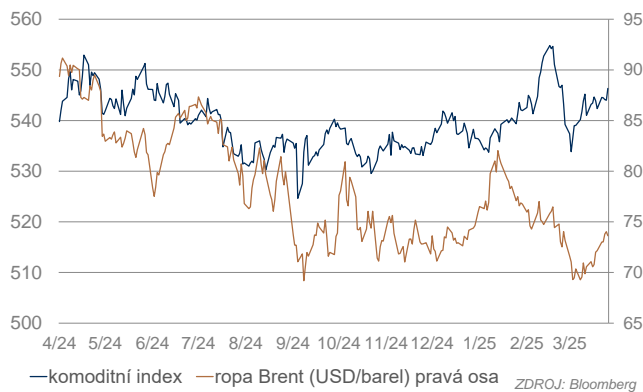
Aktiové indexy (1. 4. 2024 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	M-12	M-1	SOUČASNÁ HODNOTA	3 M		6 M		12 M	
				ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	5,25-5,50	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50	↓	4,25-4,50	↓	3,50-3,75	↓
ECB (depo)	4,0	2,8	2,50	2,25	↓	2	↓	2	→
ČNB	7,0	4,0	3,75	3,50	↓	3,25	↓	3,25	→
KURZY									
EUR/USD	1,07	1,04	1,08	1,07	→	1,07	→	1,07	→
EUR/CZK	25,3	25,1	25,0	25,0	→	25,0	→	25,0	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,62	3,99	3,84	4,0	↓	4,0	→	3,8	↓
US dluhopis 10y	4,20	4,21	4,19	4,2	→	4,2	→	4,0	↓
Něm. dluhopis 2y	2,85	2,03	2,00	2,1	↑	2,1	→	2,1	→
Něm. dluhopis 10y	2,30	2,41	2,70	2,7	→	2,7	→	2,7	→
České dluhopisy 2y	3,81	3,45	3,39	3,4	→	3,3	↓	3,2	↓
České dluhopisy 10y	4,02	4,04	4,26	4,3	→	4,2	↓	4,0	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	333,9	308,8	391,0	355	↓	315	↓	280	↓
EMU iTraxx 5y	297,1	289,2	334,5	320	↓	305	↓	270	↓
AKCIE									
S&P 500	5254,4	5954,5	5580,9					5500	→
Eurostoxx 50	5083,4	5463,5	5225,2					5500	↑
DAX	18492,5	22551,4	22007,5					22000	→
CSI 300	3595,7	3890,1	3887,3					4000	↑
PX 50	1515,2	1975,8	2094,9					2000	↓

* 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

	2024				2025*				2023	2024	2025*	2026*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,5	0,5	1,4	1,8	1,5	2,0	2,0	2,4	0,1	0,9	2,0	2,4
soukromá spotřeba	1,7	0,8	2,2	3,2	2,0	2,7	2,6	2,9	-2,8	1,7	2,5	2,7
vládní spotřeba	3,4	4,5	3,3	3,2	2,3	0,9	1,2	0,9	3,4	3,5	1,3	0,9
investice	-0,2	0,2	-0,8	-2,4	1,7	0,9	3,1	3,1	2,7	-0,3	2,2	2,9
dovoz	-2,9	-1,2	3,4	3,1	6,4	6,4	4,4	4,8	-0,6	1,2	5,5	5,0
vývoz	-0,1	0,6	4,0	1,3	4,1	4,2	3,3	3,9	3,1	2,0	3,9	4,5
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,6	3,6	3,6	3,6	3,7	3,8	3,9	4,0	3,6	3,8	4,1	4,2
inflace (% y/y)	2,1	2,5	2,3	2,9	2,6	2,2	2,4	2,4	10,7	2,4	2,4	2,1
běžný účet (% HDP)	5,4	-0,1	1,3	0,0	4,7	-0,2	-2,4	-0,8	0,3	1,2	0,3	0,7
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,8	-2,6	-2,4	-2,3
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	42,4	43,4	44,2	44,9

Evropská měnová unie

	2024				2025*				2023	2024	2025*	2026*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,5	0,5	1,0	1,2	0,9	1,0	0,8	1,0	0,4	0,9	0,9	1,2
soukromá spotřeba	1,0	0,6	1,1	1,2	1,3	1,5	1,4	1,4	0,5	1,1	1,3	1,3
vládní spotřeba	2,2	3,0	3,1	1,9	2,1	1,2	0,7	0,8	2,1	2,8	1,2	0,9
investice	-1,0	-3,2	-1,6	-2,7	-0,2	2,5	1,0	1,1	2,3	-2,1	1,0	1,8
dovoz	-1,6	-0,5	1,6	1,4	2,2	1,7	2,0	2,5	-1,4	0,2	1,9	2,2
vývoz	-0,6	1,9	1,5	1,5	0,7	-0,2	1,8	2,3	-0,7	1,0	1,1	2,0
nezaměstnanost (%)	6,5	6,4	6,3	6,2	6,4	6,4	6,4	6,5	6,6	6,4	6,4	6,4
inflace (% y/y)	2,6	2,5	2,2	2,2	2,4	2,2	2,2	2,2	5,5	2,4	2,2	2,0
jádrová inflace (% y/y)	3,1	2,8	2,7	2,6	2,3	2,2	2,1	2,2	5,0	2,8	2,2	2,0
běžný účet (% HDP)	2,1	2,6	2,7	2,3	2,2	2,5	2,4	2,6	1,7	1,7	1,8	2,8

Spojené státy americké

	2024				2025*				2023	2024	2025*	2026*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	2,9	3,0	2,7	2,5	2,6	2,4	2,1	2,0	2,9	2,8	2,3	2,0
soukromá spotřeba	2,2	2,7	3,0	3,1	3,2	3,0	2,6	2,1	2,5	2,8	2,6	2,0
vládní spotřeba	3,5	3,5	3,4	3,3	3,2	2,7	1,8	1,3	3,9	3,4	2,0	1,2
investice	5,5	5,6	3,3	1,6	1,6	0,3	0,9	3,1	0,1	4,0	2,4	3,0
dovoz	2,9	5,6	7,1	5,5	5,3	3,9	1,8	2,8	-1,2	5,3	3,7	2,1
vývoz	2,0	3,5	4,6	3,0	3,2	3,5	1,5	2,0	2,8	3,3	2,3	1,9
nezaměstnanost (%)	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,2	4,3	3,6	4,0	4,2	4,2
inflace (CPI % y/y)	3,3	3,2	2,6	2,7	2,8	2,7	3,0	2,8	4,1	3,0	2,9	2,6
jádrová inflace (PCE % y/y)	3,0	2,7	2,7	2,8	2,6	2,5	2,6	2,5	4,2	2,8	2,6	2,4
běžný účet (% HDP)	-3,2	-3,3	-3,6	-3,8	-4,1	-4,0	-4,0	-3,9	-3,3	-3,6	-3,7	-3,7
rozpočtový deficit (% HDP)	-5,8	-5,4	-6,2	-6,9	-6,1	-6,0	-6,2	-5,7	-6,3	-6,9	-6,5	-6,5
vládní dluh (% HDP)	98,2	98,3	97,2	98,0	98,4	98,7	98,8	99,1	97,2	99,6	99,1	101,6

* 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 Skřípská

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 919
bskripska@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

Jan Milota

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

Miroslav Tutter

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

UPOZORNĚNÍ

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

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

