

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Terra incognita

ČR Poslední zasedání bankovní rady pod vedením guvernéra Rusnoka přinese možná poslední zvýšení sazeb

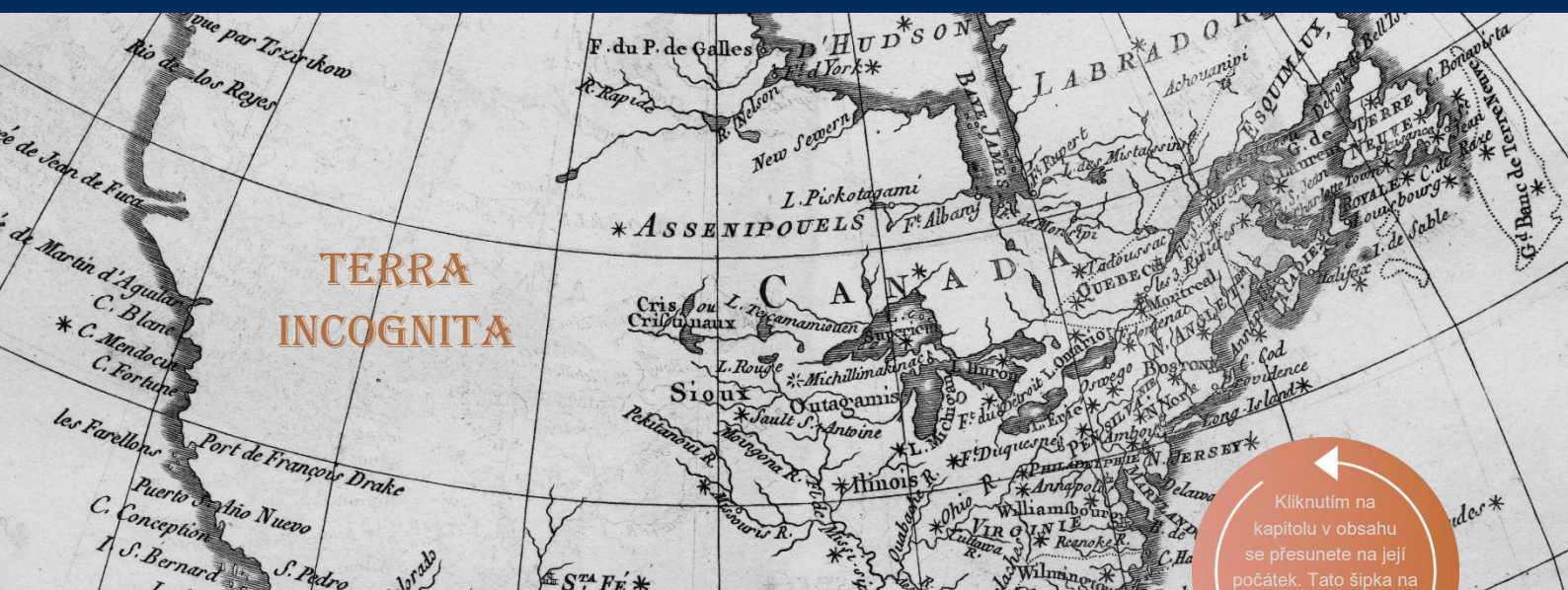
EMU Prezidentka ECB Lagarde naznačila zvyšování sazeb v červenci

USA Fed zvýšil sazby o 50 bb

www.ppfbanka.cz

červen 2022

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

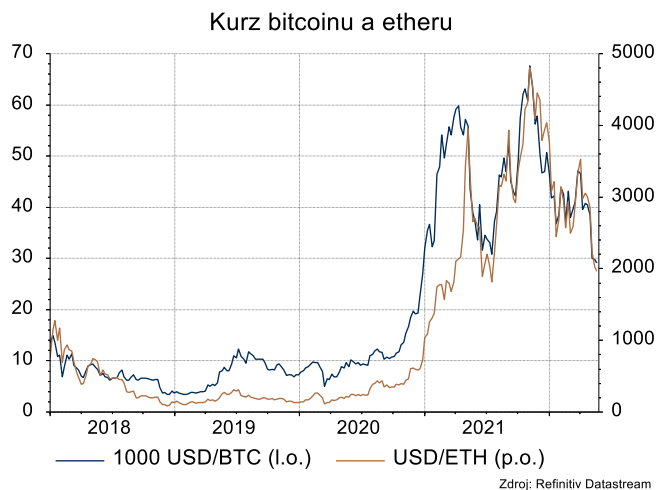
Květen přinesl další ze zápisů do kroniky spektakulárních krachů. Objem, o který šlo, nebyl sice rekordní, ale nějaký primát tato událost přeci jenom má: šlo o první skutečně velký krach kryptoměny. Tuto příležitost využijeme k návratu k tématu kryptoměn a jejich vazeb na tradiční ekonomiku.

Terra incognita

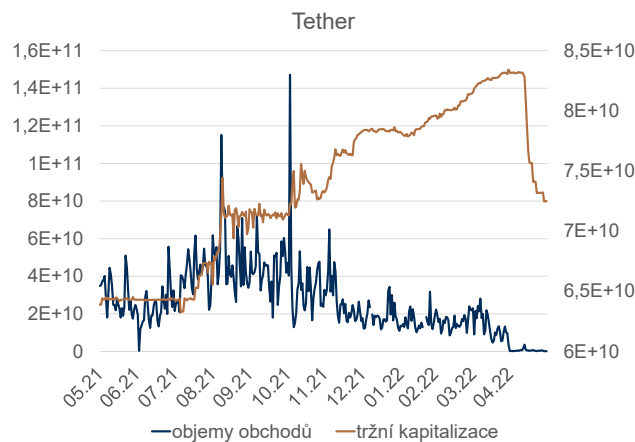
Terra incognita se z latiny překládá jako neznámá země. Toto slovní spojení bylo používáno v kartografii k označení nezmapovaných území. My jsme si ho vypůjčili ze dvou důvodů. Jednak se podruhé (viz měsíčník 08/2021) podíváme na kryptoměny, do značné míry stále nezmapované, a jednak bude v tomto druhém pohledu do prudce se rozvíjejícího světa decentralizovaných financí hrát významnou roli kryptoměna s názvem terra. Tentokrát bude náš pohled užší. Věnovat se budeme především takzvaným stablecoinům, tedy kryptoměnám, jejichž kurz by měl být navázaný na nějaké nekryptoměnové aktivum, typicky dolar. Terra byla jedním z těchto stablecoinů, dokud v květnu nedošlo k její implozi.

Co jsou stablecoiny?

Jednou z důležitých vlastností klasických kryptoměn, jako jsou bitcoin nebo ether, je silné kolísání jejich ceny v tradičních měnách. Zároveň nemusí být vždy jednoduché a praktické neustále směňovat kryptoměny do tradičních měn s cílem vyhnout se volatilitě, což je v podstatě nutné

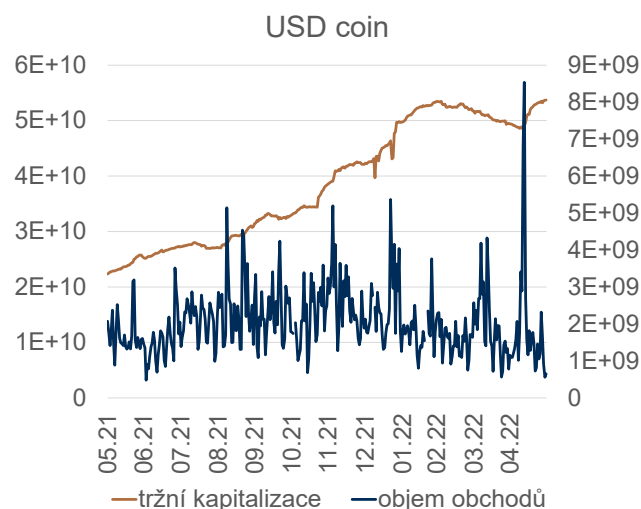


pro každého, kdo by chtěl kryptoměny používat jinak než ke spekulaci. Klasické kryptoměny proto nejsou dobrým platebním nástrojem – jestliže se chce prodejce vyhnout kurzovým ztrátám, musí neustále přečeňovat zboží a riskuje, že pokud ihned nesmění kryptoměnu do klasické měny, může utrpět další kurzové ztráty. Stejné problémy mají ale i subjekty podnikající v oblasti decentralizovaných financí (DeFi – termín označující finanční služby založené na veřejném blockchainu, aktuálně je nabízena většina bankovních služeb, tedy například ekvivalent úročených



vkladů, půjčky, pojištění, obchodování s aktivy a deriváty atd.). Také tyto subjekty potřebují nástroj, který by jim umožnil uložit prostředky tak, aby jejich hodnota v klasických měnách divoce nekolísala. Proto byl vytvořen speciální druh kryptoměn – stablecoiny, jejichž základní vlastností je navázání jejich kurzu na klasické aktivum, tedy nejčastěji měnu (dolar) nebo komoditu (zlato). Speciálním typem stablecoinu by byly i kryptoměny centrálních bank.

Klasické stablecoiny jsou oficiálně kryty aktivy (ideálně 1:1 a ve stejném aktivu, k jakému jsou navázány). Stablecoiny jsou klíčové pro fungování ekosystému kryptoměn, a proto s jeho rozvojem prudce roste jejich celkový objem. Největší z nich už dosáhly objemu desítek miliard dolarů (tether 73 mld. USD, USD coin 53 mld. USD a binance coin 18 mld. USD) a celkový objem stablecoinů dosáhl podle Fedu v březnu letošního roku 180 mld. USD.



Problémy klasických stablecoinů

Stablecoiny vypadají na první pohled jako chytrá a jednoduše proveditelná myšlenka, realita ovšem není tak prostá. Entita emitující stablecoiny například musí být dostatečně spolehlivě navázána na klasický finanční systém, což momentálně není vzhledem k rizikovosti a nezralosti odvětví jednoduché. Všechny banky jsou opatrné, což plyne z podstaty jejich fungování (náchylnost kryptoměn k podvodům a přísná regulace ve vyspělých státech). Velkým problémem je aktuálně malá průhlednost emitentů stablecoinů.

Největší z nich, tether, emituje hongkongská společnost Tether Limited, kterou kontrolují vlastníci kryptoměnové burzy Bitfinex. V roce 2021 měl tether problém s newyorskou generální prokurátorkou Leticií James, jenž skončil pokutou ve výši 18,5 mil. USD. V rámci vyšetřování byla zpochybněna tvrzení Tether Ltd., že každý tether token je vždy kryt likvidními dolarovými aktivy. Tether Ltd. zatím nedodala slibovaný audit, který má prokázat plně krytí tetheru dolarovými aktivy.

Také druhý největší dolarový stablecoin USD coin je navázán na kryptoměnovou burzu, tentokrát Coinbase. Spravován je konsorciem Centre, jehož členy jsou mimo jiné Coinbase a těžař bitcoinů Bitmap. Podobně jako u tetheru by měl být tento stablecoin plně kryt dolarovými aktivy. Toto tvrzení sice také není auditováno, ale alespoň jej potvrzuje společnost Grant Thornton LLP.

Popularita stablecoinů postoupně rostla, ovšem až krach terra je přivedl do obecné pozornosti



Vedle problémů s návazností na klasický finanční systém a s ověřením deklarovaného krytí měn budí obavy i rizika pro stabilitu finančního systému. Stablecoiny jako tether a USD coin jsou totiž kryty přímo dolarovou hotovostí jen zčásti. V případě, že by došlo k panice (runu) a majitelé stablecoinů by je masově chtěli směniti na dolary, musely by v případě vyčerpání hotovosti společnosti spravující stablecoiny rychle prodat velké množství aktiv. Tím by jednak mohly srazit jejich cenu a destabilizovat trh, jednak by snadno mohlo dojít k tomu, že by v důsledku poklesu

hodnoty aktiv nebo nedostatku likvidity na trhu nebyl stablecoin plně kryt.

Stablecoiny tedy na druhý pohled nejsou tím, za co jsou považovány. Spíše než o alternativní měnu krytou klasickou měnou jde o funkční ekvivalent podílového fondu peněžního trhu, kde tokeny plní de facto funkci podílů. Regulátoři i politici mají pochopitelně obavy z toho, že s růstem objemu kryptoměn obecně a stablecoinů zvláště rychle porostou i rizika pro klasický finanční systém. To přitáhlo i pozornost Fedu, který se rizikům spojeným se stablecoiny poměrně obsáhle věnuje v poslední zprávě o finanční stabilitě (květen 2022). Rostoucí pozornost regulátorů s sebou nese riziko, že v blízké budoucnosti budou stablecoiny podrobeny regulaci, což je nepříjemné pro příznivce kryptoměn, které by podle nich měly být autonomní a nezávislé na státní moci. Z hlediska kryptoměnových fundamentalistů jsou ovšem na pováženu i některé další vlastnosti stablecoinů: nutnost existence centralizovaného správce a jejich těsná provázanost s klasickým finančním systémem. Tyto slabiny měla odstranit další inovace: algoritmický stablecoin.

Co je algoritmický stablecoin

Algoritmický stablecoin je pokus o vytvoření kryptoměny, jejíž kurz vůči vybrané klasické měně (dolaru) by byl stabilní, ale která by nebyla přímo kryta aktivy denominovanými v této klasické měně. Dosaženo by toho mělo být vytvořením kombinace několika tokenů, z nichž jeden by byl stablecoin a další by pomocí kombinace finančního inženýrství a algoritmů sloužily k udržení jeho stability. Existují dva základní typy algoritmických stablecoinů: rebase a ražebné. Rebase využívá systém zvyšování a snižování nabídky tokenů tak, aby byl zachován stabilní kurz stablecoinu. Když cena stablecoinu roste nad peg, emituje nové tokeny, a když klesá pod peg, likviduje existující tokeny. Systém založený na ražebném typu je podobný, ale přidává navázání systému na další kryptoměny s cílem usnadnit kontrolu hodnoty stablecoinu. Algoritmy tak svým způsobem mají pro daný stablecoin fungovat jako jakási plně automatická „centrální banka“, protože úlohou centrálních bank je také zajistit stabilitu jimi spravovaných měn a rovněž k tomu používají dodávání/stahování likvidity, což je ekvivalent emise/likvidace tokenů. Největším algoritmickým stablecoinem a jednu dobu i třetím největším stablecoinem vůbec byla terra.

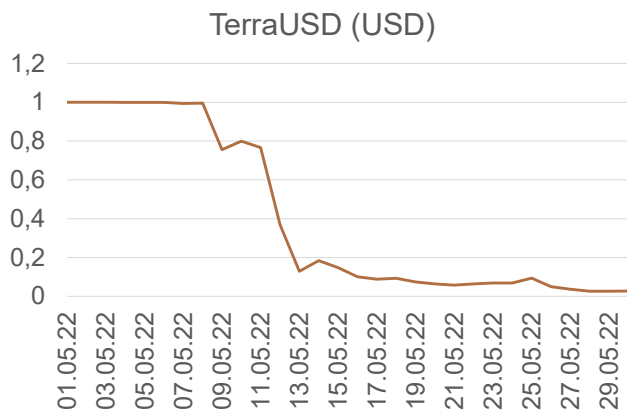
Terra

Terra je, nebo spíše byla, algoritmický stablecoin navázaný v poměru 1:1 na dolar. Terra v roce 2018 vytvořila společnost Terraform Labs. Terra je jednou (a klíčovou) z částí decentralizovaného finančního systému. Terra (Zemi) doplňoval další token luna (Měsíc) a jejich vzájemný vztah měl s pomocí algoritmického řízení vývoje jejich



počtu zajistit stabilitu kurzu terry k dolaru. Transakce v rámci systému jsou ověřovány validátory v systému proof-of-stake. Validátor tedy musí uložit lunu a poté je s pravděpodobností závislou na uloženém množství tokenů (čím více uloženo, tím vyšší pravděpodobnost) vybírán k ověřování transakcí provedených v systému. Za ověřování jsou validátoři odměňováni. Odměna je díky systému výběru validátorů úměrná uloženému množství. Pokud by však validátoři porušili pravidla systému, například se pokusili uznat nekorektní transakce, o uložené prostředky by přišli. Na terra a lunu je navázán systém chytrých kontraktů, který umožňuje poskytovat služby decentralizovaných financí.

Mechanismus stabilizace kurzu terry je založen na vzájemné směnitelnosti terry a luny, přičemž jejich vzájemný kurz vždy odpovídá jejich dolarové hodnotě (tedy v době, kdy terra stála 85 USD, bylo možné směnít jednu lunu za 85 terr). Při směně zároveň dochází k zániku tokenů, ze kterého je směnováno. Pokud je tedy směněna



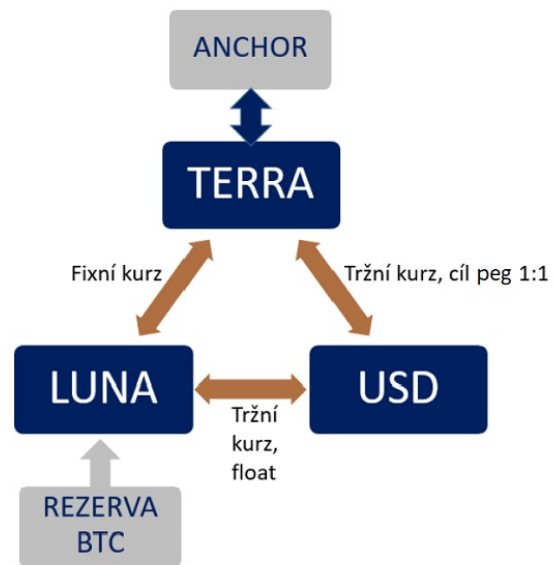
Zdroj: Messari database

luna za terru při kurzu luny 85 USD, získá směňující 85 terr a luna zanikne. Kurz terry k dolaru je tržní, 1:1 je jeho cílová hodnota. Udržovat by ho měla provázanost mezi lunou a terrou, která by měla motivovat arbitrážníky k obchodům v případě odchylky terry od parity k dolaru. Pokud by cena terry klesla pod jeden dolar, mohl by arbitrážník směnít terru do luny za dolarový ekvivalent její ceny, lunu prodat za její dolarový kurz, a získat tak rozdíl mezi kurzem terry a dolarem. Zároveň by došlo k zániku směněné terry, její množství v oběhu by se tedy zmenšilo, což by teoreticky mělo vést k růstu jejího kurzu. Pokud by se kurz terry dostal nad jeden dolar, použil by se opačný postup, při kterém by naopak došlo k růstu nabídky terry, a tedy teoreticky k poklesu její ceny. Ještě je třeba poznamenat, že dokonalost tohoto teoretického arbitrážního schématu snižují transakční náklady.

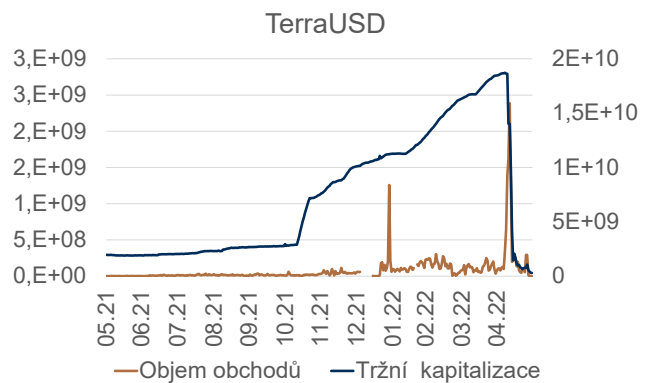
Popularita terry ovšem souvisela s jinou její vlastností. V jejím systému totiž existuje chytrý kontrakt anchor, který nabízí roční úrok 20 %. Teoreticky by mělo jít o systém distribuovaných vkladů a půjček, ovšem záporní sazba v tomto systému byla pouze 8 %, což znamená, že systém

generoval záporný výnos. Z čeho se platily úroky? Z emise nových tokenů terra. Což samozřejmě nápadně připomíná Ponzioho schéma... Nehledě na to možnost získat 20% výnos přilákala i řadu drobných investorů. Není proto divu, že z celkového objemu zhruba 14 mld. USD terry bylo 70 % uloženo v tokenech anchor.

Prudký růst objemu emitovaných tokenů vedl tvůrce protokolu ke snaze vytvořit rezervu, která by v případě potíží s udržením kurzu terry sloužila k intervenci (podobně jako mají centrální banky devizové rezervy). K vytvoření rezervy však nebyl použit dolar, ale kryptoměny, především



bitcoin. K ochraně terry vzniklo konsorcium Luna Foundation Guard, které stihlo nakoupit bitcoiny za 2,3 mld. USD a plánovalo navýšit objem rezervy až na ekvivalent 10 mld. USD. Dokud kurz bitcoinu rostl, bylo vše v pořádku, rezerva vydělávala, což podporovalo důvěru ve fungování systému. Když se však kurz bitcoinu otočil k poklesu, začal nazrávat problém.

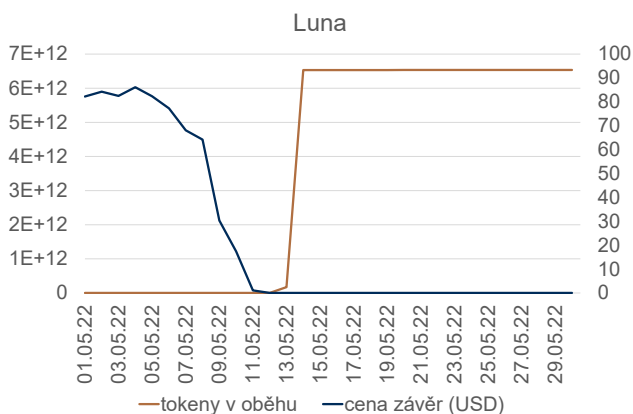


Zdroj: Messari database



Kolaps

V sobotu 7. května byla z tokenů anchor vyvedena terra v hodnotě 2 mld. USD a stovky milionů dolarů z tohoto objemu byly okamžitě prodány. Důvod tohoto prodeje není znám. Mohlo jít o reakci na zhoršující se situaci na trhu s kryptoměny, ale spekuluje se také o možnosti, že šlo o zlý úmysl buď s cílem zničit systém terra, nebo donutit Luna Foundation Guard k prodeji rezerv, a tím srazit ještě níže kurz bitcoinu (což se skutečně stalo). Tyto obrovské jednorázové prodeje srazily cenu terry na 0,91 USD a narušily tím její navázanost na dolar. Arbitrážníci se sice snažili využít příležitost, jak to předpokládal princip fungování měny, ale narazili na technické omezení. Do luny lze denně převést pouze 100 mil. USD, takže při objemu vrženém na trh přestala možnost arbitráže fungovat. Investoři, kteří už tak byli nervózní kvůli celkové situaci na trhu s kryptoměny, okamžitě začali terru masivně prodávat. To vedlo k vytvoření nestability a terra se propadla do spirály smrti. Systém ve snaze vrátit kurz na paritu začal masivně emitovat tokeny luny, což vedlo logicky k prudkému poklesu její ceny, a tento pokles jen urychlil emisi dalších tokenů. Kurz terry k dolaru nějakou dobu kolísal mezi 30 a 50 centy a následně se definitivně



Zdroj: Messari database

propadl pod 20 centů. S lunou to bylo ještě horší. V dubnu, tedy těsně před květnovým kolapsem, se její kurz vyšplhal až na 120 USD za token, po kolapsu je téměř bezcenná. Rezervy, které měly sloužit k udržení kurzu terry, prakticky přestaly existovat, když jejich objem klesl z 80 000 bitcoinů (zhruba 2,2 mld. USD) na 313 bitcoinů (9,2 mil. USD). Zakladatel Terraform Labs Korejec Do Kwon se sice terru snaží zachránit, ale jeho plány celkem pochopitelně nebudí příliš velkou důvěru. Momentálně to vypadá tak, že terra je minulostí a zbydou po ní jen ztráty.

Závěr

Kolaps systému terra je prvním skutečně velkým krachem kryptoměny. Z širšího pohledu však nejde o nic až tak mimořádného. Za dobu existence fiat měn (měn nekrytých fyzickým aktivem) jich nezanedbatelný počet skončil

v hyperinflaci, která vedla ke ztrátě jejich hodnoty a k obrovským ztrátám úspor denominovaných v těchto měnách. Nic nového není ani spekulace zaměřená na vytržení měny z její vazby na nějakou jinou měnu, stačí připomenout útok na britskou libru ze začátku devadesátých let. A co mohou způsobit finanční inovace, ukázala krize způsobená subprime hypotékami a na ně navázanými deriváty, která v roce 2008 vyvrcholila pádem Lehman Brothers. Z užšího pohledu však kolaps terry přinesl velmi důležitou informaci: kryptoměny jsou vystaveny stejným rizikům jako tradiční finanční instrumenty. Představa technologicky orientovaných libertariánů o tom, že se podaří vytvořit systém nezávislý na tradičních strukturách finančního trhu i na moci státních úředníků, se ukázala být tím, čím vždy byla – naivním snem. Prostě řečeno: král je nahý. Námitka, že terra byla jakožto algoritmický stablecoin něco speciálního, je irelevantní. Základním problémem každé kryptoměny, a v podstatě rovněž každé fiat měny, je důvěra v tuto měnu. Platí to jak pro klasické nekryté, a tedy kolísající kryptoměny jako bitcoin nebo ether, tak pro kryté stablecoiny. Těm se sice podařilo překonat vlny způsobené kolapsem terry bez větších šrámů, těžko lze ovšem vyloučit, že se v budoucnu nenajde někdo dostatečně inteligentní a zároveň bezohledný na to, aby objevil a zneužil nějakou slabinu v systémech těchto kryptoměn. S růstem objemu obchodů s kryptoměny roste jejich přitažlivost pro různé bezskrupulózní jedince a jejich úspěch tedy paradoxně v tomto smyslu zvyšuje jejich rizikovost. Zároveň růst objemu kryptoměn zvyšuje riziko jejich negativního dopadu na stabilitu finančních trhů a přeneseně i stabilitu reálné ekonomiky. To samozřejmě přitahuje stále silnější pozornost regulátorů a politiků a dříve nebo později to povede k tomu, že kryptoměny budou rigorózně zahrnuty do stávajících regulačních systémů. Což se samozřejmě nebude líbit jejich libertariánským tvůrcům. Lze tedy čekat, že podobné pokusy o vytvoření systému, který by byl zcela nezávislý na tradičním finančním systému, budou pokračovat s poměrně značnou dávkou pravděpodobnosti neúspěšně, přinejmenším v dohledné budoucnosti (tedy několika desítek let).



V prvním čtvrtletí rostla česká ekonomika svižným tempem. Data za druhé čtvrtletí zatím k dispozici nejsou, ale podle předstihových ukazatelů lze předpokládat, že kromě produkce automobilů průmyslová výroba ekonomický růst potáhne vzhůru. Naproti tomu domácí spotřeba navzdory vysokým naakumulovaným úsporám bude kvůli zvyšující se inflaci zaostávat. Odhadovat kroky ČNB bez znalosti nového složení bankovní rady je obtížné, červencové zvyšování sazeb je ale jisté.

Ekonomická aktivita

Po únorovém zklamání průmyslová produkce v březnu překvapila pozitivně, když meziročně vzrostla o 2,6 %, (0,4 % m/m). Silnější než očekávání byl růst výroby energií a potravin, zároveň pokračuje propad automobilového průmyslu (-15,6 % y/y). Slabost automobilového průmyslu potvrzují i statistiky nově registrovaných aut. Po březnovém meziměsíčním poklesu o 11,6 % následoval v dubnu další, i když mírný pokles o 1,3 %. Navzdory těmto problémům zůstává nálada v průmyslu překvapivě pozitivní.

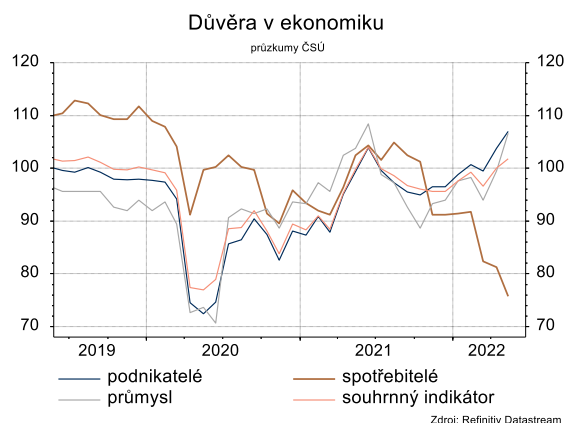
Maloobchodní tržby v březnu meziročně vzrostly o 5,5 %. To by se na první pohled mohlo zdát jako dobrý výsledek, ale ten je zkreslený nízkou srovnávací základnou. Meziměsíčně se objem tržeb v maloobchodě mírně snížil (-0,1 %). Soudě podle měkkých indikátorů důvěry by měly maloobchodní tržby pokračovat v poklesu. Spotřebitelská nálada je kvůli rostoucí inflaci na historických minimech. Situace je podobná ve službách, které se teprve na počátku letošního roku dostaly na předcovidové úroveň, ale pokračování ve svižném růstu nelze kvůli pesimismu spotřebitelů očekávat.

Inflace a centrální banka

Květnové měnově-politické zasedání ČNB přineslo další razantní zvýšení základní repo sazby, tentokrát o 75 bb na 5,75 %. Což bylo o 25 bb více, než čekal trh i my.

Rozhodnutí kontrastovalo s rétorikou před zasedáním, kdy

Rozpor mezi optimismem v průmyslu a podnikatelském sektoru a pesimismem spotřebitelů vyplývá z obav spotřebitelů z inflace.



se zdálo, že jednota jestřábího křídla bankovní rady se drojí a začínají panovat obavy, aby vysoké sazby neutlumily růst ekonomiky příliš. V porovnání s modelovým výstupem nové prognózy lze zvýšení o 75 bb považovat za defenzivní přístup. Nová prognóza zvýšila výhled inflace, která by měla kulminovat v červnu na 15 %. Prognóza implikuje, že by se sazby měly dostat až na 8 % (podle minulé měly končit kolem 5 %). Bankovní rada přihlédla k alternativnímu scénáři, jenž počítá s ukotvenými inflačními očekáváními a sazbami PRIBOR na necelých 6 %. Tento scénář předpokládá návrat inflace k cíli v roce 2024.

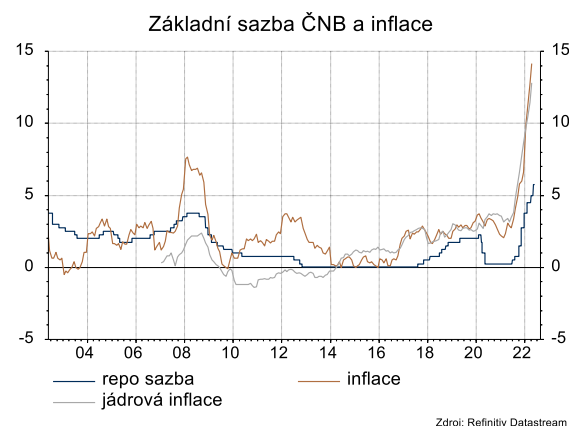
Dubnová inflace překonala novou prognózu ČNB. Spotřebitelské ceny vzrostly v dubnu o 14,2 %, zatímco prognóza ČNB předpovídala 13,8 %. Je tedy velmi pravděpodobné, že i v dalších měsících bude inflace nad prognózou a bude kulminovat nad 15 %. Znamená to pro ČNB další impuls k razantnímu zvyšování sazeb?

Detaily inflačních čísel ukazují, že největší příspěvek k růstu cen přinesl oddíl bydlení, voda, energie a paliva (příspěvek 5,3 pb). Ceny elektřiny meziročně vzrostly o 30,1 %, ceny plynu o 44,2 %. Zrychlení meziročního tempa růstu nastalo i v oddíle potravin (meziměsíční nárůst o 3,8 %, meziročně 10,7 %). Tedy zrychlení tempa růstu cen jde z velké části na vrub externích faktorů, na které nemá ČNB vliv. Ale cenové tlaky zůstávají i v ostatních oddílech. Více než aktuální hodnoty inflace ovšem na měnovou politiku bude mít nové složení bankovní rady. To bohužel kromě nového holubičího guvernéra Aleše Michla ještě neznáme. Každopádně poslední zasedání ve starém složení proběhne 22. června a zvyšování sazeb je jisté. Podle našich odhadů může být opět razantní (75–100 bb).

Rizika

Rizikem pro českou ekonomiku zůstává eskalace konfliktu na Ukrajině a případné výpadky dodávek ropy a plynu. Zároveň akcelerace inflace v kombinaci s novým složením bankovní rady zvyšuje riziko, že inflace by se mohla vymknout zpod kontroly.

Inflace dále roste a ČNB bude nucena ještě více utáhnout měnové podmínky.



Na jedné straně relativně svižný růst reálné ekonomiky i optimistické předstihové indikátory a na druhé straně zvyšující se inflační tlaky nutí ECB k postupné změně rétoriky. První zvyšování sazeb signalizuje ECB již na červenec a další budou následovat.

Ekonomická aktivita

Předstihové indikátory ukazují, že růst eurozóny zůstává relativně silný, navzdory pokračující válce i rostoucí inflaci. Kompozitní PMI v květnu poklesl z dubnových 55,8 na 54,9. Sektor služeb vykazuje stále velice dobrou kondici (56,3), zpracovatelský průmysl sice také zůstává v růstové fázi, ale hodnota 54,4 představuje 18měsíční minimum. Slabinou celého zpracovatelského sektoru je především automobilový průmysl, který stále bojuje s narušenými dodavatelsko-odběratelskými vztahy. Registrace nových aut zůstávají pod předcovidovými úrovněmi. V dubnu byly zhruba poloviční. Současné hodnoty indexů PMI indikují růst HDP ve 2. čtvrtletí o 0,6 % q/q. Dobrou zprávou je, že 2. měsíc v řadě slábnou tlaky na ceny vstupů.

S relativním optimismem podnikatelského sektoru kontrastuje spotřebitelská důvěra, která se propadla na hodnoty v největších lockdownech v roce 2020. Na vině je vysoká inflace a obava z poklesu reálných příjmů. Pesimismu spotřebitelů odpovídají i výsledky maloobchodních tržeb. Meziročně maloobchodní tržby rostly o 5,4 % díky nízké srovnávací základně, ale meziměsíčně se snížily o 0,1 %.

Inflace a centrální banka

Dubnová inflace zůstala na březnové hodnotě 7,4 %. Podle meziměsíčních údajů by se mohlo zdát, že celkové inflační tlaky ustupují. V dubnu ceny po sezónním očištění vzrostly pouze o 0,1 %, zatímco v březnu o 1,7 %. Tento vývoj je ale do značné míry dán snižováním daní na pohonné

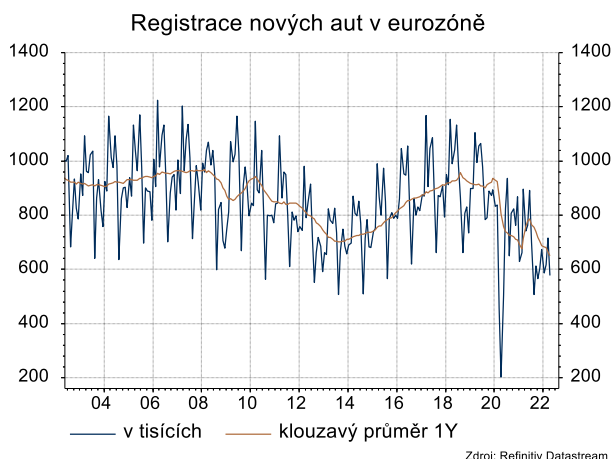
hmoty, k němuž některé státy eurozóny alespoň dočasně přistoupily ve snaze zmírnit růst cen. Pohled na jádrovou inflaci ukazuje, že vyšší ceny energií se již začínají propisovat do jádrových položek a nebezpečí dalšího zrychlování růstu cen je reálné. Meziměsíční růst jádrové složky inflace po sezónním očištění byl v dubnu 0,5 %, zatímco v březnu 0,2 %.

Oficiální rétorika ECB dlouho stavěla na dočasnosti inflačních tlaků. Situace se ale začíná pozvolna měnit. Zápis z dubového zasedání ECB ukázal, že jestřábí hlasy v radě guvernérů sílí, současné nastavení měnové politiky není podle jejich názoru konzistentní s inflačními tlaky a volají po rychlejší normalizaci měnové politiky. Sama prezidentka Lagarde na svém blogu 23. května napsala, že první zvýšení sazeb by mohlo přijít již v červenci a ECB by měla opustit záporné sazby na konci třetího čtvrtletí. To by znamenalo zvýšení sazeb na zasedání 21. července a další 9. září. I když se na trhu objevují spekulace o zvýšení sazeb o 50 bb, my se domníváme, že ECB bude při normalizaci měnové politiky opatrná a bude sazby zvyšovat pozvolna po 25 bodových krocích. Podle prezidentky Lagarde většina inflačních tlaků pochází z nabídkové strany a ECB nemusí s utahováním měnové politiky spěchat. Další vývoj měnové politiky je nejistý. Rizika a nejistoty jsou značné a vychýleny oběma směry. Podle našeho názoru zvýší ECB sazby i ve 4. čtvrtletí o dalších 25 bb a s největší pravděpodobností bude se zvyšováním pokračovat i v dalším roce. Tato naše předpověď je ale zatížena značnou nejistotou. Nejbližší zasedání ECB se bude konat 9. června, kde ke zvýšení sazeb nedojde, ale mělo by potvrdit úmysl přistoupit ke zvyšování sazeb v červenci.

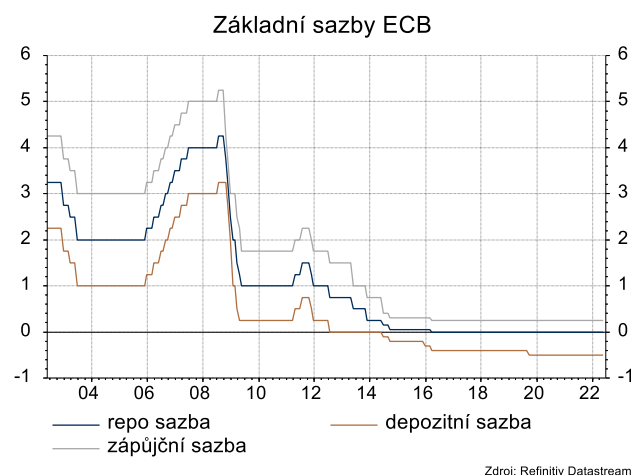
Rizika

Rizikem je pro eurozónu její závislost na ruských komoditách. Výpadek jejich dodávek by mohl způsobit recesi. Další riziko představuje inflace a její akcelerace v případě, že ECB bude ve své reakci příliš pomalá.

Automobilovou výrobu stále brzdí nedostatek některých komponent.



Po ukončení kvantitativního uvolňování v červnu plánuje ECB na červenec první zvýšení sazeb po 11 letech.



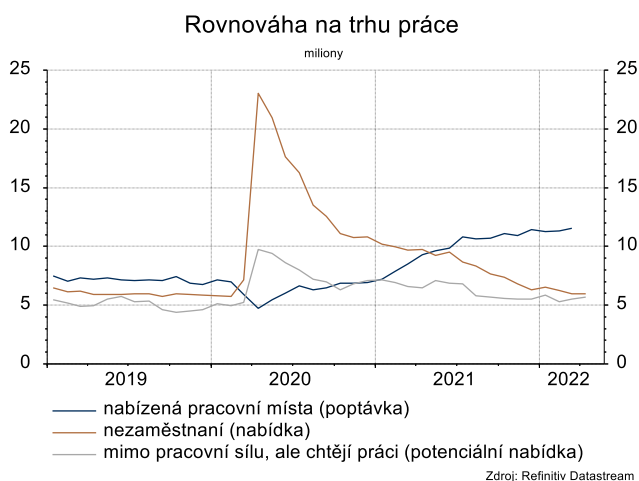
Spojené státy americké

Fed podle očekávání zrychlil tempo zvyšování sazeb a naznačil, že miní vyšší rychlost držet i nadále. Prezident Fedu Powell zároveň uvedl, že Fed momentálně o dalším zrychlení neuvažuje. Data o vývoji inflace naznačují, že prošla vrcholem, její zpomalování ovšem bude pouze velmi pozvolné. Trvá proto riziko sekundárních efektů, především přelití inflace do rychlejšího růstu mezd a následně vznik mzdově-inflační spirály. Růstové parametry zatím zůstávají dobré, riziko výrazného zpomalení však roste nejen kvůli utahování měnové politiky Fedu, ale také kvůli celkově nepříznivému globálnímu prostředí.

Ekonomická aktivita

Trh práce zatím stále zůstává silný až přehřátý. O přehřátosti svědčí zejména přetrvávající růst počtu nabízených pracovních míst, a to navzdory růstu počtu obsazovaných pracovních míst. Nadále tedy trvá situace, kdy kombinace velké poptávky po pracovní síle, nedostatku volné pracovní síly a vysoké inflace vytváří předpoklady pro zrychlení růstu mezd. Růst nominálních mezd už celkem zřetelně zrychluje kvůli inflaci, stále za ní ovšem zaostává, takže reálné mzdy klesají. Toto zpoždění mezd za inflací vytváří riziko, že mzdy budou zrychlovat tempo růstu i poté, co začne inflace zpomalovat, což povede k udržování inflace výrazně nad cílem Fedu po dlouhou dobu. Růstová data, jak měkká, tak tvrdá, zatím zůstávají relativně silná, ale už se začíná projevovat tendence ke zpomalování. Data o maloobchodních tržbách sice na první pohled vypadala dobře, ale jednak jsou zveřejňována jako nominální, takže je nafukuje vysoká inflace, jednak se mění struktura spotřeby. Přímo v rámci maloobchodních tržeb roste kvůli rychlému zvyšování jejich cen podíl základních potřeb (benzín, potraviny) na úkor spotřebního zboží, především předmětů dlouhodobé spotřeby, a v rámci spotřeby roste podíl služeb, což stále souvisí s dopady

Poptávka na trhu práce převyšuje nabídku.



pandemie, otevíráním ekonomiky a doháněním odložené spotřeby. U předběžného PMI za duben došlo k poklesu jak u výroby, tak u služeb, ale u služeb byl citelně větší. Oba indexy jsou však stále bezpečně v pásmu expanze.

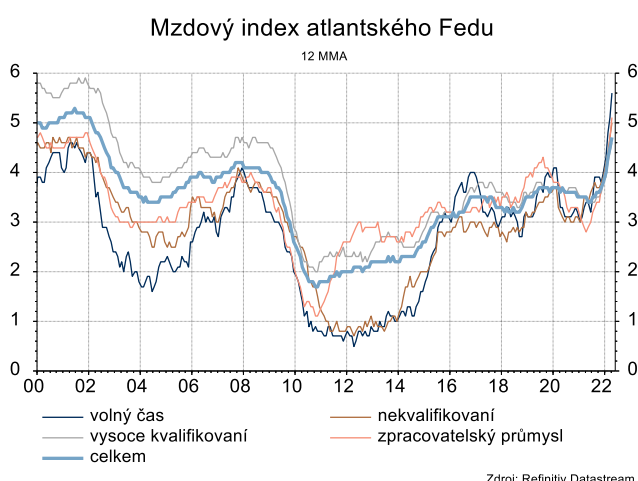
Inflace a centrální banka

Inflace sice už začala zpomalovat, ale tempo jejího zpomalování bylo v dubnu nižší, než se čekalo. Pokud by inflace nadále zpomalovala velmi pomalu, rostlo by riziko, že budou nebezpečně růst inflační očekávání a tlaky na růst mezd. Fed na svém květnovém zasedání podle očekávání zvýšil sazby o 50 bb a jeho prezident Powell i další členové FOMC celkem jasně naznačili, že na několika nejbližších zasedáních budou pokračovat v rychlém tempu zvedání sazeb. Zůstanou však velmi pravděpodobně u zvyšování tempem 50 bb. 75 bb Powell víceméně vyloučil. Jak trh, tak analytici počítají s vrcholem sazeb na 3 % v příštím roce. Zde vidíme poměrně značné riziko: vývoj inflace může Fed přinutit zvýšit sazby více, než trh nyní čeká.

Rizika

Hlavním rizikem je už zmíněná možnost výraznějšího růstu sazeb. Již současná očekávání s sebou nesou obavy z výrazného zpomalení ekonomiky nebo až recese. Pokud by inflace klesala velmi pomalu nebo by se dokonce vrátila k růstu, přehodnotil by trh svá očekávání vývoje sazeb směrem nahoru, a to by vedlo i k přehodnocení očekávaného vývoje růstových parametrů, což by mělo podstatné dopady jak na trhy, tak na reálnou ekonomiku. Situaci komplikuje geopolitika, především konflikt na Ukrajině, který mimo jiné přispívá k tlaku na růst cen komodit. Další komplikací je slabost čínské ekonomiky a ekonomické dopady plynoucí z jejího způsobu boje proti pandemii. Slabá a restrikcemi omezená Čína může způsobit další vlnu narušení dodavatelsko-odběratelských vztahů a snížení přísunu čínského zboží na světový trh. To by opět vedlo k nabídkovým inflačním tlakům.

Růst mezd dohání inflaci.



EUR/USD

Do poloviny května pokračovalo posilování dolaru. Velkou roli v udržování trendu hrálo momentum a psychologie. Jako vždy za podobných okolností se objevily spekulace o dosažení parity dolaru s eurem, což mohlo trend také částečně přizpůsobit. Svoji jestřábí rétorikou a tím, že dodal avizované zvýšení sazeb, pomáhal i Fed. Ve druhé polovině měsíce se však kurz dostal do ostré korekce, která může přejít do obratu kurzu. Hodně k tomu přispěl obrat ECB k více jestřábím stanoviskům a zřetelný náznak, že už v červenci se v EMU začnou zvedat sazby. Stejně jako v první polovině měsíce vývoj kurzu silně ovlivňovaly technické faktory. Dolar byl silně překoupený, takže korekce byla na spadnutí. Navíc ještě před obratem kurzu začala klesat výnosová křivka v USA, prudce se snížil rozdíl mezi americkým a německým výnosem a pokračoval propad akcií, což mohlo snížit atraktivitu aktiv denominovaných v dolaru. Podle našeho názoru nyní existují dva hlavní scénáře: dolar se buď stabilizuje v okolí 1,08, kde je významná technická hladina podpory, nebo bude pokračovat v poměrně rychlém oslabování nad 1,10. Chování dolaru bude nadále ovlivňováno jak informacemi přicházejícími na trh, tak psychologii a technickými faktory. Pokud by trh ztratil víru v eventuální další posílení dolaru, může dojít k výprodeji spekulativních pozic zaměřených na tento scénář a propad dolaru by naopak mohl být poměrně rychlý.

EUR/CZK

Spekulace o jménu nového guvernéra a následně jeho konečné jmenování – to byly hlavní důvody k oslabení koruny v první polovině května k hodnotám okolo 25,4 EUR/CZK. Jméno Aleše Michla v trhu vyvolává obavy, zda ČNB bude pod jeho vedením úspěšná v boji proti inflaci. Bankovní rada v reakci na oslabení koruny den po jmenování Aleše Michla intervenovala na devizovém trhu a korunu poslala zpět k 24,7 EUR/CZK.

Aleš Michl byl doposud spolu s Oldřichem Dědkem odpůrcem zvyšování sazeb a stabilně hlasoval pro ponechání sazeb beze změny. Totéž zopakoval při svém jmenování. Do čela ČNB ale zasedne až 1. července. Poslední měnově-politické zasedání pod vedením stávajícího guvernéra Rusnoka proběhne 22. 6., přičemž další razantní zvýšení sazeb je velice pravděpodobné. Od 1. července ale bude zasedat bankovní rada v obnoveném složení (mandát končí Vojtěchu Bendovi a Tomáši Niedetzkému, teoreticky tak do bankovní rady mohou přijít 3 noví členové). Jaké toto složení bude, prezident Zeman nenaznačil. Trhy budou na nová jména bezpochyby reagovat velice citlivě. Prezident Zeman nemá žádný zákonný termín, do kdy má oznámit (staro)nová jména členů bankovní rady, a podle všeho nebude spěchat. Trhy tak budou zůstávat v nejistotě a koruna by se v červnu

mohla pohybovat okolo stávajících hodnot 24,7 EUR/CZK, případně krátkodobě reagovat na spekulace o nových jménech v bankovní radě.

Dluhopisy

V prvním týdnu května ještě pokračoval růst výnosů v USA. Desetiletý výnos se vyhoupl až na 3,2 %. Poté však došlo k prudkému obratu a na konci května se desetiletý výnos pohyboval mezi 2,7 a 2,8 %. Dlouhý konec dluhopisové výnosové křivky skončil na zhruba stejných hodnotách, jaké byly na začátku měsíce, zatímco krátký konec klesal poněkud pomaleji. Křivka je nyní prakticky plochá a lehkou se může dostat do inverze. Růst spekulací o možnosti pádu americké ekonomiky do recese by mohl tendenci k přechodu křivky do inverze podpořit. Čím pomaleji bude klesat inflace a pod čím větším tlakem bude Fed, aby zvýšil sazby výrazně, tím pravděpodobnější je inverze křivky. K poklesu výnosů přispívá i odliv prostředků do bezpečí kvůli výprodeji rizikových aktiv, především akcií. Proto je podle našeho názoru pokles především na dlouhém konci křivky přehnaný. V měsíčním horizontu současné nastavení trhu pravděpodobně přetrvá, v delším horizontu považujeme za pravděpodobný celkový růst výnosů s tím, že na krátkém konci křivky by měl být rychlejší.

Také německý desetiletý výnos se dostal v prvním květnovém týdnu na lokální maximum 1,2 % a podobně jako jeho americký protějšek přitom překonal důležitou psychologickou bariéru. Do poloviny měsíce se desetiletý výnos stačil vrátit pod 1 % a tam potom setrval v konsolidaci. Jeho pokles byl tedy podstatně menší než pokles v USA. První polovina měsíce byla silně ovlivněna děním na trhu USA, ve druhé dominovaly spíše domácí faktory, především přiosťující se rétorika představitelů ECB. Kvůli rozdílnému vývoji ve druhé polovině května skončily evropské výnosy v měsíčním srovnání zřetelně výše. Zastavil se však rychlý růst rozdílu mezi německými a tzv. periferními dluhopisy. Místo dalšího růstu rozdíl poměrně výrazně kolísá. Podle našeho názoru je po skončení konsolidace pravděpodobný další růst výnosů. Intenzita růstu bude záviset především na vývoji inflace.

Český desetiletý výnos také překonal psychologickou bariéru a dostal se až na 5,14 %. Růst českých výnosů byl v poslední fázi velmi ostrý, proto byl poměrně silný i jejich následný pokles. Navzdory relativně silnému poklesu z maxima zůstaly výnosy výrazně výše než na začátku měsíce. Divoký vývoj na českém trhu je částečně dán jeho podstatně menší hloubkou ve srovnání s hlavními světovými trhy. Jak trendy, tak následné obraty proto mají tendenci být prudší. Situaci ještě komplikuje silná přítomnost zahraničních investorů, kteří mají jiná investiční kritéria než domácí investoři (trápi je například budoucí vývoj kurzu koruny, jsou hodně citliví na vývoj na dalších trzích). Z fundamentálních faktorů na české dluhopisy působilo jmenování nového guvernéra ČNB, což ovlivnilo výhled vývoje úrokových sazeb (sazby asi níže, ale větší



riziko déletrvající vysoké inflace). Ke konci měsíce přišla na trh silná poptávka. Zřetelně se to projevilo v aukci 25. 5. a poté se hodně nakupovalo i na trhu. Český dluhopisový trh je na tom o dost jinak než hlavní světové trhy. Pokud se u nás neroztáčí inflační spirála, jsou sazby ČNB velmi blízko svému vrcholu a byly by blízko, i kdyby byl jmenován jiný guvernér. ČNB začala zvedat mnohem dříve než Fed, ECB ještě ani nezačala, takže cykly sazeb jsou hodně posunuté. Pokud se bude chovat inflace podle předpokladů, je slušná šance, že české výnosy prošly svým vrcholem. Budou-li však slílit domácí proinflační faktory, například jestliže bude zrychlovat růst mezd nebo porostou inflační očekávání, pak bude ČNB přinucena zasáhnout, ať je v jejím čele kdokoliv, a dluhopisy na to budou reagovat.

Akcie

Akciové trhy na obou stranách Atlantiku za sebou mají mizerný měsíc. Výsledková sezóna sice nebyla špatná, ale na trh více než aktuální výsledky působil výhled ekonomiky. Růst obav z dopadů zvyšování sazeb a sílící riziko recese byly hlavními faktory. K tomu se přidala lidská psychologie, a tedy tendence ke stádnímu chování a schopnost silně přehánět oběma směry (tj. být příliš optimistický, když trh roste, a příliš pesimistický, když klesá). Nepomáhá ani růst výnosů, které se používají k diskontování peněžních toků v široce využívaných oceňovacích modelech. Hlavní akciové indexy jsou na prahu medvědího trhu, což také nepůsobí dobře na psychiku investorů. Vzhledem k tomu, co se dá očekávat od vývoje ekonomiky a firemních zisků, není příliš pravděpodobné, že bychom už dosáhli dna. Na druhou stranu je značně pravděpodobné, že pokles bude silně přehnaný, a že tedy po jeho skončení dojde k obratu a vytvoření silného dlouhodobého růstového trendu. Tipovat, kdy k obratu dojde, je momentálně předčasné. Nejprve musí být jasněji ohledně vývoje inflace a toho, jak moc růst sazeb postihne ekonomiku. Také geopolitické faktory mohou stále podstatně ovlivnit výkonnost akcií.

Pražská burza stejně jako ostatní významnější světové burzy v květnu zatím odvrátily výraznější propad celého akciového světa. PX index ukazuje za květen jen nepatrný mínus, a to především díky akciím ČEZ, které i nadále profitují z růstu cen elektřiny. Zveřejněné hospodářské výsledky za Q1 předčily očekávání, a tak se nelze divit dalším historickým rekordům, akcie ČEZ táhnou celou burzu a za květen si připsaly slušných 9 %. Výborný měsíc a hospodářské výsledky reportovala Česká Zbrojovka (COLT CZ), která dosahuje zhodnocení přes 7% a vypadá to, že produkce bude na několik let bez problému vyprodaná a pokles cen výrobků se zřejmě také nedá čekat.

Bankovní akcie mají rovněž po výsledkové sezóně, zároveň máme období výplaty dividend, což je u bankovních akcií po několikaletém odkládání zajímavé. Do plachet českým bankám fouká ČNB, která se v červnu chystá na další zvýšení sazeb. Na druhou stranu banky to

v následujícím období nebudou mít jednoduché, případný pokles ekonomiky, opravné položky a snižující se dynamika poskytování úvěrů muže udělat své.

Kredit

Vysoké kreditní spready u korporátních dluhopisů nutí společnosti využívat jiné cesty financování, a na trhu se tak již delší dobu neobjevil žádný prvoemitent.

V květnu byl oznámen mandát na výměnu letos splatných dluhopisů společnosti EUC s potenciálním navýšením o 600 milionů korun na celkové 2 miliardy korun. O výměnu za nové dluhopisy se postará Česká spořitelna a s umístěním nových dluhopisů jí pomůže Československá obchodní banka. Společnost umísťovala svoje první dluhopisy před 5 lety s kreditním spreadem 200 bb, a bude proto zajímavé sledovat, jak se současná napjatá situace promítne do finálního spreadu u nově vydávaných dluhopisů.

Přesně na poslední květnový den naplánovala Komerční banka s UniCredit investorskou prezentaci skupiny HB Reavis. Jak už to u společností ze sektoru Real estate bývá, financuje se i skupina HB Reavis takřka výlučně přes kapitálový trh, a tudíž se dá očekávat, že v nejbližší době osloví investory s nabídkou dalšího, v pořadí již 13. dluhopisu. Naváže tak na svoji první korunovou emisi z konce roku 2020, kdy se podařilo oběma zmíněným bankám umístit necelých 1,5 miliardy korun s kreditním spreadem takřka 400 bb.

Komodity

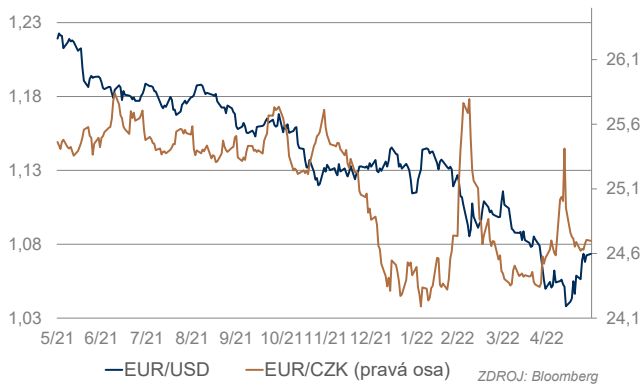
Ceny ropy v květnu silně kolísaly, ale v rámci tohoto kolísání se posunovaly nahoru. Hlavní příčinou vysokých cen ropy je stále konflikt na Ukrajině. Snaha EU zbavit se závislosti na ruské ropě a plynu vede k obavám z nedostatku ropy na trhu. Proti růstu cen ropy naopak působí slabost čínské ekonomiky v důsledku probíhající akutní fáze epidemie covidu-19 a souvisejících omezení. Dalším faktorem, který by měl působit proti růstu cen nyní a ještě více v budoucnu, je růst sazeb klíčových centrálních bank a s ním spojené očekávatelné zpomalení světové ekonomiky. Kuriozitou měsíce bylo krátké překlopení spreadu mezi ropou Brent a WTI. Cena WTI krátkodobě překonala cenu Brentu, ale spread se rychle vrátil do normálu. Pravděpodobně šlo o tržní záležitost, i když se hned objevily snahy najít pro tuto anomálii nějaký fundamentální důvod. Výhled ceny ropy je mimořádně nejistý kvůli těžko predikovatelným faktorům, které jí podstatně ovlivňují. Nepravděpodobné, ale možné zmírnění konfliktu na Ukrajině by poslalo cenu alespoň částečně dolů. Částečně, protože odklon EU od ruské ropy by pokračoval i pak, nehrozilo by však další zhoršení situace kvůli konfliktu. Podle našeho názoru však spíše hrozí pokles ceny kvůli slabší světové ekonomice, a tedy nižší spotřebě ropy.



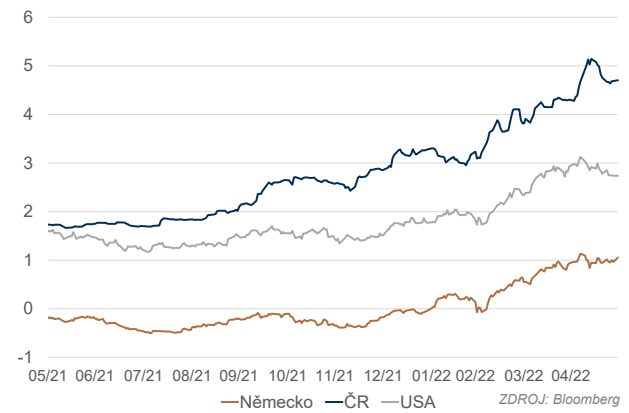
Vývoj ceny zlata v květnu inverzně kopíroval vývoj výnosů amerických dluhopisů a také vývoj kurzu dolaru k euru. Oba tyto faktory cenu zlata ovlivňují standardně. V první polovině května cena zlata klesla až pod 1800 USD/oz, ve druhé se vrátila k 1870 USD/oz. To znamená, že v průběhu května došlo k poklesu, protože na konci dubna se cena pohybovala okolo 1900 USD/oz. Stále platí, že především z dlouhodobějšího hlediska nepovažujeme zlato za příliš atraktivní investici. Vhodné je pouze jako diverzifikace nebo krátkodobý spekulativní nástroj. Zlatu hodně pomáhá současná vysoká nejistota, díky které se uplatní přitažlivost fyzického aktiva. Zklidnění situace, což je ovšem ještě běh na dlouhou trať, v souběhu s vyššími sazbami a nižší inflací by však jeho atraktivitu mělo podstatně snížit.



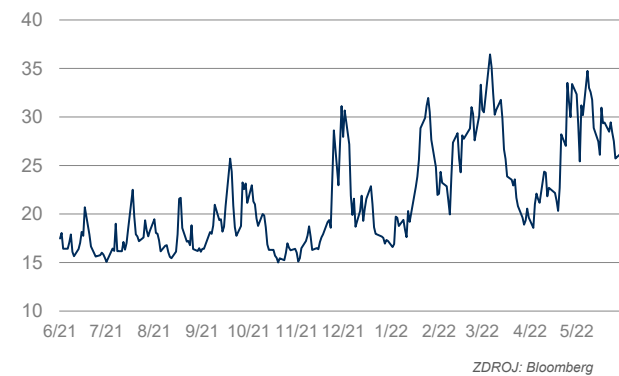
Devizové kurzy



Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



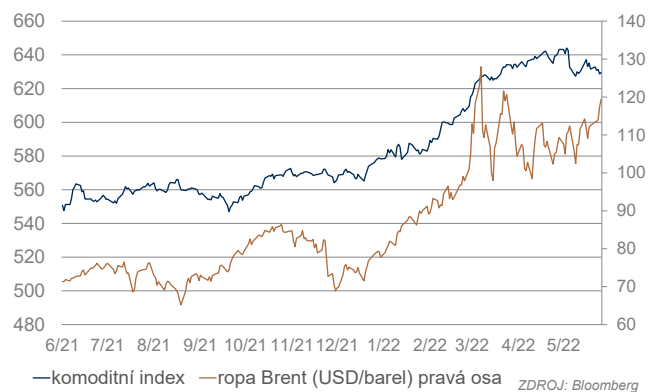
Akciové indexy (1. 5. 2021 = 100)



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	0 - 0,25	0,25- 0,50	0,75 - 1,00	1,75-2,00	↑	2,75-3,00	↑	3,25 - 3,50	↑
ECB	0	0	0	0,25	↑	0,5	↑	1,0	↑
ČNB	0,5	5	5,75	6,5	↑	6,5	→	4,5	↓
KURZY									
EUR/USD	1,22	1,05	1,08	1,10	↑	1,12	↑	1,14	↑
EUR/CZK	25,4	24,7	24,7	24,7	→	24,5	↓	24,0	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	0,14	2,71	2,48	2,9	↑	2,9	→	2,5	↓
US dluhopis 10y	1,59	2,93	2,74	3,1	↑	3,1	→	2,3	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,66	0,26	0,45	0,6	↑	0,8	↑	1	↑
Něm. dluhopis 10y	-0,18	0,94	1,06	1,2	↑	1,4	↑	1,5	↑
České dluhopisy 2y	1,15	5,12	5,51	5,30	↓	5,3	→	4,5	↓
České dluhopisy 10y	1,72	4,19	4,63	4,5	↓	4	↓	3,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	288,0	454,7	456,9	450,0	↓	420	↓	420	→
EMU iTraxx 5y	247,6	429,2	425,5	450,0	↑	450	→	420	↓
AKCIE									
S&P 500	4204,1	4131,9	4158,2					4300	↑
Eurostoxx 50	4070,6	3802,9	3848,1					4000	↑
DAX	15520,0	14097,9	14574,7					15000	↑
CSI 300	5321,1	4016,2	4029,0					4600	↑
PX 50	1163,5	1333,6	1319,2					1375	↑

* 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

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-2,3	8,7	3,6	3,6	4,8	2,2	0,9	0,9	-5,8	3,3	2,2	3,0
soukromá spotřeba	-6,2	8,5	6,5	9,3	8,5	3,0	-0,5	1,8	-6,8	4,4	3,7	3,0
vládní spotřeba	2,8	1,1	7,0	1,0	2,0	4,9	-1,7	1,2	3,4	3,0	2,8	1,0
investice	-4,5	2,0	2,0	3,0	7,4	1,0	1,0	1,0	-7,5	0,6	1,5	5,0
dovoz	4,5	32,1	8,7	4,0	3,7	-1,5	2,2	3,5	-6,9	11,5	2,2	2,6
vývoz	2,8	31,0	-2,1	-5,7	-0,1	-0,9	7,0	6,0	-6,9	5,1	3,1	5,4
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,3	4,0	3,6	3,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,6	3,5
inflace (% y/y)	2,2	2,9	4,1	6,1	11,2	14,0	13,0	11,0	3,2	3,8	12,3	4,0
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	0,5	0,5	1,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,6	-5,9	-4,8	-2,7
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	43,1	47,0	49,0

Evropská měnová unie

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-0,9	14,6	4,0	4,6	5,0	3,1	1,3	1,6	-6,8	5,2	2,6	2,2
soukromá spotřeba	-5,6	12,3	2,9	5,4	8,1	4,4	0,6	1,4	-8,1	3,5	3,4	2,1
vládní spotřeba	2,6	7,9	2,6	2,5	3,4	1,5	1,5	1,3	0,7	3,8	1,9	1
investice	-5,9	18,6	3,0	4,0	4,8	3,5	5,1	2,4	-9,3	3,6	3,7	3,3
dovoz	-5,6	21,8	10,6	10,7	10,3	7,4	7,2	3,2	-9,9	7,1	7,2	3,8
vývoz	0,1	26,7	10,6	9,0	8,6	6,5	5,5	3,3	-10,6	9,6	6,0	3,5
nezaměstnanost (%)	8,2	8,0	7,5	7,1	6,9	6,9	7,0	7,0	8,0	7,7	6,9	6,9
inflace (% y/y)	1,0	1,8	2,9	4,7	6,1	7,6	7,3	6,3	0,3	2,6	6,8	2,7
jádrová inflace (% y/y)	0,4	0,7	1,4	2,4	2,5	3,0	3,0	2,5	0,8	1,3	2,8	1,8
běžný účet (% HDP)	2,6	2,8	2,8	2,6	1,4	0,0	0,5	0,9	2,1	2,7	2,2	2,15

Spojené státy americké

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,5	12,2	4,9	5,6	3,5	2,7	2,8	1,6	-3,4	5,7	2,7	2,0
soukromá spotřeba	2,1	16,2	7,1	7,1	4,8	2,6	2,8	2,7	-3,8	7,9	3,0	2,0
vládní spotřeba	1,3	-0,1	0,6	0,1	-1,6	-0,3	-0,2	0,7	2,5	0,5	-0,5	1,5
investice	3,2	20,8	7,1	8,6	10,3	3,4	4,5	4,9	-5,5	9,8	6,9	3,0
dovoz	6,2	30,6	12,6	9,6	11,8	7,5	7,0	3,2	-8,9	14,0	9,7	3,1
vývoz	-7,4	18,6	4,9	5,3	4,2	4,7	8,5	5,1	-13,6	4,5	4,3	4,3
nezaměstnanost (%)	6,2	5,9	5,1	4,2	3,8	3,5	3,5	3,4	8,1	5,4	3,6	3,5
inflace (CPI % y/y)	1,9	4,9	5,4	6,7	8,0	7,9	7,2	5,9	1,2	4,7	7,1	3,0
jádrová inflace (PCE % y/y)	1,7	3,4	3,6	4,6	5,2	4,8	4,5	4,0	1,4	3,3	4,6	2,9
běžný účet (% HDP)	-3,1	-3,2	-3,4	-3,4	-3,8	-3,9	-3,8	-3,8	-3,0	-3,6	-3,9	-3,6
rozpočtový deficit (% HDP)	-16,8	-14,0	-12,2	-10,8	-7,2	-5,4	-4,3	-4,4	-15,6	-10,8	-4,9	-4,2
vládní dluh (% HDP)	-	-	102,0	98,8	98,8	98,7	98,7	99,0	100,3	99,7	99,6	100,1

* 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

Pavel Němejc

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 747
pnemejc@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.

