

# Analytický měsíčník

Téma měsíce

## Centrální banky pod tlakem

ČR Rostoucí inflace tlumí domácí spotřebu

EMU ECB pokračuje v razantním zvyšování sazeb

USA Jádrová inflace nepřestává stoupat

[www.ppfbanka.cz](http://www.ppfbanka.cz)

listopad 2022

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



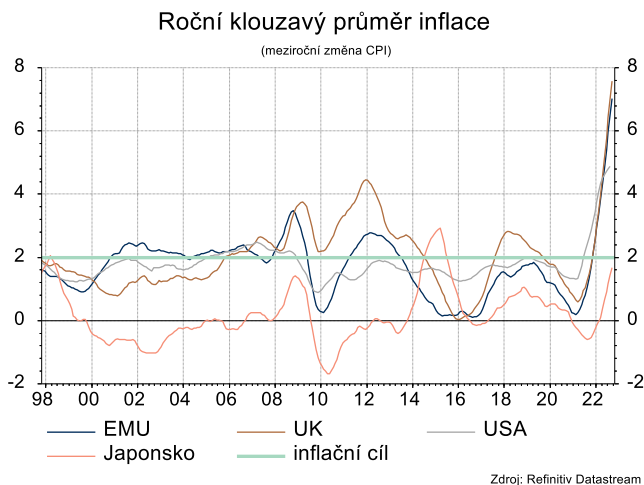
Kliknutím na kapitolu v obsahu se přesunete na její počátek. Tato šipka na dalších stranách vás vrátí zpět na obsah.

Výhled pro letošní rok počítal s přechodem Fedu ke zvyšování sazeb, ECB měla letos držet sazby beze změny. Možnost, že by se centrální banky mýlily v hodnocení situace a byly přinuceny nečekaně vysokou inflací k razantnímu obratu k agresivnímu utahování měnové politiky, byla pouze rizikem, které se však nakonec realizovalo. Jak centrální banky zvládají situaci a jaký je výhled dalšího vývoje jejich měnových politik?

## Centrální banky pod tlakem

Centrální banky deset let zápasily s příliš nízkou inflací až rizikem deflace. Když se situace v důsledku ekonomických dopadů pandemie změnila, trvalo většině z nich příliš dlouho, než zareagovaly. Nyní se potýkají nejen s vysokou inflací, ale především s riziky růstu inflačních očekávání a vzniku inflační spirály. Situaci jim značně komplikují dopady války na Ukrajině, které vedly k silnému růstu cen řady komodit. Opožděná reakce, která si vynutila o to prudší obrat, s sebou nese vysoké riziko výrazně negativních dopadů na růst ekonomik. Toto riziko je o to větší, že centrální banky pravděpodobně ve snaze co nejrychleji zkrotit inflaci utahování měnových politik přestřelí. V Evropě může dojít k recesi už letos, v USA je pravděpodobná příští rok.

**Po dlouhých letech podstřelování inflace vystřelila nad inflační cíl.**



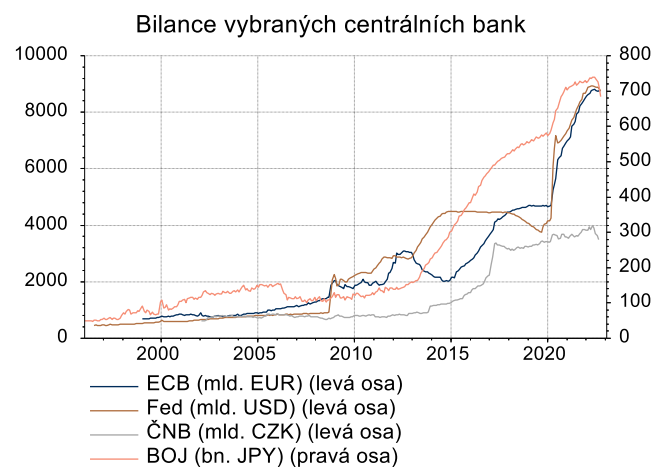
### Rekapitulace

Po více než desetiletém zápasu s inflací tvrdohlavě se držící pod cíli centrálních bank a občas dokonce s hrozbou deflace se v posledních dvou letech situace rychle a zásadně změnila. Ekonomický šok související s pandemií covidu-19 vedl v loňském roce k výrazné akceleraci růstu cen. Ta měla bezprostřední příčiny částečně na straně poptávky (vládní stimuly, vysoké úspory z doby striktního omezení pohybu, odložená spotřeba) a částečně na straně nabídky (především narušení dodavatelsko-odběratelských řetězců a výpadky produkce kvůli omezení pohybu). To vše v situaci, kdy po deseti letech snahy zvýšit spotřebu a následně inflaci dodáváním likvidity do finančního

systému byl všude výrazný přebytek peněz, což realizaci inflačního šoku z pandemie značně usnadnilo. Odeznění šoku a návrat ekonomik do normálu měly vést k postupné normalizaci inflace. Tento předpoklad však nebyl bez rizika – vždy hrozilo, že sekundární efekty navazující na primární šok mohou vést ke vzniku inflační spirály. Že se situace nevyvíjí podle očekávání, začínalo být jasné koncem loňského léta. Inflace nejenže nezačala zpomalovat, nýbrž pomalu, ale jistě zrychlovala. Navíc bylo stále více zřejmé, že se těžiště růstu cen rozšiřuje na stále více položek a že přestávají působit specifické faktory související s šokem a začíná docházet k plošnému zrychlování tempa růstu cen. Definitivně naděje na návrat inflace do normálu zmařila energetická krize v EU provázená prudkým růstem cen energií. Nejvíce sice zasáhla Evropu, ale částečně se projevila v cenách globálně.

Na měnící se situaci dokázaly rychle reagovat středoevropské centrální banky. Už v červnu loňského roku odstartovaly cyklus utahování měnové politiky ČNB a maďarská centrální banka. Polská centrální banka se k nim přidala s několikaměsíčním zpožděním. Inflace v těchto státech byla vyšší a inflační rizika zřetelnější než v západní Evropě a USA. Zpočátku však i tyto centrální banky zvedaly sazby pouze pozvolna, na razanci přidaly až se zřetelnou akcelerací růstu cen a zvedání předpovídané inflace. U klíčových centrálních bank se projevila značná mentální setrvačnost. Fed připustil, že inflace není přechodná, až koncem minulého roku a i potom se odhodlal ke zvýšení sazeb až v březnu letošního roku. ECB

**Bilance centrálních bank jsou extrémně nafouklé.**



trvalo „prozření“ ještě o dost déle. Zatímco středoevropské centrální banky jsou už patrně na vrcholu nebo blízko vrcholu cyklu růstu úrokových sazeb, musí Fed a ECB

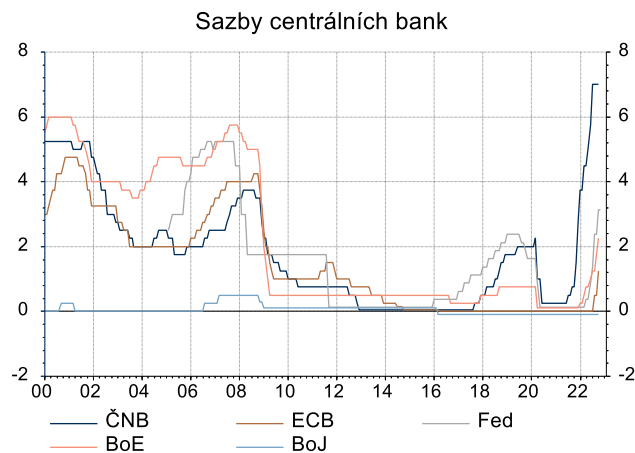


bezprecedentní sérií výrazných skoků v úrokových sazbách dohánět, co zanedbaly.

## ČNB a region

ČNB patřila mezi první centrální banky, které se odhodlaly k zahájení utahování měnové politiky, a patří také k prvním, které zvyšování sazeb přerušily. Hlavním argumentem pro aktuální stabilitu sazeb je makroekonomická predikce, podle níž je současná úroveň sazeb dostatečná na návrat inflace k inflačnímu cíli v prodlouženém horizontu účinnosti

### Centrální banky ostře zvyšují sazby.



měnové politiky. Tato predikce se ovšem opírá o předpoklad, že nedojde k růstu inflačních očekávání a že zůstane umírněný růst mezd. Podle komunikace v rámci posledního zasedání bankovní rady si však samotná bankovní rada uvědomuje, že se tyto předpoklady nemusí naplnit, a že je tedy nutné sledovat vývoj ekonomiky a v případě nutnosti se ke zvedání sazeb vrátit. ČNB je specifická vedle rychlé reakce na zrychlování inflace tím, že svoje protiinflační úsilí doplňuje bráněním koruny, protože její oslabování by zpomalovalo návrat inflace na nižší úroveň. Umožňují jí to vysoké devizové rezervy vytvořené v období kurzového závazku. Aktuální hlavní scénář vývoje sazeb ČNB je tedy jejich stabilita s tím, že pokud půjde všechno dobře, mohla by v polovině příštího roku začít sazby snižovat. Rizikem je, že všechno dobře nepůjde, inflace se tedy nebude vyvíjet v souladu s očekáváním, a ČNB se tudíž bude muset vrátit ke zvyšování sazeb. Dalším rizikem je možnost, že se situace v Evropě nebo globálně zhorší natolik, že ČNB neoddrží kurz koruny a bude muset dále zvedat sazby, aby ji podpořila.

Polská centrální banka by podobně jako ČNB ráda zastavila další růst sazeb a na svém posledním zasedání ponechala sazby beze změny. Na listopadovém zasedání bude předložena nová prognóza a bude se diskutovat, zda v růstu sazeb pokračovat, nebo ne. Vzhledem k trvajícím

vysoké inflaci a všeobecně nepříznivému prostředí je riziko na straně dalšího růstu sazeb.

Největší problémy v regionu má Maďarská centrální banka, a to nejen kvůli vysoké inflaci (v září přes 20 %), ale také kvůli silnému tlaku proti forintu. Na rozdíl od ČNB a částečně i polské centrální banky neumožňuje výše maďarských devizových rezerv aktivní obranu kurzu forintu, a tak musela centrální banka zvednout sazby rychle až na 18 % (jednotýdenní repo určené specificky ke stabilizaci kurzu forintu). Základní repo sazbu MNB naposledy zvedla v září o 125 bb na 13 %, ale tento krok měl na stabilizaci kurzu forintu jen velice krátkodobý dopad.

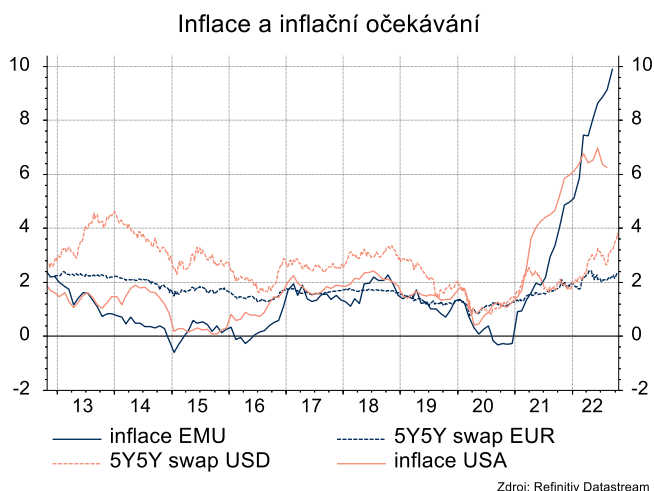
## ECB

ECB patřila mezi nejvytrvalejší stoupence teze o dočasnosti inflace, přičemž názor změnila až v polovině roku, a to ještě velmi postupně: nejprve v červnu oznámila, že v červenci zvýší sazby o 25 bb, přičemž nakonec je zvedla o 50 bb. Rychlý obrat pokračoval i na zářijovém zasedání bankovní rady, kde byly sazby zvýšeny o 75 bb, a ke stejnému růstu sazeb došlo i na dalším zasedání 27. října. A nebude poslední. Další zvýšení sazeb by mělo přijít v prosinci a z ECB se ozývají hlasy, že by zvyšování sazeb mělo pokračovat i v příštím roce. Vedle pomalosti ve změně názoru na povahu aktuální vysoké inflace má ECB řadu dalších problémů. Situaci v Evropě obecně hodně komplikuje energetická krize, která začala loni na podzim a kterou podstatně zhoršily důsledky rusko-ukrajinského konfliktu. Jedním z klíčových důsledků energetické krize je prudký růst cen energií (především zemního plynu a elektřiny), který se poměrně rychle promítá přes růst nákladů do cen dalších produktů. Dochází zde tedy k rychlým a intenzivním sekundárním efektům. Extrémní růst cen energií je stále hlavním důvodem vysoké inflace, ale rychle se začínají zhoršovat i další položky spotřebitelského koše (ceny energií rostly v září meziročně o 40,8 %, jadrová inflace o 4,8 %; před rokem rostly ceny energií o 17,6 % a jadrová inflace o 1,9 %). Problémem je rovněž akcelerující růst cen potravin (září 2022 11,8 %, září 2021 2,0 %), který je důsledkem dopadů války na Ukrajině na ceny některých potravinářských komodit a sekundárních efektů růstu cen energií. Energetická krize však nemá dopady jen do růstu cen, ale také do růstu reálné ekonomiky. Evropské ekonomiky sice zatím odolávaly až neuvěřitelně dobře, zhoršující se konjunkturální průzkumy však naznačují, že se jejich rezervy vyčerpávají. Akutně tak hrozí recese, a to ještě letos. Hrozící výrazné zpomalení ekonomiky by mělo ECB pomoci s potlačením inflace, na druhou stranu musí být ECB opatrná, aby zvyšování sazeb nepřestřelila a recesi příliš neprohloubila a neprodloužila. Vývoj růstových parametrů tak může v příštích měsících podstatně ovlivnit rozhodování bankovní rady, a pokud se skutečně Evropa dostane do recese, mělo by to omezit prostor pro další růst sazeb.



Energetická krize však není jediným významným faktorem komplikujícím ECB situaci. Dalším je chronický problém předlužených členských států, aktuálně především Itálie. Jedním z důsledků vysoké inflace a přechodu ECB ke zvyšování sazeb je růst výnosů státních dluhopisů. Tento růst ovšem není rovnoměrný. Výnosy dluhopisů slabších jižních států rostou podstatně rychleji než výnosy německých státních dluhopisů. To jednak narušuje efektivitu transmisního mechanismu měnové politiky ECB a jednak vytváří rizika pro finanční stabilitu eurozóny (v podstatě je zde riziko opakování řecké dluhové krize ze začátku minulého desetiletí, ale ve výrazně větším rozsahu, protože HDP Řecka tvoří 1,2 % HDP EU, zatímco Itálie 15 %). ECB na to na svém červencovém zasedání reagovala vytvořením TPI (Transmission Protection Instrument), tedy nástroje určeného k nákupu státních dluhopisů v případě, že ECB dojde k názoru, že je kvůli rozšiřování rozdílů ve výnosech členských států EMU vážně narušen transmisní mechanismus její měnové politiky. Nákupy dluhopisů by byly uskutečňovány na sekundárním trhu, přičemž jejich objem není omezen ex ante. ECB TPI zatím použít nemusela, ale pokud by ji k tomu trh donutil, šlo by o zajímavý test její síly. ECB však aktuálně nevyužívá ani flexibility v rámci reinvestování maturujících dluhopisů nakoupených v rámci programu PEPP. Situaci navíc komplikují nadcházející masové emise společných evropských dluhopisů k financování opatření na kompenzaci růstu cen energií. Ty mohou dále znejistit a destabilizovat dluhopisový trh.

**Centrální banky řeší nejen inflaci, ale i riziko růstu inflačních očekávání.**

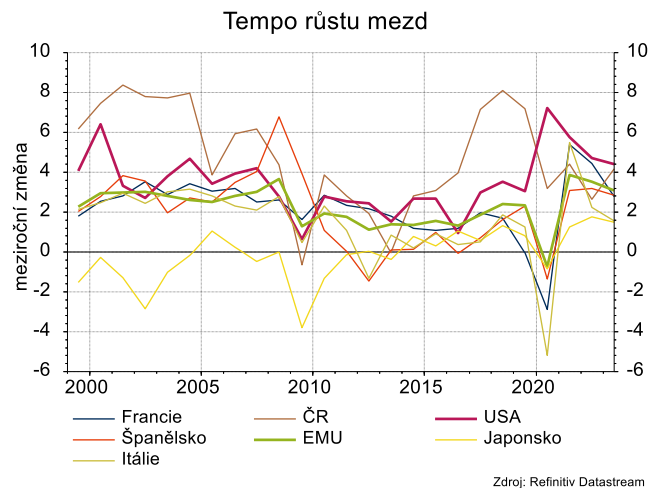


## Bank of England (BoE)

BoE na rozdíl od ECB reagovala relativně rychle a sazby začala zvedat na konci minulého roku (první zvýšení sazeb v prosinci 2021). Nebyla však nijak razantní (5x zvedla o 25 bb, poslední dvě zvýšení byla o 50 bb), takže se zatím

dostala jen na 2,25 %. Co se týká inflace, situace v Británii je podobná jako v EMU: hlavním zdrojem inflačních tlaků jsou ceny energií, výrazně přispívají ceny potravin a stále více se projevují sekundární efekty. Jádrová inflace se z 2,9 % v září 2021 dostala letos v dubnu nad 6 % a od té doby kolem této hodnoty kolísá. BoE ovšem podobně jako ECB nemá problém jen s inflací. Potíže jí dělá i politický vývoj, konkrétně nejdříve pád ministerského předsedy Borise Johnsona a poté reakce trhu na daňové plány nové vlády. Politické turbulence vedly nejprve k tlaku proti libře a jejímu oslabení a zveřejnění daňových plánů nové vlády vedlo k výprodeji státních dluhopisů, který následně přímo ohrozil britské penzijní fondy. To přinutilo BoE k masivní intervenci na dluhopisovém trhu. BoE navíc odložila svoje plány na zahájení tzv. kvantitativního utahování neboli prodeje státních dluhopisů ze své bilance s cílem ji zmenšit. Program měl začít ve druhé polovině září. BoE už v únoru přestala reinvestovat maturující dluhopisy. Intervence na trhu dluhopisů byla dočasná a jejím cílem bylo stabilizovat trh, je ovšem otázka, zda se to podaří. Důvěra investorů je narušena a zároveň na trh přichází rekordní nabídka státních dluhopisů v aukcích. BoE ovšem nebude jediná, která může čelit problémům se stabilitou dluhopisového trhu. Problémy ECB jsme zmínili, „investorská stávka“, tedy nechota nakupovat nově emitované dluhopisy za stávající ceny, a tudíž další tlak na růst výnosů hrozí i dalším státům.

**Rizikem je pro centrální banky možnost zrychlení růstu mezd.**



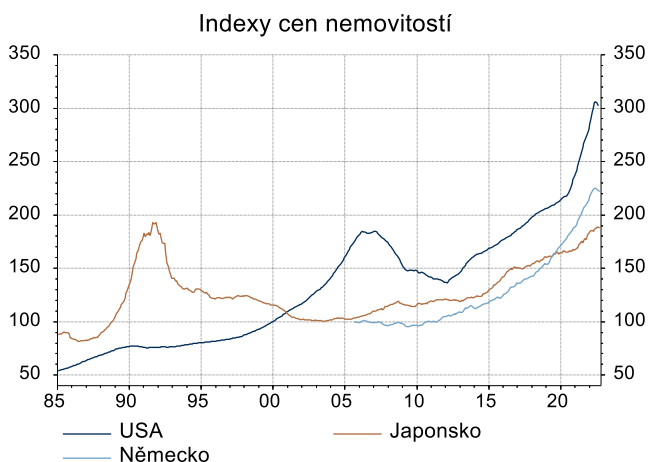
BoE tedy bude mít také těžkou úlohu správně zvolit další postup tak, aby na jedné straně co nejrychleji stabilizovala růst cen a na druhé straně příliš nepoškodila růst a zachovala finanční stabilitu. Počítat lze s dalším růstem sazeb, jeho rozsah je ale velmi nejistý. Kvantitativní utahování BoE pravděpodobně dočasně zastaví.



## Fed

Fed sice začal připouštět možnost, že vysoká inflace není tak dočasná, jak se domníval na podzim loňského roku – a na jeho konci už dočasnost přestal zmiňovat úplně, ale zároveň byl jeho obrat v měnové politice velice váhavý a pomalý. Členové FOMC si očividně plně uvědomili, čemu čelí, až někdy v polovině letošního roku, tedy řádově měsíce po zahájení zvyšování sazeb. Poté ovšem reagovali razantně a přistoupili ke zcela bezprecedentní sérii skokových zvýšení sazeb, která bude ještě pokračovat. Prudký zlom od laxnosti a váhání však hrozí

**Fedu dělá problémy zrychlení růstu nájmu související se skokem cen nemovitostí.**



přehnanou tvrdostí ve snaze kompenzovat předchozí chybu, hrozí tedy další chybou. Hlavním problémem, se kterým se samozřejmě potýká nejen Fed, ale všechny centrální banky, je pomalá reakce ekonomiky na jeho opatření. Zde je také nejsilnější důvod závažnosti chyby, které se Fed dopustil svou pomalou reakcí. Sazby sice začal zvyšovat v březnu, ale pomalu (25 bb) a z nuly. Reálné sazby už tehdy byly velmi záporné, takže toto zvýšení mělo minimální dopad do reálné ekonomiky. O výraznějším dopadu měnové politiky do ekonomiky se dá mluvit teprve v posledních měsících, přičemž obvykle se kroky měnové politiky naplno projeví až za 1,5 až 2 roky. A s tím sebetvrdší růst sazeb moc neudělá, ledaže by jeho cílem bylo dostat ekonomiku do tak těžké recese, že dojde k úplnému udušení poptávky a s tím zmizí jakékoliv poptávkové tlaky na růst cen. To by ovšem vyvolalo jen další následné nestability. Přestože se nyní často připomíná období konce sedmdesátých let a razantní politika tehdejšího šéfa Fedu Volckera, není podle našeho názoru tato analogie příliš dobrá. Inflace (zejména jádrová) není tak vysoká, inflační očekávání jsou poměrně stabilní a už se jednoznačně projevují příznaky poklesu inflačních tlaků, i když přímo do inflace se tento pokles inflačních tlaků promítne naplno s několika měsíčním zpožděním. Hodně se argumentuje silou trhu práce a s tím souvisejícím rizikem vzniku mzdově-inflační spirály, ale realita tomu

zatím nenasvědčuje. Růst mezd sice zrychlil, ovšem zdaleka nekompenzuje růst inflace. Reálná mzda tedy klesá a s ní by měla klesat i poptávka a poptávkové inflační tlaky. Klíčová data z trhu práce (především míra nezaměstnanosti a počty nově obsazených pracovních míst) sice ukazují na trvalou sílu trhu práce, ale tyto indikátory jsou značně zpožděné. Řada vpřed hledících ukazatelů signalizuje blížící se slábnutí trhu práce.

Stejně jako před ostatními centrálními bankami stojí i před Fedem obtížný úkol najít rovnováhu mezi dostatečnou a přehnanou razancí. Problémem nemusí být ani tak zvýšení sazeb na příliš vysoké úrovni, jako spíše neochota začít je snižovat dříve, než bude úplně očividné, že je inflace poražena. Hrozí tak opakování chyby z přelomu roku, tentokrát však v opačném směru.

## Bank of Japan (BoJ)

Japonská centrální banka obvykle stojí poněkud stranou naší pozornosti, s ohledem na její váhu ve světové ekonomice však považujeme za nutné ji také zmínit. Je to zajímavé i proto, že její měnová politika aktuálně silně kontrastuje s měnovou politikou ostatních významných centrálních bank. Zatímco řada centrálních bank trhá rekordy v tempu zvyšování sazeb, Japonci je nechávají beze změny. Navíc nadále pokračují v programu kvantitativního uvolňování (nákup aktiv do bilance) a kontroly výnosové křivky a podle všeho se v tom chystají setrvat. U kvantitativního uvolňování je stanoven cíl dosažení stabilní inflace nad 2 % (inflace je aktuálně nad 3 %, ale podle předpovědi BoJ by příští rok měla klesnout zpět pod 2 %), po jeho splnění by mělo být ukončeno. Politiku centrální banky podpořila i vláda, konkrétně premiér Fumio Kišida. V rozhovoru pro Financial Times uvedl klíčový důvod, proč je japonská měnová politika natolik odlišná od ostatních velkých centrálních bank: Japonsko stále trpí slabou poptávkou a na rozdíl od ostatních států, jež se obávají růstu mezd a vzniku mzdově-inflační spirály, se Japonci potýkají se stagnací mezd a přivítali by, kdyby jejich růst zrychlil.

Divergence japonské měnové politiky od ostatních vyspělých států s sebou nese jeden závažný specifický problém. Je jím výrazné oslabení jenu, které souvisí s rychle se rozšiřujícím úrokovým diferenciálem. Jen od března oslabil z úrovně kolem 115 za dolar přes 150, tedy zhruba o 30 %. Japonsko (intervence provádí BoJ na příkaz ministerstva financí) už začalo na obranu jenu intervenovat, ale podle všeho nebrání určitou hladinu, nýbrž pouze zmírňuje volatilitu kurzu (tedy brání příliš rychlému oslabování). Tlak proti jenu bude kvůli dalšímu růstu úrokového diferenciálu ještě několik měsíců pokračovat a je otázka, nakolik bude BoJ oslabování jenu brzdit. Prostředků má dost (rezervy dosahují 1,15 bilionu USD), není však jasné, kolik z nich budou Japonci ochotni utratit (jen první intervence si vyžádala 20 miliard USD). Navíc může vyvstat problém s likviditou rezerv: pokud by



Japonci intervenovali ve velkém rozsahu, museli by prodávat americké státní dluhopisy, což by v současné situaci dost komplikovalo život Američanům.

## Rozvíjející se trhy

Zvedání sazeb hlavních centrálních bank vyspělých států, především Fedu, vždy představovalo pro rozvíjející se státy problém. Znamená to totiž nižší globální dolarovou likviditu, a tedy horší dostupnost půjček v dolarech při vyšších nákladech. Dalším negativním faktorem je zužování úrokového diferenciálu, a tudíž ztráta atraktivity měn rozvíjejících se států. Centrální banky rozvíjejících se ekonomik jsou pak nuceny zvedat sazby kvůli obraně svých měn v situaci, kdy zároveň vysychají zahraniční investice a slábne globální, a tedy i domácí ekonomika. Řada velkých rozvíjejících se ekonomik už tímto procesem prochází. Situaci aktuálně ještě komplikuje fakt, že se globální ekonomika stále vzpamatovává z propadu způsobeného pandemií. Z 37 centrálních bank, které sleduje BIS (Bank for International Settlements), letos zvýšilo sazby 33. Mezi velké rozvíjející se státy, jež zvýšily sazby, patří Brazílie, Indie a Jihoafrická republika. Brazílie začala zvyšovat brzy, už březnu 2021, a z 2 % se zatím dostala na 13,75 %. To odpovídá vývoji i u dalších centrálních bank Jižní Ameriky, které také začaly vesměs zvyšovat sazby už loni a zvýšily je výrazně. V Asii byla situace jiná, centrální banky držely sazby dole déle a zvyšovaly zatím méně. Indie například začala se zvyšováním v květnu letošního roku, Indonésie až v srpnu. Jihoafrická republika je tak někde uprostřed: začala zvedat na konci minulého roku a zatím se dostala z 3,5 % na 5,5 %. Vzhledem k tomu, že globální inflace zatím nepolevuje a hlavní centrální banky budou zvyšovat sazby do konce roku rychle a výrazně, je vysoce pravděpodobné, že je bude následovat většina centrálních bank rozvíjejících se států. Růst jejich sazeb by už však nemusel být až tak výrazný, protože Jižní Amerika má solidní náskok a v Asii to alespoň zatím nevypadá ani na neudržitelné inflační tlaky, ani na destabilizaci místních měn.

Tři centrální banky se letos vydaly proti proudu a sazby snížily. U Číny byl pokles nedávný a velmi mírný. Čína se potýká se stále se zhoršujícím výhledem růstu ekonomiky na jedné straně a na druhé straně si udržuje inflaci na nízkých úrovních (což souvisí se slabým růstem). Rusko prošlo fází velmi vysokých sazeb po začátku své agrese vůči Ukrajině a následném silném tlaku proti rublu. Rubl i inflaci se podařilo stabilizovat, takže centrální banka mohla sazby snížit. Kapitolou samou o sobě je Turecko. Jeho centrální banka se řídí neortodoxními ekonomickými názory prezidenta Erdogana, takže ignoruje stále zrychlující inflaci a soustředí se na podporu růstu HDP. Vede to k tomu, že při inflaci přesahující 80 % nedávno centrální banka snížila sazby z 12,0 % na 10,5 %.

## Závěr

Hlavní světové centrální banky se ocitly v komplikované situaci s nejistým výhledem. Šok způsobený pandemií vedl k rozsáhlému narušení fungování světové ekonomiky, část opatření na podporu ekonomik postižených covidem přišla pozdě, v době, kdy už jen přispěla ke zhoršení rovnováhy mezi poptávkou a nabídkou. Navíc sotva skončila nejhorší vlna protiepidemických opatření, vypukla válka na Ukrajině, která v mnoha směrech dále zkomplikovala už tak obtížnou situaci. Snaha centrálních bank urychlit zotavení hospodářství vedla k příliš pomalé reakci na zvedající se inflaci. Nyní už jsou si centrální banky podle všeho plně vědomy rizik, kterým čelí, především rizika obtížně a s vysokými náklady zvládnutelné inflační spirály. Dohánějí, co zanedbaly, ve velmi komplikované situaci, na kterou jsou těžko uplatnitelné standardní ekonomické úvahy a modely. Výraznou komplikací je pomalé působení změn měnové politiky na reálnou ekonomiku. Nastavení výše a doba trvání vysokých sazeb mohou rozhodnout mezi scénáři měkkého přistání a tvrdé recese. Poradí si hlavní centrální banky s obtížnými výzvami lépe než dosud? Dokáží lépe než dosud vyhodnotit data o vývoji ekonomik a rychleji na ně reagovat? To ukáže čas. My se obáváme nejhoršího a věříme v nejlepší.



Rostoucí inflace se dále podepisuje na důvěře domácností i na jejich spotřebě. Očekáváme, že inflace je již na vrcholu a slabá poptávka spolu s úsporným energetickým tarifem letos a zastropovanými cenami energií v příštím roce by měly inflaci postupně snižovat.

## Ekonomická aktivita

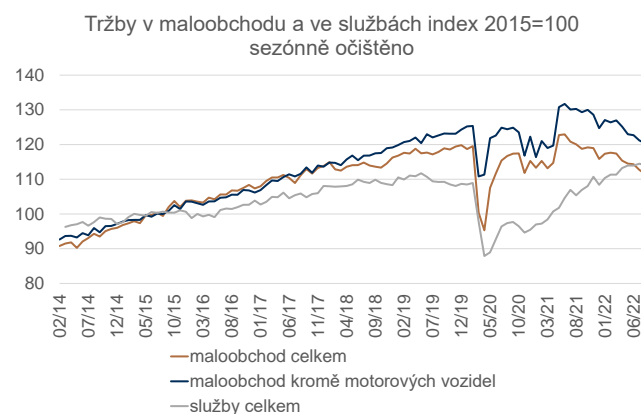
Poslední zveřejněné údaje maloobchodních tržeb za srpen potvrdily, že spotřebitelská poptávka pokračuje v poklesu. V meziměsíčním srovnání poklesly maloobchodní tržby o 0,7 %, meziročně poklesly o 7,6 %. Poptávka po zboží klesá již od konce loňského roku. Situace ve službách, kde se poptávka normalizovala mnohem pomaleji než u zboží, není tak nepříznivá, i když srpnová čísla ukázala, že růstový trend je již u konce. V srpnu tržby ve službách meziměsíčně poklesly o 0,4 %. Spotřebitelská důvěra se aktuálně zejména kvůli vysoké inflaci pohybuje na historických minimech, což by se mělo nadále projevovat na spotřebitelské poptávce ve zbytku letošního roku a působit na pokles HDP. Očekáváme, že česká ekonomika se dostane ve 2. pololetí letošního roku do mírné recese.

Průmyslovou výrobu stejně jako v červenci i v srpnu podpořil zejména automobilový průmysl, který těží ze zlepšujících se dodavatelsko-obchodních řetězců. Celkově průmyslová výroba meziročně vzrostla o 7,2 %, příspěvek automobilového průmyslu činil 6,4 pb. Vzhledem k postupnému ochlazení zahraniční poptávky očekáváme, že dynamika automobilového průmyslu bude ve zbytku roku výrazně klesat a s ní i dynamika celého průmyslu. V meziročním srovnání by měla ale průmyslová výroba zůstat v září a v říjnu v kladných číslech především zásluhou nízké srovnávací základny.

## Inflace a centrální banka

Spotřebitelské ceny v září meziročně vzrostly o 18 %. To je stále výrazně méně, než očekávala ve své květnové prognóze ČNB (20,4 %), ale více, než čekal trh i my.

### Rostoucí inflace výrazně tlumí poptávku po zboží.



Zdroj: ČSÚ

Odchylku od našeho odhadu způsobily především ceny energií, které vzrostly o něco více, než jsme předpokládali (ceny zemního plynu pro domácnosti vzrostly o 15,2 % m/m, 85,9 % y/y). Nad očekávání vzrostly ceny v oddíle vzdělávání (6,4 % m/m) a ve svižném růstu pokračovaly ceny ve stravování a ubytování i ve vybavení a opravách domácností (1,8 % m/m). Také ceny ostatního zboží po zpomalení dynamiky v srpnu opět vzrostly (1,2 % m/m). Celkově se ceny zboží zvýšily o 1,5 % m/m, 20,7 % y/y. Ceny služeb meziměsíčně poklesly o 0,3 % v důsledku konce letní sezóny, v porovnání se stejným obdobím v loňském roce vzrostly o 13,7 %.

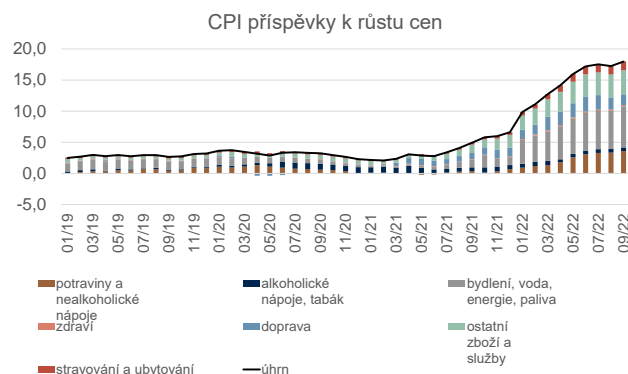
Stejně jako v předchozích měsících nejvíce k růstu cen přispívá oddíl bydlení, voda, energie, paliva (6,6 pb), následován potravinami (3,6 pb). Dynamika obou těchto položek by měla začít postupně zpomalovat díky zastropování cen energií (od ledna 2023) i poklesu celosvětového indexu cen potravin. Ostatní ceny by měly reagovat na zpomalující poptávku. Domníváme se, že i přes zářijová vyšší než očekávaná čísla je inflace již blízko svého vrcholu.

Vzhledem k tomu, že zářijová inflační čísla zůstávají pod letní prognózou, a navíc ČNB drží kurz koruny silnější, než by odpovídalo prognóze (pro 4Q ČNB v letní prognóze předpovídala 25,2 EUR/CZK), domníváme se, že zářijová inflace nezmění převládající holubičí nastavení bankovní rady. Stále čekáme stabilní sazby, i když pro delší období, než implikuje prognóza. První snížení sazeb očekáváme až v polovině příštího roku.

## Rizika

Aktuální rizika jsou významná a působí oběma směry. Mezi protiinflační rizika, a tedy i možnost dřívějšího snižování sazeb, patří klesající domácí i zahraniční poptávka a následná recese. Naopak napjatý trh práce stále představuje díky tlaku na růst mezd silné proinflační riziko. V neposlední řadě bude mít hrozba další eskalace válečného konfliktu na Ukrajině negativní vliv na celý středoevropský region.

### Inflace se vyšplhala na 18 % zejména kvůli narůstajícím cenám energií pro domácnosti.



Zdroj: ČSÚ



ECB zvyšuje úrokové sazby navzdory zhoršujícím se ekonomickým vyhlídkám. Nutí ji k tomu zrychlující inflace i slabé euro. Dvouciferná inflace bude nutit centrální banku k dalšímu zvyšování sazeb. Do konce roku očekáváme ještě jedno zvýšení sazeb o 50 bb. Naopak ekonomickou aktivitu by měly podporovat fiskální stimuly, jejich výše je ale stále nejistá.

## Ekonomická aktivita

Maloobchodní tržby v srpnu poklesly o 0,3 % m/m, a to přesto, že výrazně narostl prodej pohonných hmot spojený s čerpáním dovolených ve druhém prázdninovém měsíci. Pohled na vývoj maloobchodních tržeb ale ukazuje, že i když maloobchodní tržby klesají už třetí měsíc v řadě, teprve srpnový pokles znamenal návrat pod dlouhodobý trend. Vývoj maloobchodních tržeb tedy doposud ukazoval přirozený návrat k normálu po realizaci odložené spotřeby po covidovém období. Zároveň ale pohled na předstihové indikátory, zejména na spotřebitelskou důvěru na historických minimech naznačuje, že poptávka domácností bude i nadále klesat a tržby se budou dále propadat.

Průmyslová výroba v srpnu naopak překonala očekávání v pozitivním směru, když vzrostla meziměsíčně o 1,5 %. Ani tento lepší výsledek ale nestačil k tomu, aby vykompenzoval červencový meziměsíční propad o 2,3 %. Zajímavé je, že lepší než očekávaný výsledek byl do značné míry dán výrobou kapitálových statků. Navzdory nejistotám se tedy zdá, že firmy přeci jen investují. Situace se ale v jednotlivých zemích značně liší. Zatímco francouzský průmysl v srpnu vzrostl o 2,4 % m/m, německý o 0,1 % m/m poklesl. I přes srpnové pozitivní výsledky nelze čekat, že růstová fáze průmyslové výroby v některých zemích bude pokračovat. Z předstihových indikátorů vyplývá jednoznačný pokles aktivity nejen v průmyslu, ale i

ve službách. Zrychlující se propad indexů nákupních manažerů PMI signalizuje, že eurozóna se recesi vyhne jen těžko, i když recese může být mělká. Zářijový kompozitní PMI propadl na 48,1, nejnižší hodnotu za posledních 20 měsíců.

## Inflace a centrální banka

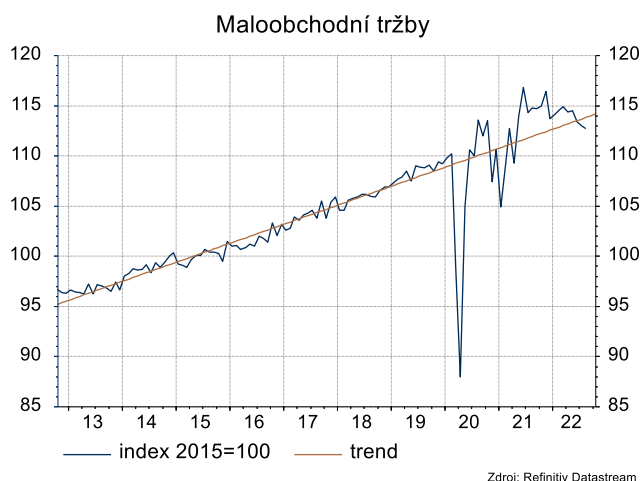
Inflace v eurozóně láme nové historické rekordy. V září se poprvé od vzniku eurozóny vyšplhala na 9,9 %. Sice téměř za polovinou inflace stále stojí ceny energií, inflační tlaky jsou ale vidět i v ostatních položkách spotřebitelského koše. Další zrychlení inflačních tlaků je vidět i v předběžných údajích za říjnovou inflaci, která se podle Eurostatu vyšplhala na 10,7 %.

Rostoucí inflační tlaky nutí ECB v pokračování zvyšování sazeb. Na říjnovém zasedání rada guvernérů rozhodla o zvýšení sazeb o 75 bb. Depozitní sazba se tak dostala na 1,5 % a hlavní refinanční sazba na 2,0 %. Zvyšování sazeb bude pokračovat, přičemž jeho tempo a celkový rozsah budou záležet na dalším vývoji inflace. Trh momentálně počítá s růstem sazeb na 2,75 %. ECB také změnila podmínky pro třetí sérii půjček v rámci programu TLTRO. Přizpůsobena bude výše úroků z půjček (od 23. listopadu 2022) zároveň banky dostaly možnost předčasného splacení úvěrů. Naopak beze změn zůstávají reinvestice splatných dluhopisů, které byly nakoupeny v rámci kvantitativního uvolňování.

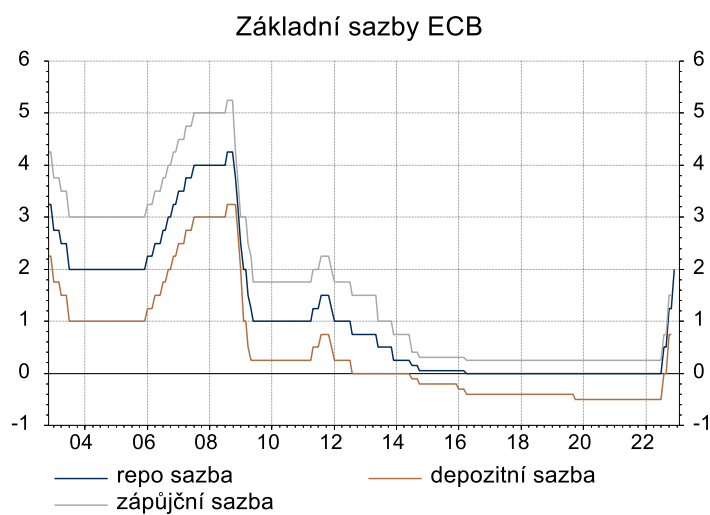
## Rizika

Tlak na euro a akcelerace inflace i díky růstu mezd jsou rizika, která mohou donutit ECB zvyšovat sazby razantněji a prohloubit recesi v některých zemích eurozóny. Přílišné fiskální impulzy na národní i celoevropské úrovni mohou přispět jak k inflačním tlakům, tak k růstu zadlužení, potažmo výnosů státních dluhopisů zejména nadměrně zadlužených zemí.

**Maloobchodní tržby klesají čtvrtý měsíc po sobě, ale až v srpnu se dostaly pod dlouhodobý trend.**



**ECB pokračuje ve zvyšování sazeb.**





Další překvapivě vysoké údaje o inflaci dále výrazně posunuly tržní očekávání vývoje sazeb Fedu. Až natolik, že samotný Fed začal opatrně signalizovat, že se blíží zvolnění v sérii mimořádně velkých zvýšení sazeb. Problém inflace spočívá zejména v setrvačnosti sekundárních efektů, které zasáhly řadu pomalu se měnících položek. Utažení měnové politiky Fedu přitom potřebuje poměrně dlouhý čas na to, aby se naplno projevilo. Sebetvrďší dupání na brzdu tak už nyní příliš nepomůže. Stejně jako reaguje na utážení měnové politiky pomalu inflace, reagují pomalu i růstové ukazatele, takže americká ekonomika stále vykazuje solidní výkonnost. Týká se to zejména trhu práce, což představuje pro Fed vzhledem k riziku mzdové inflace další problém.

## Ekonomická aktivita

Data z trhu práce nevybočila z řady silných údajů z posledních měsíců. Počet nově obsazených pracovních míst stoupl zhruba v souladu s očekáváním, míra nezaměstnanosti nečekaně klesla a růst mezd odpovídal očekáváním, přičemž jeho úroveň byla přijatelná. Stále jsme tedy v optimální situaci, která na jednu stranu podporuje výkonnost ekonomiky a na druhou stranu nehrozí bezprostředním rizikem vzniku mzdově-inflační spirály. Díky tomu se na solidní úrovni drží osobní spotřeba. V expanzi se stále udržuje i konjunkturální ISM indexy, a to jak výrobní, tak nevýrobní. ISM výrobní však pokračuje ve zřetelném poklesu a už se blíží k rozhraní mezi expanzí a kontrakcí, tedy hodnotě 50. ISM nevýrobní pokles zastavil a drží se zřetelně nad 50. Ekonomika však jednoznačně ztrácí momentum, což potvrdily i předběžné PMI indexy, které se oba dostaly pod 50. Negativní dopad

na HDP bude mít stavebnictví, především sektor rezidenčních nemovitostí. HDP za třetí čtvrtletí by však přesto měl být po dvou poklesech za sebou v plusu.

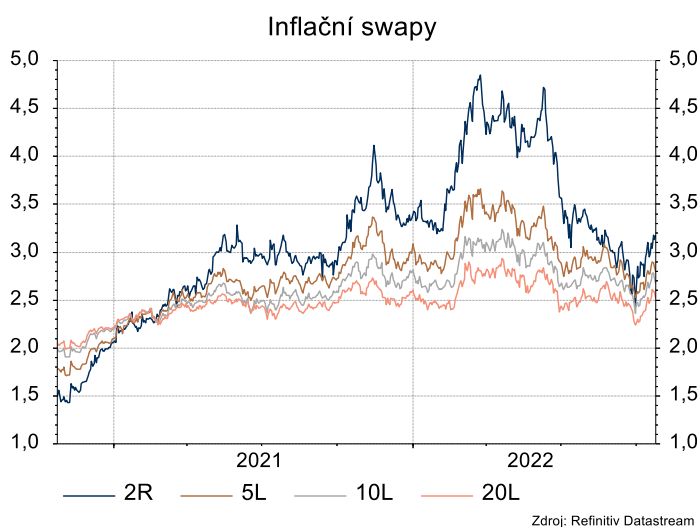
## Inflace a centrální banka

Inflace v říjnu zopakovala nepříjemné překvapení ze září. Opět byla vyšší, než se čekalo, a jádrová inflace dále zrychlila. Největší problém stále představuje zrychlující růst nájmu, což je faktor, který bude inflaci držet na nepříjemně vysokých úrovních ještě řadu měsíců. K faktorům zvyšujícím inflaci se přidalo zdravotnictví a stále silně přispívají potraviny. Naopak zeslábl vliv poklesu cen benzínu, který inflaci mírnil. Růst cen zůstává plošný, silně roste řada položek, u nichž je vývoj cen hodně setrvačný. To znamená, že i když inflační tlaky v ekonomice klesají, bude zpomalování inflace jen velmi pozvolné. Fed bude muset s touto setrvačností počítat a přizpůsobit jí nastavení měnové politiky. Do konce roku nás čeká ještě další ostrý růst sazeb, cyklus jejich růstu by měl skončit v prvním čtvrtletí příštího roku. Zda sazby skončí na 4,5 % nebo na 5,0 %, není až tak důležité: podstatné bude, zda Fed ve snaze zkotit inflaci nebude držet sazby vysoko déle, než bude nezbytné.

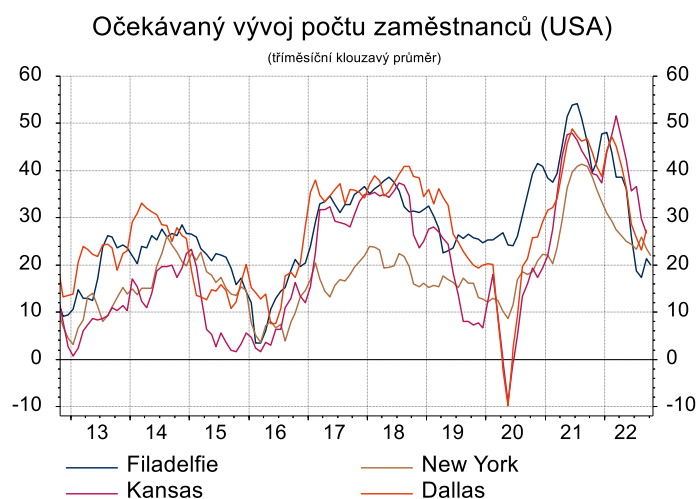
## Rizika

Americká ekonomika nyní čelí dvěma protichůdným rizikům. Menším a časem se dále zmírňujícím rizikem jsou možné mzdové tlaky plynoucí z kombinace utáženého trhu práce a poklesu reálné mzdy. Utažení měnové politiky a následné zpomalení ekonomiky by toto riziko měly poměrně brzo eliminovat. Druhým a momentálně podstatně závažnějším rizikem je přepálení restriktce. To by vedlo jen k další destabilizaci a rozkolísání ekonomického cyklu. Nyní je především potřeba napanikařit, být spíše trpělivý, opatrný a uměřený než aktivistický a přehnaný. Současná zvýšená rizika jsou do značné míry důsledkem šoku, kterým ekonomika prošla, a následky šoku léčí především čas.

### Tržní inflační očekávání narostla.



### Trh práce je silný, ale předstihové ukazatele varují před jeho slábnutím.



## EUR/USD

Říjen začal kurzem na paritě a končil kurzem lehce nad paritou. Mezitím se však kurz držel poměrně výrazně pod paritou, když první polovina měsíce byla ve znamení posilování dolaru a druhá ve znamení jeho oslabování. Klíčovým faktorem byly opět sazby Fedu a ECB. V první polovině měsíce trh zvyšoval svoje očekávání konečné úrovně sazeb, což souviselo především s dalším negativním překvapením u inflace. Druhá polovina měsíce přinesla stabilizaci očekávání ohledně konečné úrovně amerických sazeb na jedné straně a podstatný pokles cen zemního plynu, a tedy zlepšení vyhlídek ekonomiky v Evropě na druhé straně. To byly faktory, které pomohly euru v návratu na paritu. Zároveň je důležité, že euro je na historicky slabých úrovních, takže dopad informací na kurz je asymetrický – mnohem více jsou cítit informace pozitivní pro euro než informace pozitivní pro dolar. Euro podporují i některé technické faktory, především tendence vybírat zisky a stoplossy u pozic zaměřených na posílení dolaru, naopak prorůstové momentum dolaru hodně zesláblo. Na definitivní obrát trendu je pravděpodobně ještě příliš brzy: tento scénář může získat na aktuálnosti v době, kdy Fed ukončí etapu zvedání sazeb a trhy začnou uvažovat o tom, jak dlouho sazby na těchto úrovních vydrží. Do konce roku by tedy měl dolar zůstat silný. Může se sice vrátit pod paritu, ale nová maxima jsou nepravděpodobná a ještě méně pravděpodobné je výraznější posílení nad dosavadní maxima. Příští rok by však měl dolar už slábnout, přičemž tempo jeho oslabování bude primárně záležet na reakci americké ekonomiky na současný růst sazeb, a tedy na tom, jak dlouho bude trvat, než se Fed rozhodne k jejich snižování. Roli bude hrát i vývoj sazeb ECB, a to jak finální hodnota v cyklu, tak vyhlídky dlouhodobějšího vývoje. Euro bude ovlivňovat také vývoj a dopady energetické krize.

## EUR/CZK

Na rozdíl od ostatních měn v regionu kurz české koruny zůstává stabilní navzdory silicím jestřábím hlasům jak v USA, tak v eurozóně. Za stabilitou koruny ale stojí nikoliv důvěra trhů, ale ČNB se svými vysokými devizovými rezervami. Jak moc byla nucena ve prospěch koruny intervenovat, zveřejňuje ČNB vždy až s dvouměsíčním zpožděním, ovšem orientační údaje z dekadní bilance ukazují, že objem intervencí v září se oproti srpnu, kdy ČNB nakoupila koruny za 2,4 mld. EUR, příliš nezvýšil a zdá se, že situace byla obdobná i v říjnu. Aktuální výše rezerv je 140 mld. EUR, proto by pro ČNB v nadcházejících měsících neměl být problém kurz udržet na stávajících hodnotách okolo 24,5 koruny vůči euru. Zajímavý byl v tomto ohledu nedávný komentář člena bankovní rady Oldřicha Dědka, že pokud by se ukázalo, že se kvůli nepříznivému ekonomickému vývoji zvyšuje tlak na oslabování kurzu koruny, hlasoval by pro zvyšování sazeb.

Je zřejmé, že ČNB bude korunu i nadále podporovat a bránit ji proti nadměrné volatilitě.

## Dluhopisy

Na začátku října skončila výrazná korekce, při které se výnos desetiletého státního dluhopisu dostal z hodnot těsně nad 4,0 % až k 3,57 %. Desetiletý výnos pak po větší část října rychle rostl. Na ostrém vrcholu se přiblížil k 4,35 %. Zejména v poslední fázi růstového trendu velmi pravděpodobně převažovaly technické faktory. Nasvědčuje tomu jak prudkost růstu ve finální fázi, tak rychlost následného obrátu. Ke konci měsíce se desetiletý výnos vrátil k 4,0 %. Fundamentálně byl říjnový trend motivován obavami z přetrvávající inflace a následným zvýšením očekávání vrcholu cyklu úrokových sazeb. Trh navíc očekává pouze velmi pomalý pokles sazeb. To spolu s poklesem tržní likvidity (snižování bilance Fedu neboli kvantitativní utahování) a očekávaným velkým objemem nově emitovaných dluhopisů přispívá k tlaku na růst dlouhého konce výnosové křivky. Tyto faktory vedou k očekávání návratu k růstu výnosů a pravděpodobného testování dosavadních lokálních maxim ve střednědobém horizontu. Krátkodobě vývoj klíčově ovlivní listopadové zasedání Fedu. Méně jestřábí komunikace by mohla ještě prodloužit korekci, ale je zde i riziko scénáře „sell on news“ nebo přímo zklamání z neuskutečnění očekávaného zmírnění rétoriky. Krátký konec výnosové křivky, který se primárně řídí očekávaným vývojem sazeb Fedu, měl klidnější vývoj, pouze rostl v souladu s vyšším očekávaným vrcholem cyklu sazeb. U krátkého konce je pravděpodobná stabilita, a pokud by Fed naznačil, že hodlá zpomalit tempo růstu sazeb, je možný i jeho pokles.

Vývoj v EMU byl v zásadě podobný jako v USA. Lišil se hlavně tím, že se růst výnosů koncentroval do první poloviny října. V polovině měsíce prošel trh státních dluhopisů krátkou konsolidací, po které ještě trochu narostl (německý desetiletý výnos se přitom dostal až na 2,52 %), aby nakonec skončil poměrně ostrou korekcí (německý desetiletý výnos při ní klesl na 2,15 %). Vývoj ovlivňovaly jak domácí faktory (pomohl pokles cen zemního plynu), tak situace na americkém trhu. Nižší ceny zemního plynu, pokud se udrží, a ještě lépe pokud by dále klesly, mohou trvání nižších výnosů prodloužit díky menším inflačním očekáváním a menšímu riziku vážnějších ekonomických problémů. Nižší ekonomická rizika by také pomohla v souvislosti s rozšiřováním rozdílu mezi německými a italskými výnosy, což by značně ulehčilo situaci ECB. Očekávání trhu ohledně konečné úrovně sazeb v eurozóně jsou podstatně mírnější než v USA, takže tlak na růst výnosů by zde mohl být nižší. Opětovný růst výnosů je přesto pravděpodobný kvůli vlivu vývoje v zámoří.

Dlouhý konec české výnosové křivky je v ostrém růstovém trendu už od poloviny prosince. Krátký konec stagnuje zároveň s tím, jak se stabilizovalo očekávání ohledně dalšího vývoje úrokových sazeb, takže dochází ke



zmenšování inverze. Ta však byla velmi výrazná, tudíž křivka v ní stále zůstává. Desetiletý výnos se v říjnu dostal na maximum 6,27 %, poté pod vlivem korekce ve světě mírně klesl. Dlouhý konec české výnosové křivky aktuálně tíží řada faktorů: riziková averze, pokles likvidity ve světě, vysoké schodky českého rozpočtu, které je nutné financovat vyššími emisemi státních dluhopisů. Navíc nelze vyloučit ani přehodnocení postoje bankovní rady ČNB a další růst sazeb, pokud by se ukázalo, že dochází k přílišnému růstu mezd nebo inflačních očekávání. Roli může hrát i případný tlak proti koruně. Z krátkodobého hlediska tedy stále existuje prostor pro růst výnosů. Z dlouhodobého hlediska jsou však výnosy na dlouhém konci výnosové křivky vysoce atraktivní, pokud není hlavním scénářem ekonomický rozvrat.

## Akcie

V říjnu na amerických akciových burzách převládala konsolidace při vysoké volatilitě. Až ke konci měsíce si trh užil zřetelnějšího růstu, který ovšem nevydržel. Trh na jedné straně zápasí se svůdností akcií po výrazném poklesu (index S&P500 klesl z maxima na přelomu loňského a letošního roku do říjnového minima o 25 %) a na druhé straně s vysoce nejistými vyhlídkami ekonomiky i jednotlivých společností. Firmy, které trh miloval (FANG), upadly do nemilosti a stále hledají své dno a investoři zatím nenašli nové favority, kteří by je nahradili. Dno poklesu tedy ještě stále může být, a podle našeho názoru ještě je, před námi. Je nutné počítat s velmi vysokou volatilitou provázející nejistotu, a tedy s prudkými reakcemi na informace, ať už se týkají makroekonomického vývoje, měnové politiky centrální banky, nebo výsledků v aktuálně probíhající výsledkové sezóně. Konec medvědího trhu může být ve znamení kapitulace investorů provázené posledním prudkým propadem. Dno však už může být relativně blízko. Vyznačit by ho mohl konec cyklu růstu sazeb anebo jasnější náznaky zmírňování inflace. Příští rok by tedy mohl a měl být podstatně příznivější než letošní.

Výkonnost evropských trhů byla v říjnu lepší než výkonnost amerických trhů. Hlavní příčinou byl výrazný pokles cen zemního plynu, který zlepšil vyhlídky evropských ekonomik. Evropa je stále vystavena řadě velkých nejistot. K největším patří vývoj rusko-ukrajinské války, vývoj energetické krize a otázka stability trhů evropských státních dluhopisů. Ani v Evropě tedy nelze s jistotou říci, zda už máme dno za sebou. Bylo by tomu tak pouze tehdy, kdyby nedocházelo k dalším komplikacím, což není příliš pravděpodobné. Stejně jako v USA je tedy nutné počítat především s vysokou volatilitou, Evropu navíc tíží větší míra nejistoty.

Vývoj na českém trhu byl v zásadě podobný jako na hlavních evropských trzích. Rozdíl byl především v rozsahu růstu ve druhé polovině měsíce. Zatímco Evropa se dostala do plusu, český akciový trh v měsíčním horizontu jen konsolidoval. Důvodem byla především horší výkonnost

akcií ČEZ, které v první polovině října pokračovaly v poklesu, přičemž růst ve druhé polovině nestačil pokles z první poloviny dorovnat. ČEZ je stále silně ovlivňován vývojem kolem daně z mimořádného zisku a tím, jak investoři vyhodnocují její dopady na hospodářské výsledky společnosti. Podobná je situace i u bank, ty však zastihl říjen v podstatně lepší formě než ČEZ. Rostly především akcie Komerční banky a Erste, Moneta stoupala jen mírně. Šumy způsobené daní z mimořádného zisku aktuálně překrývají reakce na makroekonomický vývoj a částečně i vliv vývoje na zahraničních trzích. S tím, jak se situace kolem daně vyjasní, by se však trh měl vrátit ke sledování fundamentů. Těch se bude týkat výsledková sezóna, která začíná už tento týden v pátek, kdy zveřejní své výsledky Komerční banka a Erste. ČEZ zveřejňuje výsledky 10.11. a 15.11. CIG. Sentiment bude také hodně ovlivňovat vývoj především na evropských trzích.

## Kredit

Česká pobočka UniCredit bude na jedenáctého října vzpomínat rozhodně radostněji než plzeňská Viktoria. Zatímco si náš jediný reprezentant v Lize mistrů vezl domů pětigolový příděl z mnichovské Allianz arény, bouchalo v pražské centrále italského bankovního domu šampaňské po úspěšné emisi eurobondu. Benchmark, jak bývá označována emise o minimálním objemu 500 milionů EUR, získal díky zajištění krycím blokem hypotečních úvěrů od Moody's rating Aa2, čili celé 4 stupně nad ratingem emitenta. S fixním kupónem 3,125 % neboli pouhých 55 bb kreditního spreadu se podařilo naplnit knihu během dopoledne. Současná nelehká situace na trhu se projevila v brzkém uzavření knihy, kdy se manažeři nesnažili knihu přeupsat a emitent raději shrábl příslovečného vrabce do hrsti.

Hned následující den se na čerstvě umetenou cestu vydala i dlouho očekávaná benchmarková emise Českých drah. Patříčně posilněna potvrzeným investičním ratingem od Moody's na úrovni Baa2 a premiérově i zeleným ESG puncem. Investoři pozitivně kvitovali vyšší kreditní spread i kratší tenor ve srovnání s neúspěšnou emisí ze začátku července, kterou se národní dopravce pokoušel neomalené omluvit tragickou nehodou Pendolina. Pětiletý dluhopis bude vyplácet roční výnos 5,625 %, což odpovídá rovným 300 bb kreditního spreadu.

## Komodity

Říjen přinesl korekci na klesajícím trendu. Hlavním důvodem bylo rozhodnutí kartelu OPEC výrazně snížit produkci. Kartel tak reagoval na zhoršující se vyhlídky světové ekonomiky, které negativně dopadaly na odhady budoucí spotřeby ropy a následně na její cenu. Růst v bezprostřední reakci na oznámení omezení produkce byl výrazný, ale netrval dlouho a druhá polovina října už byla do značné míry ve znamení konsolidace. Cenu by nyní

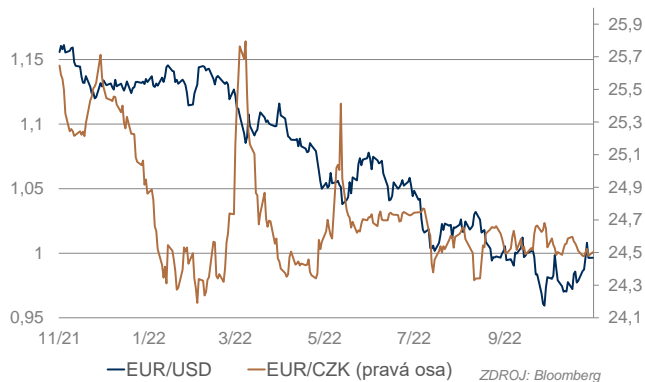


měla ovlivňovat především očekávání délky a rozsahu zpomalení světové ekonomiky. Z regionů bude hodně důležitá Čína, která se potýká s řadou problémů zpomalujících její růst. Výrazný vliv bude mít i vývoj měnové politiky Fedu a ECB. Podle našeho názoru je momentálně riziko spíše na straně obnovení tlaku na pokles, protože to nejhorší z hospodářského hlediska je ještě před námi. Navíc je možné, že USA by mohly ve snaze zabránit dalšímu růstu cen ropy opět odprodat část svých strategických rezerv. Dokud světová ekonomika nezačne vykazovat známky oživení, měla by se cena ropy držet relativně nízko.

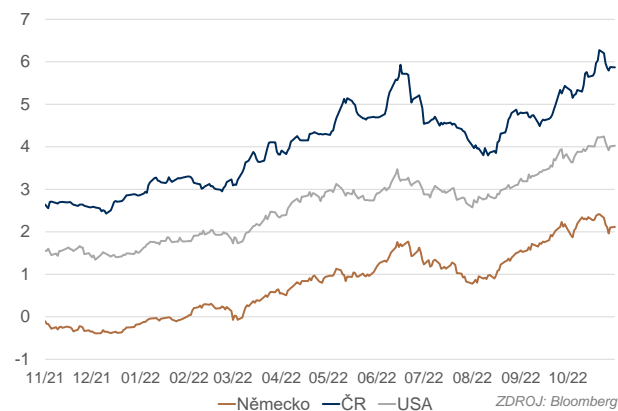
Cena zlata prošla na přelomu září a října ostrou korekcí, v jejímž rámci narostla o více než 100 USD z 1620 nad 1730 USD. Korekce byla rychlá a krátká – na konci prvního týdne října už cena zlata zase klesala a pokles vydržel další dva týdny. Po dosažení hladiny 1650 USD se trend opět obrátil k růstu. Vývoj ceny zlata do značné míry kopíroval výkyvy kurzu dolaru, částečně ho formovalo také chování hlavních dluhopisových trhů. Dolar by měl být hlavním faktorem ovlivňujícím kurz i nadále. Lze tedy očekávat pokračující vysokou volatilitu. Pro zlato je výhledově pozitivní, že zatím odolává kombinaci velmi silného dolaru a rychle rostoucích sazeb výborně. Další růst sazeb by ho sice mohl dostat pod tlak, ale podle dosavadního vývoje není pravděpodobný výraznější propad ceny. Naopak z dlouhodobějšího hlediska může už být aktuální cena zlata atraktivní, protože v dlouhodobém horizontu lze očekávat slabší dolar a nižší sazby.



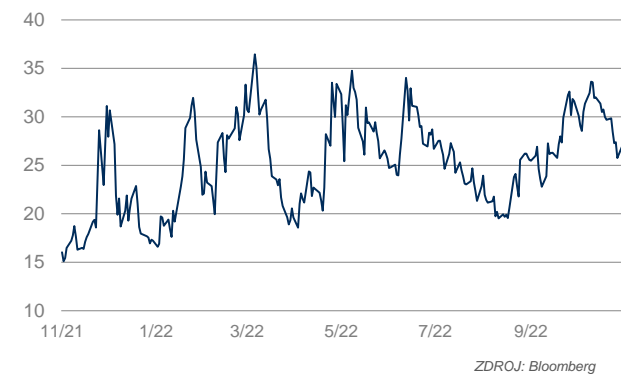
## Devizové kurzy



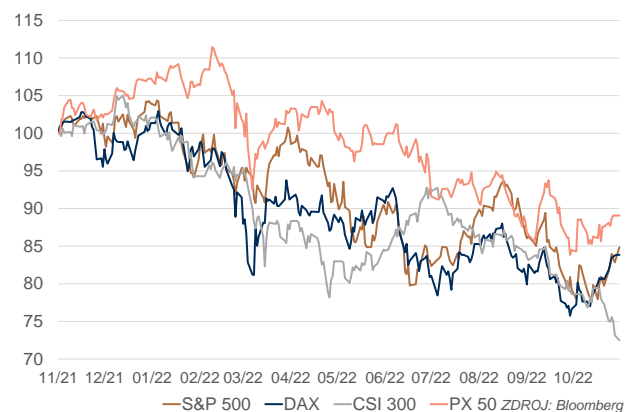
## Dluhopisy (10 let)



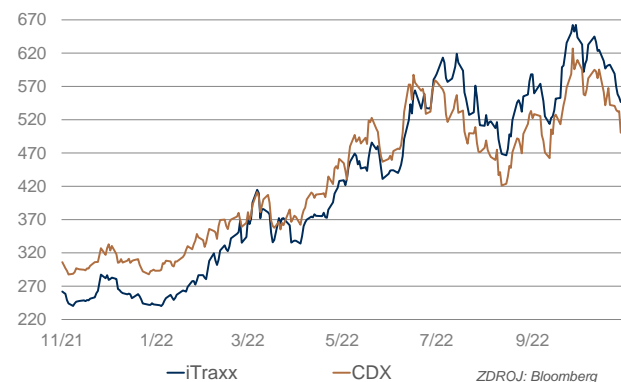
## Index volatility VIX



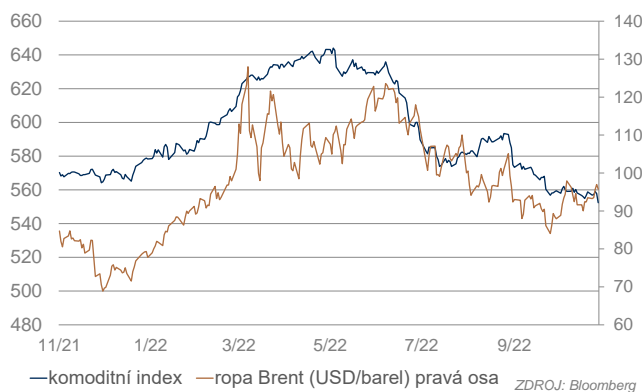
## Akciové indexy (1. 9. 2021 = 100)



## 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*
<b>SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK</b>									
Fed	0 - 0,25	3,00-3,25	3,00-3,25	4,25-4,50	↑	4,25-4,50	→	4,00-4,25	↓
ECB	0	1,25	2	2,5	↑	2,75	↑	2,75	→
ČNB	1,5	7	7	7	→	7	→	5,75	↓
<b>KURZY</b>									
EUR/USD	1,16	0,98	0,99	0,96	↓	1,00	↑	1,03	↑
EUR/CZK	25,6	24,6	24,5	24,6	→	24,6	→	24,5	↓
<b>DLUHOPISY</b>									
US dluhopis 2y	0,50	4,28	4,45	4,2	↓	4,0	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	1,55	3,83	4,03	4,0	↓	3,5	↓	3	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,59	1,76	1,97	2,25	↑	2,5	↑	2	↓
Něm. dluhopis 10y	-0,11	2,11	2,12	2,25	↑	2,5	↑	2	↓
České dluhopisy 2y	2,93	5,90	6,00	6,00	→	5,5	↓	4	↓
České dluhopisy 10y	2,65	5,34	5,83	5,5	↓	5	↓	3,75	↓
<b>KREDIT</b>									
USA CDX 5y	306,0	609,7	500,5	500,0	↓	450	↓	400	↓
EMU iTraxx 5y	262,0	643,7	547,9	520,0	↓	480	↓	370	↓
<b>AKCIE</b>									
S&P 500	4605,4	3585,6	3901,1					4300	↑
Eurostoxx 50	4250,6	3318,2	3613,0					3900	↑
DAX	15688,8	12114,4	13243,3					14500	↑
CSI 300	4908,8	3804,9	3508,7					4200	↑
PX 50	1338,6	1144,9	1184,1					1300	↑

\* 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)	-1,9	9,1	3,8	3,5	4,6	3,7	1,6	-0,1	-5,5	3,5	2,2	1,5
soukromá spotřeba	-6,2	9,0	5,5	8,4	8,2	0,2	-1,3	0,8	-6,8	4,4	3,4	3,0
vládní spotřeba	1,3	1,3	3,6	0,0	2,2	1,3	1,4	-0,1	3,4	3,0	2,8	1,0
investice	-4,0	-0,3	3,1	3,9	6,9	6,1	5,4	3,9	-7,5	0,6	1,5	5,0
dovoz	6,1	34,5	10,3	6,0	5,1	2,7	2,5	1,8	-6,9	11,5	2,2	2,6
vývoz	4,5	33,1	-0,2	-3,9	0,4	1,8	5,9	3,8	-6,9	5,1	3,1	5,4
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,3	3,1	2,7	3,4	3,4	3,2	3,3	3,5	3,5	3,8	3,7	3,7
inflace (% y/y)	2,2	2,9	4,1	6,1	11,2	15,8	17,8	18,0	3,2	3,9	15,3	7,2
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	0,5	-3,7	-1,9
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,4	-6,9	-4,6	-4,0
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	37,7	41,9	44,1	46,0

## Evropská měnová unie

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-0,9	14,6	3,9	4,8	5,5	3,5	1,9	0,9	-6,1	5,3	3,0	0,0
soukromá spotřeba	-5,5	12,4	2,9	5,9	7,9	3,9	1,1	0,4	-7,7	4,0	3,7	0,0
vládní spotřeba	2,9	7,8	2,7	2,4	2,9	0,7	1,8	1,4	3,3	2,6	1,9	1,2
investice	-5,3	19,0	2,3	2,4	3,6	2,6	3,7	-0,5	-8,0	2,0	2,6	0,2
dovoz	-5,7	22,1	10,1	9,1	10,0	6,0	6,6	1,7	-8,4	9,1	6,7	2,0
vývoz	-0,3	26,4	10,3	8,3	9,0	5,5	5,5	2,5	-8,9	11,2	6,1	1,7
nezaměstnanost (%)	8,2	8,1	7,5	7,1	6,8	6,9	6,7	6,9	8,0	7,7	6,8	7,1
inflace (% y/y)	1,0	1,8	2,9	4,7	6,1	8,0	9,3	9,5	0,3	2,6	8,2	5,5
jádrová inflace (% y/y)	0,9	0,9	1,9	2,6	3,0	3,7	4,7	4,0	0,8	1,5	3,9	3,2
běžný účet (% HDP)	2,6	3,1	3,1	2,5	1,6	0,2	-0,7	-0,8	1,7	2,4	0,8	1,3

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

\* 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 Němejč

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.

