

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Inflace a mzdy

ČR Pokles domácí poptávky se projevuje napříč spotřebitelským košem, výrazně i u potravin

EMU Předstihové indikátory se dále vylepšují

USA Růstové parametry pozitivně překvapily

www.ppfbanka.cz

březen 2023

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



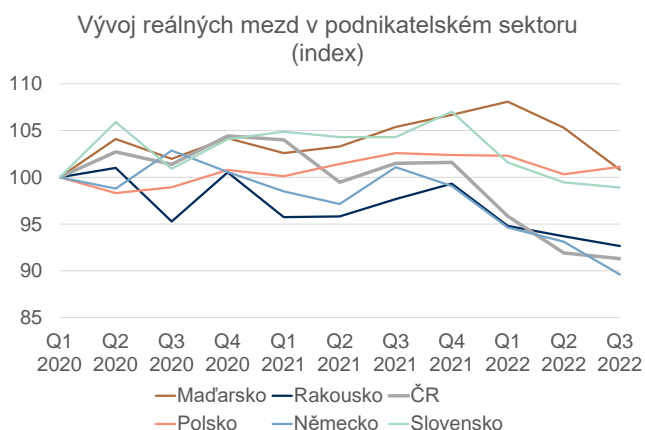
Kliknutím na kapitolu v obsahu se přesunete na její začátek. Tato šipka na dalších stranách vás vrátí zpět na obsah.

Inflace zůstává klíčovým makroekonomickým parametrem pro posouzení dalšího pravděpodobného vývoje světové ekonomiky. Vrchol inflační vlny je pravděpodobně za námi, otázkou zůstává, jak rychle bude klesat tempo růstu cen. Pokles reálných příjmů související s prudkým růstem cen nevyhnutelně vede k tlaku na růst mezd, zároveň to, jak rychle budou mzdy dohánět inflaci, bude klíčové pro tempo zpomalování inflace.

Inflace a mzdy

Inflace patrně už prošla svým vrcholem. Kombinace opadnutí vlny prudkého nárůstu osobní spotřeby po ukončení omezení souvisejících s pandemií, zlepšeného fungování dodavatelsko-odběratelských řetězců, nižší spotřeby kvůli poklesu kupní síly způsobenému inflací a utahování měnových podmínek centrálními bankami by měla vést k postupné normalizaci a návratu inflace na přijatelné úrovni v okolí cílů centrálních bank. Klíčovým rizikem jsou nyní tzv. sekundární zdroje inflačních tlaků, tedy mechanismy, které přes zpětnou vazbu z inflace do nákladů prodlužují trvání vysoké inflace nebo dokonce hrozí vznikem nebezpečné inflační spirály. Jedním z nejdůležitějších mechanismů je vzájemný vztah mezi mzdami a inflací. Tím, jak tento vztah funguje, a jak jsou na tom z tohoto hlediska aktuálně důležité ekonomiky, se budeme zabývat v tomto tématu měsíce.

Mezi inflací a mzdami existuje silný vzájemný vztah. Mzdy jsou částí produkčních nákladů a jejich růst tedy může podporovat inflaci, pokud je rychlejší než růst produktivity nebo pokud není kompenzován snížením ziskových marží. Inflace snižuje reálnou kupní sílu mezd a vyvolává tedy logicky tlak na jejich růst, který by tuto ztrátu eliminoval. Za normálního rovnovážného stavu (inflace zhruba do 4 %) je



Zdroj: Eurostat, Refinitiv Datastream, PPF banka

obvykle kombinace inflace, růstu mezd a růstu produktivity díky poměrně pomalému tempu růstu cen a mezd taková, že nijak nenarušuje ekonomickou stabilitu. Mzdy a ceny spolu korelují a růst obou má společnou příčinu, kterou je ekonomická expanze. V případě inflačního šoku, a tedy

podstatného zrychlení růstu cen, však dochází k vzájemnému působení mezi inflací a růstem mezd, které může vést ke vzniku nestability, tedy ke vzniku mzdově-inflační spirály. To, jak rychle růst mezd kompenzuje ztrátu jejich kupní síly způsobenou inflací, hodně ovlivňuje tempo zmírňování rychlosti růstu cen po inflačním šoku, což následně ovlivňuje také vývoj inflačních očekávání. Pokud inflační šok vede k výraznému růstu inflačních očekávání, může dojít k situaci, kdy se zaměstnanci při mzdových vyjednáváních snaží kompenzovat nejen minulý, ale i očekávaný růst cen, což vede k efektu samosplnitelného proroctví – rychlý růst mezd přes růst nákladů a jejich snadnější promítání do cen (díky tomu, že se růst cen kvůli vyšším inflačním očekáváním stává přijatelným a snadným řešením růstu produkčních nákladů) dále zrychluje inflaci, což vyvolává další a ještě silnější tlak na růst mezd. Specifickým mechanismem, který podporuje riziko vzniku inflační spirály, je automatické indexování mezd. Indexování spolu se silou odborů hrálo významnou roli ve vysoké inflaci a následně stagfaci v sedmdesátých letech v USA. Pokud centrální banka v takové situaci včas nezasáhne a zvýšením sazeb neomezí úvěrovou emisi, vznikne inflační spirála.

Inflace, mzdy a náklady na pracovní sílu

Než přejdeme k analýze současné situace, tak se nejprve krátce podíváme na to, jak se měří inflace a vývoj mezd.

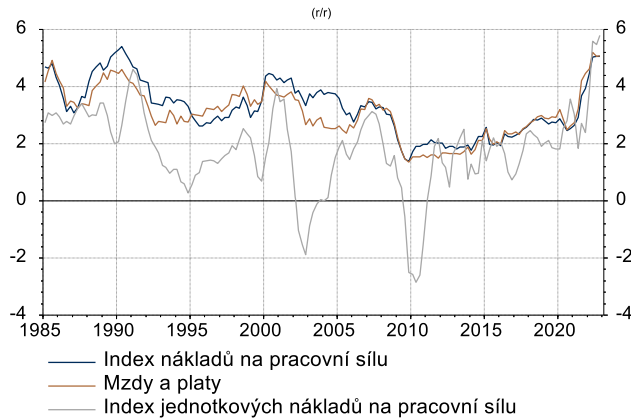
Základní a nejdříveji používanou mírou inflace je index spotřebitelských cen. Index je založen na metodě statistického vzorku – na základě průzkumu spotřeby domácností se vybere reprezentativní vzorek zboží (tzv. spotřební koš) a následně sledován jeho cenový vývoj. Spotřební koš je periodicky upravován tak, aby adekvátně reprezentoval aktuální strukturu spotřeby domácností. Vedle vývoje spotřebitelských cen je sledován i vývoj cen v průmyslu. Metodologie je podobná jako u spotřebitelských cen. Opět je na základě průzkumu vytvořen reprezentativní vzorek, tentokrát zboží nakupovaného podniky, a následně je sledován vývoj cen v rámci tohoto vzorku. Konečně posledním, široce využívaným způsobem sledování inflace jsou tzv. deflátoři, tedy míra změny cen v rámci skutečné spotřeby (zahrnuje ceny všech statků v ekonomice). U nás jsou deflátoři počítány a využívány v rámci tvorby údajů o vývoji HDP.

Také u mezd existuje několik metod sledování jejich vývoje. Základní metodou je sledování vývoje průměrné mzdy. V Evropě jde typicky o měsíční mzdy, v USA o hodinové a týdenní. Průměrné mzdy jsou počítány jako suma mezd vyplacených v daném období dělená počtem zaměstnanců. V Evropě je tento způsob výpočtu mzdy neproblematický, ale v USA, kde čas od času dochází



k velkým výkyvům v zaměstnanosti, přičemž tyto výkyvy obvykle postihují primárně málo placené zaměstnance, a výrazně tedy ovlivňují frekvence výskytu výše mezd, jsou

USA: náklady na pracovní sílu



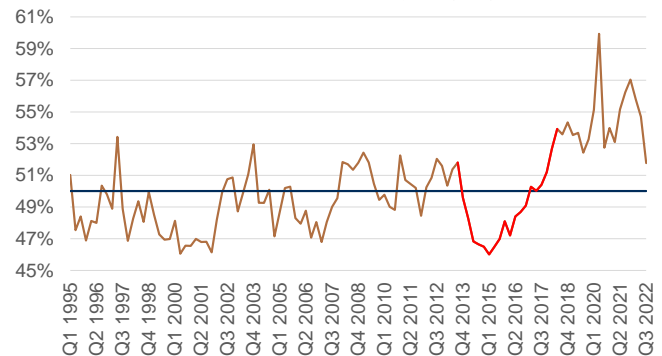
Zdroj: Refinitiv Datastream

data zkršená. Extrémním případem byl začátek pandemie, kdy práci dočasně ztratilo přes 20 milionů méně placených zaměstnanců, což vedlo ke skoku průměrné mzdy nahoru, a poté, co byli tito zaměstnanci přijati zpět, zase dolů. Aby se tomuto typu problémů vyhnul, počítá Atlantský Fed vývoj průměrných mezd na vzorku populace (Atlanta Fed's Wage Growth Tracker¹), který není citlivý na kolísání celkového počtu zaměstnanců. Širším ukazatelem je ukazatel nákladů na zaměstnance (Employment Cost Index v USA, Labour Cost Index V Evropě), který vedle mezd započítává i bonusy a příspěvky na sociální zabezpečení placené zaměstnavatelem. Jde tedy o přesnější hodnotu nákladů zaměstnavatele na zaměstnance. Jednotkové náklady na pracovní sílu pak zohledňují produktivitu, neboli ukazují, jaké jsou náklady pracovní síly na jednotku produkce. Z hlediska výpočtu jde o náklady na zaměstnance upravené o produktivitu.

U mezd je důležité vzít do úvahy jejich vývoj jak nominální, který je součástí celkových nákladů na pracovní sílu, tak reálný (tedy upravený o inflaci), jenž ukazuje vývoj reálné kupní síly zaměstnanců. Jestliže reálné mzdy rostou méně než reálný HDP (případně klesají více než reálný HDP), dochází k „distribučnímu konfliktu“, tedy ke snížení podílu zaměstnanců na vytvořené přidané hodnotě ve prospěch podniků (kapitálu). To je obvykle způsobeno kombinací inflačního šoku a toho, že mzdy jsou podstatně rigidnější než spotřebitelské ceny a zaostávají tak za jejich vývojem. Nominální růst mezd je tedy vždy nutné vnímat v kontextu dalších ekonomických parametrů, jako je inflace a rychlost růstu ekonomiky. Tempo růstu nominálních mezd by v dlouhodobém průměru mělo být úměrné nominálnímu tempu růstu HDP s tím, že je potřeba vzít do úvahy vývoj kapitálového vybavení práce. Ilustruje to vývoj podílu mezd na přidané hodnotě v českém zpracovatelském průmyslu,

uvedený v grafu. Podíl mezd na přidané hodnotě bude ještě několik čtvrtletí klesat, pak by se měl postupně vracet na vyšší úroveň, podobně jako tomu bylo ve vyznačeném období po recesi 2012–2013. Určitá úroveň sekundárních efektů a zrychlení růstu nominálních mezd po inflačním šoku jsou tedy nevyhnutelné a jde jen o to nepřipustit, aby toto zrychlení bylo natolik výrazné, že by vedlo k podstatnému trvalému posunu inflačních očekávání na úroveň, která by vyvolala mzdově-inflační spirálu. Pokud se centrální banka snaží omezit růst mezd více a rychleji, než je nezbytně nutné, nebo pokud už dochází k vytváření inflační spirály a je nutné ji zastavit, dochází k narovnání podílu mezd na přidané hodnotě částečně přes pokles HDP, tedy recesí.

Podíl mezd na přidané hodnotě ve zpracovatelském průmyslu (ČR)



Zdroj: Eurostat, Refinitiv Datastream, PPF banka

Historická zkušenost

Analýzou rizika vzniku mzdově-inflační spirály se nedávno (zveřejněno v listopadu 2022) zabýval tým ekonomů MMF². Prozkoumal poměrně rozsáhlý soubor epizod ve vyspělých ekonomikách, kdy docházelo k souběžnému zrychlování inflace a růstu nominálních mezd. Ve zkoumaných epizodách alespoň ve třech ze čtyř po sobě následujících čtvrtletích došlo ke zrychlení jak u inflace, tak u nominálních mezd. Analýza ukázala, že v době od šedesátých let vedly tyto epizody k další akceleraci inflace a nominálních mezd jen zcela výjimečně a že tedy v naprosté většině případů ke vzniku inflační spirály nedošlo. Významnou výjimkou byly USA na konci sedmdesátých let, kde vznikající inflační spirálu zastavila tvrdá měnová politika Fedu pod vedením prezidenta Paula Volckera. Ještě méně pravděpodobný byl vznik inflační spirály v situacích podobných současnosti, kdy klesaly reálné mzdy. V takových případech měly nominální mzdy tendenci udržet si rychlejší růst i po odeznění inflačního šoku a kompenzovat tak předchozí pokles reálné mzdy.

¹ <https://www.atlantafed.org/chcs/wage-growth-tracker?panel=2>

² <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2022/11/11/Wage-Price-Spirals-What-is-the-Historical-Evidence-525073>



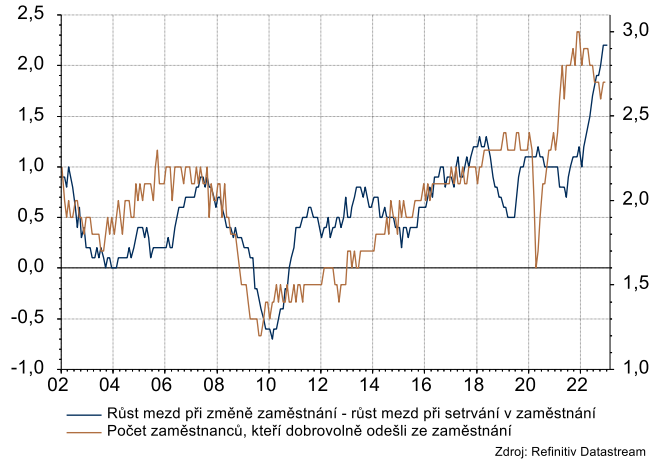
Toto dorovnávání však ke vzniku mzdově-inflační spirály nevedlo. Podle autorů je důležitým závěrem studie to, že akcelerace růstu nominálních mezd po inflačním šoku nemusí nezbytně vést ke vzniku mzdově-inflační spirály.

Hrozí tedy aktuálně mzdově-inflační spirála?

Jak centrální bankéři, tak investoři se obávají, že silný trh práce v USA i v Evropě povede k tlaku na nadměrný růst mezd. V Evropě však ani nominální mzdy – přinejmenším prozatím – většinou nepřekračují obvyklé tempo růstu, v USA rostou nominální mzdy rychleji než před pandemií. Reálné mzdy však klesají – a často výrazně – všude. Tlak na rychlejší růst nominálních mezd je tak prakticky nevyhnutelný. Otázkou je, jak bude silný a jak rychle se tedy budou reálné mzdy vracet k úrovni před pandemií.

Hlavním důvodem, proč se obávat rizika vzniku mzdově-inflační spirály, jsou hodně napjaté trhy práce v řadě vyspělých států. Nedostatek volných pracovních sil zlepšuje vyjednávací pozici zaměstnanců, zvyšuje motivaci podniků přetahovat zaměstnance od konkurence nabídkou vyšších mezd a zvyšuje ochotu zaměstnanců opouštět stávající pozice ve snaze najít si místo s vyšším platem. V USA existuje v rámci dat o nabídce pracovních míst (JOLTS) položka sledující po měsících vývoj počtu zaměstnanců dobrovolně ukončujících svůj pracovní poměr. V rámci statistik atlantského Fedu o vývoji mezd (už

reálných mezd na delší období. Dalším faktorem je obecný pokles podílu mezd na produkčních nákladech, a tedy menší tendence mezd ovlivňovat ceny. Tento faktor ovšem

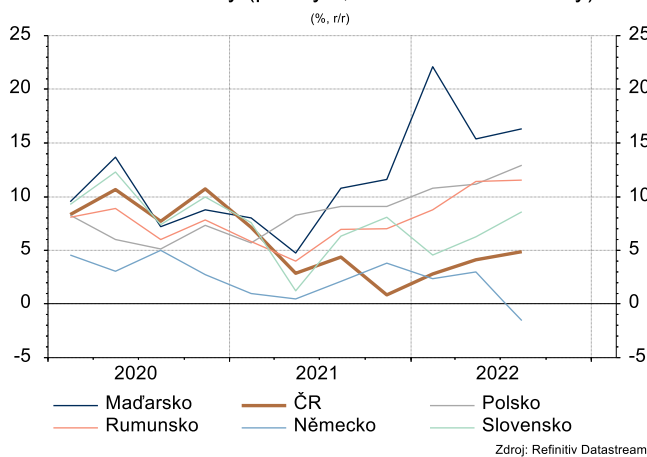


nemá stejnou váhu pro různá odvětví. Podstatně více se projevuje v průmyslu než ve službách. To vede k tomu, že inflace ve službách má tendenci být mnohem setrvačnější než v průmyslu.

Závěr

Ani aktuální tempo růstu mezd, ani strukturální ekonomické faktory momentálně neukazují na bezprostřední riziko vzniku mzdově-inflační spirály. Dohánění poklesu reálných mezd vzniklého v důsledku inflačního šoku ovšem bude zpomalovat pokles inflace a její návrat k cílům centrálních bank. Nevyhnutelné mzdové tlaky a pravděpodobně zrychlený růst nominálních mezd bude znepokojovat jak centrální bankéře, tak finanční trhy a pravděpodobně povede k prodloužení období vysokých úrokových sazeb. To s sebou nese riziko, že ve snaze zkotit inflaci budou centrální bankéři příliš dlouho držet měnovou politiku příliš utaženou, což se bude negativně projevovat na růstu ekonomiky.

Nominální mzdy (průmysl, stavebnictví a služby)



zmiňovaný Atlanta Fed's Wage Growth Tracker) zároveň existuje položka sledující vývoj mezd zaměstnanců, kteří změnili zaměstnání, a zaměstnanců, kteří zůstali ve svém zaměstnání. Indikátorem mzdových tlaků je pak rozdíl v tempu růstu mezd mezi těmito dvěma skupinami. Graf ilustruje vzájemnou provázanost mezi počty dobrovolných odchodů a prémie v růstu mezd při změně zaměstnání.

Zároveň existují důvody, proč by mělo být riziko vzniku mzdově-inflační spirály aktuálně nižší, než tomu bylo na konci sedmdesátých let v USA. Nejdůležitější je obecně menší síla odborů a mnohem menší výskyt indexace mezd. To by mělo umožnit rozložení kompenzace poklesu



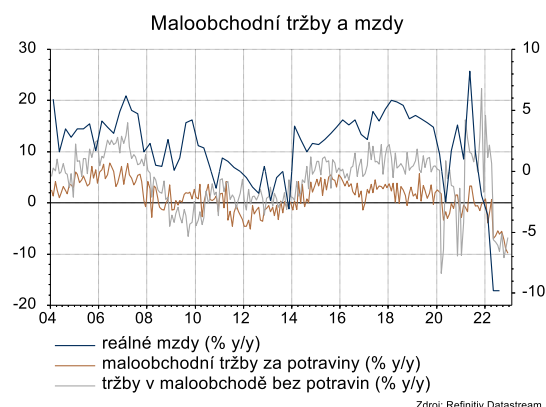
Maloobchodní tržby potvrdily, že českou ekonomiku brzdí zejména slabá domácí poptávka tlumená klesajícími příjmy při vysoké inflaci. Většina členů bankovní rady ale věří, že není třeba dalšího zvyšování sazeb, aby inflace poklesla k cíli na horizontu měnové politiky, a proto další zvyšování sazeb neočekáváme. Stabilní sazby by měly vydržet minimálně do srpna.

Ekonomická aktivita

Poslední zveřejněná čísla Českého statistického úřadu potvrdila, že spotřeba českých domácností klesá nejvíce v Evropě. Maloobchodní tržby v prosinci poklesly v meziročním srovnání o 7,3 % a celkově za rok 2022 byly o 3,6 % nižší než v předchozím roce. Za utlumenou spotřebou stojí zejména vysoká inflace a s ní spojený propad reálných příjmů. Oproti jiným krizím ale překvapivě hodně klesají tržby za potraviny, což není obvyklé. Tento trend ukazuje na fakt, že aktuální růst cen zasahuje nízkopříjmové domácnosti tak hluboce, že musí šetřit na jídle (s velkou pravděpodobností ne na kvantitě, ale na kvalitě). Vysoká inflace bude tlumit spotřebu minimálně ještě v první polovině letošního roku a vzhledem k vysokému podílu spotřeby domácností na HDP (45 %) i celkový ekonomický růst. Podle indexu spotřebitelské důvěry od ČSÚ se situace postupně zlepšuje, ale aktuální hodnoty indexu stále zůstávají pod svým dlouhodobým průměrem.

Naopak výrobní sektor ekonomiky byl v loňském roce úspěšnější. Průmyslová výroba v roce 2022 vzrostla o 1,7 %, a to zejména díky automobilovému průmyslu, který těžil z obnovení hladkého fungování dodavatelsko-odběratelských řetězců. V letošním roce bude vývoj průmyslové produkce ovlivněn ovlivňován především vysokými cenami energií a klesající zahraniční poptávkou. Indexy PMI se sice postupně zlepšují, ale stále zůstávají pod 50, tedy hranicí oddělující expanzi od kontrakce, a růst produkce tak pravděpodobně nebude výrazný.

Pokles reálných mezd se projevuje negativně na maloobchodních tržbách, netypicky výrazně i na potravinách.



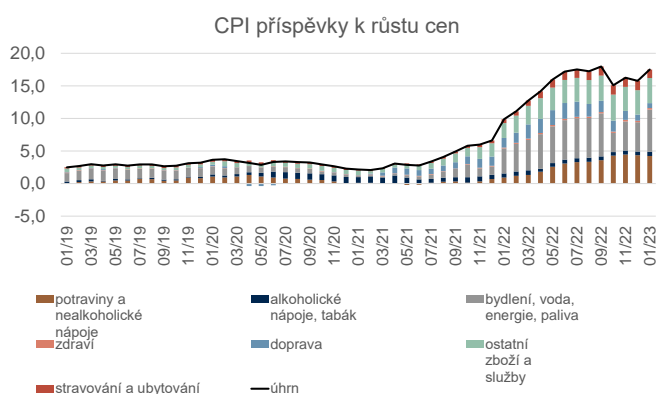
Inflace a centrální banka

Podle očekávání inflace v lednu vzrostla z prosincových 15,8 na 17,5 %. Největší vliv na růst cenové hladiny měl oddíl bydlení, voda, energie a paliva, který k celkovému růstu přispěl 6,5 pb, a to zejména díky ukončení úsporného tarifu (elektrina meziměsíčně narostla o 140 %); výrazný růst zaznamenaly i ceny tepla a teplé vody o 23,5 % m/m a vodného a stočného o 16,3 % m/m, resp. 30,3 % m/m. Pozadu nezůstaly ani potraviny, jejichž ceny meziměsíčně vzrostly o 3,9 %. Efekt lednového přeceňování byl zřetelný napříč spotřebitelským košem. Očekáváme, že inflace by se měla od února začít snižovat. K tomu přispěje jak vysoká srovnávací základna, tak utlumená domácí poptávka. Ceny elektřiny pro domácnosti budou klesat až se zpožděním. Stále existuje riziko, že inflace bude klesat pomaleji, než odhaduje ČNB, ale domníváme se, že pokud nedojde k výraznému nárůstu mezd, ČNB sazby zvyšovat nebude. Na posledním zasedání dne 2. února ponechala sazby opět beze změn, navzdory modelu. Většina členů bankovní rady se přiklonila k alternativnímu scénáři, který počítá se stabilními sazbami až do konce 3. čtvrtletí a poté s jejich postupným snižováním. Tento postoj potvrzuje náš základní scénář stabilních sazeb minimálně do srpna 2023. Na únorovém zasedání měla bankovní rada k dispozici i novou prognózu, která se od té předchozí lišila jen velmi mírně. Změněn byl výhled HDP směrem k mírnějšímu propadu a výhled koruny byl v souladu s aktuálními hodnotami posunut směrem k silnějším hodnotám. Změna celkové inflace pro rok 2023 z 9,1 % na 10,8 % sice vypadá jako velký skok, je ale dána metodikou započítání úsporného tarifu, který inflaci v loňském roce uměle snížil a v letošním ji díky nižší srovnávací základně z 1. čtvrtletí 2022 zase zvýší. Modelový návrat inflace do cílovaného pásma zůstává 1. čtvrtletí 2024.

Rizika

Kromě geopolitické situace je pro českou ekonomiku rizikem pomalejší než očekávané snižování inflace a s tím spojený déletrvající útlum domácí spotřeby.

Inflaci v lednu výrazně ovlivnily ceny elektřiny.



Předstihové indikátory slibují další postupné zlepšování ekonomické situace eurozóny. Rizika jsou stále výrazná. Zdá se, že celková inflace je sice již za vrcholem a začíná klesat, ale jádrová se drží nad 5 %, a ECB má tak důvod k dalšímu zvyšování sazeb.

Ekonomická aktivita

Druhý, zpřesněný odhad růstu HDP eurozóny ve 4. čtvrtletí 2022 potvrdil, že se eurozóna v minulém roce vyhnula recesi, když mezičtvrtletně HDP vzrostl o 0,1 %. Tento výsledek byl ale významně ovlivněn volatilními výsledky irského HDP kvůli velkým nadnárodním společnostem se sídlem v Irsku. Irský HDP v posledním čtvrtletí loňského roku rostl o 3,5 % q/q, což odpovídá meziročnímu růstu o 13,5 %. Bez Irska by HDP eurozóny mezičtvrtletně nerostl, ale stagnoval.

Data z reálné ekonomiky za letošní rok zveřejněna ještě nebyla. Určitým vodítkem mohou být měkké indikátory, které již několik měsíců v řadě ukazují na zlepšování situace. Index PMI roste již od listopadu, v lednu se přehoupl přes hladinu 50 oddělující expanzi od kontrakce a v únoru vzrostl opět nad očekávání, přičemž hodnota kompozitního indexu 52,3 představuje devítiměsíční maximum. Optimistické vyhlídky vykazují hlavně sektor služeb, zpracovatelský průmysl stále zůstává pod 50. Podobně příznivé vyznění vyplývá i z ostatních předstihových indikátorů, které překonávají očekávání. Konkrétně německý index ZEW v únoru vzrostl jak v hodnocení současné situace, tak v očekáváních, stejně jako index Ifo. Ze zářijových historických minim se odrazila i nálada spotřebitelů, z historického pohledu ale stále zůstává velice nízkou.

I přesto, že většina měkkých indikátorů je v poslední době čím dál optimističtější, pohled na vývoj úvěrů pro domácnosti i nefinanční podniky optimismus nepodporuje.

Kompozitní index úvěrových podmínek stále klesá, což nesignalizuje svižné oživení ekonomiky.



Zdroj: Bloomberg

Podle souhrnného indexu, který vytváří z výsledků úvěrového šetření agentura Bloomberg, vychází, že poptávka i nabídka úvěrů se zhoršuje a index se propadá na nejslabší úroveň za posledních více než 10 let.

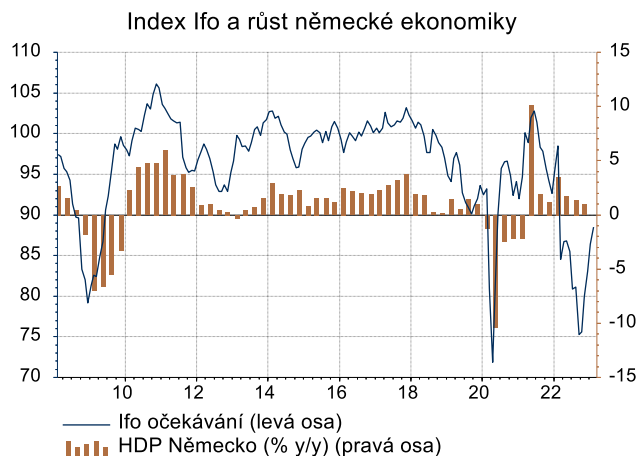
Inflace a centrální banka

Inflace v eurozóně v lednu poklesla o 0,7 pb na 8,6 %. Pokles byl dán především cenami energií, které klesaly napříč zeměmi a meziměsíčně se snížily o 0,9 %. V meziročním porovnání ceny energií vzrostly o 17,2 %, výrazně méně než v předchozích měsících. Jádrová inflace dokonce mírně vzrostla na 5,3 %, což značí, že inflační tlaky v ekonomice se nezmírňují, a ECB tak má důvod pokračovat ve zvyšování sazeb. To jednoznačně signalizovala již na posledním zasedání 2. února, na kterém podle očekávání zvýšila sazby o 50 bb. Repo sazba se tak dostala na 3 % a depozitní sazba, která je kvůli přebytku likvidity aktuálně určující, vzrostla na 2,5 %. V tiskovém prohlášení bylo zároveň jednoznačně řečeno, že na dalším měnově-politickém zasedání 16. března Rada guvernérů plánuje další zvyšování sazeb opět o 50 bb. Podle přicházejících dat i nové prognózy se potom rozhodne o dalších krocích. Zatím se zdá, že se reálná ekonomika vyvíjí lépe, což by spolu s neklesající jádrovou inflací signalizovalo spíše přísnější měnovou politiku. Další zvýšení sazeb v květnu je velice pravděpodobné. Zda se ECB přikloní ke zvýšení o 50 bb, nebo o 25 bb, bude záležet na přicházejících datech. Náš základní scénář počítá s tím, že ECB rychlost měnového utahování v květnu sníží a sazby zvýší o 25 bb. A nevyklučujeme ani další zvýšení v červnu. Vrchol depozitní sazby tak vidíme na 3,25 -3,5%.

Rizika

I když je závislost na ruských surovinách výrazně nižší než před válkou na Ukrajině, představuje energetika pro eurozónu nejvýraznější riziko.

Index Ifo signalizuje výrazné zlepšení ekonomické situace v Německu, jeho predikční schopnost je ale od pandemie horší.



Zdroj: Refinitiv Datastream



Růstová data zveřejňovaná v průběhu února ukázala překvapivě dobrý stav americké ekonomiky. Očekávání velmi výrazně překonala zejména data z trhu práce a nečekaně silné byly také maloobchodní tržby. Spotřebitelská inflace se vyvíjela v souladu s očekáváním, což znamenalo, že tempo jejího zpomalování bylo mírnější než v předchozích měsících. Ceny průmyslových výrobců však rostly mírně rychleji, než očekával konsensus analytiků. Lepší než očekávaná data podstatně ovlivnila finanční trhy. Ty nyní očekávají výrazně vyšší finální výši úrokových sazeb v tomto cyklu.

Ekonomická aktivita

Počet zaměstnanců v lednu rostl více než dvakrát rychleji, než očekával trh. Toto tvrzení však platí pouze pro sezónně upravená čísla. Leden je měsícem, ve kterém normálně dochází k výraznému propouštění, zejména k sezónní redukci počtu pracovníků ve službách. K tomu došlo i letos, jen počet propuštěných byl citelně nižší než v předchozích letech (letos zhruba 2,5 mil., v předchozích letech se tento počet pohyboval kolem 2,8 mil). Tato neobvyklá odchylka od normálu může souviset se stále velmi napjatou situací na trhu práce, která motivuje zaměstnavatele držet stávající zaměstnance kvůli nedostatečné nabídce volných pracovních sil. Potvrzuje to i vývoj počtu nabízených pracovních míst (JOLTS) a nízký počet žádostí o podporu v nezaměstnanosti. Trh práce je přitom obzvlášť těsný právě ve službách. Napjatý trh práce se projevil i poklesem míry nezaměstnanosti na 3,4 %, což je minimum od šedesátých let. Růst mezd však zatím stále nijak výrazně nezrychluje. Je sice nad svými obvyklými hodnotami, ale to souvisí s vysokou inflací. Roste však počet lidí dobrovolně měnících zaměstnání, primárně kvůli vyššímu finančnímu

Trh práce zůstává velmi silný a zaměstnavatelé si proto drží stávající zaměstnance.



ohodnocení v nové práci, což je neklamnou známkou zvětšování rizika dalšího zrychlování tempa růstu mezd. Dobrý stav trhu práce byl jedním z faktorů, který ovlivnil ochotu spotřebitelů utrácet. Dalším je stále existující nadbytečná úroveň úspor z doby covidových lockdownů. K dobrým lednovým maloobchodním tržbám také významně přispělo podstatně příznivější počasí oproti předchozím měsícům. Jejich velmi rychlý růst v lednu tak byl částečně kompenzací za slabý listopad a prosinec. Konečně i u maloobchodních tržeb hrála významnou roli sezónnost – v lednu normálně oproti prosinci a listopadu výrazně klesají, letos však byl tento pokles menší.

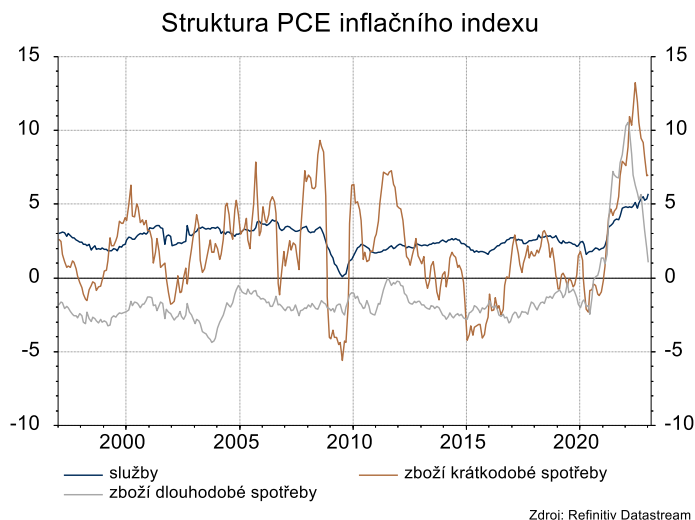
Inflace a centrální banka

Inflace stála v únoru poněkud stranou pozornosti, protože údaje nijak nepřekvapily. Pokračuje disinflace, i když pomalejším tempem než v předchozích měsících. Lze však očekávat, že v dalších měsících tempo poklesu inflace opět zrychlí. Mírné překvapení přinesly ceny průmyslových výrobců, které rostly o něco rychleji, než se čekalo. Mluvíci Fedu reagovali na zveřejňovaná data relativně mírným přístřením rétoriky. Trh pak odpověděl podstatným růstem očekávaného rozsahu dalšího zvyšování sazeb. Až další měsíce ukážou, zda byla březnová data pouze jednorázovou výchytkou, nebo zda jde skutečně o výrazné zlepšení vyhlídek ekonomiky. Protože měkké indikátory zatím nenaznačují podstatnou změnu, předpokládáme, že pravděpodobnější je varianta, že se ekonomika vrátí ke slábnutí.

Rizika

Pokračuje sága kolem stropu zadlužení, zatím bez dopadů na trh nebo ekonomiku. Předpokládáme, že po komorním dramatu dojde jako obvykle k navýšení stropu a problém bude opět odložen. Zvýšená tendence členů FOMC k více jestřábím postojům sebou nese větší riziko, že Fed přestřelí utahování měnové politiky a dostane ekonomiku do recese.

Inflaci drží vysoko služby.



EUR/USD

V prvních dnech února vyvrcholil trend posilování eura. Kurz se přitom krátce dostal lehce nad 1,10. Po překvapivě silných datech z trhu práce však trend prakticky okamžitě zkolaboval a kurz se rychle vrátil k 1,07. Prudkost obratu souvisela s kombinací dat ukazujících na podstatně lepší než očekávaný stav americké ekonomiky a předešlého silného přesvědčení investorů o pokračování trendu posilování eura, které vedlo nejprve k výraznému převážení spekulativních pozic ve prospěch eura a poté k jejich rychlé likvidaci. Dolar potom pokračoval v pomalejším posilování i ve zbytku měsíce, aby se na jeho konci dostal k 1,06. Reakce na americká data zveřejněná v únoru je podle našeho názoru přehnaná. Za prvé není ani zdaleka jisté, že nešlo o jednorázový výkyv, a za druhé lepší než očekávaný je i stav evropských ekonomik. ECB má stejně jako Fed dostatek důvodů pokračovat ve zvyšování sazeb. I na 1,10 byl kurz zhruba na úrovni před zahájením zvedání sazeb Fedem a hluboko pod 1,23 z ledna 2021. Kurz je tedy stále výrazně pod rovnovážnou hodnotou z předchozích let. Proto si myslíme, že aktuální prodolarový sentiment je pouze křehký a že jej může kombinace dat z USA potvrzujících disinflaci doprovázenou slábnutím ekonomiky a solidních dat z EMU velmi lehko zvrátit. Náš střednědobý výhled se tak nemění, v horizontu měsíců stále počítáme se slabším dolarem. Ke změně výhledu by nás vedlo, pokud by data v následujících dvou až třech měsících konzistentně potvrdovala zhoršování inflačního výhledu a trvajících sílu americké ekonomiky.

EUR/CZK

Koruna v únoru pokračovala v posilování a to přesto, že z fundamentálního pohledu k tomu neměla příliš důvodů. A nereagovala ani na posilování dolaru, které obecně není pro středoevropské měny příznivé. Česká koruna stále zůstává atraktivní pro zahraniční investory svými vysokými sazbami v kombinaci s velmi nízkým rizikem náhlého oslabení kurzu. Centrální bankéři v čele s guvernérem Michlem dávají najevo, že silnou korunu vítají a případné problémy exportérů nejsou pro ně dostatečným argumentem, aby korunu v případě oslabení dále podpořili. Koruna ale aktuálně podporu intervencí nepotřebuje. Podle našeho názoru je koruna příliš silná a určitou korekci očekávat lze. Spouštěčem pro oslabení koruny by mohlo být například razantnější než očekávané zpříšňování měnové politiky hlavních centrálních bank ECB a Fedu. Pokud by koruna začala oslabovat, očekáváme, že ČNB zasáhne a nenechá ji oslabit nad 24,4 CZK/EUR.

Dluhopisy

Výnos desetiletého státního dluhopisu se na úplném začátku února vrátil k minimům z poloviny ledna (3,35 %). Data z trhu práce však radikálně změnila situaci a výnos do

konce měsíce narostl až k 4,0 %. Trh v průběhu měsíce radikálně změnil výhled vývoje jak ekonomiky (na mnohem pozitivnější), tak měnové politiky (na o dost vyšší konečnou sazbu aktuálního cyklu). Březnová data by mohla ukázat, nakolik byla tato radikální změna oprávněná a zda trh nepřestřelil. Zásadní pro další vývoj pak bude zasedání FOMC na konci března, které by mělo naznačit, kam se v dalších měsících budou sazby Fedu skutečně ubírat. V březnu bude pro trh důležitá především únorová inflace. Po zpomalení tempa disinflace v lednu bude klíčové, zda se ukáže, že šlo o přechodné zpomalení, nebo jde o trvalejší problém. Výhled vývoje na trhu je tedy hodně závislý na zveřejňovaných datech. Prostor pro další růst výnosů by už měl být hodně omezený a nedá se vyloučit, že trh výhled opět radikálně přehodnotí.

Také v Evropě byl únor s výjimkou úplného začátku měsíce ve znamení růstového trendu výnosů. Impuls k růstu výnosů v únoru vycházel do velké míry z USA, ale podporovaly ho i domácí faktory, především zlepšující se vyhlídky ekonomiky a s tím související větší prostor pro zvedání sazeb ECB. Spready mezi Německem a periferií (Itálie, Španělsko) zůstávají stabilní po tom, co koncem minulého roku došlo k jejich snížení. Pokud by se i nadále potvrzovaly relativně pozitivní vyhlídky evropských ekonomik, mělo by dojít k jejich dalšímu snížení. Německý desetiletý dluhopis se před koncem měsíce usadil zhruba na hodnotách, na kterých byl na předchozích maximech na konci minulého roku. Německá výnosová křivka je aktuálně v inverzi, což by vzhledem ke stávající situaci evropských ekonomik (nevypadá to momentálně na recesi) mělo zmenšovat prostor pro případný pokles výnosů na dlouhém konci křivky.

Výnos desetiletého českého státního dluhopisu začal růst už v polovině ledna a s výkyvy v růstovém trendu pokračoval až do konce února. Na rozdíl od Německa se zatím drží lehce pod lokálními maximy z konce minulého roku. Prostor pro případný další růst by měl být už jen velmi omezený, protože ČNB na rozdíl od ECB pravděpodobně už skončila se zvyšováním sazeb, a lepší ekonomické vyhlídky snižují rizikovou přírážku českých dluhopisů. Růst výnosů by měla brzdit i snaha vlády o rozpočtovou konsolidaci a zodpovědnost. Růst výnosů by konečně měl omezovat i zjevný zájem investorů (a to jak domácích, tak zahraničních) o nákup českých státních dluhopisů. To, zda bude v blízké budoucnosti prostor pro pokles dlouhého konce výnosové křivky, bude záviset na vývoji na hlavních dluhopisových trzích. Nedojde-li k nečekanému výraznému zhoršení vyhlídek ekonomiky, je velmi pravděpodobný střednědobý pokles dlouhého konce křivky.

Akcie

Změna pohledu na vývoj sazeb a stav ekonomik, která tak výrazně ovlivnila měnové a dluhopisové trhy, se akcií dotkla podstatně méně. Výrazný růst výnosů státních dluhopisů, a tedy bezrizikové sazby, ani očekávání většího



zvýšení sazeb nevedly k poklesu hlavních akciových trhů, pouze k výraznému zpomalení růstu v Evropě a lehkému poklesu v USA. Patrně to souvisí s aktuálním optimistickým pohledem na vývoj ekonomik a s větší šancí na to, že se hlavní ekonomiky vyhnou recesi. Evropě se daří obzvláště dobře díky tomu, že její momentální ekonomický výhled je podstatně lepší, než byla očekávání v loňském roce. Index DAX tak má lepší výkonnost než S&P500 v ročním i dvouletém horizontu. V pětiletém horizontu však stále jasně vede S&P500. Výhled akcií je značně riskantní. Pokud by se nepotvrdila aktuální optimistická očekávání a zároveň by sazby centrálních bank zůstaly vysoké, existuje značný prostor pro pokles trhů jak v USA, tak v Evropě.

Silný růst akcií na pražské burze pokračoval i v únoru. PX index si připsal výrazných 4,5 %. Pokračovala krasojízda na akciích ČEZ, když na trhu nadále panují spekulace o výkupu akcií ze strany státu. ČEZ se v průběhu měsíce února dostal až na hranici 1 060 CZK, následně svůj růst korigoval k hodnotě 1 020 CZK a připsal si více než 15% zhodnocení. Růstem potěšila Moneta, když jeden z větších akcionářů Pavel Tykač vypustil do médií informaci o možném navýšení akcionářského podílu. Moneta zároveň zveřejnila hospodářské výsledky za rok 2022. Akcie celkově reagovaly růstem o 5,2 %. Naopak nedařilo se Erste bank, která jako jediná z velkých emisí vykazala pokles.

Březen bude nadále zajímavý, protože nás čeká zveřejňování hospodářských výsledků. Zároveň se bude blížit další zasedání centrálních bank, které hrozí dalším zvyšováním úrokových sazeb, což pro akcie není úplně dobré. Trh je a nadále zůstane poměrně volatilní, opatrnost je tak na místě.

Kredit

Hned první den nejkratšího měsíce v roce byl bohatý nejen na sněhovou nadílku. V duchu parafrázované pranostiky „Únor bílý – trhy sílí“ přinesl začátek měsíce tuzemským investorům dluhopis společnosti Partners v celkovém objemu 500 milionů CZK. Hned v několika aspektech se jedná o netradiční instrument, kdy nominál jednoho kusu jsou 3 CZK, variabilní výnos je navázán opět netradičně na roční PRIBOR + kreditní spread 320 bb. Kdo by si bláhově myslel, že je těch netradičností na jeden dluhopis až až, tak tomu dech vyrazí lineární amortizace nominálu. Opravdu nelehký úkol tak čeká manažera emise, společnost Conseq, zvláště vezmeme-li v potaz i omezení nabídky neprofesionálním investorům, kterou emitent zvolil proto, aby nemusel vypracovávat prospekt. V druhém týdnu oslovila investory dalším tříletým dluhopisem společnost J&T. Její dceřiná společnost J&T Energy Financing umístila 750 milionů CZK s fixním kupónem 8,5 % a možností předčasného splacení již po prvních šesti měsících.

„Third time's a charm“ platilo v únoru na 100 %, protože až třetí únorová tříletá emise měla všechny

aspekty, u kterých zaplesalo srdíčko každého fanouška dluhopisového financování. Tuzemská pobočka italského bankovního domu UniCredit ve středu 15. února otevřela knihu objednávek pro eurový benchmark. Jak pravidelný čtenář našeho Měsíčníku samozřejmě ví, bývá takto označován pouze fixně úročený dluhopis v minimálním objemu 500 milionů EUR, přijatý k obchodování na renomovaném regulovaném trhu (v tomto případě na burze v Berlíně) a s externím ratingem investičního stupně (Moody's Aa2). Když k těmto zárným parametrům připočteme ještě i zajištění krycím blokem hypotečních úvěrů, nikoho nepřekvapí i velice ambiciózní kreditní spread 75 bb. Po hodině nabídky byla kniha přeupsána a už kolem oběda bylo všem jasné, že se spread sníží o dalších 15 bb. Finálních 500 milionů EUR bylo alokováno do očištěné knihy objednávek v objemu více 2,4 miliardy EUR, a investoři tak v průměru obdrželi jen přibližně pětinu toho, co původně poptávali. Krátce po zahájení obchodování se kreditní spread dále utáhl a ke konci února se dluhopis obchodoval jen za +48 bb.

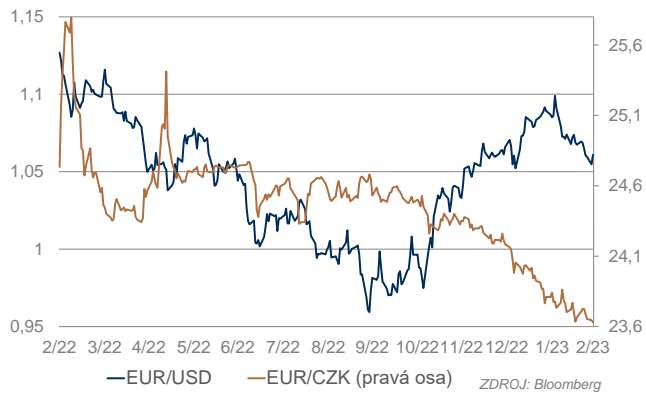
Komodity

Cena ropy zůstává značně kolísavá. V únoru se cena ropy Brent pohybovala mezi 80 a 88 USD/brl s tím, jak trh reagoval buď na problémy nabídkové strany (oznámené omezení produkce Ruskem), nebo na pozitivnější vyhlídky světové ekonomiky (zejména Číny), a tedy větší očekávanou spotřebu. K rozkolísanosti ceny přispěla i volatilita dolaru a měnící se pohled na další vývoj sazeb Fedu a ECB. Cena se však při své rozkolísanosti drží od podzimu v přibližně stejných mezích, nevidíme tedy žádný jednoznačný trend. Předpokládáme, že v blízké budoucnosti by měl pokračovat podobný vývoj jako dosud, tedy výrazné kolísání v reakci na přicházející informace a měnící se očekávání trhu.

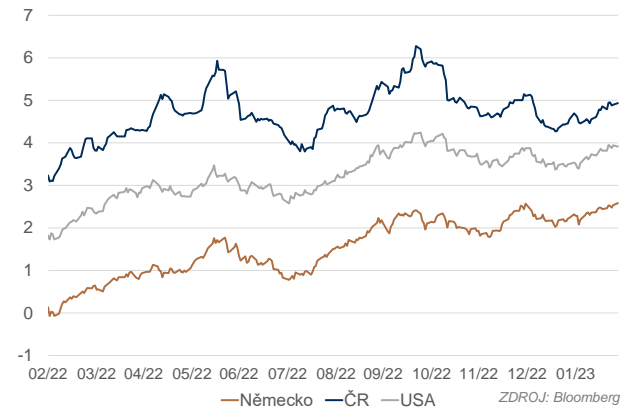
Cena zlata podobně jako v předchozích měsících především kopírovala vývoj kurzu dolaru. Kvůli tomu na začátku února na chvíli vyskočila až nad 1 950 USD/oz, aby se vzápětí propadla pod 1 870 USD/oz a potom do konce měsíce driftovala na nižší úroveň a končila v okolí 1 820 USD/oz. Zlatu nepomohl ani růst výnosů státních dluhopisů a očekávání vyšších sazeb centrálních bank. Výhled vývoje ceny bude i nadále hodně vázaný na vývoj dolaru. Pouze pomalý pokles inflace a silná ekonomika v USA tedy budou pro zlato špatné a naopak. Z ostatních faktorů bude důležité tempo nákupů centrálních bank. Pokud se udrží zvýšené nákupy, zlato to pomůže lépe odolávat nepříznivému vlivu posilování dolaru.



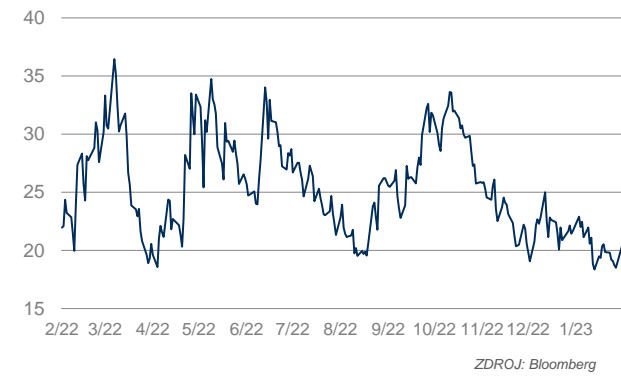
Devizové kurzy



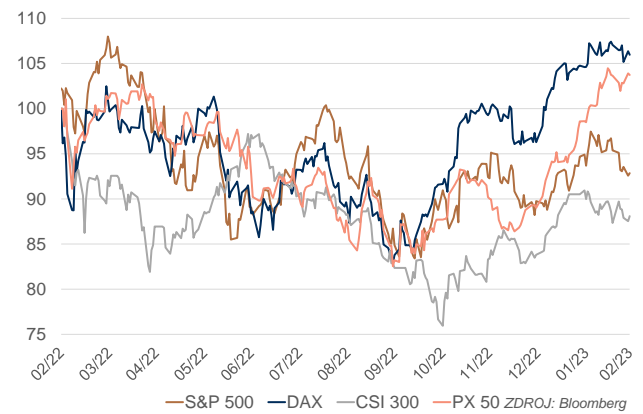
Dluhopisy (10 let)



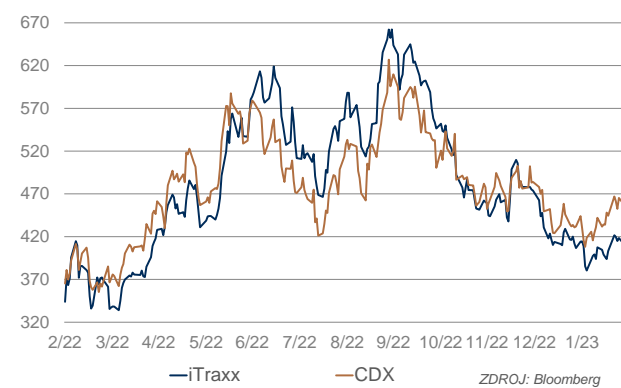
Index volatility VIX



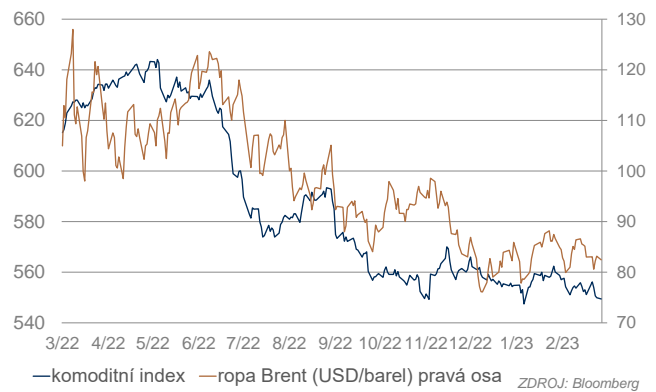
Akciové indexy (1. 3. 2022 = 100)



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 | 4,25-4,50 | 4,50-4,75 | 5,00- 5,25 | ↑ | 5,25-5,50 | → | 4,75-5,00 | ↓ |
| ECB | 0 | 2,5 | 3 | 3,75 | ↑ | 3,75 | → | 3,75 | → |
| ČNB | 4,5 | 7 | 7 | 7 | → | 7 | → | 6 | ↓ |
| KURZY | | | | | | | | | |
| EUR/USD | 1,12 | 1,09 | 1,06 | 1,05 | ↓ | 1,05 | → | 1,10 | ↑ |
| EUR/CZK | 25,2 | 23,8 | 23,6 | 24,0 | ↑ | 24,4 | ↑ | 24,4 | → |
| DLUHOPISY | | | | | | | | | |
| US dluhopis 2y | 1,43 | 4,20 | 4,82 | 4,8 | ↓ | 4,5 | ↓ | 3,5 | ↓ |
| US dluhopis 10y | 1,83 | 3,50 | 3,95 | 4,0 | ↑ | 4 | → | 3,0 | ↓ |
| Něm. dluhopis 2y | -0,53 | 2,58 | 3,15 | 3,5 | ↑ | 3,5 | → | 2,5 | ↓ |
| Něm. dluhopis 10y | 0,14 | 2,24 | 2,65 | 2,8 | ↑ | 3,0 | ↑ | 2,5 | ↓ |
| České dluhopisy 2y | 4,46 | 5,49 | 5,68 | 5,7 | ↑ | 5,5 | ↓ | 4,0 | ↓ |
| České dluhopisy 10y | 3,23 | 4,54 | 4,94 | 5,0 | ↑ | 5,2 | ↑ | 3,5 | ↓ |
| KREDIT | | | | | | | | | |
| USA CDX 5y | 365,2 | 430,0 | 458,3 | 460,0 | ↑ | 435 | ↓ | 380 | ↓ |
| EMU iTraxx 5y | 343,8 | 414,4 | 416,3 | 430,0 | ↑ | 405 | ↓ | 350 | ↓ |
| AKCIE | | | | | | | | | |
| S&P 500 | 4373,9 | 4076,6 | 3982,2 | | | | | 4500 | ↑ |
| Eurostoxx 50 | 3924,2 | 4163,5 | 4227,7 | | | | | 4200 | → |
| DAX | 14461,0 | 15128,3 | 15307,2 | | | | | 15500 | ↑ |
| CSI 300 | 4581,7 | 4156,9 | 4069,5 | | | | | 4500 | ↑ |
| PX 50 | 1353,4 | 1329,7 | 1400,7 | | | | | 1400 | → |

* 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

| | 2022 | | | | 2023* | | | | 2021 | 2022* | 2023* | 2024* |
|----------------------------|------|------|------|------|-------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4* | Q1* | Q2* | Q3* | Q4* | | | | |
| HDP (% y/y) | 4,6 | 3,5 | 1,5 | 0,4 | -0,9 | -0,6 | 0,1 | 0,3 | 3,5 | 2,5 | -0,2 | 2,5 |
| soukromá spotřeba | 8,2 | 0,4 | -5,7 | -3,3 | -4,7 | -4,2 | -0,3 | 0,6 | 4,4 | 1,5 | -2,0 | 3,5 |
| vládní spotřeba | 2,1 | 1,8 | -1,6 | -1,0 | 0,5 | 1,0 | 2,7 | 1,2 | 3,0 | 1,0 | 1,4 | 1,3 |
| investice | 6,9 | 6,8 | 4,7 | 1,9 | -7,2 | -11,4 | -7,5 | -7,0 | 0,6 | 5,4 | -8,0 | 3 |
| dovoz | 5,1 | 1,8 | 6,2 | 5,7 | 1,8 | 2,2 | 1,1 | 2,7 | 11,5 | 3,0 | 3,0 | 6 |
| vývoz | 0,4 | 1,6 | 10,5 | 8,6 | 5,5 | 7,1 | 5,4 | 6,7 | 5,1 | 3,0 | 3,0 | 6,5 |
| nezaměstnanost (%) (MPSV) | 3,5 | 3,2 | 3,4 | 3,5 | 3,6 | 3,6 | 3,8 | 4,0 | 3,8 | 3,4 | 3,8 | 3,7 |
| inflace (% y/y) | 11,2 | 15,8 | 17,8 | 16,0 | 14,5 | 10,5 | 6,9 | 7,8 | 3,9 | 15,3 | 7,2 | 3,5 |
| běžný účet (% HDP) | - | - | - | - | - | - | - | - | -0,9 | -4,1 | -2,0 | -1,3 |
| rozpočtový deficit (% HDP) | - | - | - | - | - | - | - | - | -5,1 | -4,9 | -4,1 | -3 |
| vládní dluh (% HDP) | - | - | - | - | - | - | - | - | 41,9 | 44,1 | 45,8 | 46,2 |

Evropská měnová unie

| | 2022 | | | | 2023* | | | | 2021 | 2022* | 2023* | 2024* |
|-------------------------|------|-----|------|------|-------|------|------|-----|------|-------|-------|-------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4* | Q1* | Q2* | Q3* | Q4* | | | | |
| HDP (% y/y) | 5,5 | 4,4 | 2,4 | 1,8 | 1,1 | 0,3 | 0,3 | 0,5 | 5,3 | 3,4 | 0,4 | 1,2 |
| soukromá spotřeba | 7,9 | 5,5 | 1,8 | 1,4 | 1,1 | 0,0 | -0,6 | 0,3 | 4,0 | 4,0 | 0,1 | 1,2 |
| vládní spotřeba | 3,1 | 0,8 | 0,6 | 0,6 | 0,8 | 1,1 | 1,2 | 1,3 | 2,6 | 1,2 | 1,1 | 1,05 |
| investice | 3,6 | 2,8 | 7,3 | 0,7 | 2,7 | 1,6 | -0,8 | 0,6 | 2,0 | 3,5 | 1,0 | 2 |
| dovoz | 9,3 | 8,5 | 10,7 | 3,8 | 4,3 | 2,8 | 0,1 | 1,9 | 9,1 | 9,4 | 2,5 | 2,8 |
| vývoz | 8,7 | 7,9 | 7,8 | 4,6 | 3,4 | 1,9 | 0,9 | 1,7 | 11,2 | 7,8 | 2,0 | 2,9 |
| nezaměstnanost (%) | 6,8 | 6,7 | 6,7 | 6,5 | 6,7 | 7,0 | 7,0 | 7,0 | 7,7 | 6,7 | 6,9 | 7 |
| inflace (% y/y) | 6,1 | 8,0 | 9,3 | 10,0 | 7,9 | 6,1 | 4,7 | 2,9 | 2,6 | 8,4 | 5,5 | 2,4 |
| jádrová inflace (% y/y) | 3,0 | 3,7 | 4,7 | 5,0 | 5,0 | 4,6 | 4,0 | 3,0 | 1,5 | 4,1 | 4,0 | 2,5 |
| běžný účet (% HDP) | 1,6 | 0,6 | -0,3 | -0,8 | -0,3 | -1,0 | 0,4 | 0,6 | 2,4 | 0,4 | 0,7 | 1,1 |

Spojené státy americké

| | 2022 | | | | 2023* | | | | 2021 | 2022* | 2023* | 2024* |
|-----------------------------|------|-------|------|------|-------|------|------|------|-------|-------|-------|-------|
| | Q1 | Q2 | Q3 | Q4* | Q1* | Q2* | Q3* | Q4* | | | | |
| HDP (% y/y) | 3,7 | 1,8 | 1,9 | 0,9 | 1,4 | 1,5 | 0,7 | 0,2 | 5,9 | 2,1 | 0,8 | 1,3 |
| soukromá spotřeba | 4,8 | 2,3 | 2,2 | 1,7 | 1,7 | 1,3 | 0,7 | 0,6 | 8,3 | 2,8 | 1,1 | 1,1 |
| vládní spotřeba | -1,6 | -1,3 | -0,3 | 0,8 | 1,9 | 2,6 | 1,9 | 1,2 | 0,6 | -0,6 | 1,8 | 0,9 |
| investice | 11,6 | 7,2 | 2,0 | -4,0 | -6,0 | -2,9 | -0,7 | -1,3 | 9,0 | 3,9 | -2,8 | 1,4 |
| dovoz | 12,7 | 11,2 | 7,4 | 1,8 | -2,5 | -3,3 | -1,5 | -0,2 | 14,1 | 8,2 | -1,9 | 1,8 |
| vývoz | 5,1 | 7,3 | 11,3 | 5,2 | 6,2 | 2,8 | -0,5 | 0,4 | 6,1 | 7,2 | 2,0 | 2,3 |
| nezaměstnanost (%) | 3,8 | 3,6 | 3,6 | 3,6 | 3,5 | 3,8 | 4,2 | 4,4 | 8,1 | 5,4 | 3,6 | 4,0 |
| inflace (CPI % y/y) | 8,0 | 8,7 | 8,3 | 7,1 | 5,8 | 4,1 | 3,4 | 3,2 | 1,2 | 4,7 | 8,0 | 4,0 |
| jádrová inflace (PCE % y/y) | 5,3 | 5,0 | 5,0 | 4,8 | 4,3 | 3,9 | 3,4 | 3,0 | 1,3 | 3,5 | 5,0 | 3,6 |
| běžný účet (% HDP) | -3,8 | -3,9 | -3,7 | -3,5 | -3,4 | -3,3 | -3,3 | -3,3 | -2,9 | -3,6 | -3,9 | -3,1 |
| rozpočtový deficit (% HDP) | -7,2 | -4,3 | -5,5 | -5,5 | -4,7 | -5,2 | -4,7 | -4,8 | -15,6 | -10,8 | -5,5 | -3,9 |
| vládní dluh (% HDP) | 98,6 | 100,5 | 98,6 | 97,9 | 96,2 | 96,7 | 97,4 | 98,0 | 100,3 | 99,7 | 102,4 | 97,5 |

* 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.

