

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Nový, nebo starý normál?

ČR ČNB signalizuje úmysl držet stabilní sazby až do konce roku

EMU ECB pokračuje ve zvyšování sazeb

USA Fed naznačuje další růst sazeb po pauze

www.ppfbanka.cz

červenec 2023

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

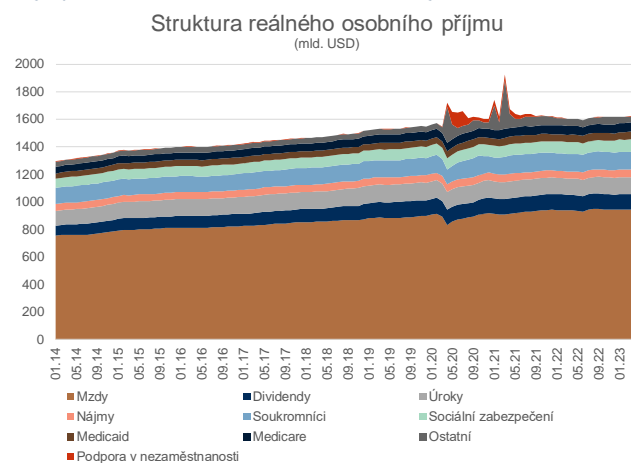
Jedním z klíčových důsledků ekonomického šoku způsobeného pandemií byl výrazný růst inflace a následně sazeb centrálních bank. Zásadní otázkou nyní je, nakolik se důsledky šoku trvale podepsaly na struktuře ekonomik a nakolik změnilo nastavení rovnovážných hodnot základních ekonomických parametrů. Cílem naší analýzy je ilustrovat, že podstatná část ekonomických dopadů pandemie je přechodná, a že by se tedy jak inflace, tak sazby a výnosová křivka měly vrátit na výrazně nižší hodnoty.

Nový, nebo starý normál?

Globální cyklus úrokových sazeb je poblíž svého vrcholu. Zásadní a hodně diskutovanou otázkou je v této souvislosti, kam budou z tohoto vrcholu směřovat úrokové sazby. Čeká nás návrat na velmi nízké úrovni typické pro poslední desetiletí před vypuknutím pandemie covidu-19, anebo znamenala pandemie trvalou změnu a přechod na vyšší úroveň úrokových sazeb? Tento problém je velmi komplexní a mnohostranný, jeho podstatnou částí je však analýza vývoje rovnováhy mezi poptávkou a nabídkou. V tématu měsíce se na příkladu Spojených států budeme zabývat rolí poptávky při vzniku současné situace a především tím, co její vývoj implikuje z hlediska odpovědi na otázku z titulu tématu měsíce.

Dopad pandemie na vývoj poptávky v USA

Pandemie covidu-19 představovala zcela mimořádný globální ekonomický šok s celou řadou dopadů. Z hlediska poptávky byly zasaženy jak příjmy, tak spotřeba. První fáze pandemie se projevila především bezprecedentním skokovým růstem nezaměstnanosti a s tím souvisejícím poklesem příjmů. Americká administrativa se snažila tento výpadek příjmů kompenzovat do značné míry plošnou pomocí. Jak je vidět z grafu, už toto první kolo pomoci bylo předimenzované a příjmy kvůli tomu jednorázově výrazně překročily obvyklou úroveň. V období první fáze pandemie zároveň došlo k podstatnému poklesu osobní spotřeby kvůli omezením pohybu zavedeným ve snaze zpomalit šíření covidu. Kombinace vyšších příjmů a nemožnosti tyto příjmy utratit vedla k prudkému růstu objemu úspor. Situace



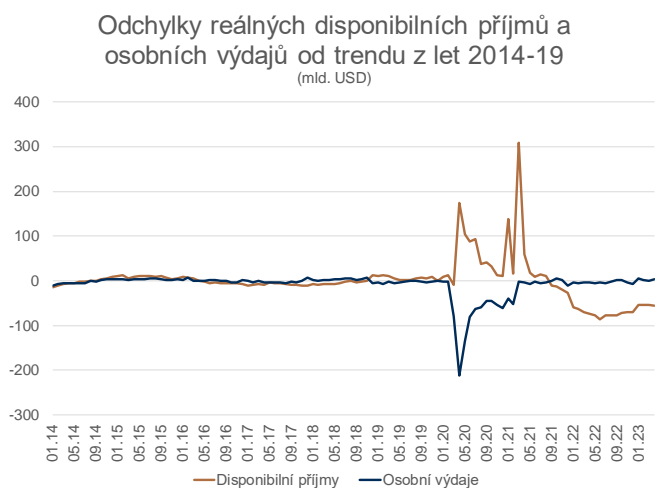
Zdroj: Refinitiv Datastream, PPF banka

se v následujících měsících začala postupně normalizovat a tempo otevírání ekonomiky se zrychlilo především na

přelomu let 2020 a 2021. V této situaci stát přistoupil ke druhému, ještě většímu kolu plošné pomoci. Ekonomika, a v této souvislosti především trh práce, byla stále výrazně negativně ovlivněna probíhající pandemií, takže nějaká forma pomoci byla namístě. Jak však ukazuje graf, došlo opět k nadměrné kompenzaci, a to dokonce mnohem výrazněji než v případě prvního kola. V prvním pololetí 2021 se tak na straně poptávky sešly tři vzájemně se podporující faktory: dodání velkého množství hotovosti domácnostem, výrazný objem prostředků uspořený v předešlém roce kvůli snížené možnosti utrácet a potřeba uspokojit odloženou spotřebu z období covidových omezení. Na straně nabídky pak tyto tři poptávkové faktory doplnily ještě pandemií narušené dodavatelsko-odběratelské vztahy. Výsledkem byl silný proinflační impuls, který vedl k rychlému růstu inflace.

Vývoj odchylky příjmů od normálu v důsledku pandemie

Objektivní zhodnocení odchylky od normálního vývoje příjmů v období pandemie a po pandemii nám především umožní posoudit, jak velký byl pandemický šok a nakolik už odezněl a jaké implikace má současný stav pro budoucí vývoj. Jako srovnávací normál použijeme vývoj příjmů v období let 2014 až 2019, tedy v době, kdy už odezněly dopady finanční krize z let 2008 až 2009 a kdy byl stav americké ekonomiky celkově velmi stabilní. V tomto období



Zdroj: Refinitiv Datastream, PPF banka

pro jednotlivé makroekonomické veličiny spočteme lineární trend, který potom prodloužíme do současnosti. Následně vypočítáme odchylky od trendu. Pracujeme s reálnými veličinami, hodnota dolaru je fixována na leden 2014.

Jako na první se podíváme na celkový disponibilní příjem. Zřetelně jsou vidět dvě vlny finanční pomoci a následně pokles reálného disponibilního příjmu



způsobený vysokou inflací. Aktuální reálná úroveň disponibilních příjmů je stále výrazně pod trendovou úrovní a k trendové úrovni se zatím vrací jen velmi pomalu.

Jak je vidět z grafu struktury disponibilního příjmu, jeho klíčovou složkou jsou platy zaměstnanců. Zároveň jde o složku, která je specificky důležitá z hlediska inflace, protože přímo vstupuje do nákladů a v řadě odvětví (především ve službách) tvoří jejich podstatnou část. Proto se podíváme i specificky na tuto položku disponibilních příjmů. Z grafu je vidět počáteční propad způsobený masovým propouštěním. Na přelomu let 2021/22 se situace

přišli v reálném vyjádření zaměstnanci na mzdách v období pandemie a po ní ve srovnání s vývojem příjmů podle trendu 2014–19.

V dalším kroku se podíváme na vývoj kumulovaných odchylek od trendů u jednotlivých složek disponibilního příjmu. Graf ukazuje strukturu vývoje kumulovaných odchylek pro jednotlivé složky disponibilního příjmu. Významných je pět: pozitivní jsou „ostatní“, což je

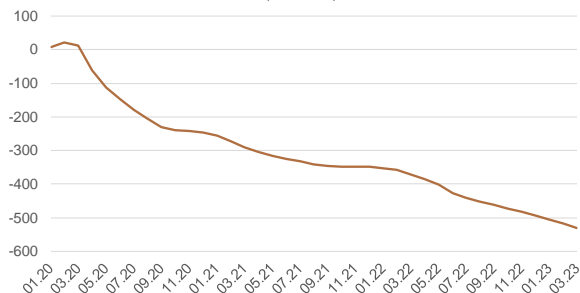
Odchylka vývoje reálných mezd od trendu z let 2014-19 (mld. USD)



Zdroj: Refinitiv Datastream, PPF banka

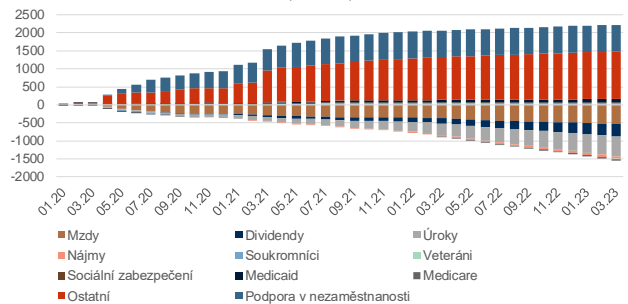
z hlediska příjmů díky návratu lidí do práce téměř normalizovala. Poté ale začal působit vliv zrychlující inflace a reálné mzdové příjmy začaly opět rychle klesat. Následné zrychlení růstu mezd začalo vliv inflace kompenzovat, ale mzdy jsou celkově stále zřetelně pod trendovou úrovní, přestože jim pomáhá silný trh práce. Pokud zůstane trh práce stejně silný jako dosud, měly by mzdy nadále dohánět svoji reálnou hodnotu, což bude částečně brzdit pokles inflace. Jde o jeden z nejdůležitějších mechanismů způsobujících pomalý pokles inflace. Jediný způsob, jak jej vyřadit, je zvýšit výrazně míru nezaměstnanosti, a tím utlumit tlak na růst mezd. Následující graf ukazuje, jak vypadá kumulovaná odchylka mezd od trendu, tedy o kolik

Kumulovaná odchylka vývoje reálných mezd od trendu z let 2014-19 (mld. USD)



Zdroj: Refinitiv Datastream, PPF banka

Kumulativní odchylky od trendu vývoje reálných příjmů (mld. USD)



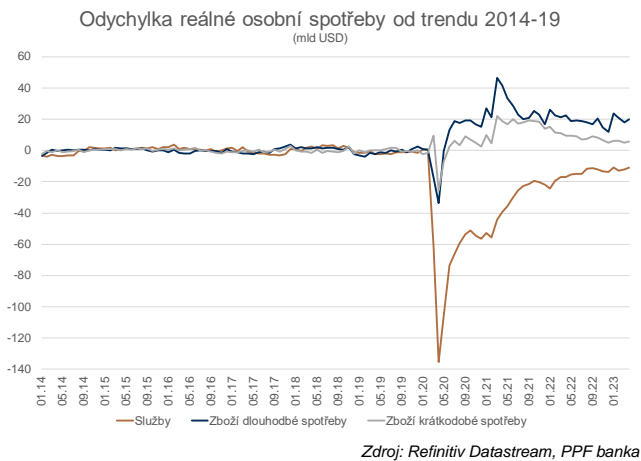
Zdroj: Refinitiv Datastream, PPF banka

kumulace poskytnuté pomoci, a podpora v nezaměstnanosti (podstatně narostla kvůli vlně propouštění po začátku pandemie), zatímco negativní jsou mzdy, dividendy a výnosy z úročených aktiv. S výjimkou mezd, které byly negativně postiženy od začátku pandemie, je hlavní příčinou poklesu těchto složek inflace. Kumulované „nadpříjmy“ se vracejí k nule, a protože se tempo změn jednotlivých složek zatím mění jen málo a pomalu, mohly by se v případě pokračování trendu dostat do záporu. Situaci bude zlepšovat pokles inflace a růst mzdových příjmů, ale než se dostanou na trendovou úroveň, bude to nějakou dobu trvat. Mezitím by deficit disponibilního příjmu v reálném vyjádření mohl mít negativní dopad na spotřebu domácností. Vzhledem k velké váze osobní spotřeby v americkém HDP (zhruba 66 %) to bude mít pochopitelně podstatný dopad i na jeho vývoj.

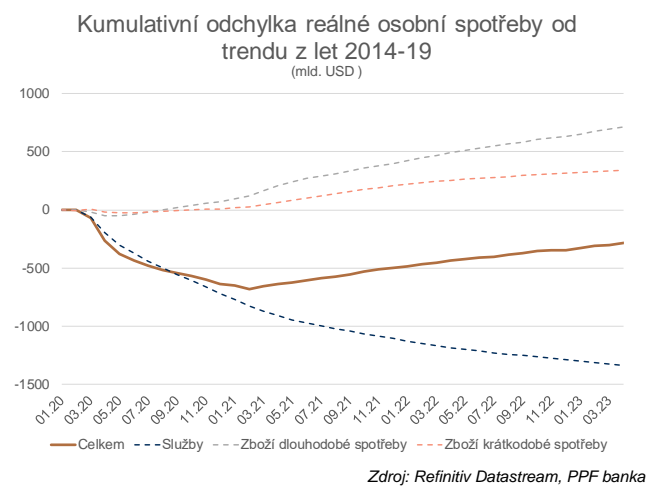
Vývoj odchylky osobních výdajů od trendu v důsledku pandemie

Snaha omezit šíření covidu-19 vedla k hlubokému propadu osobních výdajů. Jak velký tento propad byl, budeme ilustrovat opět na odchylce reálných osobních výdajů od trendu z let 2014 až 2019. Celkem pochopitelně byly v počátečním období přísných omezení pohybu nejvíce zasaženy služby. Zajímavé je, že se osobní spotřeba v tomto sektoru stále ještě nevrátila na úroveň odpovídající trendu před pandemií a zároveň se výrazně zpomaluje přibližování k trendu před pandemií. Z toho je vidět, že část deficitu spotřeby ve službách z období pandemie může být trvalá. Prodeje zboží trvalé i krátkodobé spotřeby byly zasaženy podstatně méně, a naopak byly velmi výrazně





povzbuzeny vládní finanční pomocí domácnostem. Platí to především u zboží dlouhodobé spotřeby, u něhož stoupla spotřeba mimořádně především na začátku roku 2021. Kombinace tohoto skokového zvýšení spotřeby a problémů nabídkové strany souvisejících s narušenými dodavatelsko-odběratelskými vztahy stála na počátku inflačního šoku, který se v první fázi koncentroval právě do cen zboží dlouhodobé spotřeby. I zde se ještě stále situace úplně nenormalizovala a udržuje se pozitivní odchylka od trendu. To znamená, že nákupy zboží dlouhodobé spotřeby rostou aktuálně zhruba stejným tempem jako před pandemií, ale z vyšší úrovně. U zboží krátkodobé spotřeby byl nárůst spotřeby méně výrazný a také odchylka od trendu se zmenšuje podstatně rychleji než u zboží dlouhodobé spotřeby.

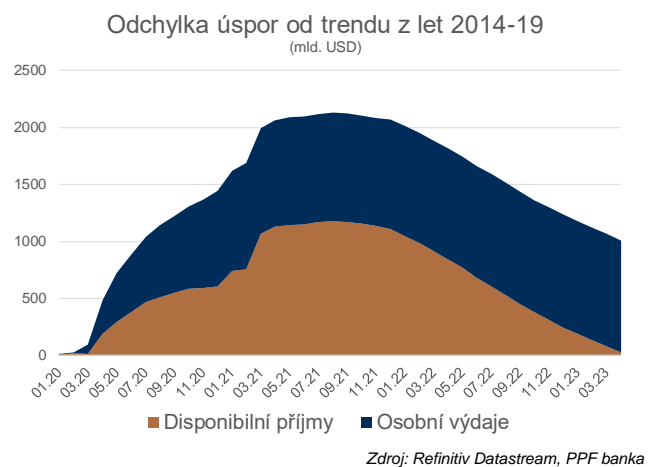


Stejně jako u osobních příjmů se podíváme, jak vypadá vývoj odchylky osobní spotřeby od trendu kumulativně. Z grafu je vidět prvotní hluboký propad a obrát k zmenšování deficitu v prvním čtvrtletí 2021. V podstatě po celé roky 2021 a 2022 byl růst osobní spotřeby nad trendem z let 2014–19 a tento rychlejší růst byl tažen výhradně zbožím. Přestože jsou výdaje na zboží z historického hlediska stále relativně silné, inflace v této části spotřebního koše výrazně klesala (s výjimkou ojetin).

To je důkazem zotavení nabídkové strany ekonomiky, která je nyní schopna bez problémů uspokojovat stále vysokou poptávku. Otázkou je, jak se bude situace u zboží vyvíjet dále. Především zboží trvalé spotřeby může být velmi citlivé na jakékoliv problémy na trhu práce – pro nově vybavené domácnosti bude lehké odložit nákupy v této kategorii, pokud by je situace nutila k úspornějšímu chování. Jestli k tomu dojde, bude patrně eliminována stále existující pozitivní odchylka a spotřeba se v této kategorii vrátí zpět na trend. U služeb se dá naopak čekat pokračující přibližování k trendu před pandemií. To je dobrá zpráva pro trh práce, který je na službách hodně závislý, a špatná pro inflaci, protože stále silná poptávka a napjatý trh práce budou zpomalovat její pokles v tomto sektoru ekonomiky.

Nadúspory

V období pandemie výrazně vzrostla míra úspor a dostala se na historická maxima. To zprvu souviselo především se ztíženou možností utrácet, později s pomocí státu. Po otevření ekonomiky tyto ušetřené prostředky podpořily spotřebu. Otázkou je, kolik vlastně bylo uspořeno nad rámec běžných úspor a kolik z těchto nadúspor ještě zbylo. Hledat odpověď na tyto důležité otázky je možné různými způsoby. Velikost nadúspor se často vyvozuje z analýzy vývoje depozit. My se na tento problém ale podíváme způsobem využívajícím přímo definici úspor. Úspory jsou rozdíl mezi disponibilním příjmem a osobními výdaji. Pro tuto analýzu použijeme přímo agregátní údaje, jejichž struktura se trochu liší od struktury použité v předchozí části. V předchozím textu jsme analyzovali celkové příjmy bez některých malých položek (služné veteránů, ostatní transfery od podniků), disponibilní příjem je menší o příspěvky na sociální pojištění a daně. U osobních výdajů jsou vedle osobní spotřeby navíc splátky úroků a výdaje na aktuální osobní transfery.



Protože disponibilní příjmy byly vyšší, než by odpovídalo trendovému vývoji, a výdaje naopak nižší, přispěly k nadúsporám obě položky. Graf ukazuje jejich kumulativní vývoj. Je vidět, že nadúspory už byly částečně spotřebovány a částečně je zlikvidovala inflace. Týká se to



však téměř výhradně části vytvořené z disponibilního příjmu. To souvisí s tím, že státní pomoc byla téměř plošná, dosáhla na ni podstatná většina obyvatel. Naopak úspory z nižší spotřeby naakumulovali převážně bohatší lidé, na které omezení možnosti utrácet v době pandemie dopadlo nejvíce. Chudší lidé mají vyšší mezní sklon ke spotřebě, úspory tedy utrácejí rychleji než bohatší s nižším mezním sklonem ke spotřebě. V současnosti tak podstatná část Američanů nadúspory z doby pandemie vyčerpala, přestože objem naakumulovaných prostředků zůstává vysoký. Podpora, kterou ekonomika dostává od spotřeby umožňované nadúsporami, by tedy podle naší analýzy měla poměrně rychle slábnout.

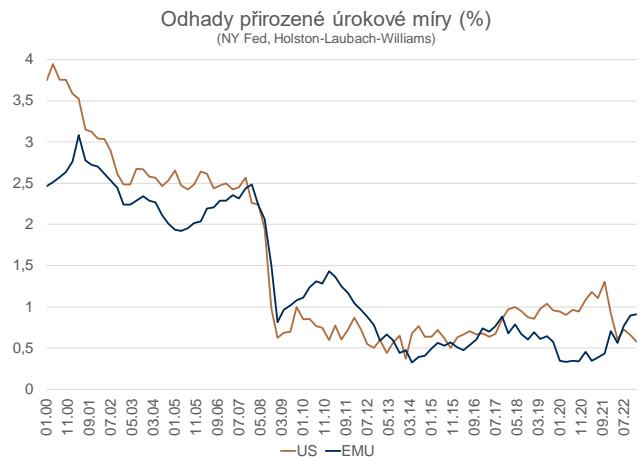
Závěr

Podle naší analýzy ta část ekonomického šoku způsobeného pandemií, která souvisí s disponibilním osobním příjmem, osobními výdaji a úsporami domácností, postupně ztrácí na síle a ekonomiku bude ovlivňovat stále méně. To je klíčové jak pro růst, tak pro inflaci. Návrat k normálu bude znamenat obnovení rovnováhy mezi disponibilními příjmy a osobní spotřebou vedoucí k vymizení inflačních tlaků souvisejících s nerovnováhou, a tedy nižší inflaci.

Americkému hospodářství aktuálně výrazně pomáhá silný trh práce, který podporuje silnou osobní spotřebu i v situaci, kdy osobní příjmy zaostávají za trendem před pandemií a výpomoc z postupně spotřebovávaných nadúspor klesá. Proto to momentálně nevypadá na prudký propad ekonomiky, pravděpodobná je spíše krátká a mělká recese, způsobená kombinací utažené měnové politiky Fedu a vyčerpáním post-pandemického růstového impulsu. Dalším utahováním měnové politiky v situaci, kdy ekonomika už zřetelně zpomaluje, by však Fed riskoval, že dojde k příliš velkému zpomalení, které by mohlo mít výrazný negativní dopad na trh práce, což by vedlo k hlubší a delší recesi. Lze tedy očekávat, že v průběhu druhého pololetí hospodářství projde cyklickým dnem a příští rok by se mělo začít vracet k normálu.

Tím se dostáváme k naší odpovědi na otázku z titulu tématu měsíce. Bude normalizace znamenat návrat k normálu před pandemií, nebo se ekonomika usadí v nějakém novém rovnovážném stavu, tedy novém normálu? Podle našeho názoru, podpořeného naší analýzou, se vrátíme k „starému normálu“. Účelem naší analýzy bylo ukázat, že vývoj ekonomiky byl v posledních třech letech ovlivněn – a je i nadále ovlivňován – extrémním šokem. K ilustraci tohoto faktu jsme si vybrali vývoj osobních příjmů, výdajů a úspor, protože na nich je vidět rozsah a průběh šoku (včetně toho, že ještě stále doznívá) velmi zřetelně. Nebyla to však jediná součást šoku, situaci zhoršily problémy nabídkové strany způsobené narušením dodavatelsko-odběratelských vztahů. Podle našeho názoru však nedošlo k zásadnímu posunu ve faktorech (demografie, růst produktivity,

příjmová nerovnost), které určují dlouhodobý rovnovážný stav ekonomiky a rovnovážné veličiny typu přirozené úrokové míry, bezinflační míry nezaměstnanosti (NAIRU) a potenciálního růstu ekonomiky. Z toho plyne, že by se úrokové sazby a výnosy státních dluhopisů postupně (a postupně může znamenat i několik málo let) měly vrátit na podstatně nižší úroveň, než jsou dnes. Tuto tezi ilustruje odhad vývoje přirozené úrokové míry od výzkumníků newyorského Fedu zobrazený v grafu.



Zdroj: NY Fed

Naše analýza se týkala USA a otázkou je, nakolik je možné její výsledky použít také pro nás a pro EU. Mezi vývojem v USA a v Evropě v období pandemie a po ní bylo několik podstatných rozdílů. Předně pomoc států obyvatelstvu v Evropě byla vesměs podstatně menší než v USA a byla také podstatně cílenější, než tomu bylo v USA. Díky tomu nebyl počáteční poptávkový šok po uvolnění omezení pohybu tak výrazný jako v USA. Přesto v menší míře existoval i v Evropě, a to kvůli kombinaci uspokojování odložené poptávky a problémů nabídkové strany souvisejících s narušenými dodavatelsko-odběratelskými řetězci. Naopak Evropa byla od podzimu 2021 a zejména po ruské invazi na Ukrajinu vystavena energetické krizi a s tím souvisejícímu cenovému šoku. Jak USA, tak Evropa mají takovou ekonomickou váhu, že se jejich šoky částečně přenesly i na druhou stranu (růst cen v důsledku poptávkové vlny v USA ovlivnil vývoj cen v Evropě a evropská energetická krize zvedla ceny energií i v USA), ale tyto dopady byly vždy podstatně menší než u zdroje cenového šoku. Proto byla inflační vlna v Evropě zřetelně zpožděná za USA. Důležité však je, že i pro Evropu platí, že aktuální vysoká inflace je důsledkem šoku, a nikoliv strukturální změny. Proto lze podle našeho názoru přenést závěr o dočasnosti vysoké inflace a návratu k nízké inflaci a nízkým sazbám ve střednědobém horizontu i na Evropu a ČR.



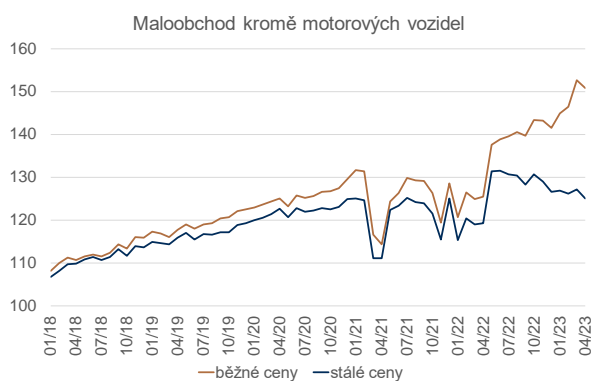
Horší čísla z reálné ekonomiky a poněkud nižší inflace v porovnání s prognózou ČNB, to jsou hlavní důvody, proč po překvapivé změně poměru hlasů v bankovní radě na květnovém zasedání opět nabírá na síle holubičí křídlo. Sazby tak zůstávají beze změny. Jejich případné snižování je podle ČNB stále v nedohlednu.

Ekonomická aktivita

Zpřesněné údaje ohledně růstu HDP v 1. čtvrtletí ukázaly, že technická recese trvá (HDP se v porovnání s předchozím čtvrtletím snížil o 0,04 %), a zklamala i první čísla z reálné ekonomiky za 2. čtvrtletí. Konkrétně průmyslová výroba meziročně vzrostla pouze o 1,2 %, což bylo o téměř 2 pb méně, než očekával trh. Stejně jako v předchozích měsících růst táhla automobilová výroba, která přispěla k meziročnímu růstu 5,35 pb, a to zejména díky velice nízké srovnávací základně. Ostatním odvětvím se zdaleka tolik nedaří a zůstávají vesměs v útlumu. Z těchto údajů je zřejmé, že po odeznění efektu nízké srovnávací základny u automobilového průmyslu se česká ekonomika nebude moci na průmysl tolik spoléhat jako na tahouna růstu.

Také maloobchodní tržby zklamaly. Jejich pokles v reálném vyjádření trvá již od poloviny loňského roku, což je logickým důsledkem kombinace vysoké inflace a klesajících reálných příjmů. Vysoká inflace se projevuje i na úsporách domácností. Nominálně sice objem tzv. nadúspor (objem vkladů na netermínovaných a termínovaných účtech, který je vyšší, než by odpovídalo historickému trendu) začal v poslední době mírně růst, ale pohled na reálnou hodnotu těchto vkladů ukazuje jiný obrázek, a to výrazný pokles reálných rezerv domácností. Bez růstu příjmů (reálné mzdy klesají již šesté čtvrtletí v řadě) nelze očekávat ani významný obrat ve spotřebě domácností, která představuje 42 % HDP. Slabý výkon české ekonomiky tak v letošním roce bude velice pravděpodobně pokračovat.

Maloobchodní tržby v reálném vyjádření klesají již rok, v nominálním vyjádření ale rostou.



Zdroj: ČSÚ

Inflace a centrální banka

Inflace v květnu opět poklesla z dubnových 12,7 % na 11,1 %. Pokles inflace i nadále podporuje vysoká srovnávací základna. Jediným oddílem, ve kterém ceny v meziročním vyjádření poklesly, byla doprava díky zlevňování pohonných hmot. V meziměsíčním vyjádření ceny vzrostly o 0,3 %. Překvapením směrem vzhůru byly potraviny a alkoholické nápoje, naopak ceny v oddíle ostatní zboží a služby vůči předchozímu měsíci o 0,4 % poklesly. Byl to první meziměsíční pokles cen v tomto oddíle od dubna 2021. To ukazuje na zmírňování inflačních tlaků. Tento trend potvrzuje i jádrová inflace, která v květnu poklesla na 8,6 % z dubnových 9,9 % a dostala se tak pod odhady ČNB (9,1 %).

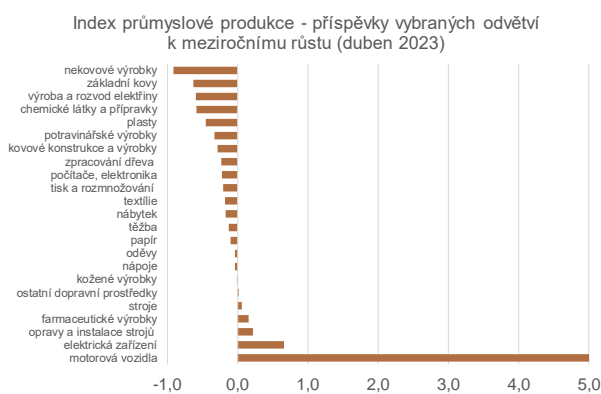
Nižší inflace spolu s horšími daty z reálné ekonomiky nepřekvapivě vedly k posílení holubičího křídla bankovní rady. Na červnovém zasedání ČNB podle očekávání odhlasovala ponechání sazeb na stávající úrovni v poměru 5:2 hlasům. Překvapující bylo, že guvernér Michl stále trval na tom, že na dalším zasedání bude bankovní rada rozhodovat, zda sazby ponechá na stávající úrovni, nebo je zvýší. Na dalším zasedání (3. 8.) bude mít bankovní rada k dispozici novou prognózu. Ta jen těžko ukáže na zvyšování sazeb. Nevěříme, že by bankovní rada sazby zvýšila. Na druhou stranu je možné, že sazby ponechá na vyšší úrovni po delší dobu. Guvernér Michl hodnotí očekávání trhu ohledně načasování prvního snižování sazeb jako předčasná.

Náš výhled nicméně neměníme: stabilní sazby a jejich první snížení ve 4. čtvrtletí 2023. Domníváme se, že může dojít k přehodnocení rétoriky, pokud inflace bude nadále klesat a růst ekonomiky bude nevýrazný. Riziko je ale směrem k pozdějšímu snižování sazeb. Bude záležet na vývoji inflace a reálných mezd, ale i rychlosti oživení reálné ekonomiky.

Rizika

Rizikem zůstávají neukotvená inflační očekávání a možnost vyšších sazeb po delší dobu s negativním dopadem do reálné ekonomiky.

Automobilový průmysl táhne celý průmysl, ostatní odvětví jsou v útlumu.



Zdroj: ČSÚ



Inflace sice klesá, ale stále je příliš daleko od inflačního cíle, a podle prezidentky ECB Lagarde není ECB se zvyšováním sazeb hotova. Kolikrát ještě Rada guvernérů zvedne sazby, bude záležet jak na inflaci, tak na stavu reálné ekonomiky. Na reálnou ekonomiku již nyní doléhají tvrdší úvěrové podmínky a nachází se v recesi. Sice velice mělké, ale podle předstihových indikátorů to na rychlé oživení zatím nevypadá.

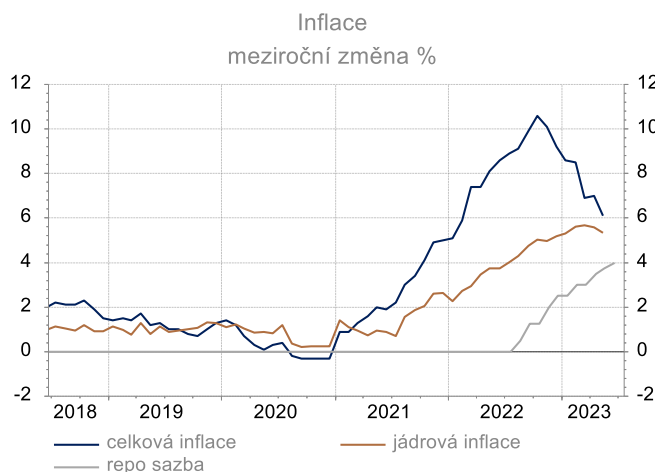
Ekonomická aktivita

Revize HDP ukázala, že eurozóna se v 1. čtvrtletí letošního roku dostala do recese, i když velmi mírné. HDP mezičtvrtletně poklesl o 0,1 %, stejně jako v posledním čtvrtletí loňského roku. Hlavní brzdou ekonomického růstu byla i nadále spotřeba, která je tlumena relativně vysokou inflací.

Ani první čísla z reálné ekonomiky za 2. čtvrtletí neukazují na výraznou změnu. Maloobchodní tržby v dubnu pokračovaly v poklesu, tentokrát o 2,6 % y/y a pohled na indikátory spotřebitelské důvěry nenaznačuje brzký obrat. Důvěra spotřebitelů se v červnu podle dat Evropské komise opět mírně zlepšila, ale aktuální hodnota -16,1 bodu zůstává stále hluboko pod dlouhodobým průměrem.

Ani situace v průmyslu se výrazněji nemění. Dubnová průmyslová produkce sice vykompenzovala březnový propad, ale tyto výkyvy byly způsobeny volatilitními irskými daty. Bez irských čísel průmyslová výroba v dubnu poklesla o 1 % m/m stejně jako v březnu. Trochu optimismu přinesla ale čísla z německého automobilového průmyslu (VDA), která naznačují mírné vylepšování situace v tomto segmentu. Naopak předstihové indikátory PMI v červnu skončily pod očekáváním, přičemž zhoršení zaznamenal jak slabý zpracovatelský sektor, tak překvapivě i služby. Kompozitní PMI sice zůstává nad hladinou 50, oddělující kontrakci od expanze, ale jen velmi těsně (50,3).

ECB pokračuje ve zvyšování sazeb, i když inflace klesá.



Inflace a centrální banka

Rada guvernérů ECB na červnovém zasedání v souladu s očekáváním trhů rozhodla zvýšit základní sazby o 25 bb. Depozitní sazba je nyní na 3,5 %, repo sazba na 4,0 %. ECB zároveň podle očekávání potvrdila svůj záměr ukončit od července reinvestování maturujících dluhopisů v rámci programu APP. Naopak splatné dluhopisy nakoupené v programu PEPP má ECB v plánu reinvestovat minimálně do konce roku 2024.

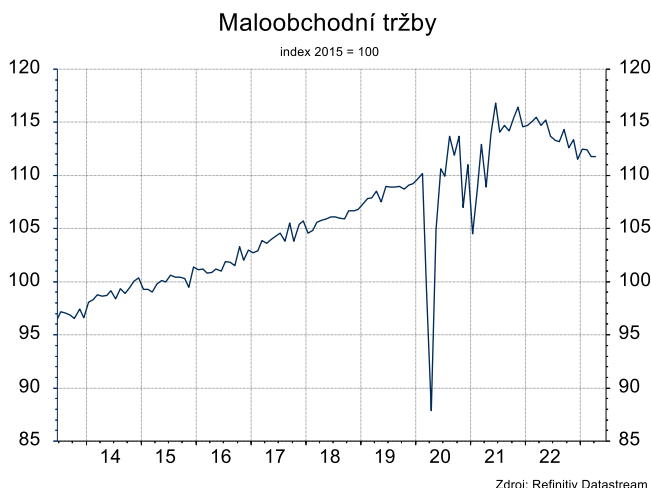
Rada guvernérů měla pro své červnové rozhodnutí k dispozici novou prognózu, která přinesla změny zejména ve výhledu jádrové inflace. Ta byla přehodnocena směrem vzhůru překvapivě nejen pro rok 2023, ale i pro dva následující roky. Za zvýšením výhledu jádrové inflace stojí zejména obavy o mzdově-inflační tlaky. V nové prognóze ECB předpokládá, že jádrová inflace v letošním roce dosáhne 5,1 % oproti původně odhadovaným 4,6 %. Vzhledem k dosavadnímu vývoji jádrové inflace se tato změna dala očekávat. Překvapením je, že ECB očekává, že inflační tlaky navzdory ne příliš dobrým výsledkům reálné ekonomiky budou přetrvávat i v příštím roce. Odhad pro rok 2024 byl zvýšen z 2,5 % na 3 %. Naopak změny predikce celkové inflace a růstu HDP byly jen malé.

Překvapení přinesla i tisková konference, když prezidentka Lagarde byla neobvykle konkrétní. Z jejích slov jednoznačně vyplynulo, že ECB není se zvyšováním sazeb hotova, a na dalším zasedání (27. 7.) sazby zvýší. Zda to bude poslední zvýšení, není jasné, ale vzhledem k nové prognóze nelze další zvýšení sazeb zdaleka vyloučit. Na základě vyznění červnového měnově-politického zasedání měníme náš výhled na sazby ECB. Konečná deponitní sazba může vystoupat až na 4 %.

Rizika

Horší než očekávané měkké indikátory ukazují, že existuje nemalé riziko pomalejšího ekonomického oživení ve druhé polovině letošního roku.

Spotřeba domácností klesá již rok.



Nejdůležitější červnovou událostí bylo zasedání FOMC. Nepřekvapilo, že sazby zůstaly beze změny, to bylo signalizováno dlouho dopředu. Naopak překvapila nečekaně ostře jestřábí rétorika a posun očekávaného vývoje sazeb nahoru. Fed signalizuje další dvě možná zvýšení sazeb a také poměrně silný optimismus ohledně dalšího vývoje ekonomiky. Tento optimismus se opírá především o trvajícím sílu trhu práce, a tedy očekávání stabilní silné osobní spotřeby. Podle našeho názoru může být aktuální optimismus Fedu a části trhu přehnaný. Řada předstihových ukazatelů stále indikuje zpomalení ekonomiky, ukazatele typu míry nezaměstnanosti jsou naopak typicky zpožděné.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce zveřejněná na začátku měsíce byla poněkud rozporná. Počet nově obsazených pracovních míst výrazně překonal očekávání, na druhou stranu nečekaně vzrostla míra nezaměstnanosti. Z hlediska inflace a Fedu je však důležité, že nezrychlil růst mezd. V průběhu měsíce rostl počet žádostí o podporu v nezaměstnanosti, ale stále se drží pod 300 000, což je hranice, která v případě překročení indikuje bezprostřední riziko recese. Silný trh práce a vysoká zaměstnanost pomáhají udržet solidní úroveň osobní spotřeby, což se projevilo v lepších než očekávaných maloobchodních tržbách. Průmyslová produkce jako celek mírně zaostala za očekáváním a meziměsíčně lehce klesla, ale zpracovatelský průmysl se udržel v mírném růstu a očekávání splnil. U předstihových ukazatelů je stále silný rozpor mezi výrobou, která je v kontrakci, a službami, které se drží v expanzi. V minulosti to obvykle byl výrobní sektor, který signalizoval příchod recese. Vzhledem k dynamice vývoje řady ukazatelů proto stále očekáváme recesi,

přestože řada pozorovatelů přechází na optimističtější pozice a čekají spíše měkké přistání.

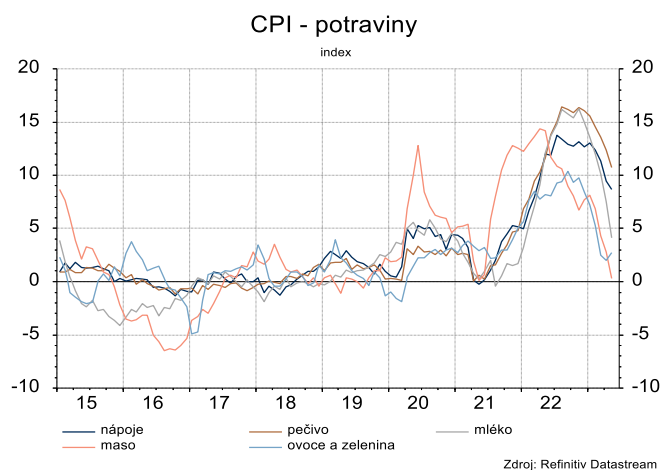
Inflace a centrální banka

Maloobchodní ceny rostly podobně jako předchozí měsíc v souladu s očekáváním a podobná byla i struktura jádrové inflace. Opět v ní výrazně převažoval vliv nájmu a ojetin, příspěvky zbytku jádrové části spotřebitelského koše byly malé. U celkové inflace vrcholil vliv bazického efektu způsobeného loňským růstem cen ropy. Růst cen průmyslových výrobců zpomaloval více, než se čekalo. Tempo poklesu jádrové inflace bude záviset především na tom, jak rychle bude zpomalovat růst nájmu. Výrazný příspěvek ojetin by měl zmizet poměrně brzy. Rychlost poklesu inflace bude mít výrazný vliv na rozhodování Fedu. Podle komunikace po posledním zasedání FOMC by se dalo usuzovat, že zvýšení sazeb minimálně na příštím zasedání je prakticky jisté, podle našeho názoru však šance na zastavení růstu sazeb stále existuje. Svědčí o tom i komunikace menšiny členů FOMC, kteří se vyslovují pro opatrnější postup a více času na vyhodnocení toho, jak působí dosavadní utahování měnové politiky.

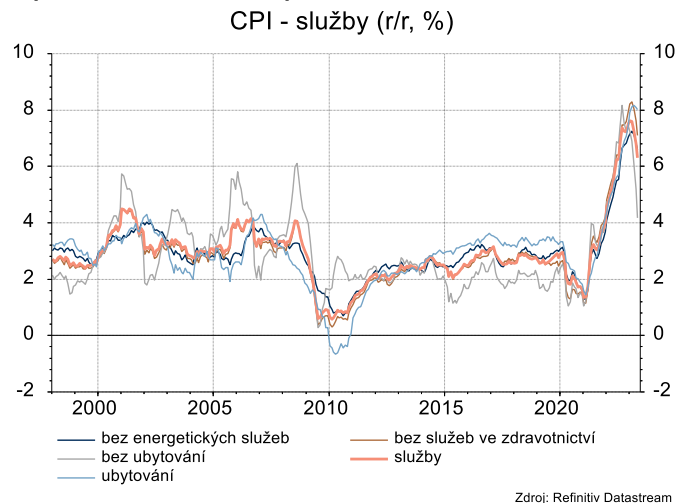
Rizika

Jako největší identifikovatelné riziko pro ekonomiku USA se vrací možné přestřelení utahování měnové politiky, a tedy výraznější než nyní očekávané zpomalení jejího růstu. To sebou následně nese riziko, že pokud by se tento scénář realizoval, musel by Fed přistoupit k rychlejšímu a většímu snížení sazeb, než nyní on i trh očekává. Pro finanční trhy by to znamenalo podstatnou změnu klíčových parametrů. U dluhopisů by se v takovém případě dal očekávat podstatný pokles výnosů (růst cen) a dolar by měl rychle oslabit. U akcií by vzhledem k jejich aktuálnímu velmi optimistickému fundamentálnímu ocenění mělo také dojít ke korekci, jejíž rozsah by závisel na detailech zpomalení i reakce Fedu.

Růst cen potravin výrazně zpomaluje.



K poklesu se obrací i tempo růstu cen ve službách.



EUR/USD

Na začátku června se vyčerpalo momentum trendu k posilování dolaru a trend se otočil. Fundamentálně se situace ani výhled nijak podstatně nezměnily, ale trh začal být citlivější na náznaky, že ECB bude pokračovat ve zvedání sazeb delší dobu než Fed. Zřetelně to bylo vidět především při reakci na zasedání centrálních bank. Zatímco na jestřábí vyznění zasedání FOMC trh reagoval nepatrně, na jestřábí rétoriku ECB následující den odpověděl velmi prudce. Kurz se tak během pouhých dvou týdnů dostal z hodnot v okolí 1,067 přes hranici 1,100. Nad 1,100 už trh ukázal, že euro je překoupené, v další prudké reakci, tentokrát na předběžné indexy nákupních manažerů PMI, kurz zkorigoval a po korekci se usadil lehce nad 1,090. Další vývoj kurzu určí centrální banky a klíčová data (CPI, hlavní růstové indikátory, trh práce v USA). Aktuálně je rétorika u obou centrálních bank poměrně jednoznačná, větší váhu by tedy měla překvapení u makroekonomických údajů. Podle našeho názoru předběžné PMI jak v EMU, tak v USA předznamenalo další vývoj a zhoršující se výhled ekonomik by měl pomoci spíše euru, protože dolarové sazby jsou blíže vrcholu. Nečekáme však tak radikální pohyb, jakého jsme byli svědky v červnu, spíše konsolidaci zisků eura s možným posunem nad 1,100. Naš pesimistický výhled na ekonomiku USA pro druhé pololetí implikuje další prostor pro posílení eura dále nad 1,100 ve střednědobém horizontu.

EUR/CZK

Kurz koruny vůči euru v červnu nesledoval jednoznačný trend. Nejsilnějších hodnot vůči euru 23,5 dosáhla koruna na počátku měsíce, poté ale začala prudce posilovat a krátce se podívala až k 23,9 EUR/CZK. I když proti koruně působí relativně jestřábí rétorika Fedu i ECB, své ztráty dokázala do konce měsíce vymazat a vrátit se k hodnotám okolo 23,6 EUR/CZK.

Trend posilování koruny, který byl velice silný v prvním čtvrtletí a o kterém jsme byli přesvědčeni, že je příliš rychlý a neopodstatněný fundamenty, tak ve druhém čtvrtletí ustal. Podle našeho názoru není moc důvodů, aby byl v dalších měsících obnoven. Na druhou stranu případnému přílišnému oslabení koruny by bránila ČNB intervencemi. Domníváme se proto, že koruna by v následujících měsících měla zůstat relativně stabilní. Horší ekonomické výkony by ji mohly tlačit ke slabším úrovním k 24 EUR/CZK. Pokud by se koruna dostala nad tuto hodnotu, domníváme se, že ČNB by minimálně slovně na trhu intervenovala. Silná koruna je totiž aktuálně hlavním nástrojem v boji proti stále vysoké inflaci.

Dluhopisy

Americký desetiletý dluhopis se v průběhu června po úvodní mírné korekci držel mírně pod hodnotami, na které se dostal na konci května. Volatilita přitom byla relativně

vysoká, výnos rychle kolísal mezi 3,68 % a 3,85 %. Dvouletý výnos rostl podstatně méně, takže se zvětšoval negativní sklon křivky. Současná úroveň výnosů je založena na předpokladu, že Fed dále minimálně jednou zvedne sazby, že inflace bude klesat jen velmi pomalu a že se Fedu podaří dosáhnout měkkého přistání, to znamená, že utažení měnové politiky nepovede k recesi. Narušení kteréhokoliv z těchto předpokladů by otevřelo prostor pro poměrně výrazný pokles výnosů. Zároveň není pravděpodobné, že by se trh dočkal překvapení opačným směrem (tedy například zrychlování inflace). Je paradoxní a nepříliš logické, že trh očekává slušný stav ekonomiky, a zároveň zvyšuje negativní sklon výnosové křivky, což indikuje větší pravděpodobnost recese. Jak v měsíčním, tak střednědobém horizontu tedy očekáváme nižší výnosy, než jaké jsou aktuálně.

V červnu měly evropské výnosy tendenci po většinu měsíce růst, což souviselo především s přirostující se rétorikou představitelů ECB. V závěru měsíce však slabé předběžné indexy nákupních manažerů vedly k prudkému poklesu, který předchází zisky prakticky vynuloval. Nepomohlo ani ujišťování prezidentky ECB Lagarde v samém závěru měsíce, že ECB má ještě prostor pro růst sazeb. Trh bude pravděpodobně značně citlivý na data, která by potvrdzovala nebo vyvracela obavy z opětovaného zpomalení hospodářství ve druhém pololetí. Můžeme tak být svědky značné volatility.

Dlouhý konec české výnosové křivky je v posledních třech měsících víceméně stabilní, desetiletý výnos je v postranním trendu a mírně kolísá poblíž 4,5 %. Krátký konec křivky velmi pomalu klesá, takže mírně roste negativní sklon křivky. Vývoj na trhu ukazuje na momentálně stabilní očekávání ohledně sazeb i ekonomiky. Trh není příliš ovlivňován ani děním v zahraničí, přestože teoreticky by signalizované vyšší sazby ECB měly české dluhopisy znevýhodňovat. V letních měsících by měla stabilita pokračovat. Střednědobý vývoj bude záležet na tom, zda se nějakým způsobem bude měnit výhled sazeb ČNB a zda dojde k nějakému podstatnějším posunu v očekávaném vývoji jak domácí, tak světové ekonomiky. Klesající inflace by měla tlačit výnosy dolů, ale pokud by došlo k výraznějšímu zpomalení světové ekonomiky, mohla by vzrůst averze vůči riziku, a to by české dluhopisy ovlivnilo negativně (růst výnosů, pokles cen).

Akcie

Do poloviny června ještě vydrželo akciím růstové momentum, ale od poloviny měsíce postupně začaly ztrácet dech. Předchozí růst se silně koncentroval do sektoru technologických akcií (index Nasdaq 100 narostl během tří měsíců o 23 %, S&P 500 jen o 9,5 % a v Evropě DAX o 3,4 % a STOXX Europe 600 klesl o 1,2 %). Impulsem byla reakce trhu na nadšení z pokroku v oblasti umělé inteligence (velké jazykové modely, chatGPT apod.), která byla patrně poměrně silně přehnaná. Fundamentální



ekonomické faktory nejsou pro akcie příznivé (množící se příznaky zpomalení ekonomik vyspělých států ve druhém pololetí), stejně jako silně jestřábí rétorika hlavních centrálních bank. Předpokládáme proto, že v průběhu léta by akcie mohly pokračovat ve ztrátách z druhé poloviny června, a pokud se potvrdí nevalný ekonomický výhled, mohl by pokles koncem prázdnin nabrat na tempu.

Pražská burza zažila v červnu několik zajímavých událostí. Nejzajímavější byl vývoj na akciích ČEZu, když trh přepokládal dividendu 117 CZK, ale valná hromada na návrh ministerstva financí schválila výplatu 145 CZK. Akcie ČEZu jsou tak po dividendě obchodovány pod hranicí 900 CZK. Stále pokračuje informační vakuum ohledně případné reorganizace ČEZu, kterou valná hromada také vůbec neřešila.

Další zajímavostí byl úpis nového kapitálu společnosti Pilulka, který nebyl úspěšný. Akcie reagovaly poklesem na nové historické minimum. Na trh start se chystá nová firma Mmcité, která dostala souhlas ČNB a od 12.7 začíná úpis.

Co se týká ostatních emisí tak Erste skočila o +1,8 % podpořena růstem sazeb v EU a v US, když centrální banky stále opakují, že budou i nadále sazby zvedat. U ČNB situace odlišná, což je také vidět na výkonnosti akcií KB (za červen -1,2 %).

PX index se v dalším prázdninovém období bude velmi pravděpodobně vyvíjet společně s indexy vyspělých zemí. Silnější pohyby se dají očekávat až na podzim. Pravdou je, že dost může naznačit výsledková sezóna za 2.čtvrtletí, a pokud přijde nějaké překvapení, bude reakce na kapitálovém trhu rychlá. Opatrnost je tak na místě.

Kredit

Tradičně hektické období před prázdninami dostalo svůj pověstí a nabídlo hned tři zajímavé korunové transakce pro běžné investory. Shodná splatnost pět let umožnila zájemcům vybírat čistě dle jména emitenta. V případě dluhopisů finanční skupiny J&T s výnosem 8,125 % se poslední květnový den podařilo umístit 3 mld. CZK. Za další dva týdny přišla společnost Trigema se svou již pátou emisí dluhopisů a na developera nabídla relativně nízký výnos 8,75 %. I přesto se podařilo umístit úctyhodných 500 mil. CZK. Posledním, a letos zatím rekordním tuzemským dluhopisem, se blýskl holding Czechoslovak Group, který si s výnosem rovných 8 % a s pomocí čtyř bankovních domů došel pro 4,5 mld. CZK.

Mračna, která se snesla na trhy nepreferenčních a podřízených dluhopisů bank po krachu Credit Suisse, se zřejmě nadobro roztrhala a České spořitelně tak nic nebránilo v záměru vydat další MREL dluhopis. První letní den tak s pomocí syndikátu pěti celoevropských bank nasbírala knihu objednávek v objemu 1,3 mld EUR. Původně avizovaný kreditní spread 275 bb si mohla dovolit snížit až na 240 bb a výnos pro investory tak stlačit o pár bodů pod úroveň 6 %. Světlo světa spatřil další poctivý

benchmark v objemu 500 mil. EUR, se splatností 4 roky a možností předčasného splacení po 3 letech.

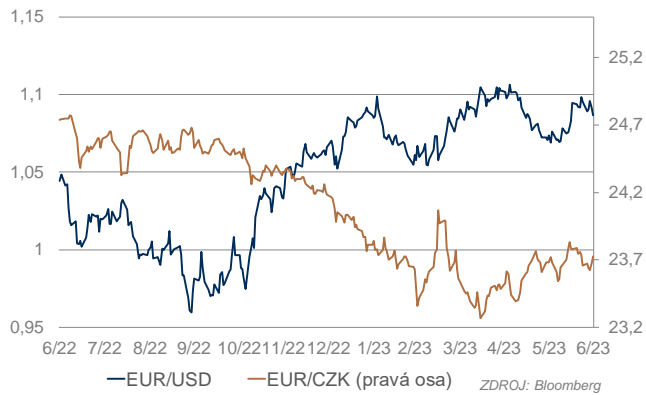
Komodity

Cena ropy v červnu kolísala v širokém rozmezí mezi zhruba 70 až 80 USD/bbl. Podpořilo ji oznámení Saúdské Arábie o dalším omezení produkce, naopak její cenu dolů tlačily jestřábí centrální banky a obavy z pomalého růstu světové ekonomiky, a tedy nízké spotřeby ropy. Pokud budou data potvrzovat slabost vyspělých ekonomiky, mohla by cena ropy ještě dále klesnout. Na druhou stranu bude pozorně sledován vývoj v Rusku po nedávné krátké vojenské vzpouře. Trh může být značně citlivý na známky výraznější destabilizace vnitropolitické situace, která by mohla ohrozit produkci ropy. Celkově počítáme spíše s o něco nižšími cenami, než jsou aktuálně, ale vysoká volatilita může lehko mírný pokles cen překrýt.

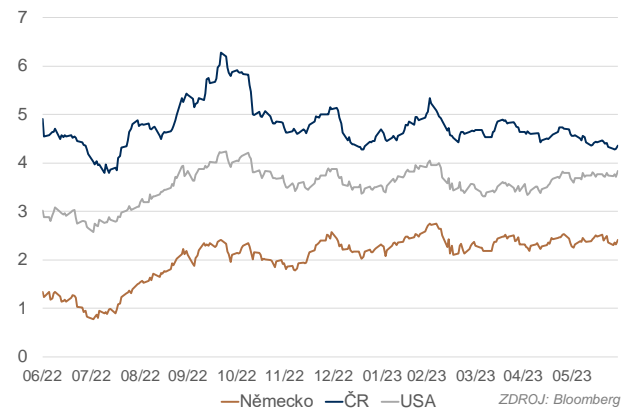
Zlato v průběhu června postupně ztrácelo při vysoké volatilitě. Nepříznivě na něj působily zejména vyhlídky na vyšší sazby hlavních centrálních bank a výnosy státních dluhopisů. Zřetelně se to projevilo zejména v reakci na zasedání ECB. Role vývoje kurzu dolaru byla minulý měsíc méně zřetelná. Oslabení dolaru by teoreticky mělo zlato podpořit, k tomu však nedošlo. Vysvětlit to lze tím, že v březnu zlato rostlo mnohem více, než by odpovídalo vývoji kurzu dolaru, a nyní se vrací k předchozí rovnovážné úrovni. Očekáváme, že tento vývoj by měl v měsíčním horizontu pokračovat. Pokud by se potvrdilo naše očekávání, že hlavní světové ekonomiky ve druhém pololetí zaostanou za aktuálním očekáváním trhu, mělo by to zlato naopak pomoci, protože by těžilo z očekávaného poklesu sazeb centrálních bank v reakci na slabost ekonomik.



Devizové kurzy



Dluhopisy (10 let)



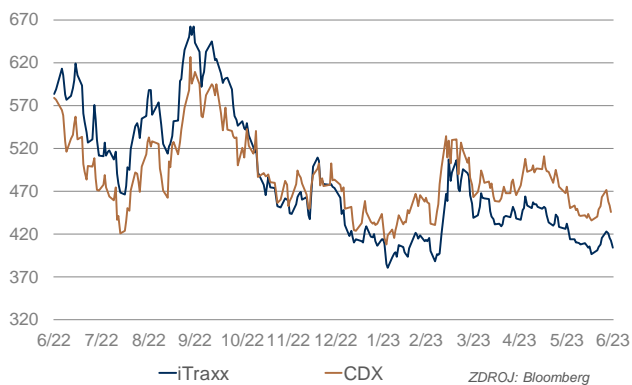
Index volatility VIX



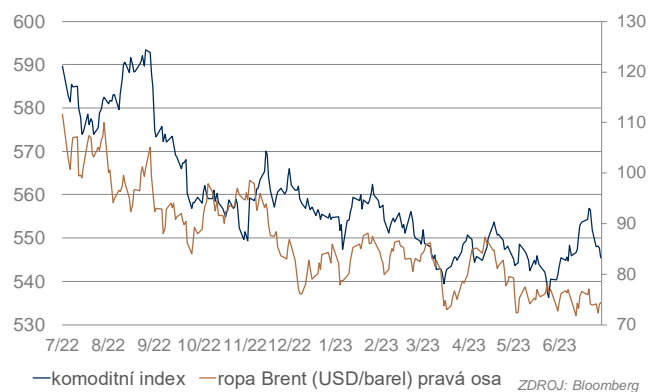
Aktiové indexy (1. 7. 2022 = 100)



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	1,50-1,75	5,00-5,25	5,00-5,25	5,25- 5,50	↑	5,25-5,50	→	4,75-5,00	↓
ECB (repo)	0	3,75	4	4,25	↑	4,25	→	4,0	↓
ČNB	0,5	7	7	7	→	6,5	↓	5,0	↓
KURZY									
EUR/USD	1,05	1,07	1,09	1,09	→	1,10	↑	1,13	↑
EUR/CZK	24,7	23,8	23,7	23,7	→	24,0	↑	24,0	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	2,95	4,45	4,92	4,9	→	4,4	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	3,01	3,69	3,84	3,9	→	3,3	↓	3,0	↓
Něm. dluhopis 2y	0,65	2,78	3,25	3,2	→	3,0	↓	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	1,34	2,34	2,38	2,4	→	2,3	↓	2,0	↓
České dluhopisy 2y	6,42	5,43	5,64	5,6	→	5,2	↓	4,0	↓
České dluhopisy 10y	4,91	4,47	4,35	4,2	↓	4,0	↓	3,8	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	579,1	475,1	446,2	430,0	↓	415	↓	380	↓
EMU iTraxx 5y	583,9	432,3	403,9	400,0	↓	380	↓	350	↓
AKCIE									
S&P 500	3785,4	4179,8	4450,4					4500	↑
Eurostoxx 50	3454,9	4218,0	4413,5					4350	↓
DAX	12783,8	15664,0	16181,1					15800	↓
CSI 300	4485,0	3798,5	3881,5					4500	↑
PX	1251,8	1296,7	1280,0					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)	4,7	3,5	1,5	0,3	-0,4	-0,1	0,6	1,0	3,5	2,5	0,2	2,5
soukromá spotřeba	8,0	0,0	-5,2	-5,5	-6,4	-4,8	-1,6	2,2	4,4	-0,9	-2,6	4,1
vládní spotřeba	2,0	1,4	-1,8	0,9	3,9	2,0	3,5	0,0	3,0	0,6	1,6	1,3
investice	7,1	6,0	7,2	4,6	0,3	3,2	2,0	4,6	0,6	6,2	2,9	4,8
dovoz	5,3	2,2	7,6	7,6	3,3	3,3	1,5	2,7	11,5	5,7	2,8	4,9
vývoz	0,4	1,7	11,1	9,7	9,5	8,3	6,1	7,3	5,1	5,7	7,4	6,7
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	17,6	15,7	16,4	11,2	8,2	8,2	3,9	15,3	11,0	3,8
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,8	-6,1	-1,7	-0,9
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,1	-3,6	-4,2	-2,5
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	40,4	43,4	45,0	46,0

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	1,0	0,5	0,4	0,7	5,3	3,5	0,6	1
soukromá spotřeba	7,9	5,5	1,8	1,4	0,8	-0,1	-0,7	0,5	4,0	4,6	0,1	1,1
vládní spotřeba	3,1	0,8	0,6	0,6	-0,9	0,8	1,3	0,9	2,7	0,9	0,9	1,1
investice	3,6	2,8	7,3	0,7	1,9	0,5	-3,2	0,7	2,3	0,6	-0,3	1,1
dovoz	9,3	8,5	10,7	3,8	2,0	2,7	-1,0	1,4	9,1	8,4	2,0	2,65
vývoz	8,7	7,9	7,8	4,6	2,7	2,6	1,3	1,7	11,3	7,2	2,6	2,5
nezaměstnanost (%)	6,8	6,7	6,7	6,5	6,6	6,6	6,8	6,9	7,7	6,7	6,7	6,8
inflace (% y/y)	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,2	4,8	2,9	2,6	8,4	5,4	2,5
jádrová inflace (% y/y)	3,0	3,7	4,7	5,0	5,5	5,5	4,0	3,0	1,5	4,1	5,1	3
běžný účet (% HDP)	1,6	0,6	-0,3	-0,8	1,0	1,3	1,6	1,9	2,3	-0,7	1,5	1,6

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

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

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

Ľuboš Mokráš

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

Barbora Skřipská

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

Tomáš Krejčí

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

Dušan Jalový

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

Miroslav Tutter

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

UPOZORNĚNÍ

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

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

