

# Analytický měsíčník

Téma měsíce

## Nový, nebo starý normál?

ČR Inflace pokračuje v poklesu

EMU Konjunkturální indikátory slábnou

USA Ekonomická aktivita překonává očekávání

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

září 2023

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



Vracíme se k otázce, zda a jak změnil šok způsobený pandemií, případně dalšími faktory, nastavení základních ekonomických parametrů. Tedy zda se po odeznění šoku vrátíme do předpandemického normálu, nebo přejdeme do nějakého „nového normálu“. V červenci jsme se tomuto tématu věnovali z pohledu rovnováhy mezi nabídkou a poptávkou na příkladu USA. Tentokrát se na toto téma podíváme z hlediska dopadu na přirozenou reálnou úrokovou míru.

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

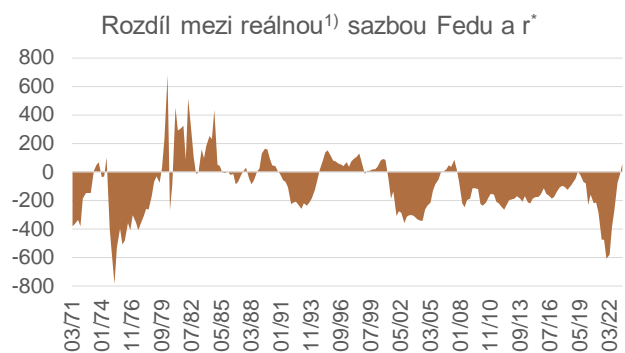
## Přirozená úroková míra po pandemii

Velmi frekventovaným a důležitým tématem diskusí o tom, kam směřujeme po pandemickém šoku, je aktuálně reálná přirozená úroková míra. Důvodem tohoto zájmu je, že přirozená úroková míra hraje klíčovou roli při formování měnové politiky centrálních bank a má tedy podstatný dopad i na nastavení tržních úrokových sazeb. Přirozená úroková míra ve vyspělých ekonomikách po několika desítkách let pomalu klesala, což přispělo k postupnému poklesu sazeb centrálních bank i sazeb tržních. Nyní se intenzivně diskutuje o tom, zda bude trend z období před pandemií pokračovat, nebo zda došlo k citelnému růstu přirozené reálné úrokové míry.

### Na začátek trochu teorie

Reálná přirozená úroková míra (značená obvykle jako  $r^*$ ) byla historicky definována jako reálná úroková sazba zajišťující rovnováhu mezi globální poptávkou a nabídkou kapitálu<sup>1</sup>. V současnosti existuje několik způsobů, jak je  $r^*$

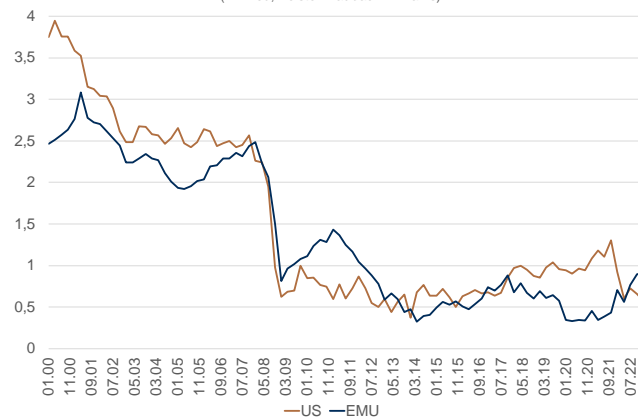
na finančních trzích a v reálné ekonomice. Praktická důležitost  $r^*$  plyne z už uvedené souvislosti mezi ní a ekonomickou rovnováhou: součet  $r^*$  a aktuální inflace je neutrální úroková sazba, tedy nominální úroková sazba zajišťující rovnováhu v ekonomice (z hlediska centrálních bank rovnováha v ekonomice konkrétně znamená růst HDP na potenciálu a inflaci na cíli centrální banky). Sazby nad neutrální úrovní jsou restriktivní, zpomalují růst HDP a snižují inflaci, sazby pod neutrální úrovní jsou stimulační, zrychlují růst HDP a zvyšují inflaci. Reálná přirozená úroková míra tak přímo vstupuje do rozhodovacího procesu



1) Sazba Fedu mínus meziroční změna jádrového PCE indexu (preferovaný inflační ukazatel Fedu)

Zdroj: Bloomberg, New York Fed

Odhady přirozené úrokové míry (%)  
(NY Fed, Holston-Laubach-Williams)



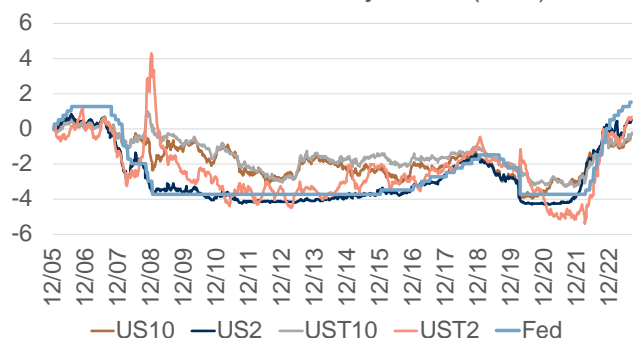
Zdroj: New York Fed

chápána. Může být interpretována jako dlouhodobá úroková sazba zajišťující rovnováhu na kapitálových trzích, nebo jako reálná krátkodobá úroková sazba konzistentní s rovnováhou v ekonomice (růst HDP na potenciální úrovni a stabilní nízká inflace). Jde o teoretický koncept, není tedy přímo pozorovatelná nebo měřitelná, její hodnota je pouze odhadována (pomocí ekonomických modelů) nebo aproximována (jako průměr reálných úrokových sazeb). Zároveň však jde o koncept, který je klíčově důležitý pro měnovou politiku centrálních bank, a tedy i pro rozhodování

centrálních bank a klíčovým způsobem spoluurčuje, kde je adekvátní úroveň krátkodobé úrokové sazby určené centrální bankou. Od krátkodobých sazeb centrální banky se pak odvozují tržní sazby – ilustrujeme to na příkladu USA (viz graf, kde US jsou státní dluhopisy a UST inflačně jistěné státní dluhopisy).

Podle neoklasické růstové teorie souvisí reálná přirozená úroková míra s reálným růstem ekonomiky, podle původní Wicksellovy definice s mezním produktem kapitálu. Z toho lze odvodit základní faktory, které ji ovlivňují: demografie, tempo růstu fixních investic, vývoj produktivity

Normalizované změny sazeb (USA)



Zdroj: Bloomberg

<sup>1</sup> Původní definice Knuta Wicksella z roku 1898



práce, sklon k úsporám, příjmová nerovnost, rozpočtová politika, míra preference rizika a úvěrové cykly. Faktory, které ovlivňují  $r^*$ , se mění jen relativně pomalu, a pomalu by se tedy měla měnit také reálná přirozená úroková míra. Na ekonomiku však působí řada různých šoků, které způsobují krátkodobé fluktuační  $r^*$  a v některých případech mohou být jejich strukturální dopady takové, že způsobí i poměrně rychlý výrazný permanentní posun  $r^*$ . Příkladem je dopad finanční krize 2008/09, která vedla k citelnému posunu  $r^*$  na nižší úroveň. Aktuální hodně diskutovanou otázkou je, zda a jak ovlivnila  $r^*$  pandemie, případně další faktory, které s pandemií nemusí přímo souviset, ale které v posledních letech nabývají na důležitosti a jejichž působení mohla pandemie zesílit. V dalším textu se podíváme na diskutované mechanismy změny  $r^*$  a jak má jejich působení  $r^*$  ovlivňovat.

## Úspory a investice

Nejprve si představíme faktory ovlivňující nabídku a poptávku po kapitálu (tedy úspory a investice). Vyšší míra úspor obecně zvyšuje nabídku kapitálu, a tedy snižuje  $r^*$ , zatímco vyšší investiční aktivita, a tedy vyšší poptávka po kapitálu,  $r^*$  zvyšuje.

Míru úspor primárně ovlivňuje demografie (v souladu s hypotézou životního cyklu), ale značný význam má i příjmová a majetková nerovnost (ovlivňující agregátní sklon ke spotřebě). Úspory podle teorie tvoří produktivní střední generace, zatímco děti, mladí lidé a důchodci je spotřebovávají. Z toho plyne, že by zásadní vliv na tvorbu úspor měla mít populační dynamika a s ní související věkové složení společnosti. Toto základní jednoduché rozdělení komplikuje řada vlivů, jako jsou mezigenerační transfery úspor (neboli dědictví), aktuální míra averze vůči riziku (jinak vyjádřeno míra důvěry v bezpečnost uložení úspor a obecně v dlouhodobou stabilitu ekonomiky), úvěrové cykly (vyšší úvěrová emise spojená s vyššími úroky zvyšuje míru úspor), tradice, kultura a institucionální stabilita dané společnosti a peněžní iluze (lidé mají větší

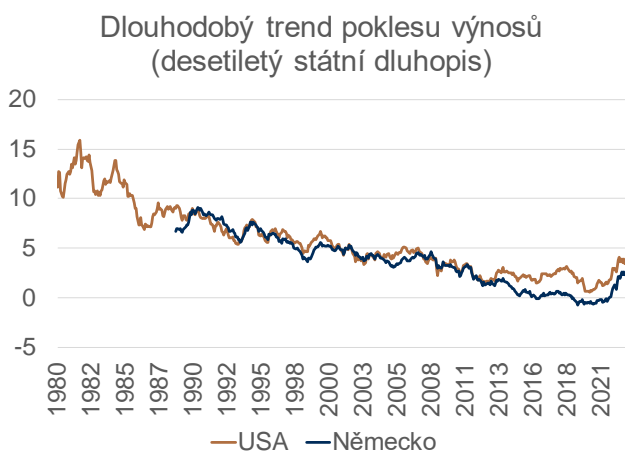
tendenci spořit při vyšších nominálních sazbách nehlédě na reálný výnos).

Jednou z hypotéz vysvětlujících dlouhodobý pokles  $r^*$  ve vyspělých státech (kterou navrhl bývalý prezident Fedu B. Bernanke) je existence nadměrných úspor ve vztahu k poptávce po kapitálu. Přebytek nabídky nad poptávkou pak vede k poklesu ceny, tedy úroků. Jedním z důvodů vzniku nadměrných úspor je růst majetkové a příjmové nerovnosti – stále větší část úspor se hromadí v rukou velmi bohatých lidí, kteří mají velmi nízký sklon ke spotřebě a naopak velkou potřebu svůj majetek investovat. Krátkodobý šok způsobený pandemií sice drasticky ovlivnil míru úspor a o něco později jejich využití, ale na základní demografické trendy ani na tendenci k růstu majetkové a příjmové nerovnosti dopad neměl. Lze tedy předpokládat, že jejich působení na úspory bude po odeznění dopadů pandemie stejné jako před ní. Z hlediska působení úspor na  $r^*$  tedy nevidíme důvod ke změně předpandemického stavu.

Poptávka po investicích primárně souvisí s očekávaným výnosem těchto investic. Jinak řečeno, aby investice byla realizovatelná, musí být za realistických předpokladů výdělečná. Výdělečnost projektu souvisí s kombinací nákladů na jeho uskutečnění (včetně nákladů na kapitál) a jeho očekávaného výnosu. Aby se výnos projektu dostal nad jeho náklady, musí být schopen prodat dostatečný objem svých produktů – musí tedy existovat dostatečná potenciální koupěschopná poptávka po jeho produktech. Pokud agregátní poptávka z jakéhokoliv důvodu roste pomalu, dochází ke zvyšování podílu projektů, které nesplňují kritérium realistické existence dostatečné potenciální koupěschopné poptávky a nemohou tedy být uskutečněny. Jinak vyjádřeno, nedostatečná finální poptávka snižuje poptávku po kapitálu a za jinak stejných podmínek tedy snižuje  $r^*$ .

S výše popsaným mechanismem souvisí druhá populární hypotéza vysvětlující pokles  $r^*$  – setrvalá stagnace (jejímž autorem je americký ekonom L. Summers), tedy dlouhodobě slabý růst až stagnace ekonomiky. Setrvalá stagnace souvisí s tím, že úrokové sazby včetně  $r^*$  mají přirozený dolní limit na nule. Za normálních okolností vede přebytek nabídky kapitálu nad poptávkou po něm k poklesu úrokových sazeb, který stimuluje poptávku (nižší sklon k úsporám, tedy vyšší ke spotřebě a následně investicím, tedy vyšší finální poptávka). Tento korekční mechanismus však přestává fungovat, když se sazby dostanou na nulu a nemohou již dále klesat, což se stalo po finanční krizi v roce 2008.

Z hlediska posouzení dopadu hypotézy setrvalé stagnace na námi analyzovaný problém „starý versus nový normál“ je klíčové, zda byl prudký pokles  $r^*$  po finanční krizi součástí předchozího trendu, nebo zda šlo o jednorázovou záležitost způsobenou dopady krize. Pokud šlo o jednorázový důsledek finanční krize, především s krizí související propad poptávky, pak by tento efekt mohl být



Zdroj: Bloomberg,



kompensován masivní finanční podporou, kterou poskytly vyspělé státy svým obyvatelům v době pandemických uzávěr. To platí především pro Spojené státy, kde byla finanční podpora vysoká a plošná, ve značně menší míře pro EU. Tato podpora měla v podstatě charakter „vrtulníkových peněz“, což byl mechanismus navrhovaný ke zlomení deflačních tendencí v polovině minulého desetiletí. Příklad USA ukazuje, že „vrtulníkové peníze“ skutečně fungují, možná až příliš dobře (nebo se to s nimi „trochu“ přehnal). Pokud byl pokles  $r^*$  po finanční krizi významně ovlivněn jednorázovými faktory, může šokový efekt „vrtulníkových peněz“ primárně na spotřebu a sekundárně na poptávku po kapitálu vrátit  $r^*$  na významně vyšší úroveň, než byly před pandemií, a to především v USA, kde podle dosavadního vývoje došlo k trvalejšímu pozitivnímu ovlivnění poptávky a růstu ekonomiky než v EU. Základní mechanismy, které vedly ke vzniku dlouhodobého trendu k poklesu  $r^*$ , by však měly přetrvat, takže by se  $r^*$  měla vrátit k úrovni mírně pod úroveň před finanční krizí 2008 (odhad americké  $r^*$  z doby před krizí je cca 2,5 %, po krizi mezi 0,5–1,0 %, návrat by tedy znamenal růst  $r^*$  někde mezi 2,0–2,5 % s příslušným dopadem na sazby Fedu a výnosy dluhopisů). Pandemický šok by tak na současnou ekonomiku USA měl podobný vliv, jako měla druhá světová válka na ekonomiku předválečnou. V obou případech se ekonomika nemohla vzpamatovat z krize způsobené finančním kolapsem, v obou případech by pomohl drastický pozitivní poptávkový šok financovaný vládou.

## Další faktory

Vedle šoku způsobeného pandemií se diskutuje vliv dvou faktorů, které působily už před pandemií, ale jejichž váha mohla i kvůli pandemii nyní výrazně narůst. Jde o deglobalizaci (tedy pokles mezinárodního obchodu a toku investic z vyspělých do rozvíjejících se států) a výrazný růst důležitosti ekologických faktorů při ekonomickém rozhodování, tedy růst podílu a významu tzv. zelených investic.

S deglobalizací jsou spojeny obavy z menší dostupnosti levné pracovní síly a obecně vyšších produkčních nákladů. To by mělo odstranit desinflační tlaky spojované s globalizací, které působily ve světové ekonomice od devadesátých let. Výsledkem by byla vyšší inflace, která by nutila centrální banky držet sazby v průměru výše relativně k  $r^*$ , než tomu bylo v době globalizace. Obavy z globalizace jsou spojeny hlavně s obchodní válkou mezi USA a Čínou a s dopady narušení složitých dodavatelsko-odběratelských řetězců v době pandemie. Podle našeho názoru jsou však tyto obavy přehnané. Spíše než k deglobalizaci dochází a bude docházet k reglobalizaci, tedy restrukturalizaci sítě obchodních vztahů. Dochází a v dohledné budoucnosti

bude docházet k odklonu od Číny jako dominantního dodavatele. Budeme svědky široké regionální diverzifikace, která jednak zajistí větší robustnost dodavatelsko-odběratelských řetězců a jednak větší nabídku volné pracovní síly. Obecný trend k široké mezinárodní výměně by tak neměl být dopady pandemie zlikvidován, jen dočasně narušen a dlouhodobě modifikován.

Efekty klimatické změny na přirozenou úrokovou míru se detailně zabývala přehledová analýza ECB<sup>2</sup>. Ekonomické dopady klimatické změny jsou složité a stejně tak i její působení na  $r^*$ . Vedle přímých dopadů, tedy škod souvisejících s efekty klimatické změny a nákladů na přizpůsobení ekonomik, působí i řada nepřímých dopadů. Náklady na snížení emisí a přizpůsobení ekonomiky budou snižovat růst produktivity práce a vyšší vnímané riziko povede k vyšším úsporám (kvůli preventivním úsporám pro krytí očekávaných škod), což by snižovalo  $r^*$ . Proti tomu existuje argument, podle kterého by naopak vyšší poptávka po investicích souvisejících s náklady na omezení klimatické změny měla  $r^*$  zvyšovat. Podle našeho názoru však budou „zelené investice“ spíše vytěšňovat tradiční investice, a budou tedy ještě zesilovat působení faktorů snižujících  $r^*$ . Analytici ECB ve své podrobné analýze diskutují řadu dalších faktorů a zdůrazňují vysokou míru nejistoty, kloní se však k názoru, že tlak na pokles  $r^*$  související s ekonomickými efekty klimatické změny může být podstatný.

## Dopad na finanční trhy

Jak už jsme uvedli, odhady hodnoty  $r^*$  mají sice nepřímý, ale zásadní dopad na chování finančních trhů. Výše přirozené úrokové míry určuje krátkodobé reálné sazby, názory na její budoucí vývoj pak určují dlouhodobé reálné úrokové sazby. Očekávaná výše sazeb pak má zásadní vliv na fundamentální ohodnocení rizikových aktiv, jako jsou akcie. Mění se názory na vývoj úrokových sazeb v jednotlivých státech podstatně ovlivňují vývoj kurzů jejich měn, specificky aktuální debata o budoucnosti  $r^*$  má přímé dopady na vývoj kurzu dolaru k euru.

Důležitým faktorem podporujícím současný pohyb výnosových křivek směrem nahoru je sílící názor, že se  $r^*$  posunula nahoru, což vede ke spekulacím o tom, že by Fed mohl dále zvýšit sazby a držet je na úrovni podstatně vyšší než před pandemií i po zkrocení inflace.

## Závěr

Přirozená úroková míra není přímo pozorovatelná a je amalgámem mnoha faktorů tvořících strukturu ekonomiky. Zároveň je zásadně důležitá přímo pro měnovou politiku centrálních bank, nepřímo pro finanční trhy a zprostředkovaně i pro reálnou ekonomiku. Probíhající intenzivní a složitá diskuse o tom, kde se se bude nacházet

<sup>2</sup> The effects of climate change on the natural rate of interest: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2744~9c3a54be4f.en.pdf>

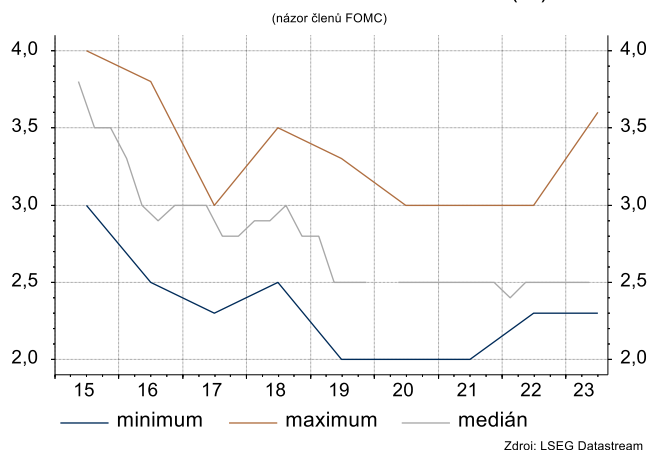
a critical survey



její hodnota poté, co centrální banky zvládnou postpandemickou inflační vlnu, má a bude mít klíčovou důležitost pro vývoj na finančních trzích, přímo především pro vývoj výnosových křivek státních dluhopisů. O úrovni přirozené úrokové míry odpovídající rovnovážnému stavu po pandemii diskutují známí ekonomové (viz například Blanchard versus Summers<sup>3</sup>), analýzy na toto téma publikují mezinárodní organizace (MMF<sup>4</sup>) a zveřejňovány jsou jak akademické analýzy, tak názory ekonomů

vývoj ekonomik, a pokud by k tomu byly dostatečně silné důvody, jsme připraveni svůj názor korigovat.

Očekávaná rovnovážná sazba Fedu (%)



pracujících ve finančních institucích. Tato diskuse bude pokračovat a její průběh může podstatně ovlivnit vývoj na finančních trzích.

Klíčové však v tomto směru budou především názory centrálních bankéřů. U Fedu je možné jejich vývoj pozorovat přímo, protože součástí předpovědí Fedu je i názor jednotlivých členů FOMC na úroveň dlouhodobé rovnovážné nominální sazby, ze které po odečtení inflačního cíle Fedu můžeme přímo usuzovat na jejich názor na  $r^*$ . Je zajímavé, že se v poslední době po dlouhém období, kdy velká většina FOMC uváděla  $r^*$  na úrovni 0,5 %, objevilo zatím několik názorů, které ji vidí podstatně výše.

My si zatím myslíme, že nedošlo k podstatné změně stavu před pandemií, a že je tedy skok  $r^*$  nahoru nepravděpodobný. Pokud by to byla pravda, byl by současný růst výnosů jen přechodným fenoménem a v horizontu několika málo let by se výnosy měly vrátit na podstatně nižší úroveň. V této souvislosti stojí za pozornost úvaha newyorského Fedu o možnosti, že dlouhodobá  $r^*$  skutečně zůstala na nízké úrovni podobné té před pandemií, ale že vlivem šoku došlo ke zvýšení krátkodobé  $r^*$ <sup>5</sup>. Pozorně tedy sledujeme jak probíhající debatu, tak

<sup>3</sup> <https://www.piie.com/events/summers-and-blanchard-debate-future-interest-rates>

<sup>4</sup> Low for (Very) Long?

A Long-Run Perspective on  $r^*$  across Advanced Economies (

<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/04/21/Low-for-Very-Long-A-Long-Run-Perspective-on-r-across-Advanced-Economies-530081>)

<sup>5</sup> <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2023/08/the-evolution-of-short-run-r-after-the-pandemic/> a <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2023/08/the-post-pandemic-r/>



I přes pozitivní překvapení u posledních čísel z průmyslu zůstávají jeho vyhlídky poměrně nepříznivé. Naopak ekonomiku by spolu s klesající inflací mohla postupně začít podporovat spotřeba domácností.

## Ekonomická aktivita

Červnová průmyslová výroba překvapila pozitivně. Místo očekávaného meziročního poklesu o 0,5 %, vzrostla o 0,9 %. Tyto výsledky byly v kontrastu s předstihovými indikátory, které naopak signalizovaly zhoršení situace v průmyslu. I přes pozitivní překvapení ale vyhlídky nejsou příznivé. Stejně jako v předchozích měsících byl meziroční výsledek ovlivněn nízkou srovnávací základnou automobilového průmyslu. Automobilový průmysl k růstu celého průmyslu v červnu přispěl 3,6 pb. Naopak většina ostatních odvětví skončila v červených číslech. Například výroba elektřiny z celkového růstu průmyslu odebrala 1,5 pb. Pohled na stále klesající nové objednávky i na předstihové indikátory příliš optimismu ohledně budoucího vývoje nepřináší. Indexy PMI ve zpracovatelském průmyslu se již rok drží pod hladinou 50, oddělující expanzi od kontrakce.

Také červnové maloobchodní tržby překvapily pozitivně. V meziročním vyjádření sice pokračovaly v poklesu -4,1 %, ale meziměsíčně se zvýšily o 0,3 %. Maloobchod se již druhý měsíc v řadě mírně zlepšuje, což souvisí s rychlým poklesem inflace, ale k razantnějšímu oživení by mělo dojít až příští rok spolu s růstem reálných příjmů.

## Inflace a centrální banka

Červencová inflace v souladu s očekáváním poklesla z červnových 9,7 % na 8,8 %. Na trend zpomalování meziročního růstu cen měly opět velký vliv ceny potravin, které v meziměsíčním vyjádření dokonce poklesly. Naopak sezónní růst cen rekreací byl razantní (22,8 % m/m).

Inflace by měla pokračovat v poklesu ještě v srpnu a září. Předpokládáme, že by se v září meziroční růst cen

mohl dostat k 7,5 %. V říjnu inflace opět vzroste nad 8 % kvůli srovnávací základně 4. čtvrtletí minulého roku, kdy ČSÚ do cen energií započítal úsporný tarif, a tím uměle snížil srovnávací základnu.

Navzdory klesajícímu inflačnímu trendu drží ČNB sazby nezměněné a očekávání trhu ohledně snižování sazeb ve 3. čtvrtletí hodnotí jako předčasná. Na srpnovém měnově-politickém zasedání bankovní rada ale poměrně nečekaně oznámila, že formálně ukončuje intervenční režim a obnovuje program odprodeje výnosů z devizových rezerv. I když ČNB nebyla na trhu přítomna od října 2022, formální ukončení intervenčního režimu se projevilo okamžitě v oslabení kurzu koruny.

Bankovní rada měla k dispozici i novou prognózu, která se od té minulé v zásadních věcech neliší. S novou prognózou je stále konzistentní pokles sazeb ve 3. čtvrtletí letošního roku. Většina bankovní rady se ale kloní ke dvěma alternativním scénářům, které modelují situaci zvýšené domácí poptávky, resp. neukotvených inflačních očekávání. Tyto alternativní scénáře implikují stabilitu sazeb do konce letošního roku. Zda dojde ke snížení sazeb ve 4. čtvrtletí, zůstává velkou neznámou. Inflační výhled by snížení sazeb již v letošním roce nahrával. Na druhou stranu bankovní rada delší dobu signalizuje, že ve snižování sazeb bude velice opatrná. A v neposlední řadě je zde kurz koruny. Její skokové oslabení – pokud vydrží – odpovídá jednomu snížení sazeb, což pravděpodobnost dřívějšího snižování sazeb snižuje.

Náš výhled neměníme. Stále je naším hlavním scénářem, že k prvnímu snížení sazeb dojde ještě letos v listopadu nebo prosinci. Riziko je pozdějšího zahájení cyklu uvolňování měnové politiky je však významné.

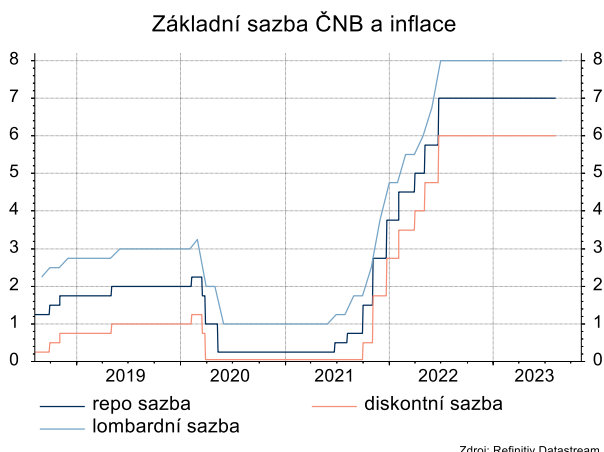
## Rizika

Předstihové indikátory a statistiky nových objednávek ukazují na riziko útlumu průmyslové výroby. Určité riziko představuje i samotná ČNB. Pokud bude držet sazby nezměněné příliš dlouho, může se to negativně propast do očekávaného oživení v příštím roce.

## Průmyslová produkce sice překvapila pozitivně, ale nové objednávky signalizují útlum.



## ČNB podle očekávání nechává základní sazby beze změny.



Růstová data měla opět tendenci překvapovat negativně. Nejvíce pozornosti k sobě připoutaly předběžné indexy nákupních manažerů, protože ukázaly prudký pokles aktivity ve službách, které se zatím držely v expanzi. Protože výrobní sektor zůstal slabý, dostal se do zřetelné kontrakce i kompozitní index. Slabost se obzvlášť týká Německa, což je nepříjemné i pro ČR, pro kterou je Německo s nárůstem největším obchodním partnerem.

## Ekonomická aktivita

V Německu sice pozitivně překvapily objednávky v průmyslu, ale samotná průmyslová výroba zklamala. Jak u indexu Zew, tak u indexu IFO je obzvlášť špatné hodnocení současné situace; vyhlídky jsou sice také nevalné, ale přeci jenom naznačují určitý prostor pro zlepšení. Problémem nejen pro Německo je, že se podle indexu nákupních manažerů do jasné kontrakce dostaly i služby, které se dosud držely v expanzi a pomáhaly tak ekonomice. Kompozitní PMI za Německo kvůli tomu podstatně zaostal za očekáváním. Slabá data nezůstala bez odezvy. Německo na konci srpna oznámilo desetibodový program podpory ekonomiky, který se koncentruje především na podporu ekologických investic. Ve Francii jakožto druhé největší evropské ekonomice není situace o nic lepší a i zde je kompozitní PMI zřetelně pod úrovní 50. Pod tuto úroveň klesl i předběžný PMI ve službách za eurozónu, což posunulo hlouběji do kontrakce kompozitní index. To vše v situaci, kdy se teprve naplno začne projevovat dosavadní utážení měnové politiky ze strany ECB a následné zpřísnění úvěrových kritérií bankami.

Osobní spotřeba na tom není o nic lépe. Předběžný index spotřebitelské důvěry eurozóny za srpen dále klesl a skončil pod očekáváním. Maloobchodní tržby sice

zůstávají meziročně v mínusu, ale pokles se zmírnil a údaj byl lepší než očekávání. Osobní spotřebu přitom dále podporuje silný trh práce. Pokud by se slabost výrobního sektoru i služeb začala promítat do růstu nezaměstnanosti, spotřebu by to dále utlumilo.

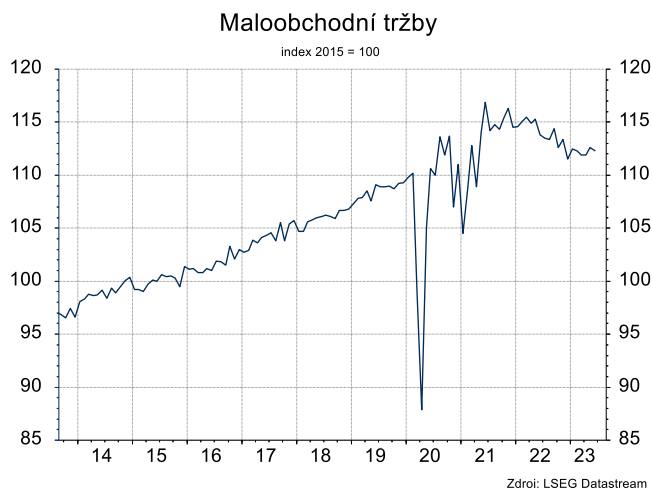
## Inflace a centrální banka

Předběžná data o celkové i jádrové inflaci v eurozóně za srpen překvapila směrem nahoru. Inflace tak zůstává stále vysoko nad cílem ECB. Vysoké úrovně a pouze pozvolný pokles inflace vedly řadu centrálních bankéřů včetně prezidentky ECB Lagarde k signalizování dalšího růstu sazeb a slibům ponechání sazeb na vysokých úrovních po dlouhou dobu. Především kvůli stále zřetelnější slabosti evropských ekonomik však centrální bankéři postupně svoji rétoriku zmírňují. Trh se koncentruje na slabost ekonomiky a už v podstatě s dalším růstem sazeb přestává počítat, aktuálně mu dává méně než padesátiprocentní pravděpodobnost. Zároveň však neočekává, že by ECB dala přednost podpoře ekonomiky před krocením inflace a nepočítá tedy s brzkým začátkem snižování sazeb. První snížení sazeb by podle aktuálního názoru trhu mělo přijít až ve druhém pololetí příštího roku. Podle našeho názoru sice ECB bude opatrná, ale pokud inflace nebude dostatečně zpomalovat sazby zvýší i přes slabost ekonomik.

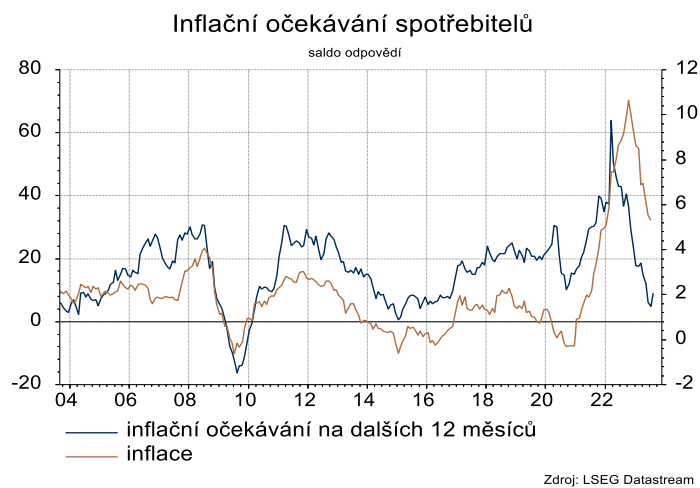
## Rizika

Výkyvy cen zemního plynu na konci srpna připomněly, že Evropa je stále hodně citlivá na případné narušení jeho dodávek. Naplněnost zásobníků plynu je sice uspokojivá, ale ani to nemusí stačit na pokrytí energetických potřeb Evropy v případě nepříznivého souběhu tuhé zimy a významného narušení dodávek. Srpnová data potvrdila negativní trendy u růstových dat z předchozích měsíců, zvýšila se tak pravděpodobnost, že Evropa i ve druhém pololetí minimálně setrvá ve stagnaci. Slabost růstových dat má negativní dopady na výnosy dluhopisů i kurz eura.

### Trend poklesu maloobchodních tržeb trvá.



### Inflační očekávání spotřebitelů výrazně klesla.



# Spojené státy americké

Spojené státy na rozdíl od Evropy překvapují silnějším než očekávaným růstem ekonomiky. Pomáhá především stále nečekaně silná osobní spotřeba. Ekonomická aktivita se ve třetím čtvrtletí zatím vyvíjí natolik dobře, že mnozí analytici přehodnotili očekávání recese nebo alespoň výrazného zpomalení ekonomiky ve druhém pololetí. Optimisté nyní věří v „měkké přistání“ (tedy zkrocení inflace bez poklesu ekonomiky), pesimisté (mezi které patříme) přesunují zpomalení ekonomiky nebo recesi do příštího roku. Síla ekonomiky drží při životě možnost dalšího růstu sazeb Fedu, přestože inflace dále zmiřňuje.

## Ekonomická aktivita

Růst počtu zaměstnanců sice postupně slábne, stále však stačí na to, aby držel míru nezaměstnanosti na úrovních blízkých plné zaměstnanosti. Hodně pomáhá i to, že neroste počet lidí propuštěných z práce. Počet žádostí o podporu v nezaměstnanosti se pohybuje bezpečně pod hranicí 300 000, která je považována za předěl mezi zdravou ekonomikou a ekonomikou směřující do recese. To pomáhá udržovat silnou osobní spotřebu, která je hnací silou ekonomiky, a silná osobní spotřeba pomáhá udržovat vysokou zaměstnanost. Vysoké úrokové sazby a významné utážení úvěrových kritérií by sice měly tempo růstu brzdit, ale zatím to příliš vidět není. Osobní spotřebu by také mělo omezovat vyčerpávání úspor z doby pandemie, ale to zatím také není vidět, přestože je řada náznaků, že by tento efekt mohl být už brzy významný. Výrobní sektor by měl být podle osvědčených konjunkturálních ukazatelů jako ISM slabý, ale tvrdá data to nepotvrzují. Index předstihových ukazatelů je na úrovni, která vždy znamenala recesi. Podle dosavadního vývoje však bude růst ve třetím čtvrtletí opět

silný. Službám se jednoznačně daří a jsou to především ony, které pomáhají udržet sílu trhu práce.

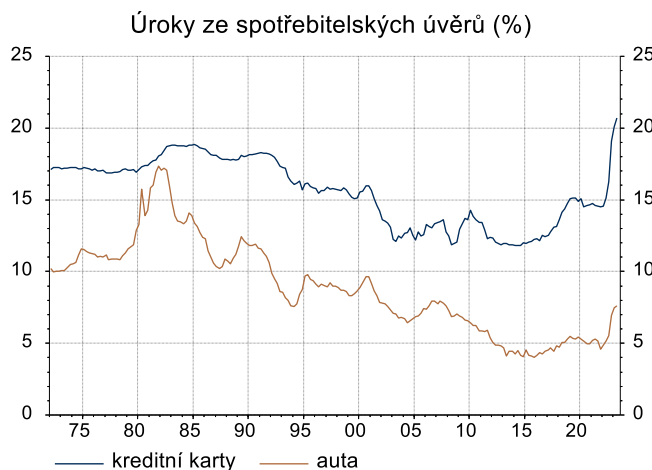
## Inflace a centrální banka

Celková inflace se mírně zvedla, což souvisí se zeslábnutím bazického efektu u cen energií. Naproti tomu jádrová inflace pokračovala v poklesu (proti očekávání stagnace). Naprostá většina růstu cen jde stále na konto nájmu. Významnější průsak zrychleného růstu mezd do inflace zatím není vidět. Část analytiků i činitelů Fedu se ale stále obává, že by trvajících síla ekonomiky mohla vést k opětovnému zesílení inflačních tlaků. My tento názor nesdílíme. Důvodem je, že nyní je podle nás nabídková strana ekonomiky dostatečně silná na to, aby nedopustila výraznější růst cen. Specificky u zboží hraje roli i slabost čínské domácí poptávky, která vede k agresivnější snaze Číňanů prodat zboží na zahraničních trzích. Zářijové zasedání FOMC patrně zvýšení sazeb nepřinese, komunikace Fedu by měla naznačit, zda to bude hrozit později. Tuto možnost explicitně potvrdil prezident Fedu Powell na konferenci v Jackson Hole a uváděl ji tam do souvislosti s možným příliš silným růstem ekonomiky.

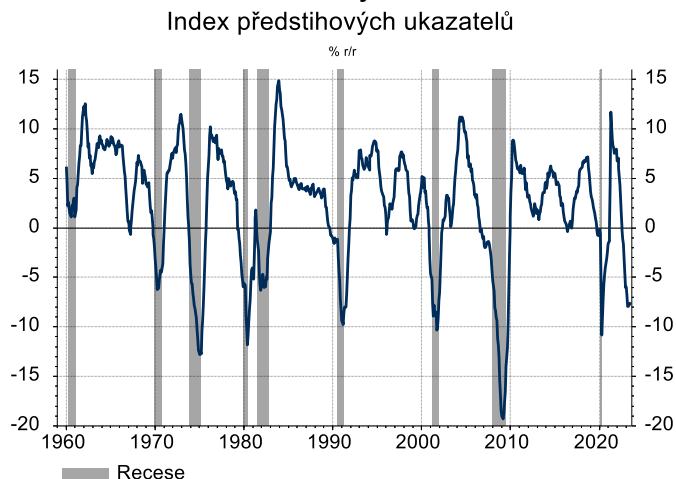
## Rizika

V USA na rozdíl od Evropy aktuálně hrozí spíše riziko prodloužení cyklu zvyšování úrokových sazeb než riziko akutní slabosti ekonomiky. Jak analytici, tak trh se tomuto nečekanému vývoji přizpůsobují, což vede k zesílení všeobecného optimismu a víry v udržení růstu. To na jedné straně pomáhá výkonnosti ekonomiky díky pozitivním očekáváním stavu trhu práce, a tedy příjmů a následně poptávky, na druhé straně to ale vytváří riziko prudkého obratu, pokud by se optimistická očekávání přestala naplňovat. To by mělo zpětně dopady na chování investorů i spotřebitelů a případný obrat by to tedy podpořilo. Vynořujícím se dlouhodobým rizikem je problém chronicky vysokých rozpočtových schodků.

## Úrok na kreditních kartách je nejvyšší v historii.



## Meziroční pokles indexu předstihových ukazatelů na současné úrovni v minulosti vždy znamenal recesi.





## EUR/USD

V srpnu pokračoval trend oslabování eura a posilování dolaru, který začal v polovině července. Kurz v rámci trendu prošel konsolidací trvající od konce července zhruba do poloviny srpna. Ve druhé polovině srpna tlak na posílení dolaru poměrně výrazně zesílil, aby na úplném konci měsíce došlo k poměrně ostré a hodně volatilní korekci. Vznik trendu souvisí s rozdílným vývojem americké a evropských ekonomik. Zatímco USA překonávají očekávání ohledně růstu hospodářství, Evropa za očekáváním zřetelně zaostává. To mění očekávání vývoje úrokových sazeb: u Fedu se spekuluje o možnosti prodloužení cyklu růstu úrokových sazeb, u ECB naopak o možnosti jeho zkrácení. Zároveň dochází k postupnému rozšiřování úrokového diferenciálu na výnosové křivce ve prospěch dolaru. Dolaru pomáhá také vysoký objem nově emitovaných státních dluhopisů v USA, který podporuje růst místních výnosů. Atraktivní výnosy kombinované s velkým objemem dluhopisů v aukcích přitahují zahraniční investory. Vývoj na dluhopisovém trhu aktuálně ovlivňuje kurz zřetelně, korelace mezi vývojem cen dluhopisů a kurzu je vysoká. Dolar díky tomu bez problému ustál snížení ratingu USA agenturou Fitch. Vzhledem k tomu, že současné makroekonomické trendy se v měsíčním horizontu velmi pravděpodobně nijak podstatně nezmění a že navíc bude stále více působit efekt momenta, čekáme v září další posílení dolaru. To, jak moc výrazný bude tlak na jeho další posílení, ovlivní především zářijová zasedání centrálních bank, která by měla vyjasnit, jak současnou makroekonomickou situaci vnímají centrální bankéři. Pokud lepší než očekávaná výkonost v USA a horší než očekávaná v EMU vydrží, bude to mít i podstatné dopady na dlouhodobý odhad vývoje kurzu, konkrétně by v takovém případě měl být rovnovážný kurz dolaru citelně silnější.

## EUR/CZK

Českou korunu na počátku srpna výrazně oslabilo prohlášení ČNB o tom, že formálně ukončuje intervenční režim a obnovuje program odprodeje výnosů z devizových rezerv. I když ČNB nebyla na trhu přítomna od října 2022, formální ukončení intervenčního režimu oslabilo korunu o 1 % na 24,24 EUR/CZK. V polovině měsíce se však kurz vrátil na úroveň jen mírně slabší, než byly před zasedáním bankovní rady. Do konce měsíce se pak kurz pohyboval v postranním trendu s jen velmi mírnou tendencí k oslabování.

Náš výhled na korunu neměníme. Koruna by se měla pohybovat kolem stávajících hodnot. Výraznějšímu oslabení (přes 24,5 EUR/CZK) by však pravděpodobně bránila ČNB případnými intervencemi, přestože svůj formální závazek ukončila. Stále však platí, že ČNB může zasahovat při příliš velké volatilitě kurzu, a navíc může korunu využívat jako sekundární nástroj (vedle sazeb)

k dosažení inflačního cíle. Zrušení formálního závazku ČNB jen uvolnilo ruce, nyní není vázaná na úroveň kurzu, kterou v rámci závazku bránila.

## Dluhopisy

Dobrá výkonnost ekonomiky a velký objem nově vydávaných státních dluhopisů byly hlavními důvody pokračujícího růstu výnosů v USA. Desetiletý výnos se v průběhu srpna dostal až na 4,35 %, což je úroveň naposledy viděná v roce 2007, tedy před finanční krizí. Na úroveň z let 2006 až 2007 se dostal i dvouletý výnos, který stále více odráží očekávání vyšších sazeb po delší dobu. Aktuálně jsou tak pro dluhopisový trh důležitější růstová data než vývoj inflace. V září bude pro trh vedle dat podstatné zasedání FOMC, které by mělo vyjasnit, jak Fed vnímá současnou situaci a zda skutečně hrozí další růst sazeb. Výnosy by v dohledné budoucnosti měly zůstat vysoké, jejich pokles by mohl vyvolat překvapivá výraznější slabost růstových dat a s ní spojený pokles optimismu ohledně dalšího vývoje ekonomiky.

Vývoj na evropských trzích byl výrazně pod vlivem vývoje v USA. Lišil se zřetelně pomalejším růstem výnosů a tím, že korektivní poklesy byly v Evropě výraznější než v USA. Na konci měsíce po zveřejnění hodně slabých PMI indexů v Německu a Francii klesl německý desetiletý výnos z 2,7 % až na 2,45 %, poté se ovšem částečně vzpamatoval. Kvůli pomalejšímu růstu výnosů v Evropě postupně roste spread mezi americkou a německou výnosovou křivkou, na deseti letech se na konci srpna dostal na 170 bb. Spready mezi německými výnosy a výnosy periferních států EMU zůstaly převážně stabilní, jen italské výnosy rostly nepatrně rychleji. V září bude klíčové zasedání ECB. Podle našeho názoru zůstanou sazby beze změny, ale činitelé ECB se budou snažit přesvědčit trh, že by sazby mohly jít dále nahoru. Proti této snaze by mohla působit zveřejňovaná data, pokud bude pokračovat jejich slabost. Globální trend k růstu výnosů bude podporovat jejich další růst i v Evropě, takže rétorika ECB by mohla zapůsobit, pokud zářijová data nebudou extrémně slabá.

Globální posun výnosů směrem nahoru se nevyhnul ani ČR. Na začátku srpna sice ještě pokračovala stabilita z předchozího měsíce a výnos desetiletého dluhopisu se držel na 4,2 %, poté se ale trh posunul poměrně rychle až na 4,55 %. Ke konci měsíce v souladu s vývojem na evropských trzích výnos korigoval a končil poblíž 4,4 %. Pro další vývoj bude důležitá rétorika ČNB, především to, zda začne debata o snižování sazeb. Z domácích dat bude trh sledovat zejména inflaci, z tempa jejího poklesu se bude snažit vyvodit, kdy by mohla ČNB začít snižovat sazby.

## Akcie

Přelom července a srpna znamenal konec růstového trendu na americkém akciovém trhu a přechod k poměrně



pomalému poklesu. Fundamentálním důvodem byla paradoxně lepší než očekávaná výkonnost americké ekonomiky kvůli s tím souvisejícím spekulacím o prodloužení cyklu růstu úrokových sazeb. Obratu k poklesu nezabránila ani vesměs dobrá výsledková sezóna. Roli pravděpodobně hrálo také vyčerpání technického momenta a potřeba trhu konsolidovat po dlouhém období prakticky nepřerušeno růstu. Pokud Fed nezačne být zjevně agresivní a pokud data nebudou trh jednoznačně přesvědčovat, že je další růst sazeb pravděpodobný, může být srpnový pokles jen epizodou a akcie se mohou poměrně brzy vrátit k růstu.

Evropské trhy poměrně přesně kopírovaly vývoj v USA. Pokles podpořila i řada slabých dat, zpochybňujících oživení hospodářství ve druhém pololetí. Vyhledky evropských akcií jsou kvůli slabosti evropských ekonomik momentálně horší než amerických. Pomoci by mohla ECB, pokud by na slabost reagovala zastavením zvedání úrokových sazeb.

Pražská burza v srpnu stagnovala a tak nějak šlapala vodu, jak by se dalo lidově říci. Index si připsal mírné ztráty a v porovnání s vyspělým světem dopadl ještě dobře. Impulz k růstu indexu bohužel nepřišel ani od výsledkové sezóny, která měla určit další trend. I přes vcelku dobré výsledky jsme silnější růst nezaznamenali. Výjimkou byly akcie VIG, které si v srpnu připsaly +5,11 %, následované Kofolou +3,5 %. Největším poklesem se naopak může pochlubit Pilulka, ta odepsala -9,20 % na 425 CZK, a je tak blízko svého historického minima. Nedařilo se ani akciím Erste bank -2,50 % ani další bance Moneta -1,17 %.

## Kredit

O veškerou emisní aktivitu na tuzemském kapitálovém trhu se během druhého prázdninového měsíce staralo Ministerstvo financí. Skoro by se tak dala v tomto vydání rubrika Kredit úplně vynechat, kdyby nás na připravovanou emisi neupozornila společnost DEK. Prostřednictvím své dceřiné společnosti DEKINVEST otevřený podílový fond Beta plánuje nabídnout tříletý dluhopis s výnosem navázaným na 6M PRIBOR v celkovém objemu 1,1 mld. CZK, který je připravena navýšit až na 2 mld. CZK. Stejně jako u emise splacené v červnu tohoto roku bude splatnost garantována mateřskou entitou DEK a.s. Distribucí mezi investory byla pověřena Česká spořitelna a Československá obchodní banka, emisní podmínky by měly obsahovat všechny obvyklé kovenanty a posledním rizikem pro úspěch celé transakce tak zůstává stanovení výnosu pro investory. Na ten si ale budeme muset počkat až po uzavření knihy, které je plánováno na polovinu září.

## Komodity

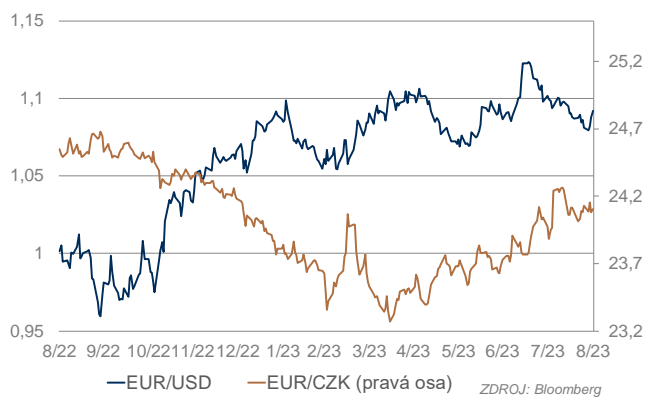
Na konci prvního týdne srpna skončil růstový trend ropy, v rámci kterého se cena ropy Brent dostala ze 72 USD/brl až na 88 USD/brl. Ve druhé polovině měsíce cena sice nejprve mírně klesla, ale na úplném konci se vrátila téměř

na měsíční maxima. Příčinou přerušení trendu a korekce byla kombinace vyčerpání technického momenta a obav z dopadů slabého růstu čínské ekonomiky na spotřebu ropy. Vývoj na konci měsíce však ukazuje, že patrně stále existuje prostor pro další růst ceny. Vývoj ceny ropy bude ovlivňovat řada faktorů: jak moc ještě Fed a ECB případně utáhnou měnovou politiku, jak na to bude případně reagovat americká a evropská ekonomika, jaký bude další vývoj v Číně. Stále jsou také ve hře i důležité geopolitické faktory, především rusko-ukrajinský konflikt a politika OPEC. Cena ropy kvůli tomu může poměrně hodně divoce kolísat v širokém rozmezí. Volatilita je značně pravděpodobná, směr dalšího vývoje je však velmi nejistý.

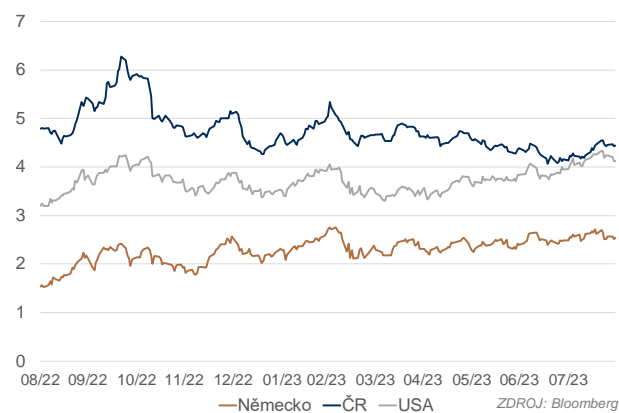
Cena zlata první tři týdny srpna klesala, což patrně souviselo se spekulacemi trhu o možném prodloužení cyklu utahování měnové politiky Fedu. Pokles mohl také souviset s obratem k vybírání zisků na akciovém trhu a podpořilo jej posilování dolaru. V posledních dvou týdnech srpna došlo k poměrně ostré korekci, která měla patrně hlavně technické důvody. Pro zlato bude nadále důležitý vývoj amerických sazeb a dolaru. Pokud zůstane americká ekonomika silná, dolar bude dále posilovat a Fed bude směřovat k dalšímu zvýšení sazeb, měl by současný růst zůstat jen technickou korekcí a cena zlata by se měla vrátit k poklesu.



## Devizové kurzy



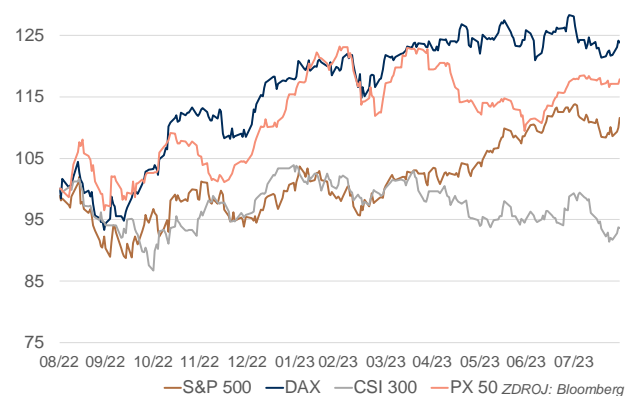
## Dluhopisy (10 let)



## Index volatility VIX



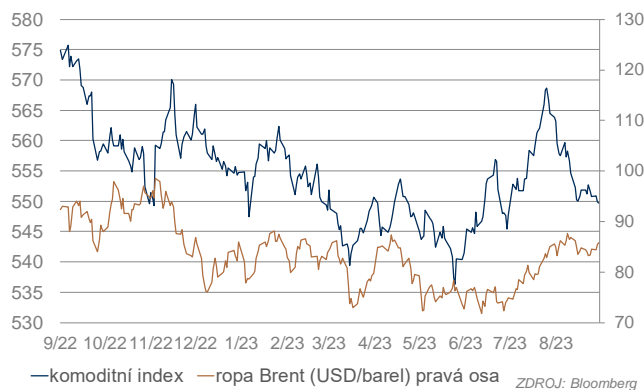
## Akciové indexy (1. 7. 2022 = 100)



## 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*
<b>SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK</b>									
Fed	2,25-2,50	5,25 - 5,50	5,25-5,50	5,25- 5,50	→	5,25-5,50	→	4,75-5,00	↓
ECB (repo)	0,5	4	4,25	4,25	→	4,25	→	4	↓
ČNB	7	7	7	7	↓	6,5	↓	4,5	↓
<b>KURZY</b>									
EUR/USD	0,99	1,10	1,08	1,09	↑	1,10	↑	1,12	↑
EUR/CZK	24,5	23,9	24,1	24,1	→	24,1	↑	24,3	↑
<b>DLUHOPISY</b>									
US dluhopis 2y	3,50	4,90	4,86	4,9	→	4,4	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	3,25	4,02	4,11	3,8	↓	3,3	↓	3,0	↓
Něm. dluhopis 2y	1,18	3,06	2,97	3,0	→	3,0	→	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	1,56	2,56	2,49	2,4	↓	2,3	↓	2,0	↓
České dluhopisy 2y	6,08	5,62	5,56	5,5	→	4,8	↓	4,0	↓
České dluhopisy 10y	4,81	4,22	4,41	4,4	→	4,0	→	3,8	↓
<b>KREDIT</b>									
USA CDX 5y	522,2	417,6	425,4	380	↓	360	↓	320	↓
EMU iTraxx 5y	588,1	385,5	397,4	350	↓	320	↓	290	↓
<b>AKCIE</b>									
S&P 500	3966,9	4576,7	4507,7					4800	↑
Eurostoxx 50	3456,7	4407,5	4297,1					4600	↑
DAX	12630,2	16240,4	15947,1					17000	↑
CSI 300	4043,7	3998,0	3790,1					4500	↑
PX	1153,8	1360,0	1340,8					1500	↑

\* 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	Q*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	4,7	3,4	1,4	0,1	-0,5	-0,6	0,3	1,3	3,5	2,4	0,1	2,3
soukromá spotřeba	8,0	-0,3	-4,8	-5,4	-5,9	-5,3	-2,4	0,2	4,1	-0,8	-3,4	3,8
vládní spotřeba	1,6	1,8	-1,7	0,6	3,1	2,8	2,2	1,0	1,4	0,6	2,3	1,1
investice	5,4	3,7	2,2	0,8	-1,6	-0,5	1,3	3,3	0,7	3,0	0,6	4,4
dovoz	5,8	3,0	8,1	8,3	3,4	3,7	2,4	3,2	13,2	6,3	3,2	4,5
vývoz	2,3	3,3	12,7	10,9	7,0	8,1	6,3	7,9	6,8	7,2	7,3	6,4
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	8,4	8,7	3,9	15,3	11,2	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

## Evropská měnová unie

	2022				2023				2021	2022	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	5,4	4,2	2,4	1,7	1,1	0,4	0,2	0,5	5,5	3,3	0,6	0,9
soukromá spotřeba	8,4	5,9	2,7	1,5	0,8	0,1	-0,9	0,3	4,1	4,7	0,1	1,1
vládní spotřeba	3,1	1,0	0,6	0,8	-1,0	-0,5	-0,4	-0,8	2,7	0,8	-0,7	1
investice	3,8	2,7	4,7	0,8	1,9	0,9	-1,5	0,5	2,1	0,8	0,5	0,8
dovoz	10,1	9,1	10,5	3,1	1,8	0,4	-2,2	0,2	9,4	8,2	0,3	2,55
vývoz	9,0	8,2	7,6	4,2	2,7	1,1	0,6	1,3	11,7	7,2	1,7	2,15
nezaměstnanost (%)	6,8	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,6	6,7	7,7	6,7	6,6	6,7
inflace (% y/y)	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,2	4,8	3,1	2,6	8,4	5,5	2,5
jádrová inflace (% y/y)									1,4	1,4		
běžný účet (% HDP)	1,6	0,6	-0,7	-0,7	-0,2	1,9	1,7	2,2	2,3	-0,7	1,5	1,7

## 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	1,8	2,5	2,1	1,5	5,9	2,1	2,0	0,9
soukromá spotřeba	4,8	2,3	2,2	1,6	2,4	2,2	2,0	1,8	8,3	2,7	2,2	0,9
vládní spotřeba	-1,6	-1,3	-0,3	0,9	2,7	3,5	3,0	2,3	0,6	-0,6	3,0	1,2
investice	11,6	7,2	2,0	-3,8	-8,0	-3,7	-1,0	-2,1	9,0	4,0	-2,6	1,0
dovoz	12,7	11,2	7,4	1,5	-2,2	-2,8	-0,6	0,9	14,1	8,1	-2,6	0,7
vývoz	5,1	7,3	11,3	4,6	7,9	3,0	0,0	1,1	6,1	7,1	1,8	0,4
nezaměstnanost (%)	3,8	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6	3,6	3,9	5,4	3,6	3,7	4,3
inflace (CPI % y/y)	8,0	8,7	8,3	7,1	5,8	4,1	3,5	3,2	4,7	8,0	4,1	2,6
jádrová inflace (PCE % y/y)	5,3	5,0	5,0	4,8	4,7	4,5	4,0	3,6	3,5	5,0	4,2	2,7
běžný účet (% HDP)	-3,8	-3,9	-3,8	-3,7	-3,4	-3,4	-3,2	-3,2	-3,6	-3,8	-3,2	-3,2
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,0	-4,2	-5,4	-5,4	-6,8	-5,1	-5,4	-5,7	-10,6	-5,4	-5,8	-5,9
vládní dluh (% HDP)			98,6	95,8	96,1	96,0	97,1	97,8	98,4	97,0	97,3	100

\* 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.

