

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Nový, nebo starý normál?

ČR Domácí spotřeba zůstává slabá navzdory klesající inflaci

EMU Ekonomický výhled se zhoršuje

USA HDP rostl ve třetím čtvrtletí velmi silně

www.ppfbanka.cz

listopad 2023

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



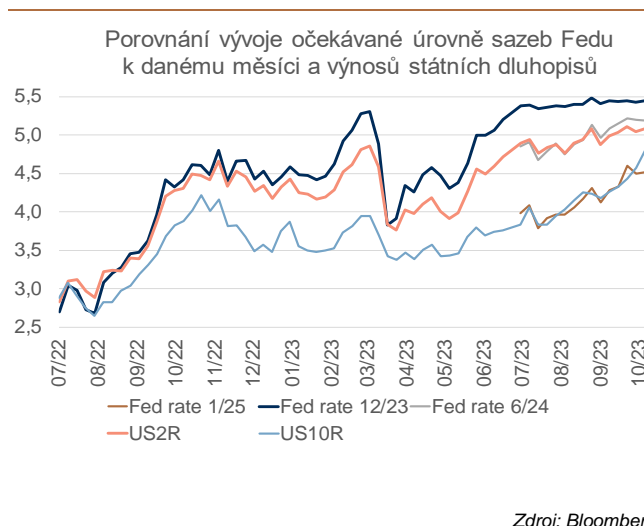
Kliknutím na kapitolu v obsahu se přesunete na její začátek. Tato šipka na dalších stranách vás vrátí zpět na obsah.

Nejvýznamnějším pohybem na finančních trzích v letošním roce je výrazný růst výnosů amerických státních dluhopisů. Tento pohyb neovlivňuje významně jen finanční trh USA, ale má podstatný dopad i na dění na finančních trzích ve světě a také na americkou a následně i světovou reálnou ekonomiku. Odpovědi na otázky, proč výnosy rostou, kam se až mohou dostat a jaký bude jejich další střednědobý a dlouhodobý vývoj, jsou proto klíčové pro odhad dalšího vývoje jak na světových finančních trzích, tak ve světové ekonomice.

Proč rostou výnosy v USA?

Aktuální téma měsíce je třetím a závěrečným dílem volné série zabývající se podle našeho názoru klíčovou otázkou letošního roku: vrátí se světová ekonomika a finanční trhy k normálu před pandemií, nebo došlo k podstatnému posunu a vytvoření „nového normálu“? Tentokrát se zaměříme na aktuální a budoucí vývoj na dluhopisovém trhu USA. Výnos desetiletého amerického státního dluhopisu se dostal na úroveň neviděné od finanční krize. Prezident minneapoliského Fedu Neel Kashkari ve svém vystoupení 10. října uvedl tři možné důvody: očekávání agresivnějšího postupu Fedu proti inflaci, dlouhodobě lepší výkonnost ekonomiky či očekávané rychlejší zadlužování USA, a tedy rychlejší růst nabídky dluhopisů. Druhým důvodem, který lze převést na možnost, že došlo ke zvýšení přirozené úrokové sazby (r^*), jsme se zabývali v zářijovém tématu měsíce. Tentokrát se soustředíme především na třetí důvod, tedy vývoj státního dluhu a jeho vliv na trh státních dluhopisů.

Čeká trh další růst sazeb?

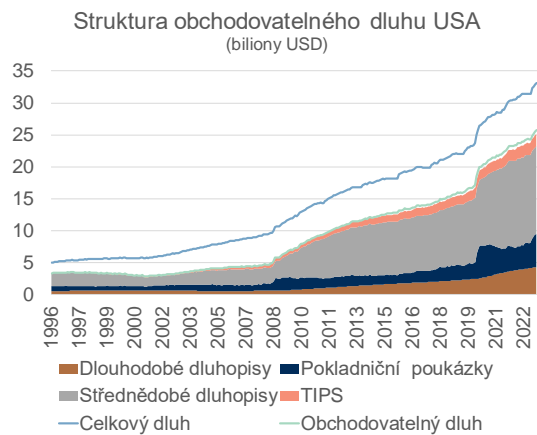


Nejprve se ale budeme krátce zabývat prvním důvodem, tedy tržním očekáváním vývoje úrokových sazeb Fedu. Graf ukazuje porovnání vývoje očekávané sazby Fedu v daném měsíci vypočtené z futures s vývojem výnosů státních dluhopisů. Sazba v prosinci 2023 je zároveň nejvyšší očekávanou sazbou v rámci tohoto cyklu. Očekávaná maximální sazba se od července prakticky

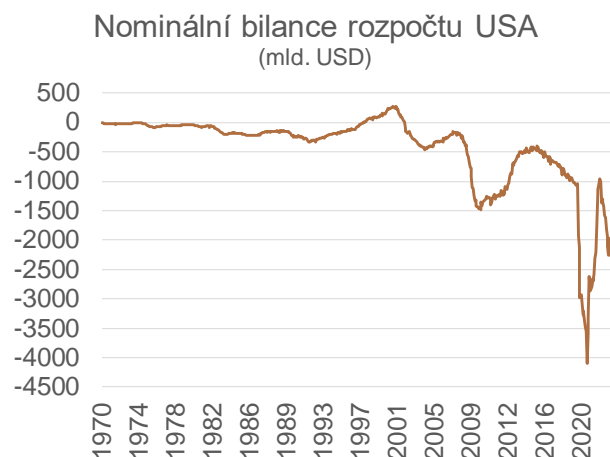
nemění, trh tedy už další růst sazeb nečeká. Zřetelně však rostly očekávané sazby na červen příštího roku a na leden 2025. Trh tedy stále více počítá s vyššími sazbami po delší dobu. Závěr velmi stručné analýzy je, že růst výnosů v posledních několika měsících nesouvisí s očekáváním dalšího růstu sazeb, ale s očekáváním vyšších sazeb po delší dobu a případně i vyšší přirozené úrokové sazby.

Vývoj zadlužení USA

Základním faktorem ovlivňujícím cenu (a tedy výnosy) státních dluhopisů je rovnováha mezi jejich nabídkou



a poptávkou po nich. Vývoj amerického státního dluhu reprezentuje u státních dluhopisů stranu nabídky. První graf ukazuje vývoj nominálního zadlužení USA a strukturu obchodovatelného státního dluhu. V USA používaná terminologie odlišuje treasury bonds (splatnost 20 a 30 let, tedy dlouhodobé dluhopisy), treasury notes (splatnost 2 až 10 let, tedy střednědobé dluhopisy), treasury bills (pokladniční poukázky nebo krátkodobé dluhopisy, splatnost do jednoho roku) a TIPS (inflačně chráněné

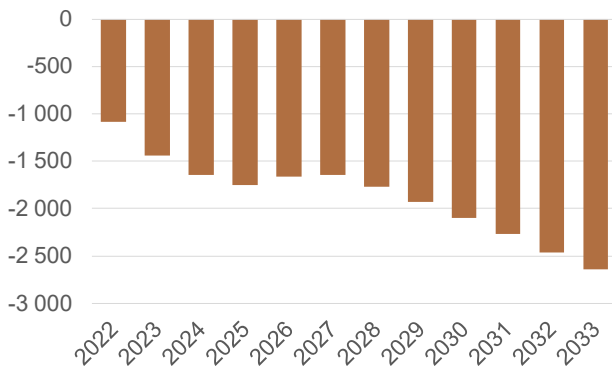


dluhopisy). V grafu je vidět výrazné zrychlení růstu objemu dluhu po finanční krizi, skok nahoru po začátku pandemie a následné další zrychlení trendového růstu. Zároveň je zřejmé, že se dluh stále více koncentruje do střednědobých dluhopisů.

Informaci předchozího grafu doplňuje následný graf vývoje nominální bilance amerického státního rozpočtu. Ještě lépe zde vynikne dopad finanční krize a pandemie. Samotný obrovský objem nového dluhu v letech 2020 a 2021 je důležitým faktorem ovlivňujícím i nadále vývoj na dluhopisovém trhu, ale ještě důležitější je pokračující trend velmi rychlého zadlužování, a tedy velmi vysokých objemů nově emitovaných dluhopisů. Investoři mají navíc dobré důvody předpokládat, že se aktuální situace nezmění a že rychlé zadlužování bude pokračovat i střednědobě.

Další graf ukazuje, jaký vývoj nominálních deficitů státního rozpočtu očekává Congressional Budget Office

Očekávaný vývoj nominálního objemu deficitů státního rozpočtu v USA (mld. USD)



Zdroj: CBO

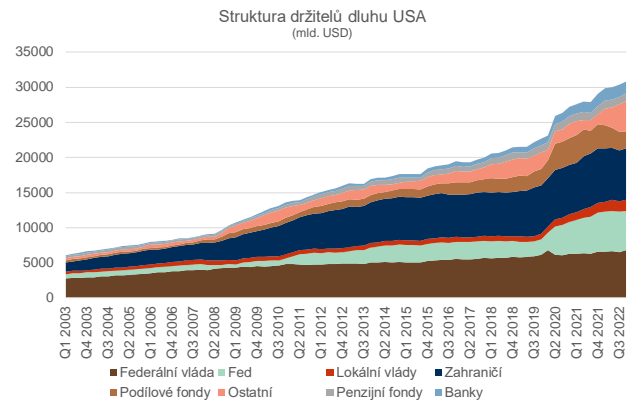
(CBO) v příštím desetiletí (rok 2022 je skutečná hodnota). Vidíme, že už tak vysoké tempo zadlužování nejenže neklesá, ale naopak především ve druhé polovině období ještě podstatně zrychluje. Situace na straně nabídky je tedy z hlediska vývoje cen a výnosů jednoznačně negativní a není divu, že opatrní investoři (bond vigilantes) se začínají na americké státní dluhopisy dívat skrz prsty.

Struktura držitelů státního dluhu

Strana poptávky je u amerických dluhopisů poměrně pestrá. Velkou část drží státní instituce (federální vláda, Fed, vlády jednotlivých států, municipality atd.), hodně amerických dluhopisů má zahraniční držitele (mimo jiné i díky tomu, že dolar je primární rezervní měna a americký státní dluh dobrým prostředkem k uložení devizových rezerv), státní dluhopisy jsou součástí portfolií podílových fondů, drží je banky, pojišťovny a penzijní fondy a také individuální investoři. Motivace k držení amerického

státního dluhu je u jednotlivých typů držitelů odlišná, takže se podíl jednotlivých držitelů mění v čase.

Z grafu je vidět, že objem dluhu drženého samotnou vládou a jejími institucemi roste podstatně pomaleji než

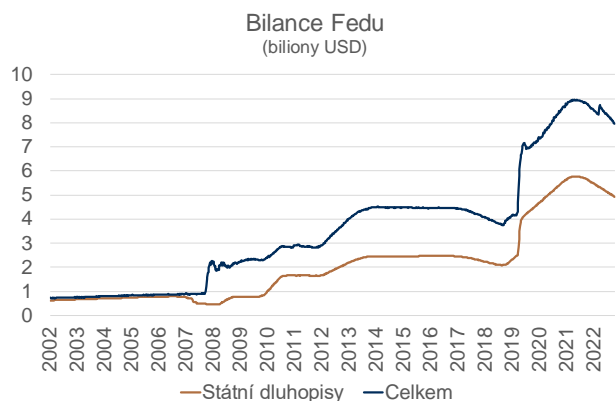


Zdroj: Reuters

celkový objem dluhu – podíl vlády na dluhu tedy poměrně výrazně klesá. U dalších významných vlastníků (Fed, zahraniční subjekty, finanční sektor) zůstává většinou na zhruba stejné úrovni. V poslední době roste podíl položky „ostatní“, do které patří mimo jiné i individuální investoři. To pravděpodobně souvisí s vyšší atraktivitou státních dluhopisů jako formy držení osobních úspor díky jejich rostoucím výnosům.

Fed a kvantitativní uvolňování

Dlouhodobě významným držitelem amerických státních dluhopisů je Fed (aktuálně druhým největším). Do finanční



Zdroj: Bloomberg

krize představovaly státní dluhopisy většinu bilance (zhruba 90 %), v průběhu krize Fed nakoupil velké množství hypotečních dluhopisů a menší množství některých dalších aktiv, takže podíl státních dluhopisů na bilanci Fedu klesl na vrcholu krize na 20 % a v průběhu minulého desetiletí



Podíl obchodovatelného dluhu drženy Fedem



Zdroj: Bloomberg

se pohyboval mezi 50 a 60 %. Opětovný růst podílu státních dluhopisů na bilanci souvisel s kvantitativním uvolňováním, v rámci kterého byla do finančního systému dodávána likvidita pomocí jejich nákupů. V reakci na nástup pandemie Fed znovu do finančního systému dodal masivní objem likvidity, částečně prostřednictvím nákupů státních dluhopisů. Při všech těchto jeho aktivitách se až do pandemie držel podíl Fedu na obchodovatelném dluhu USA pod 20 % a snižování jeho bilance v posledních měsících ho pod tuto hodnotu opět vrátilo. Kvantitativní uvolňování přispělo k nízké úrovni výnosů v minulém desetiletí a nákupy v době pandemie přispěly k přechodnému propadu výnosů. Současné snižování bilance také přispívá k růstu výnosů, i když samo o sobě jeho příčinou není. Snaha držet bilanci Fedu pod kontrolou však bude i nadále faktorem, který bude podporovat vyšší úroveň výnosů v porovnání s obdobím před vypuknutím pandemie.

Zahraniční držitelé

Na financování amerického státního dluhu se významně podílejí jeho zahraniční držitelé. Motivací pro jeho držení je na jedné straně kombinace jeho bezpečnosti, likvidity a hloubky trhu a na druhé straně status dolaru jako primární rezervní měny – devizové rezervy jsou proto drženy z velké části v dolarech a dolary v devizových rezervách jsou primárně umisťovány do amerických státních dluhopisů. Podíl zahraničních držitelů na obchodovatelném státním dluhu v čase kolísá. Vrcholu dosáhl před finanční krizí, kdy zahraniční subjekty držely přes polovinu obchodovatelného objemu amerického státního dluhu. Růst zahraniční držby souvisel především se zvýšeným zájmem států zařazovaných mezi rozvíjející se trhy. Prim zde hrála Čína, která v té době jednak budovala devizové rezervy adekvátní jejímu měnicímu se postavení ve světové ekonomice a jednak potřebovala umístit část rychle se kumulujících úspor svých občanů. Po asijské finanční krizi na konci devadesátých let své

Podíl zahraničních držitelů na obchodovatelném státním dluhu USA

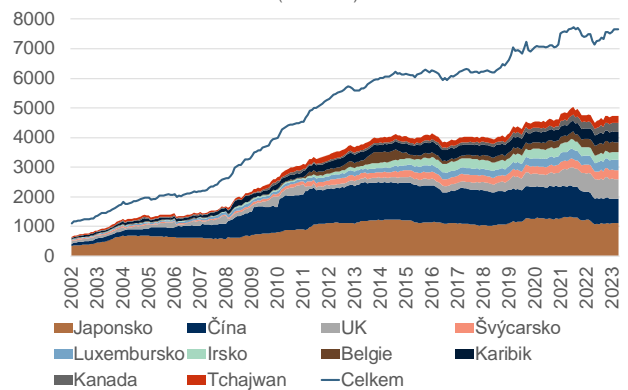


Zdroj: Bloomberg

devizové rezervy posilovala i řada dalších rozvíjejících se ekonomik, mezi nimi podstatným způsobem například Rusko. Ekonomický šok způsobený kolapsem hypotečního trhu v USA tento proces zastavil. Navíc brzy přišlo kvantitativní uvolňování, v průběhu kterého rostl podíl Fedu na obchodovatelném dluhu USA. Na konci minulého desetiletí začaly výrazně působit geopolitické faktory – Rusko většinu svých amerických státních dluhopisů prodalo už v roce 2018, Čína začala objem držovaných amerických státních dluhopisů zmenšovat po zahájení obchodní války administrativou D. Trumpa. Po vypuknutí pandemie došlo k další kombinaci prudkého růstu státního dluhu a dodávání likvidity Fedem. Výsledkem byl pokles podílu zahraničních držitelů lehce nad 30 %.

To, jak se bude vyvíjet zahraniční poptávka po amerických státních dluhopisech, bude klíčové pro další vývoj trhu. Záviset to bude na dvou primárních faktorech – na vývoji úspor ve světě a na tom, jak moc budou zahraniční investoři důvěřovat kvalitě amerického státního dluhu. Roli bude hrát i vývoj statusu dolaru jako primární

US dluhopisy drženy zahraničními subjekty (mld. USD)



Zdroj: Bloomberg

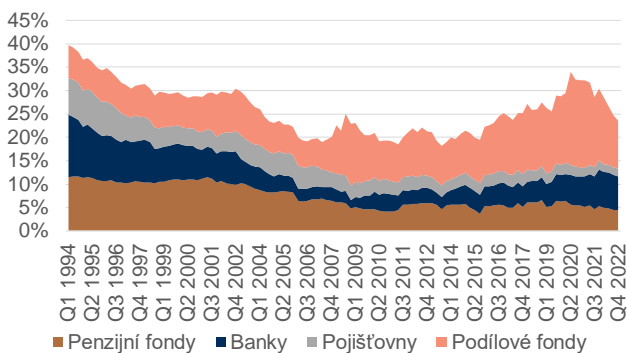


rezervní měny a případný růst důležitosti jeho konkurentů. Vyhledky nejsou úplně povzbudivé. Vývoj globální demografie naznačuje, že úspor bude spíše méně než v minulosti. Stále významnější roli mohou hrát geopolitické třenice, především rivalita mezi USA a Čínou. Rapidní růst zadlužení USA může vést k pochybám o tom, zda je kvalita amerického státního dluhu skutečně nepochybná. A dolar má tendenci dlouhodobě ztrácet své výsadní postavení. Všechny tyto faktory dohromady vedou k přesvědčení, že podíl zahraničních držitelů se bude nejspíše dále snižovat. Otázkou je, kdo je nahradí.

Finanční sektor

V polovině devadesátých let dosahoval podíl finančního sektoru (banky, penzijní a podílové fondy, pojišťovny) 40 %, od té doby však setrvale klesá. Pokles se týká především pojišťoven a penzijních fondů, které se zvětšující se nabídkou instrumentů na finančních trzích diverzifikovaly svá portfolia. Do finanční krize klesal i podíl bank, ale změny regulatorního prostředí tento trend obrátily. Držené objemy jsou relativně stabilní u pojišťoven a penzijních fondů, což je přirozeně dáno principy jejich fungování (tyto instituce mají svoje portfolia konstruovaná tak, aby byly zabezpečeny hotovostní toky, ke kterým se tyto instituce zavázaly). U bank se držené objemy také mění poměrně pomalu a aktuálně jsou dány primárně potřebou efektivně plnit regulatorní požadavky na rizikový profil aktiv bank (státní dluhopisy jsou velmi bezpečné, mají nízkou rizikovou váhu a generují tedy malé požadavky na kapitál). Objem držený podílovými fondy je mnohem volatilnější a závisí na chování investorů, kteří je kupují. Růst popularity podílových fondů jako formy investic vedl k postupnému zvětšování jejich podílu, takže v současnosti v rámci kategorie finančního sektoru dominují. Právě zájem nebo nezájem o bezpečné dluhopisové fondy hodně ovlivní to, jak moc státních dluhopisů bude finanční sektor jako celek držet. Bude záležet na vývoji míry úspor a atraktivitě

Podíl finančních institucí na obchodovatelném státním dluhu



Zdroj: Bloomberg

konkurenčních aktiv. Objem držený podílovými fondy bude v každém případě i nadále volatilní a nejistý a bude tím pádem významně přispívat k vývoji cen a výnosů státních dluhopisů a ke krátkodobé i dlouhodobé volatilitě.

Ostatní

Poslední kategorií držitelů amerických státních dluhopisů je kategorie „ostatní“, což je pestrá směs individuálních investorů, brokerů, podniků a dalších investorů. Podíl držitelů z této kategorie klesl od poloviny devadesátých let z 25 % do okolí 10 % (v roce 2021), což patrně souvisí s ústupem od přímé držby státních dluhopisů ve prospěch zprostředkované v podílových fondech a také ve prospěch dalších instrumentů tak, jak rostla jejich pestrost. Podíl



Zdroj: Bloomberg

kategorie „ostatní“ není sice velký, ale jeho dynamika je podobně jako u podílových fondů (se kterými se určitým způsobem doplňuje) výrazná a podstatně se podílí zejména na krátkodobých pohybech trhu. To, jak tato kategorie reaguje na vývoj na finančních trzích, má tedy podstatný vliv především na krátkodobé výkyvy cen na trhu státních dluhopisů. Je otázka, jaká je absorpční kapacita této kategorie, ale jak ukazuje poslední vývoj, reaguje citlivě na vývoj cen a může tak při současném trendu růstu výnosů eventuálně pomoci stabilizovat případnou tendenci k jeho přestřelení. Střednědobé a dlouhodobé působení této kategorie je ovšem nejisté a lze předpokládat, že obecně bude spíše stabilitu trhu snižovat než zvyšovat.

Závěr

Výnos desetiletého amerického státního dluhopisu se poprvé od roku 2007 dostal na 5 %. Jde o dramatický kontrast k úrovním z doby počínající pandemií (minimum z dubna 2020 bylo 0,5 %), kdy na trh působila extrémní averze vůči riziku. Jde však i o výrazný kontrast s minulým desetiletím, kdy se výnos desetiletého státního dluhopisu po naprostou většinu času držel pod 3 % a jeho průměr byl 2,4 %. Pokud se současné úrovně výnosů státních



dluhopisů udrží (nebo ještě dále narostou) dlouhodobě, je odpověď na řečnickou otázku uvozující sérii tří témat měsíce „starý, nebo nový normál“ jasná – budeme mít „nový normál“. Že se tak stane, však zdaleka není jisté – podle názoru ministryně financí USA a bývalé prezidentky Fedu J. Yellen současný růst výnosů nesouvisí s rozpočtovými deficity a růstem objemu emitovaných dluhopisů, ale se silou ekonomiky. Jak to skutečně je, ukáže pouze budoucnost.

Vzhledem k tomu, jak klíčovou roli hraje trh amerických státních dluhopisů v systému globálních finančních trhů a zprostředkovaně i ve světové ekonomice, by trvalý posun jejich výnosů na podstatně vyšší úroveň byl jak pro trhy, tak pro ekonomiku zásadní změnou. Její příčiny by byly multifaktorové a složité, ale je velmi pravděpodobné, že by mezi nimi významnou roli hrál vývoj zadlužení USA. Rychlý růst dluhu vrhá pochyby na jeho kvalitu, což se projevilo mimo jiné relativně nedávným snížením ratingu USA agenturou Fitch z nejvyššího AAA na druhý nejvyšší AA+. Už před více než deseti lety však k podobnému kroku přistoupila agentura Standard & Poors a příčina byla stejná jako nyní – dlouhodobě neudržitelný vývoj státních financí. Pokud budou USA ve své rozpočtové politice pokračovat tak jako dosud, riskují, že jejich dluhopisy časem ztratí své výsadní postavení primární bezrizikové investice. Vzhledem k objemu prostředků, které jsou do nich investovány, a roli globálního benchmarku by bylo prakticky nemožné najít adekvátní náhradu. Právě nemožnost najít investiční instrument, který by byl schopný americké státní dluhopisy nahradit, je faktorem, který ultimátně trh stabilizuje – i při rostoucím objemu dluhu a jeho klesající důvěryhodnosti budou investoři nuceni americké státní dluhopisy kupovat. To ovšem neznámá, že nepoklesne jejich cena (neporostou výnosy), znamená to pouze, že je extrémně nepravděpodobné úplné zhroutení trhu.

Otázka, jaká bude nová rovnovážná hodnota výnosů, na které se trh stabilizuje, je zásadní z hlediska ohodnocení všech dalších aktiv. Další růst výnosů může například vést ke zhroutení akciového trhu, protože se výnosy jednak promítají do fundamentálního ocenění akcií a jednak státní dluhopisy představují pro akcie alokační konkurenci. Z hlediska reálné ekonomiky se od výnosů státních dluhopisů odvíjí úroveň úročení úvěrů v celé ekonomice, a vyšší výnosy tedy představují obecně vyšší náklady na půjčky a nižší růst ekonomiky. Navíc je zde otázka, kde se budou brát prostředky na financování rostoucího dluhu USA – vyšší výnosy amerických státních dluhopisů budou vytěsňovat další typy domácích investic a budou také stahovat prostředky z ekonomik, které by je potřebovaly mnohem více než USA.

Když se na úplný závěr vrátíme k úvodu a názoru guvernéra minneapolisického Fedu Neela Kashakriho na možné příčiny růstu výnosů, je náš názor jasný: očekávaný vývoj politiky Fedu má jen omezený dopad, možná změna výkonnosti americké ekonomiky (a tedy rovnovážné úrovně

sazeb r^*) může hrát také roli (i když podle našeho aktuálního názoru k této změně nedošlo), ale opět pouze relativně omezenou (tedy růst výnosů, který s touto změnou souvisí, je omezený). U vývoje státního dluhu, a především u odhadu jeho dlouhodobého vývoje je ovšem situace jiná – jeho aktuální dopad je podle našeho názoru jasný, podstatný a především odůvodněný. Jak ukázala evropská dluhová krize před více než deseti lety, ztráta důvěry v udržitelnost státních financí může vést de facto až ke zhroutení trhu. V případě USA je sice tato alternativa extrémně nepravděpodobná, to však neznámá, že se rovnovážná hodnota výnosů nemůže usadit na hodnotách, které aktuálně vypadají velmi nepravděpodobně a které by měly zásadní negativní dopad jak na finanční trhy, tak na reálnou ekonomiku globálně.



Česká ekonomika ve 3. čtvrtletí poklesla a v červených číslech zřejmě zůstane za celý letošní rok. Spolu s klesající inflací to vytváří prostor pro brzké snižování sazeb. I když zatím není jasné, zda k němu ČNB přistoupí již v listopadu, je velice pravděpodobné, že se tak stane již letos a v příštím roce bude pokles sazeb pokračovat.

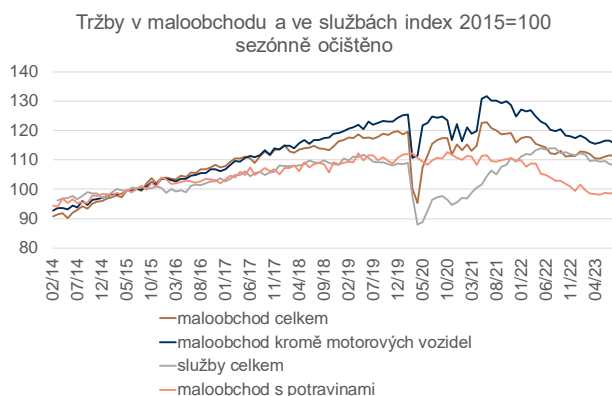
Ekonomická aktivita

Navzdory klesající inflaci stále klesá spotřeba domácností, a to již 16 měsíců v řadě. Maloobchodní tržby v srpnu poklesly meziročně o 2,8 %, ve srovnání s předchozím měsícem byly nižší o 0,8 %. Aktuální reálné maloobchodní tržby bez motorových vozidel jsou o téměř 8 % nižší v porovnání s hodnotami před covidem. Takto dlouhodobý pokles spotřeby domácností je bezprecedentní. Rychlost růstu v průběhu pěti let před covidem se lišila podle aktuální ekonomické situace, ale byla každoročně kladná mezi 3 a 8 %.

Také průmyslová výroba stále klesá, a to napříč odvětvími. V srpnu se na poklesu podílela nejvíce výroba elektřiny a plynu a výroba nekovových minerálních výrobků, naopak pozitivně působila výroba elektrických zařízení. Na rozdíl od přechodných měsíců výrazně pozitivně nepřispěla automobilová výroba, a to nejen proto, že postupně vyprchává efekt nízké srovnávací základny. Výroba automobilů v srpnu po sezónním očištění meziměsíčně poklesla o 9,1 %. I když z jednoho čísla nelze dělat silné závěry, problémy německé ekonomiky i předstihové indikátory ukazují, že automobilový průmysl nebude mít v dalších měsících na různých ustláno. Tento trend potvrzují i počty registrací nových aut, a to jak v Česku, tak v Německu. V ČR bylo v září registrováno o 8 % automobilů méně než v předchozím měsíci. Meziměsíční srovnání v Německu, vyznívá ještě pesimističtější: -17,9 %.

Ani konjunkturální indikátory českého statistického úřadu neukazují na rychlou změnu. Důvěra spotřebitelů se sice v říjnu po dvouměsíčním poklesu zvýšila, ale stále zůstává z historického pohledu nízká.

Navzdory klesající inflaci české domácnosti stále šetří.



Zdroj: ČSÚ

Inflace a centrální banka

V září spotřebitelské ceny vzrostly meziročně o 6,9 %, což bylo výrazně pod očekáváním trhu (7,5 %) i ČNB (7,2 %). Inflace je nejnižší od prosince 2021.

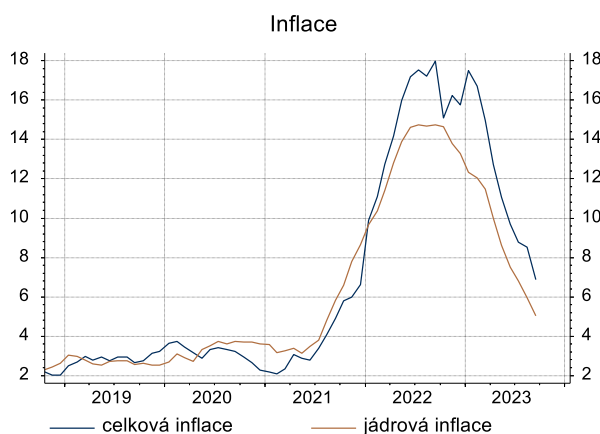
Překvapením byl zejména meziměsíční pokles cen v oddíle bydlení, voda energie a paliva. Ten byl způsoben nižšími než očekávanými cenami zemního plynu, elektřiny a tuhých paliv. Více, než jsme očekávali, poklesly i ceny potravin a také sezónní pokles cen dovolených byl výraznější, než by odpovídalo historickým zkušenostem. Naopak ceny pohonných hmot táhly tentokrát inflaci vzhůru.

Tento cenový vývoj nic nemění na tom, že v říjnu inflace díky nižší srovnávací základně (započítání úsporného tarifu na elektřinu do cen) stoupne (podle našich odhadů na 8,5 %), ale dnešní číslo jednoznačně vysílá signál, že inflace je na ústupu. Kromě celkové inflace byla pod očekáváním ČNB i její jádrová složka, na kterou se aktuálně bankovní rada odvolává při obhajobě oddalování prvního snížení sazeb. Inflační data tedy jednoznačně vyznívají ve prospěch brzkého začátku snižování sazeb. Bankovní rada ČNB bude mít na svém zasedání 2. listopadu k dispozici novou prognózu, která vzhledem k aktuálním datům bude doporučovat snižování sazeb již v listopadu. Poslední prohlášení některých centrálních bankéřů tuto možnost připouštějí, i když jiní volají po větší opatrnosti. Centrální bankéři se shodují v tom, že nechtějí trhy překvapovat a chtějí se snižováním sazeb začít zvolna. Aniž by některý člen bankovní rady kvantifikoval, co to znamená zvolna, domníváme se, že první snížení sazeb bude o 25 bb. Zda to bude v listopadu, nebo v prosinci, je těžké odhadnout, ale nedávná inflační čísla zvyšují pravděpodobnost prvního snížení sazeb již v listopadu.

Rizika

Hlavní rizika pro ČR jsou nyní externí, ať už se jedná o slabou výkonnost německé ekonomiky, která výrazně ovlivňuje tuzemský ekonomický růst, nebo geopolitické napětí, které určuje rizikovou averzi na inflačních trzích a působí na oslabování kurzu koruny.

Inflace klesá rychleji, než se čekalo.



Zdroj: LSEG Datastream



Data z reálné ekonomiky ani předstihové indikátory nevyznívají pro eurozónu příznivě a rostou pravděpodobnost mírné recese. Spolu s dynamikou ekonomické aktivity klesá i inflace. ECB si proto dává pauzu v utahování měnových podmínek.

Ekonomická aktivita

Průmyslová výroba v eurozóně v srpnu částečně kompenzovala červencový propad, když meziměsíčně vzrostla o 0,6 %. Tento výsledek byl ale opět ovlivněn volatilitou irskými čísly kvůli daňové optimalizaci nadnárodních korporací, které do Irska převádějí značnou část svých příjmů. Bez rozkolísaných irských dat vzrostl průmysl eurozóny pouze o 0,1 % m/m. Ani mírně lepší poslední výsledky tak nijak nemění klesající trend z posledních dvanácti měsíců.

V klesajícím trendu pokračují i maloobchodní tržby, a to i přes klesající inflaci, rostoucí reálné mzdy a přetrvávající silný trh práce s relativně nízkou nezaměstnaností. Zajímavý je i nárůst míry úspor o 0,3 pb na 14,8 % ve 2. čtvrtletí letošního roku. Vysvětlením může být obava domácností z budoucího vývoje nebo i relativně vysoké sazby, které je motivují ke spoření. Každopádně chování spotřebitelů by mělo napomáhat dalšímu poklesu inflace.

Ekonomický výhled podle předstihových indikátorů také nevyznívá příliš příznivě. Indexy nákupních manažerů v říjnu poklesly již popáté v řadě. Kompozitní PMI na 46,5 ze zářijových 47,2. Pokud nepočítáme období covidu, byl říjnový propad nejrychlejší za posledních 10 let. Detailní pohled ukazuje, že to je hlavně zpracovatelský sektor, kterému se nedaří. Pod hladinou 50, oddělující expanzi od kontrakce, se drží již od července minulého roku. Říjnová hodnota 43 bodů je z historického pohledu velmi nízká. Hůře na tom byl zpracovatelský průmysl pouze při covidových uzavírkách a při finanční krizi v roce 2009. Také

sektor služeb, který držel celkový PMI po většinu letošního roku nad 50, poslední 3 měsíce výrazně poklesl. Celkové PMI naznačují, že eurozóna by mohla ve druhém pololetí letošního roku projít mírnou recesí.

Inflace a centrální banka

Inflace v eurozóně v září výrazně poklesla ze srpnových 5,2 % na 4,3 %. Největší vliv na pokles inflace měly potraviny, jejichž meziroční cenový růst zpomalil o 0,9 pb na 8,8 %, a energie, jejichž ceny v meziročním vyjádření poklesly dokonce o 4,6 %, což bylo dáno vysokou srovnávací základnou. Srovnávací základna hrála také roli u inflace ve službách. Zatímco ještě v srpnu inflace ve službách dosahovala 5,5 %, v září to bylo o 0,8 pb méně. Roli hrály jak distorze vzniklé v loňském roce levnou vlakovou jízdenkou v Německu, tak i změna vah ve spotřebitelském koši, která uměle navýšila inflaci v předchozích měsících, a nyní její efekt vyprchal. Pohled na meziměsíční hodnoty ukazuje, že inflační tlaky slábnou (0,3 % m/m), ale zatím ne dostatečně, aby bylo možné s jistotou říci, že další pohyb sazeb ECB bude směrem dolů. Pokud by se v následujících měsících ukázalo, že inflace neklesá tak, jak ECB předpokládá, nelze vyloučit ještě zvýšení sazeb. Zatím si ale ECB dává pauzu a na posledním zasedání ponechala sazby beze změny. Zároveň ale v prohlášení ponechala formulace o silných domácích inflačních tlacích i očekávání příliš vysoké inflace po příliš dlouhou dobu. Trh se ale spíše soustředí na vyhlídky reálné ekonomiky, které nejsou příznivé, a posouvá očekávání prvního snížení sazeb na duben. Signály ECB ohledně budoucího nastavení sazeb jsou nejednoznačné. Měnová politika bude v následujících měsících závislá na přicházejících datech.

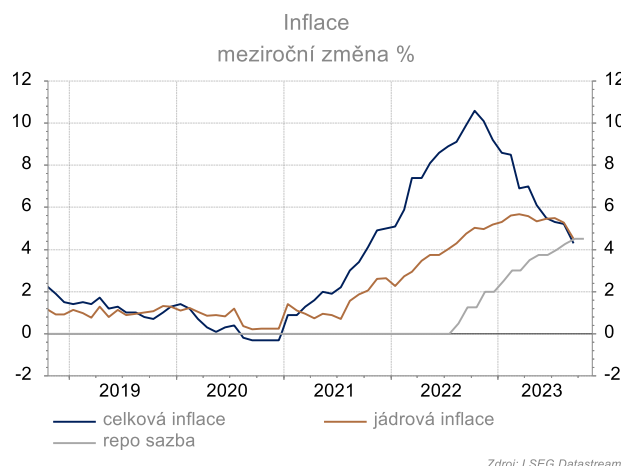
Rizika

Eurozóně reálně hrozí recese. Sice mírná, ale v kombinaci se stále zvýšenou zejména jádrovou inflací může znamenat velké dilema pro měnovou politiku.

Průmyslová výroba pokračuje v klesajícím trendu.



Inflace klesá, ECB si dává v utahování měnové politiky minimálně pauzu.



HDP za třetí čtvrtletí byl velmi silný, silnější než už tak vysoká očekávání. Táhla jej především osobní spotřeba, přispěl také růst zásob a výdaje vlády; fixní investice prakticky stagnovaly. Síla americké ekonomiky ze třetího čtvrtletí velmi pravděpodobně nevydrží. Problémem je kumulace zásob ve třetím čtvrtletí i relativně vysoký podíl vládních výdajů na růstu. Osobní spotřebu bude sice i nadále podporovat silný trh práce, ale tempo jejího růstu by přesto mělo poměrně výrazně oslabit. Jak osobní spotřebu, tak investice budou brzdit vysoké sazby a obecné utahování měnových podmínek.

Ekonomická aktivita

Na začátku října překvapily svojí výší údaje o přírůstku nových zaměstnanců. Překvapení bylo navíc ještě zesíleno výraznými revizemi směrem nahoru za předchozí měsíce. K přesvědčení, že trh práce zůstává velmi silný, přispěl i růst poptávky po pracovní síle (JOLT). Ovšem ne všechny údaje byly stejně silné. Míra nezaměstnanosti se nezměnila a růst mezd byl nižší, než se očekávalo. Trh přesto aktuálně věří, že právě setrvalá síla trhu práce může pomoci ekonomice udržet růst a případně přinutit Fed k dalšímu zvýšení sazeb nebo minimálně podpořit držení vysokých sazeb po dlouhou dobu. Se silným trhem práce se přímo pojí vysoká spotřeba domácností opět potvrzená nečekaně silnými maloobchodními tržbami. Silná spotřeba pak podporuje produkci, jak potvrdily opět solidní údaje o vývoji průmyslové produkce. U konjunkturálních indikátorů je vidět na jedné straně průchod výrobního sektoru dnem a postupný přechod ke zlepšování jeho výkonnosti, na druhou stranu ztrátu dynamiky u služeb, kde se pravděpodobně postupně vyčerpává impuls daný doháněním spotřeby odložené v době pandemie.

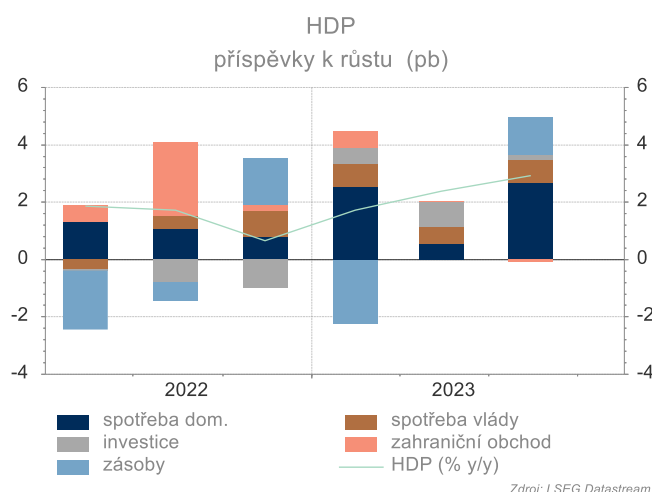
Inflace a centrální banka

Celková inflace byla v září poněkud vyšší kvůli růstu cen benzínu, jádrová v souladu s očekáváním pokračovala ve zpomalování. Struktura inflace ve službách očištěných o vliv nájmu však poněkud znepokojila trh, protože se tam projevil náznak reakcelerace. Rétorika Fedu je však přes sílu ekonomiky a pouze pomalý ústup vysoké inflace opatrná. Jeho prezident Powell i řada dalších členů FOMC považují v současné situaci za nejlepší vyčkat na další vývoj, takže se zvýšením sazeb na listopadovém zasedání se nepočítá. Pokud by vydržela aktuální síla ekonomiky a vysoká spotřeba by se začala zřetelněji promítat do růstu inflačních tlaků, Fed by sazby zvýšil. Podle nás je pravděpodobnější výrazné zpomalení ekonomiky a nelze ani vyloučit recesi v prvním pololetí příštího roku. Pokud by ekonomika skutečně výrazně zpomalila, mohl by Fed začít snižovat sazby rychleji, než s čím momentálně počítá trh. Investoři tedy budou i nadále citliví na přicházející data a je nutné počítat s možností výrazných změn směru vývoje na finančních trzích.

Rizika

V listopadu se opět bude řešit financování vládních výdajů, což může přinést nejistotu a rozruch na trh. Počítáme s tím, že problémy budou opět odsunuty do budoucnosti. Stále více analytiků si všímá negativního vlivu aktuálních i očekávaných vysokých schodků rozpočtu na dluhopisový trh; podle ministryně financí USA Yellen jsou však vysoké výnosy důsledkem silného růstu, ne rozpočtových schodků. Zda má pravdu Yellen, nebo analytici (včetně nás), se ukáže v situaci, kdy ekonomika USA výrazně zpomalí. Současný tlak na růst výnosů amerických státních dluhopisů s sebou nese každém případě řadu rizik – od zpříšňování finančních podmínek, přes negativní vliv vysokých výnosů na stabilitu dalších částí finančního trhu až po riziko náhlých zvrátů a všeobecné destabilizace trhů.

Silný růst HDP táhla osobní spotřeba.



Osobní úspory zůstávají výrazně pod úrovní před pandemií.



EUR/USD

Na začátku října se kurz dostal na lokální dno, ve zbytku měsíce konsolidoval a držel se mezi 1,05 a 1,07. Momentum k posilování dolaru se evidentně pro danou chvíli vyčerpalo a trh nyní čeká na nové podněty nebo výraznější změny vyhlídek pro určení nového směru. Očekávání u obou centrálních bank se stabilizovala – sazby by měly po řadu měsíců zůstat stabilní, poté by mělo přijít jejich snižování. Americká ekonomika zůstává velmi silná, ale přetrvávají obavy, že by brzy mohla podstatně zpomalit. Evropské ekonomiky jsou naopak slabé, drží se na hraně recese. Pokud by skutečně došlo ke zpomalení v USA, dolar by své zisky neudržel. Předpokládá to ale, že zároveň bude pokračovat trend dezinflace. Sílicí inflační tlaky by podpořily spekulace na další růst sazeb USA, což by vedlo naopak k obnovení posilování dolaru. V Evropě hrozí především další zvýraznění ekonomické slabosti. Specificky by mohly negativně působit problémy s dodávkami energií. Pokud tedy Evropa nějak vývoj kurzu ovlivní, bude to ve prospěch dolaru.

EUR/CZK

Česká koruna vůči euru během října oslabil na nejslabší hodnoty za posledních 15 měsíců, když se krátce dostala nad 24,7 EUR/CZK. Koruně aktuálně nesvědčí zvýšená riziková averze v kombinaci s očekáváním brzkého snižování sazeb. Podle našeho názoru je snižování sazeb v koruně z velké části – ne-li úplně – již zahrnuto a koruna by v následujících měsících již výrazněji propadat neměla. Na druhou stranu nebude mít ani mnoho důvodů k posilování, proto si myslíme, že by se v horizontu několika příštích měsíců mohla pohybovat okolo stávajících hodnot. Volatilita může být přechodně větší v reakci na rizikovou averzi, ale trendově by kurz koruny měl zůstat stabilní.

Dluhopisy

Výnos amerického desetiletého státního dluhopisu se na konci října dotkl psychologicky významné hranice 5 %. Za růstem výnosů v USA, který se přenáší i do zbytku světa, stojí několik faktorů a o jejich váze se diskutuje. Klíčovými jsou především silný růst americké ekonomiky, který vede k očekávání vysokých sazeb po dlouhou dobu a nese sebou také riziko kumulace inflačních tlaků, a vysoké schodky amerického státního rozpočtu, které vedou ke zvyšování objemu nabízeného v aukcích. Trh sice nabízené dluhopisy absorbuje bez problémů, ale pouze za nižší ceny, tedy vyšší výnosy. Podle ministryně financí J. Yellen je primární příčinou růstu výnosů síla ekonomiky. Pokud by tomu tak bylo, měly by výnosy v případě jejího zpomalení výrazně klesnout. Podle našeho názoru je však pravděpodobnější, že větší vliv má růst schodku rozpočtu, takže by výnosy měly zůstat relativně vysoké (ve srovnání s dobou před vypuknutím pandemie) i v případě zpomalení

růstu ekonomiky. Kdo má v tomto ohledu pravdu, se může ukázat už poměrně brzy, protože řada pozorovatelů čeká zpomalení americké ekonomiky už ve čtvrtém čtvrtletí tohoto roku.

Evropské výnosy sledují vývoj v USA, ale podstatně pomalejším tempem. Příčinou pomalejšího růstu jsou obecně výrazně slabší ekonomiky. Rozdíl mezi výnosem německého desetiletého státního dluhopisu a jeho americké obdoby se díky tomu vyšplhal na 200 bb. Rozdíly mezi výnosy uvnitř eurozóny se držely na zhruba stejné úrovni, výnos desetiletého italského dluhopisu je na podobných hodnotách jako výnos desetiletého dluhopisu USA. U evropských dluhopisů je prostor pro další růst výnosů omezený slabostí místních ekonomik. Hrozí spíše pokles výnosů, především pokud by k jakékoliv korekci došlo v USA.

Dlouhý konec české výnosové křivky rostl v souladu s vývojem na hlavních evropských trzích, krátký naopak pod vlivem očekávaného zahájení snižování sazeb klesal. Tyto dva faktory – tedy vývoj ve světě pro dlouhý konec křivky a vývoj měnové politiky ČNB pro její krátký konec – by měly být dominantní i v listopadu. Už na začátku měsíce bude důležité zasedání bankovní rady ČNB, které může načrtnout určitější obrysy jejího postupu při snižování sazeb. Stejně jako jinde v Evropě bude český trh citlivý na vývoj v USA, především pokud by zde došlo ke korekci. Ta by se měla rychle přenést i do ČR a přinést pokles výnosu i na dlouhý konec křivky. Vývoj může ovlivňovat i kolísání rizikové averze, kde mohou hrát důležitou roli geopolitické faktory, a také projednávání státního rozpočtu na příští rok, které by mohlo přinést informace o předpokládaném objemu emisí státních dluhopisů.

Akcie

V první polovině října sice akciové trhy prošly korekcí, ale ve druhé polovině měsíce se opět vrátily k poklesu a potvrdily klesající trend zahájený v září. Na akciové trhy má podstatný negativní vliv pokračující růst výnosů státních dluhopisů, který jednak zhoršuje fundamentální hodnoty akcií určované pomocí diskontování peněžních toků (to působí negativně především na růstové akcie) a jednak ztraktivňuje dluhopisy relativně vůči akciím (to je negativní hlavně pro dividendové tituly). V Evropě akciím nedělá dobře slabá ekonomika, v USA trávající riziko růstu sazeb. Do toho se ještě přimíchal další nárůst geopolitického napětí, což je pro akcie jakožto rizikové aktivum velmi nepříjemné. Probíhající výsledková sezóna je zatím v souhrnu spíše pozitivní, investoři jsou však velmi citliví na jakékoliv náznaky zhoršení výhledu ať už v důsledku růstu výnosů, nebo v důsledku zvýšených geopolitických rizik. Pokud by americkému spotřebiteli došly síly a americká ekonomika výrazně zpomalila, případně přímo přešla do recese, znamenalo by to pro akcie další silné negativum. Vyhlídky pro akciové trhy jsou tedy nadále negativní, což si uvědomuje i většina investorů, takže zde navíc bude



fungovat kombinace technického momenta a samosplnitelného proroctví. Do konce roku tedy pro akcie nečekáme nic dobrého.

PX index pražské burzy si v říjnu připsal jen nepatrný přírůstek, a to +0,4 %, což je paradoxně skvělý výsledek oproti západoevropským a americkým trhům, kde výsledková sezóna, další geopolitické tlaky a hlavně růst úrokových sazeb tlačí na výnosnost kapitálu, což investicím do akcií nedělá úplně dobře. V ČR jsme naopak před začátkem cyklu snižování sazeb a zároveň nás minula výsledková sezóna, která se rozjede naplno v listopadu. První, kdo výsledky už zveřejnil, byla Moneta, a to je také akcie, která měla nejlepší výkonnost za říjen +4,4 %. Další růstový titul byl ČEZ, který přidal slušných 3,3 % a dostal se zpět nad hranici 1 000 CZK. Růstem nad hranici 800 CZK potěšila Erste bank, navíc i její výsledky a výhled překonaly očekávání. Hned na začátku měsíce pak ještě 3. 11. Komerční banka a 9. 11. pak ČEZ.

Nejhůře si v říjnu naopak vedly akcie Piluky, které oslabily o výrazných 35 %, což je poměrně hodně i na to, že se firmě nedaří nastartovat generování profitu. Bohužel se z miláčka retailu stává nechtěná černá burzovní ovce. Nedařilo se také Philip Morris, ten ztratil 7 % a akcie VIG poklesly o 3,6 %.

Další období bude značně nejisté, čeká nás výsledková sezóna, světové problémy, ekonomické problémy v Německu, vysoké úrokové sazby a do toho klasický podzim, který obvykle akciím nepřeje.

Kredit

Kromě vypořádání primárního úpisu dluhopisu z holdingu DEK, o kterém jsme psali již v minulém čísle našeho Měsíčníku, říjen nepřinesl žádnou významnou korunovou emisi. Tuzemské investory oslovila hned dvěma eurovými MREL emisemi J&T Banka, která nabídla nejprve tříletý dluhopis slovenského finančního ústavu 365 Bank s výnosem 7,75 %. I přes nelichotivý rating od agentury Moody's na úrovni Ba1 (první neinvestiční stupeň), se podařilo umístit celý plánovaný objem 65 milionů eur. Zmíněným úspěchem namotivována J&T Banka oznámila doslova po pár dnech záměr vydat vlastní MREL dluhopis v objemu až 200 milionů eur. Úspěch slibující investiční rating na úrovni Baa3 J&T Banka ještě pojistila přizváním renomovaných investičních bank, konkrétně JP Morgan, Societe Generale a Raiffeisenbank. Bankéři z pražského Karlína tak museli být značně rozčarováni, když ani nabídka trvající nestandardně dva týdny nepomohla naplnit knihu. S finálním výnosem 7,5 % se podařilo umístit pouhých 60 % původně ohlášeného objemu, tedy konkrétně 120 milionů eur.

Komodity

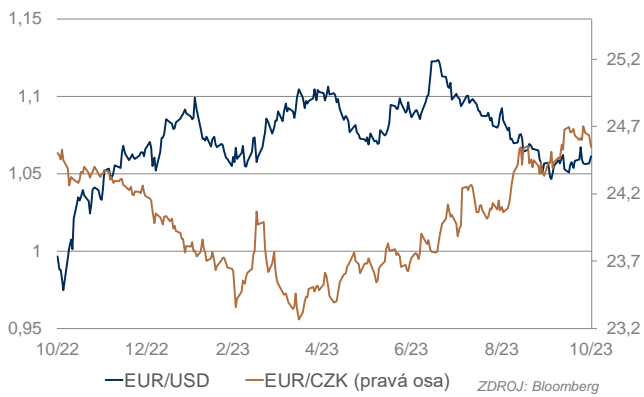
Volatilita cen ropy byla v září extrémní. Už na přelomu září a října se prudce propadla z lokálního maxima na úrovni

přes 97 USD/bbl (Brent) až na 84 USD/bbl. Část předchozího růstu a následný prudký propad výrazně ovlivnily technické a tržní faktory, ale základem těchto pohybů byly měnící se vyhlídky jak na straně produkce, tak na straně spotřeby. Trend obrátil a další volatilitu přinesl zákeřný útok Hamásu na Izrael. Hrozba rozšíření konfliktu anebo použití ropy jako prostředku vydírání vedla k prudkému růstu ceny. Přes pro ropu extrémně nepříznivou kumulaci geopolitických faktorů se však cena nedostala na úroveň z druhé poloviny srpna. Cenu ropy bude vedle geopolitiky v následujících měsících výrazně ovlivňovat také chování klíčových ekonomik. Čína se podle všeho začíná pomalu vzpamatovávat, což by mělo cenu ropy podporovat. Pokud by došlo k výraznému zpomalení americké ekonomiky, působilo by to opačně. Obecně lze cenu ropy očekávat spíše vyšší než nižší s rizikem výrazného růstu, pokud by se dále destabilizovala situace na Středním východě.

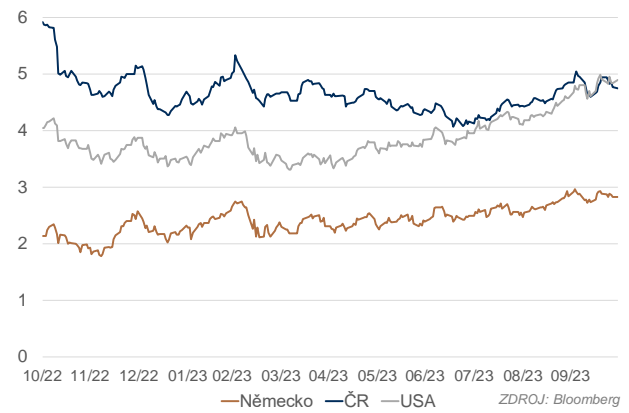
Cena zlata se po prudkém propadu na koni září na začátku října stabilizovala. Na vypuknutí války mezi Izraelem a Hamásem reagovala velmi prudkým růstem, který ji vrátil lehce pod 2 000 USD/oz. Investoři zjevně dali přednost zlatu jako bezpečnému přístavu před kvalitními státními dluhopisy, které na vypuknutí války nereagovaly tak, jak by se dalo čekat, tedy růstem cen/poklesem výnosů. Pokud by trvala nedůvěra k státním dluhopisům, zlatu by to velmi pomohlo a v případě dalších komplikací by se mohlo lehce dostat nad psychologickou hladinu 2 000 USD/oz. Jakýkoliv výraznější pokles výnosů (tedy růst cen) by ovšem v současné situaci znamenal návrat investorů ke státním dluhopisům jako bezpečnému aktivu, a tedy odklon od zlata s negativním dopadem na jeho cenu.



Devizové kurzy



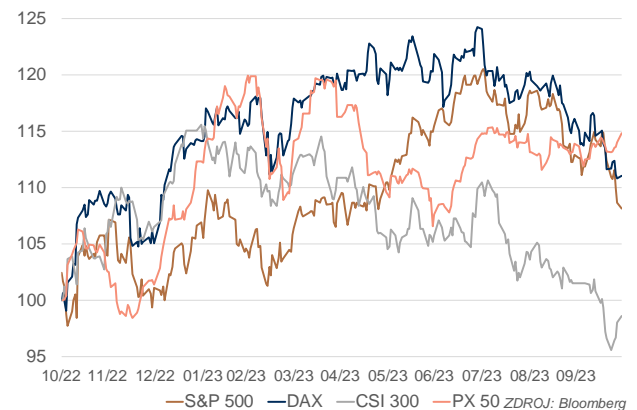
Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



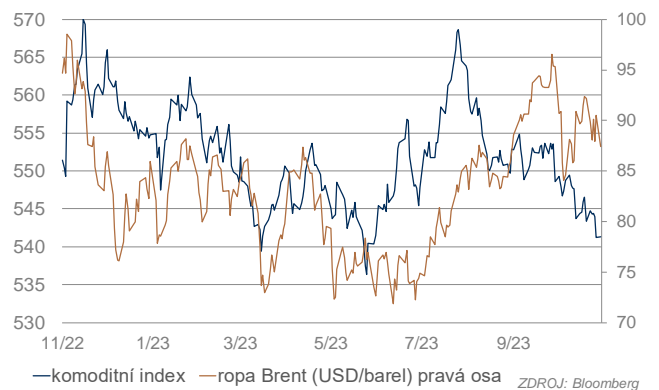
Aktiové indexy (1. 11. 2022 = 100)



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	3,75-4,00	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25- 5,50	→	5,25-5,50	→	4,75-5,0	↓
ECB (repo)	2,0	4,5	4,5	4,5	→	4,5	→	4	↓
ČNB	7,0	7,0	7,0	6,5	↓	5,5	↓	4,5	↓
KURZY									
EUR/USD	0,99	1,05	1,07	1,08	↑	1,09	↑	1,12	↑
EUR/CZK	24,48	24,43	24,53	24,6	↑	24,6	→	24,4	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,48	5,04	5,02	4,9	↓	4,4	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	4,05	4,57	4,82	4,8	→	4	↓	3,5	↓
Něm. dluhopis 2y	1,94	3,20	3,01	3,0	→	3,0	→	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	2,14	2,84	2,79	2,8	→	2,5	↓	2,0	↓
České dluhopisy 2y	6,11	5,15	4,68	4,5	↓	4,3	↓	4,0	↓
České dluhopisy 10y	5,92	4,72	4,65	4,5	↓	4,3	↓	4,0	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	520,5	486,3	517,4	460,0	↓	400	↓	370	↓
EMU iTraxx 5y	552,1	437,9	453,8	410,0	↓	370	↓	340	↓
AKCIE									
S&P 500	3872,0	4288,1	4166,8					4800	↑
Eurostoxx 50	3617,5	4174,7	4064,1					4600	↑
DAX	13253,7	15386,6	14790,7					17000	↑
CSI 300	3508,7	3689,5	3572,5					4500	↑
PX	1184,1	1349,3	1367,6					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	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	4,7	3,4	1,4	0,1	-0,5	-0,6	-0,6	0,5	3,5	2,4	-0,2	2,3
soukromá spotřeba	8,0	-0,3	-4,8	-5,4	-5,9	-5,3	-2,6	-0,5	4,1	-0,8	-3,6	3,8
vládní spotřeba	1,6	1,8	-1,7	0,6	3,1	2,8	2,0	1,0	1,4	0,6	2,3	1,1
investice	5,4	3,7	2,2	0,8	-1,6	-0,5	0,9	2,5	0,7	3,0	0,4	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	6,1	7,3	6,8	7,2	7,1	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	4,1	2,4	1,8	1,2	0,4	0,1	0,2	5,9	3,4	0,5	0,75
soukromá spotřeba	8,3	5,5	2,2	1,1	1,3	0,1	-0,6	0,3	4,7	4,4	0,3	0,9
vládní spotřeba	3,4	1,7	0,6	0,7	-0,4	-0,5	0,3	0,0	2,7	0,7	0,0	0,9
investice	3,5	2,2	4,6	0,9	1,9	1,0	0,2	0,5	1,7	0,9	0,9	0,7
dovoz	10,1	9,0	10,2	3,2	1,9	0,4	-2,3	-0,5	9,9	8,0	-0,3	2
vývoz	9,0	8,4	7,7	4,6	2,9	1,1	-0,7	0,3	12,2	7,3	0,5	1,5
nezaměstnanost (%)	6,8	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,6	7,7	6,7	6,5	6,7
inflace (% y/y)	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,2	5,0	3,3	2,6	8,4	5,6	2,7
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	2,9
běžný účet (% HDP)	2,1	1,0	-0,2	-0,6	-0,4	1,9	1,0	2,0	2,8	-0,6	1,2	1,6

Spojené státy americké

	2022				2023				2021	2022	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	3,6	1,9	1,7	0,7	1,7	2,4	2,9	2,5	5,8	1,9	2,2	1,0
soukromá spotřeba	5,0	2,2	1,9	1,2	2,1	1,8	2,4	2,4	8,4	2,5	2,2	1,0
vládní spotřeba	-2,3	-1,7	-0,6	0,8	2,7	4,1	4,5	3,5	-0,3	-0,9	3,3	1,3
investice	10,5	9,0	2,9	-2,4	-6,1	-2,2	1,8	0,9	8,7	4,8	-1,9	1,0
dovoz	12,8	11,8	8,2	2,1	-1,0	-3,9	-1,4	-0,2	14,5	8,6	-2,3	0,4
vývoz	5,2	7,4	11,1	4,3	7,3	2,1	-0,2	0,9	6,3	7,0	2,3	0,5
nezaměstnanost (%)	3,8	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6	3,7	3,9	5,4	3,6	3,7	4,3
inflace (CPI % y/y)	8,0	8,7	8,3	7,1	5,8	4,0	3,5	3,4	4,7	8,0	4,2	2,7
jádrová inflace (PCE % y/y)	5,5	5,2	5,2	5,1	4,8	4,6	3,9	3,5	3,6	5,2	4,2	2,7
běžný účet (% HDP)	-3,8	-3,9	-3,8	-3,7	-3,4	-3,2	-3,0	-3,1	-3,5	-3,8	-3,1	-3,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,9	-4,1	-5,3	-5,4	-6,7	-8,3	-5,2	-5,6	-10,5	-5,4	-6,1	-5,8
vládní dluh (% HDP)			98,6	95,8	96,1	96,0	97,1	97,8	98,4	97,0	97,5	100,4

* 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.

