Vysoká škola ekonomická v Praze

Národohospodářská fakulta

Hlavní specializace: Hospodářská politika



JAK SLEDUJÍ FINANČNÍ TRHY HOSPODÁŘSTVÍ?

diplomová práce

Autor: Bc. Josef Němeček
Vedoucí práce: Prof. Ing. Josef Jílek, CSc.
Rok: 2014

Prohlašuji na svou čest, že jsem diplomovou práci vypracoval samostatně a s použitím uvedené literatury.

Josef Němeček
V Praze, dne 26. ledna 2014

Poděkování:

Děkuji na tomto místě vedoucímu diplomové práce, panu prof. Ing. Josefu Jílkovi, Csc., za odbornou pomoc, cenné a podnětné rady a veškerý mně věnovaný čas při zpracování diplomové práce.

Děkuji mé rodině, ženě Janě za podporu nejen během tvorby této práce, naší malé dcerce Markétce pak za to, s jakým pochopením přijala, že se jí táta nemohl věnovat a nadto dočasně, při potřebě být nerušen, zabral prostor, patřící jejím hrám.

Děkuji svým rodičům za podporu v průběhu vysokoškolského studia.

Děkuji svému kolegovi Tomášovi Vlkovi za cenné diskuse k tématu práce.

Vysoká škola ekonomická v Praze
Katedra hospodářské a sociální politiky

Národohospodářská fakulta
Akademický rok: 2013/2014

ZADÁNÍ DIPLOMOVÉ PRÁCE

Zpracovatel : **Bc. Josef Němeček**

Studijní program: Hospodářská politika a správa

Obor: Hospodářská politika

Název tématu: **Jak finanční trhy sledují hospodářství**

Zásady pro vypracování:

1. Hlavním cílem práce je poskytnout obraz o tom, přes jaká publikovaná data a ukazatele v aktuální praxi finanční trhy „čtou" a vyhodnocují vývoj hlavních světových hospodářství. Vedlejším cílem je srovnat základní makroekonomické ukazatele a indikátory s praxí informačního servisu z finančních trhů. Vedlejším cílem je také zmapovat relevanci a význam jednotlivých publikovaných indikátorů a popsat typickou odezvu trhů na kladný či záporný vývoj daného indikátoru.
2. Teoretická část vymezí základní sledované oblasti hospodářství a v obecné rovině ukazatele, kterými je vývoj v daném segmentu hospodářství popisován. Zváží se relevantní teorie vztahující se k přijetí dat z hospodářství finančními trhy a reakce trhů na tato data. Obsáhne roli tržního konsensu a otázku rovného přístupu k informacím.
3. V praktické části bude práce v teritoriálním členění na USA, eurozónu (s důrazem na Německo) a Asii (Čína, Japonsko) vycházet z poskytování dat z finančních trhů prostřednictvím Bloomberg a Reuters a autorem zpracovaného průzkumu mezi tuzemskými investory. Bude se diskutovat relevance a význam, s jakými jsou jednotlivá data a indikátory přijímána na straně jedné a slabiny a námitky proti vypovídací síle jednotlivých dat a indikátorů na straně druhé.
4. Diskuse situace, kdy z daného hospodářství nepřicházejí oficiální a pravidelně zveřejňovaná data. Pokus nabídnout doplňkové či alternativní indikátory a průzkumy, které mohou poskytnout „náhradní" informace o vývoji hospodářství.
5. Diskuse výsledkových zpráv vedoucích nadnárodních společností. Jaké komentáře k vývoji hospodářství mohou tyto zprávy poskytnout.

Rozsah práce: 60 – 80 stran

Seznam odborné literatury:

1. ALDRIDGE, I. High-Frequency Trading: A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems, 2nd Edition. Hoboken: Wiley, 2013. ISBN: 978-1-118-34350-0.
2. BARNES, P. Stock market efficiency, insider dealing and market abuse. Farnham: Gower, 2012. ISBN: 978-1-4094-5870-8.
3. CLAYTON, G. E. – GIESBRECHT, M. G. – GUO, F. A guide to everyday economic statistics. New York: McGraw-Hill Higher Education, 2010. ISBN 978-0-07-352319-4.
4. HATZIUS, J. Economic Outlook: Moving Over the Hump. New York: Commodities and Strategy Research, Goldman Sachs, 2013.
5. JORGENSON, D. – LANDEFELD, S. – NORDHAUS, D. New architecture for the U.S. national accounts. Chicago: University of Chicago Press, 2006. ISBN: 0-226-41084-6.
6. LIEBERMAN, M. – HALL, R. E. Principles & applications of macroeconomics. Mason: South-Western Cengage Learning, 2010. ISBN 978-1-4390-4028-7.
7. NATHAN, A. – CUI LI – HO, K. – TILTON, A. – WEISBERGER, N. China Credit Concerns. Top of Mind. New York: Commodities and Strategy Research, Goldman Sachs, 2013.
8. REINHART, V. US Economics US 2014 Outlook: Growth Pickup is Delayed, not Derailed. New York: Morgan Stanley & Co. LLC, 2013.
9. ROSE, B. 2014 US Rates Outlook, Beyond Base Camp. New York: Citi Research Rates, 2013.
10. STOLPER, T. – KRECETOVS, A. FX Volatility and Macro Forecast Disagreements. New York: Commodities and Strategy Research, Goldman Sachs, 2013.
11. YAMAGUCHI, T. – FELDMAN, R. A. Japan Economics Economic Outlook 2014: Crunch Year for Abenomics. Tokyo: Morgan Stanley MUFG Research Japan, 2013.
12. ZACKS, L. The handbook of equity market anomalies: translating market inefficiencies into effective investment strategies. Hoboken: Wiley, 2011. ISBN: 978-0-470-90590-6.

Datum zadání diplomové práce: říjen 2013

Termín odevzdání diplomové práce: leden 2014

Bc. Josef Němeček
Řešitel

prof. Ing. Josef Jílek, CSc.
Vedoucí práce

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Vedoucí ústavu

doc. Ing. Miroslav Ševčík, CSc.
Děkan NF VŠE

Anotace

Práce přinesla obraz o tom, přes jaká publikovaná data a ukazatele v aktuální praxi finanční trhy přednostně vyhodnocují stav hlavních světových hospodářství a usuzují na jejich blízký vývoj. Uspořádala ukazatele, na které kladou důraz investiční profesionálové při posuzování ekonomik Spojených států, eurozóny s důrazem na Německo a směrem dopadů na mezinárodní finanční trhy a globální ekonomiku za Čínu a Japonsko a to s využitím platformy Bloomberg. Vyvrácena byla hypotéza o shodnosti či těsné blízkosti pohledu teoretického a praktického, tedy finančních trhů. Zjištěno bylo, že oproti východisku teorie z HDP a statistik za jednotlivé sektory ekonomiky, se v praxi finančních trhů sledovanost upíná k předstihovým ukazatelům spotřebitelského sentimentu, indexům nákupních manažerů, průzkumům ekonomického klimatu a důvěry podnikatelů či objednávkám průmyslu. Silnou pozornost trhy věnují měnové politice a na ni navázaným dalším ukazatelů (trh práce v USA), což práce rozebírá a objasňuje. Vedle sledovanosti práce diskutuje přecenění a nedocenění některých ukazatelů směrem ke schopnosti předpovědět vývoj ekonomiky. Dochází k závěru, že mezi přeceňované patří i vysoce sledované ukazatele tvorby nových pracovních míst, spotřebitelská důvěra či celkové průmyslové objednávky. Mezi nedoceněné indexy nákupních manažerů a pro USA specifické indexy regionální aktivity Fedu, zvláště Index národní aktivity chicagského Fedu. Zpracovaná anketa mezi domácími investory pak potvrdila důraz na měnovou politiku i předstihové ukazatele, teritoriálně na USA a ekonomiku Německa.

Annotation

In accordance with its main goal, the main thesis shows which published data and indicators contemporary financial markets use to assess the state of major economies and forecast their short-term future development. Using Bloomberg as the primary source, the thesis provides a detailed analysis of the indicators and surveys sought by finance professionals when assessing the performance of the economy in the United States, the euro-zone (with emphasis on Germany) and, in the context of the impact on the global economy and markets, in China and Japan. A preliminary hypothesis about the similarity or closeness between the theoretical view and the practical approach of financial markets has been refuted. Instead, after close scrutiny and detailed analysis, we have established that financial markets put great emphasis on forward-looking indicators and monetary policy. This emphasis was confirmed by a survey of local investors. Using expert opinion and analysis, the thesis charts an overview of select economic indicators and their over- (payrolls, consumer sentiment) or undervaluation (regional Fed activity indexes, CFNAI).

Klíčová slova: finanční trhy, ekonomické ukazatele, hospodářský cyklus, akciová analýza, tržní konsensus, průzkumy, informace, obchodování, investice, firmy, hospodářské výsledky, akcie, měny, komodity, dluhopisy, Fed, ECB, měnová politika

Keywords: financial markets, economic indicators, economic cycle, stock analysis, market consensus, surveys, news, trading, investments, companies, company results, stocks, forex, commodities, bonds, Fed, ECB, monetary policy

JEL klasifikace/ JEL classification: E20, E30, E50, F10, F30, G10, G20, G14, O10, O57

Obsah

1. Úvod ... 1
Teoretická východiska ... 3
2. Informace z hospodářství a finanční trhy ... 3
2.1. Makroekonomická analýza a prognóza ... 3
2.2. Základní obraz o hospodářství ... 4
2.2.1. Hrubý domácí produkt ... 4
2.2.2. Průmyslová produkce ... 5
2.2.3. Stavebnictví a realitní trh ... 6
2.2.4. Maloobchod ... 7
2.2.5. Trh práce ... 8
2.2.6. Inflace ... 8
2.2.7. Zahraniční obchod ... 9
2.2.8. Fiskální politika ... 10
2.2.9. Měnová politika ... 11
2.3. Fundamentální analýza a data o hospodářství ... 11
2.3.1. Globální fundamentální analýza ... 12
2.3.2. Odvětvová fundamentální analýza ... 12
2.3.3. Firemní fundamentální analýza ... 13
2.4. Hospodářský cyklus a finanční trhy ... 13
2.5. Psychologie trhu ... 15
2.6. Tržní konsensus ... 19
2.7. Rovnost přístupu k informacím ... 20
2.8. Vysokofrekvenční obchodování ... 22
2.9. Informační embargo ... 24
Praktická část ... 25
3. Úvod a metodika ... 25
4. Spojené státy ... 28
4.1. Trh práce ... 29
4.2. Měnová politika a ceny ... 37
4.2.1. Federální rezervní systém ... 38
4.2.2. Sledování cenové hladiny ... 42
4.2.3. Kauza Fed: Únik dat, geniální sázka či pokrok technologie? ... 47
4.3. Celková ekonomika ... 51
4.3.1. Hrubý domácí produkt ... 52
4.4. Domácnosti ... 55
4.5. Průzkumy a cyklické ukazatele ... 57
4.5.1. Průzkumy spotřebitelské důvěry ... 58
4.5.2. Kauza Michigan: Tržní chování versus zakázaná praktika ... 60
4.5.3. Indexy nákupních manažerů ... 61
4.5.4. Předstihové ukazatele ... 64
4.5.5. Regionální indexy průmyslové aktivity Fedu ... 65
4.5.6. Index národní aktivity chicagského Fedu ... 67
4.6. Realitní trh a stavebnictví ... 70
4.7. Sektor průmyslu ... 77

4.8. Maloobchod a velkoobchod 84
4.9. Zahraniční obchod a platební bilance 86
5. Eurozóna a národní ekonomika Německa 90
5.1. Evropská centrální banka a měnová politika 92
5.2. Celková ekonomika 97
5.3. Sledování cenové hladiny 100
5.4. Průzkumy a cyklické ukazatele 103
5.4.1. Průzkumy spotřebitelské důvěry 103
5.4.2. Indexy nákupních manažerů 104
5.4.3. Markit PMI: Některá data některým dříve 106
5.4.4. ZEW a Ifo 107
5.5. Trh práce 109
5.6. Maloobchod a velkoobchod 111
5.7. Sektor průmyslu 113
6. Vybrané otázky čínské a japonské ekonomiky 116
6.1. Čína 116
6.1.1. Inflace a měnová politika 117
6.1.2. HDP a vládní cíl 122
6.1.3. Průzkumy ve výrobní sféře 123
6.2. Japonsko 125
6.2.1. Abenomika a japonské QE 126
6.2.2. Abenomika a finanční trhy 127
7. Anketa 130
7.1. Východiska pro anketu 130
7.2. Otázka a počet odpovědí 131
7.3. Vyhodnocení dotazníku 132
8. Když chybí data: Nápověda pro vývoj ekonomiky 136
8.1. Americký dluh, rozpočet a zavřené úřady 136
8.2. Neobvyklé ukazatele vývoje ekonomiky 137
8.3. Výsledky firem jako barometr ekonomiky 142
8.3.1. Maloobchod 142
8.3.2. Autoprůmysl 143
8.3.3. Globální průmysl a ekonomika 143
8.3.4. Finanční sektor 145
9. Závěr 147
Použitá literatura a zdroje 150
Seznam literatury: 150
Analýzy, články a stati: 151
Internetové zdroje: 157
Seznam tabulek: 159
Seznam grafů: 160
Přílohy: 162
Příloha 1: Vyobrazení relevance ukazatelů v terminálu Bloomberg* 162
Příloha 2: Pozitivní překvapení ukazatelů americké ekonomiky a trh dluhopisů 162
Příloha 3: Pozitivní překvapení ukazatelů americké ekonomiky a index S&P 500 163
Příloha 4: Pozitivní překvapení ukazatelů americké ekonomiky a CAI index 163
Příloha 5: CFNAI, vstupující ukazatele 164

1. Úvod

Finanční trhy se s reálnou ekonomikou protínají skrze mnoho úrovní. Pro firmy je akciový a dluhopisový trh zdrojem kapitálu pro investice. Kondice ekonomiky a vývoj spotřeby a úspor ovlivňují ceny finančních aktiv, která jsou složkou bohatství domácností. V důsledku hospodářského cyklu dochází na změny vztahu mezi nabídkou a poptávkou, inflace ovlivňuje investice do jednotlivých druhů finančních i reálných aktiv a podněcuje bubliny na trzích s některými aktivy. S fázemi hospodářského cyklu se mění podmínky, nakolik se daří jednotlivým druhům aktiv i sektorům v rámci akciového trhu. Vývoj reálné ekonomiky i finančních trhů si vynucuje reakce měnové politiky i fiskální politiky. Propojení finančních trhů a reálné ekonomiky je rozvětvené, a proto je - ač samy akcie či dluhopisy jsou vůči vývoji celkové ekonomiky v předstihové roli – pro finanční trhy klíčové vývoj v ekonomice bedlivě sledovat.

Finanční trhy prošly zejména od přelomu tisíciletí prudkým rozvojem technologií i zásadní proměnou podmínek svého fungování. K té patří propojování trhů, prudký rozvoj obchodních nástrojů, přesun obchodování k elektronickému a prudké zrychlení toku dat a informací i zpracování transakcí. S rozvojem finančních trhů i složitosti ekonomiky jsou rozvíjeny ukazatele, finanční trhy i reálnou ekonomiku popisující a snažící se předpovědět blízký vývoj. Rozvíjí se role odborných médií, která zvyšují rychlost, objem i pestrost přenášených hospodářských a finančních informací. Roste objem zprostředkovaných dat.

U toku dat o vývoji ekonomiky na finanční trhy jsme se posunuli z doby, kdy každá nová zpráva byla cenná, do doby, kdy jsme informacemi přehlceni a musíme je na jedné straně bedlivě filtrovat, na druhé nepropustit ty klíčové a kurzotvorné. Prostoupit množstvím dat, která dosavadní vývoj ekonomiky popisují a blízký budoucí předvídají, není snadné. Roční ekonomický kalendář údajů z americké ekonomiky obsahuje zhruba 1500 položek, za ekonomiku eurozóny jako celek i národní ekonomiku Německa řádově po 700 položkách, Číny zatím kolem 350 událostí.

Hlavním cílem této práce je sestavit a poskytnout obraz o tom, přes jaká publikovaná data a ukazatele v aktuální praxi finanční trhy „čtou“ a vyhodnocují vývoj hlavních světových hospodářství a odhadují jejich blízký vývoj. Práce v teoretické části vymezí základní ukazatele vývoje ekonomiky a bude uvažovat hypotézu, že pohled „obecný“ a teoretický na to, které základní ukazatele popisu aktuálního stavu a předpovědi blízkého vývoje vybrané ekonomiky jsou důležité a sledované, je shodný či blízký způsobu, jakým na aktuální a blízce očekávaný vývoj v ekonomice nahlížejí profesionálové na finančních trzích. Tato hypotéza bude praktickou částí buď potvrzena, nebo vyvrácena a konfrontována s odlišnou realitou.

Praktická část přijme jako východisko sledovanost ukazatelů o vývoji ekonomiky investičními profesionály skrze terminály informačního systému Bloomberg a sestaví obraz nejsledovanějších ukazatelů vývoje ekonomiky v členění na Spojené státy, eurozónu

s důrazem na Německo a zejména v rovině dopadů na mezinárodní finanční trhy a světovou ekonomiku také za Čínu a Japonsko.

Následně práce jednotlivé ukazatele přiblíží a se zapojením analýz a názorů ekonomů a finančních expertů si klade za cíl diskutovat kvalitu nabídnutého pohledu finančních profesionálů na sledování nynějšího a budoucího vývoje v této práci pojednaných ekonomik. Práce bude diskutovat relevanci a význam, s jakými jsou jednotlivá data a ukazatele přijímána resp. přijímány finančními trhy na straně jedné a slabiny a námitky proti vypovídací síle jednotlivých dat a ukazatelů na straně druhé.

Zjištěný pohled doplní práce o zpracovanou anketu mezi tuzemskými zejména drobnými investory a profesionály z oblasti financí. Cílem ankety bude srovnat způsob pohledu tuzemských drobných investorů na ekonomiku s pohledem investičních profesionálů a posoudit, zda jsou blíže obecnému a teoretickému pohledu na základní ukazatele ekonomiky, nebo zda svým uvažováním a „čtením“ ekonomiky následují investiční profesionály. Výchozím úsudkem je blízkost spíše prvému než druhému pohledu.

Práce zváží teoretické otázky, vztahující se k přijetí dat z ekonomiky finančními trhy a reakci trhů na tato data. Postihne vztah hospodářského cyklu a finančních trhů, zejména globální a odvětvovou úroveň fundamentální analýzy a psychologické přístupy, problém nerovného přístupu k informacím včetně informační asymetrie a důvěrného obchodování a za praxi bude upozorňovat na případy, které na nerovný přístup k informaci narážejí.

Práce stručně pojedná o situaci v americké fiskální politice a, opřena o realitu podzimní uzávěry amerických vládních úřadů z loňského roku, bude diskutovat o možnosti, kde získat v takovém případě „náhradní“ data, užitečná pro odhad vývoje ekonomiky, včetně přínosu výročních a průběžných mezitímních zpráv klíčových firem.

Teoretická východiska

2. Informace z hospodářství a finanční trhy

V teoretické části se práce zaměří nejprve na stručné vymezení makroekonomické analýzy a prognózy a hlavní sledované oblasti vývoje ekonomiky. Bude uveden hlavní ukazatel, který danou oblast popisuje a vybrané souvislosti. Dále bude doplněna realita za ČR, od které se v rámci praktické části práce posuneme k ukazatelům popisu a předpovědi vývoje v ekonomice za vybraná hlavní hospodářství světová – Spojené státy, eurozónu s důrazem na Německo a vybraným ukazatelům za Čínu a Japonsko. Dále budou diskutovány vybrané otázky, které se váží ke vztahu mezi finančními trhy a vývojem hospodářství se zřetelem na přijímání informací o vývoji ekonomiky finančními trhy.

2.1. Makroekonomická analýza a prognóza

Základním zdrojem poznání o vývoji hospodářství je **sběr informací a jejich zpracování**. Tyto informace vypovídají buď **o vývoji ekonomiky, který se již udál**, nebo **o vývoji očekávaném v budoucnu**. Mezinárodně srovnatelným zdrojem zpětně hledících informací o makroekonomických charakteristikách příslušné ekonomiky je **systém národního účetnictví** (SNÚ). Slaný a kol.[1] jej vymezuje jako základní zdroj makroekonomické analýzy a tím hospodářskopolitického rozhodování, pomocníka vládních orgánů při změně, tvorbě a formulaci hospodářské politiky, dále jako základ pro makroekonomické modelování a prognózování i jako nástroj mezinárodních komparací. SNÚ obsahuje čtyři základní svodné účty. Účet výroby je pohledem na hrubý domácí produkt země a výdaje na něj, tedy HDP a jeho užití. Účet spotřeby je pohledem na národní disponibilní důchod a jeho užití. Účet akumulace zachycuje kapitálové transakce a konečně účet vnějšího světa běžné a kapitálové transakce.

Vývoj ekonomiky jako celku v jeho historických a příčinných vztazích i základních souvislostech[2] zkoumá **makroekonomická analýza**. Citovaný zdroj za **hlavní oblasti** makroekonomické analýzy vymezuje: ekonomický růst a ekonomickou úroveň země, vývoj národohospodářské poptávky, vnitřní rovnováhu, zahraniční obchod a vnější rovnováhu, zaměstnanost a trh práce. Na budoucí vývoj se zaměřuje **makroekonomická prognóza**. Pro praktickou část práce nám bude přínosem vymezení prognózy **z pohledu časového na konjunkturní prognózy na období jednoho měsíce až dvou let**, střednědobé pro předpověď střednědobých tendencí ekonomického růstu a struktury na horizontu dvou až pěti let a dlouhodobé nad 5 let s podobným zaměřením a vlivem vzdálenějšího horizontu s výrazným poklesem spolehlivosti a omezením na pouze hlavní

[1] SLANÝ, A. a kol. Makroekonomická analýza a hospodářská politika. Praha. Beck, 2003. xii, 375 s. ISBN 80-7179-738-3, s. 112-115

[2] SLANÝ, A. a kol. Makroekonomická analýza a hospodářská politika. Praha. Beck, 2003. xii, 375 s. ISBN 80-7179-738-3, s. 115

tendence a faktory[3]. Ruku v ruce s tím je přínosné vymezit metody, při tvorbě makroekonomických prognóz používané. Slaný a kol.[4] za nejdůležitější označuje metody extrapolace (zejména statistické metody), metody ekonometrické, metody reflexní a intuitivní (opřené o subjektivní názory jednotlivců a skupin), metody expertní (opřené o předpovědi expertů v daném oboru ve snaze objektivizovat subjektivní předpovědi) a metody scénářů. V praktické části práce se zaměříme zejména na bezprostřední přijímání informací o aktuálním vývoji v ekonomice finančními trhy a s ohledem na jejich předstihovou pozici vůči vývoji celkové ekonomiky a hospodářskému cyklu[5] na jejich důraz na konjunkturní prognózy.

2.2. Základní obraz o hospodářství

2.2.1. Hrubý domácí produkt

Základním a nejznámějším souhrnným ukazatelem ekonomické aktivity v dané ekonomice je hrubý domácí produkt (HDP, *Gross Domestic Product*, *GDP*). Český statistický úřad jej definuje jako „peněžní vyjádření celkové hodnoty statků a služeb nově vytvořených v daném období na určitém území“.[6] Publikován je jednak v absolutním vyjádření v běžných cenách, pro očištění o vlivy cen je vyjadřován ve stálých cenách, v České republice to v současné době jsou ceny roku 2000. Analytiky a ekonomy na finančních trzích zajímá jako prioritní údaj o nejbližším vývoji ekonomiky, tedy zejména procentuální změna sezónně očištěných dat mezikvartálně. Jak si ukážeme v praktické části práce, publikovaná podoba HDP, přes popsanou mezinárodní srovnatelnost SNÚ, má v různých zemích svá specifika. Příkladem specifika je anualizované vyjádření ve Spojených státech.

Pro spočtení HDP jsou používány tři základní metody: výdajová metoda, výrobková (také produkční) metoda a důchodová metoda. Výdajovou metodu charakterizuje rovnice GDP = C + I + G + NX, kterou si pro další popis přeskupíme do tvaru GDP = (C + G) + I + (X – M). Její podstatou je propočtení HDP jako souhrnu agregátních výdajů na konečné užití výrobků a služeb domácími (rezidentními) subjekty plus salda exportu a importu výrobků a služeb. Výrobkovou (produkční) metodou je HDP počítán jako „součet hrubé přidané hodnoty jednotlivých institucionálních sektorů nebo odvětví a čistých daní na produkty, které nejsou rozvrženy do sektorů a odvětví“.[7] HDP je touto metodou propočten jako produkce – mezispotřeba + daně z výstupů produkce – dotace na výstupy produkce. Důchodovou metodou je pak HDP propočítáván jako „součet prvotních důchodů za

[3] SLANÝ, A. a kol. Makroekonomická analýza a hospodářská politika. Praha. Beck, 2003. xii, 375 s. ISBN 80-7179-738-3, s. 116
[4] SLANÝ, A. a kol. Makroekonomická analýza a hospodářská politika. Praha. Beck, 2003. xii, 375 s. ISBN 80-7179-738-3, s. 117
[5] Tyto souvislosti budou diskutovány v teoretické části, věnované cykličnosti ekonomiky
[6] Citováno z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hruby_domaci_produkt_(hdp) (cit. 11.12.2013)
[7] Citováno z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hruby_domaci_produkt_(hdp) (cit. 11.12.2013)

národní hospodářství celkem: náhrad zaměstnancům, daní z výroby a z dovozu snížených o dotace a hrubého provozního přebytku a smíšeného důchodu“[8].

Pro další účely této práce vyjděme z rovnice výdajové metody. C zastupuje výdaje na konečnou spotřebu domácností. Písmeno G v rovnici zastupuje vládní výdaje na zboží a služby, I pak investice a X –M položku čistého exportu. Soukromá spotřeba je klíčovou komponentou HDP a v dnešních vyspělých ekonomikách se pohybuje kolem 60 až 70 % celkového HDP. Podle nejčerstvějších dostupných dat Světové banky[9] to bylo 72 % k celému roku 2011 v USA, 58 % k roku 2012 v Německu (57 % k roku 2011), rovněž 58 % k roku 2012 ve Francii, 61 % k roku 2011 v Japonsku. Výrazně menší podíl na HDP – 36 % k roku 2011 – zastupuje složka v Číně, což se nám promítne i ve struktuře a prioritě finančními trhy sledovaných dat. Pro srovnání – v České republice je to dle shodného zdroje 50 % k roku 2012 (51 % k roku 2011).

Pozice soukromé spotřeby jako nejvýznamnější složky poptávky napovídá, že v analytickém aparátu sledování ekonomiky bude mít významnou váhu sledování kondice spotřebitele a snaha o předpověď jeho budoucího chování a aktivity. Na tomto poli byl rozvinut široký aparát ukazatelů spotřebitelského sentimentu, založených na průzkumech, snažících se naplnit předstihovou roli vůči vývoji spotřebitelských výdajů i ekonomiky jako celku.

2.2.2. Průmyslová produkce

Základním ukazatelem sektoru průmyslu je index průmyslové produkce. Jeho většinovým východiskem jsou tržby za vlastní výrobky a služby, pro srovnatelnost vyjádřené v bazických cenách, v ČR aktuálně roku 2005[10]. Jejich vývoj napoví o oživení či útlumu v jednotlivých průmyslových odvětvích i o tom, jak se vyvíjejí tržby domácí oproti tržbám z přímého vývozu. Ekonomy a analytiky na finančním trhu opět zajímá zejména aktuální dynamika, vyjádřená meziměsíční změnou průmyslové produkce (jejím růstem, stagnací či poklesem) na sezónně očištěných datech. Údaj o průmyslové produkci se obvykle od statistických autorit dozvídáme s měsíční periodou. Pro přijetí finančními trhy podstatně méně významné a spíše kontrolního charakteru jsou kumulované údaje kvartální, případně roční.

Důležitou složkou informace z průmyslu je údaj o objednávkách, naznačující směr vývoje průmyslové výroby v nadcházejících měsících. S ohledem na nejistou délku realizace a termín odevzdání zakázky jsou objemy vyjádřeny v dohodnutých cenách mezi podnikem a jeho odběratelem bez daňového zatížení (daní z přidané hodnoty a spotřeby). S určitými národními rozdíly ve statistice bývají vždy vyjádřeny samostatně nové objednávky za sledované období a často separátně objednávky zboží dlouhodobé spotřeby. Odlišit zde

[8] Citováno z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/hruby_domaci_produkt_(hdp) (cit. 11.12.2013)
[9] Dostupné z: http://data.worldbank.org/indicator/NE.CON.PETC.ZS (cit. 12. 12.2013)
[10] Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/prumysl_metodika (cit. 18.12.2013)

musíme také povahu dodávaného zboží, zejména zda jde o běžnou nebo dlouhodobou spotřebu, s čímž souvisí i délka plnění objednávky.

S ukazateli trhu práce pak souvisejí a jako indikace dalšího vývoje jednotlivých průmyslových odvětví mohou posloužit také doprovodné statistiky z průmyslu o zaměstnanosti v odvětví a úrovni mezd. Sledována je směrem k hospodářskému cyklu také fluktuace využití kapacit v odvětví a s ohledem na potenciál ekonomiky jejich dlouhodobý vývoj. Vývoj cen v průmyslu se dozvídáme ze statistiky vývoje výrobních cen.

Úsudek o později publikované oficiální měsíční zprávě o vývoji průmyslové produkce si můžeme učinit z předstihových průzkumů, zejména indexu nákupních manažerů ve výrobě[11].

2.2.3. Stavebnictví a realitní trh

Základním statistickým ukazatelem stavebnictví je údaj o stavební výrobě. Ten vypovídá o hodnotě stavebních prací, převedené do stálých cen, realizovaných podniky se stavební činností jako dominantní. Údaj o stavební výrobě je obvykle poskytován měsíčně s očištěním o sezónní vlivy. Ty jsou ve stavebnictví silné, zejména vliv nepříznivých teplot či srážek. Analytiky a ekonomy na finančních trzích opět zajímá především meziměsíční a meziroční změna stavební výroby v procentech, ukazující na její růst, stagnaci či pokles.

Podobně, jako u průmyslu, i stavebnictví má své složky, ukazující na budoucí vývoj v odvětví. Jsou to zejména stavební povolení a zahájená výstavba. A podobně jako průmysl je členěn do jeho jednotlivých odvětví, vývoj ve stavebnictví bývá popisován za jeho oblasti, například inženýrské stavebnictví či pozemní stavby. Sledování jednotlivých oblastí stavitelství je důležité i z hlediska napojení na různé zdroje financování zakázek – inženýring typicky na státní výdaje, u pozemního stavitelství může silněji promluvit poptávka domácností.

Významnou součástí informace o vývoji ve stavebnictví je zaměstnanost v sektoru. Domácí údaj za ČR je součástí měsíční rychlé informace ČSÚ[12]. Prudší a rychlejší než v jiných sektorech ekonomiky bývá ve stavebnictví odpověď zaměstnanosti a mezd na očekávaný vývoj zakázek. Dáno je to typicky smluvním, nikoli trvalým zaměstnaneckým poměrem stavebních dělníků. Pozitivně působícím a vůči poklesu mezd a zaměstnanosti podpůrným faktorem je růst produktivity v odvětví.

Po bok obrazu o vývoji stavebnictví patří obraz o realitním trhu, zejména bydlení. Ten sestává z podmínek financování transakcí (zejména hypoték), informace o vývoji transakcí na trhu a vývoje tržních cen. Pro tyto informace můžeme sáhnout do privátního sektoru. Fincentrum Hypoindex je příkladem, který na domácím českém trhu hodnotí vývoj cen

[11] Pro ČR jej realizuje společnost Markit ve spolupráci s HSBC
[12] Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/kalendar/aktual-sta (cit. 15.1.2014)

hypoték a je publikován s měsíční periodou[13]. Nabízí zejména informaci o měsíčním počtu uzavřených hypotečních smluv, finančním objemu těchto smluv a vývoji průměrné sazby hypotéky. Informaci o průměrných tržních cenách bytů, rodinných domů a pozemků umí nabídnout například HB INDEX, sestavovaný Hypoteční bankou ve spolupráci s bankou ČSOB. Ukazatel je založen na reálných odhadech tržních cen nemovitostí, které si prostřednictvím hypotečního úvěru pořídili klienti Hypoteční banky a ČSOB[14].

2.2.4. Maloobchod

Základním údajem, popisujícím vývoj v maloobchodě, jsou maloobchodní tržby jako jiný pohled na výdaje spotřebitelů s jejich klíčovým podílem na užití HDP. Výchozí sledovanou podobou analytiky a ekonomy na finančních trzích je opět meziměsíční změna na sezónně očištěných datech. Obecnou slabinou maloobchodních tržeb je jejich vysoká volatilita. Ta je snižována očištěním o některé komponenty, což ale na druhé straně opět snižuje vypovídací schopnost směrem ke skutečným výdajům spotřebitelů. Typicky jsou to auta a energie.

Domácí Český statistický úřad publikuje v rámci rychlých měsíčních informací na nekompletních datech tržby v maloobchodě včetně maloobchodního prodeje pohonných hmot a prodej a opravy motorových vozidel. Celkový údaj zahrnuje celkové tržby za zboží, vlastní výrobky a služby bez DPH. Současnou srovnávací základnou (stálé ceny) jsou průměrné ceny roku 2005[15].

Česká republika, s ohledem na teritoriální i kapitálovou omezenost tuzemského trhu, ale i nízkou rozvinutost kapitálového trhu a tradici regionu ve vztahu ke klasickému bankovnictví, nenabízí průběžné údaje o provozním hospodaření firem na měsíční nebo ještě četnější bázi, které by byly indikací situace u spotřebitelů. Zejména ve Spojených státech mezi takové statistiky běžně patří měsíční vývoj tržeb maloobchodních řetězců, transakční data poskytovatelů karet či údaje od zásilkových firem. Ve velmi omezené míře tak můžeme vyjít z údajů například evropských, na lokálním trhu působících řetězců, kde se dozvíme údaj buď za ČR, nebo region na úrovni CEE (Střední a východní Evropa) či CE3 (ČR, Polsko, Maďarsko). Informací o výrobě a prodejích aut jsou reporty automobilek i statistiky oborových sdružení, za ČR například Sdružení automobilového průmyslu[16].

---

[13] Je to vážená průměrná úroková sazba, za kterou jsou poskytovány v daném kalendářním měsíci nové hypoteční úvěry pro fyzické osoby. Vahami jsou objemy poskytnutých úvěrů. Vstupní data pro výpočty poskytují banky: Česká spořitelna, ČSOB, GE Money Bank, Hypoteční banka, Komerční banka, Raiffeisenbank, UniCredit Bank, Volksbank CZ a Wüstenrot hypoteční banka. Dostupné z: http://www.hypoindex.cz/hypoindex-vyvoj/ (cit. 15.1.2014)

[14] Blíže k HB INDEXu zde: http://www.hyposvet.cz/hb-index/177.html (cit. 16.1.2014)

[15] Report ČSÚ za listopad 2013 dostupný zde: http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/informace/cmal011014.doc (cit. 16.1.2014)

[16] Údaje dostupné zde: http://www.autosap.cz/zakladni-prehledy-a-udaje/vyroba-a-odbyt-tuzemskych-vyrobcu-vozidel/ (cit. 16.1.2014)

2.2.5. Trh práce

Základním ukazatelem, popisujícím trh práce, je míra nezaměstnanosti. Sledován je meziměsíční vývoj v procentech této svou povahou stavové veličiny. Při hodnocení vypovídací schopnosti je třeba mít na paměti použitou metodiku, zejména vztažení nezaměstnaných vůči celkové pracovní síle či naopak celkové populaci v hlavní věkové skupině. Ilustrovat to lze na způsobu vykazování domácím Ministerstvem práce a sociálních věcí (MPSV). I zde právě s rokem 2013 došlo ke klíčové změně. S lednem roku 2013 MPSV přešlo na sledování „registrované nezaměstnanosti v ČR“, sledující podíl dosažitelných uchazečů o zaměstnání ve věku 15 – 64 let ze všech obyvatel ve stejném věku[17]. Dříve sledovaným ukazatelem bylo poměření všech dosažitelných uchazečů o zaměstnání k osobám ekonomicky aktivním. Na informaci MPSV za prosinec roku 2013 od MPSV si můžeme ilustrovat, že nově sledovaný podíl dosažitelných uchazečů o zaměstnání vzrostl ke konci roku 2013 na 8,2 % ze 7,7 %, vykázaných v listopadu. Původně vykazovaná míra registrované nezaměstnanosti vzrostla na 10,3 z 9,7 %. Poslední dostupnou měrou nezaměstnanosti, kterou za ČR a všechny členské státy EU počítá Evropský statistický úřad Eurostat na základě metodiky Mezinárodní organizace práce (ILO), byl říjnový údaj 6,4 % proti 10,9 % za celou EU28.

Významnou součástí měsíční zprávy o vývoji trhu práce je vývoj pracovních míst a osob v evidenci úřadů práce. Také tyto údaje mají silná národní specifika vykazování. Ve Spojených státech jsou do vykazování tvorby pracovních míst po boku státních úřadů zapojeni soukromí zpracovatelé dat za výplatní pásky. Na rozdíl od v Evropě běžné měsíční zprávy z úřadů práce ve Spojených státech statistiky o nově registrovaných a pokračujících v evidenci vycházejí v týdenní periodě. Také indikátor, vycházející ze záměrů firem propouštět, existuje například ve Spojených státech od soukromého zpracovatele dat.

Cenným vstupem pro předpověď vývoje nezaměstnanosti, který je z pohledu hospodářského cyklu za vývojem celkové ekonomiky (HDP) zaostávající veličinou, jsou měsíční ukazatele o vývoji v jednotlivých sektorech hospodářství, ještě časněji před nimi ale realizované průzkumy ve firmách. Mezi takové patří například indexy nákupních manažerů ve výrobním sektoru a ve službách.

2.2.6. Inflace

Obecnou definicí inflace je růst cenové hladiny v čase. Obecně přijímanou výchozí měrou inflace je meziměsíční a meziroční změna indexu spotřebitelských cen (Consumer Price Index – CPI). CPI je měrou inflace na úrovni konečného spotřebitele. Druhou „základní“ měrou cen na úrovni producentů je index cen výrobců (Production Price Index – PPI). Ten je obecně výrazněji volatilní oproti indexu CPI. Jak CPI tak PPI bývají vyjadřovány také v podobě, očištěné o volatilní složky, zejména potraviny a energie. Pro sledování trendů na základě CPI a PPI jsou ekonomy a analytiky používány klouzavé průměry.

[17] Dostupné z: http://portal.mpsv.cz/sz/stat/nz/zmena_metodiky (cit. 16.1.2014)

Český statistický úřad uvádí, že „Index spotřebitelských cen (životních nákladů) měří vývoj celkové cenové hladiny“[18] na spotřebních koších. Dle ČSÚ je celkový počet reprezentantů v současné době cca 700 ve 12 hlavních oddílech spotřebního koše[19]. Otázkou je zde ale ona „míra životních nákladů“ a problémem určitá strnulost referenčního spotřebního koše. Zůstaneme-li v českých reáliích, ČSÚ postupuje tak, že pro vyjádření indexu CPI je stanoven rok 2005 jako základ = 100. K úvodu roku pak aktualizuje váhy dle posledních dostupných podrobných ročních statistik o vývoji výdajů domácností[20]. Pro své účely upravuje sledovanou míru inflace Česká národní banka (ČNB). V jejím případě je měnověpolitický ukazatel inflace očištěn o primární dopady změn nepřímých daní[21]. V praktické části uvidíme, že běžný index spotřebitelské inflace pro své účely nahrazují také další centrální banky. Například americký Fed, s ohledem na vysokou roli spotřebitelských výdajů v americké ekonomice, preferuje ukazatel výdajů na osobní spotřebu jako bližší skutečným životním nákladům domácností - spotřebitelů.

Na pomezí inflace a následující pasáže k zahraničnímu obchodu zařazuji měsíčně v podobě rychlé informace reportovaný index cen dovozních cen a index cen vývozních cen. V ČR je jejich vývoj opřen o zjišťování ČSÚ mezi zhruba 590 na zahraniční obchod orientovanými subjekty a váhové schéma o cca 2150 vyvážených a cca 2250 dovážených produktů[22]. Podobně, jako u indexu CPI, jsou váhy za spotřební koš u cen vývozců a dovozců aktualizovány dle struktury zahraničního obchodu[23]. Na dovozní straně se pak často hovoří o „dovážené inflaci“. Součástí měsíční zprávy ČSÚ je informace o vývoji směnných relací jako podílu indexu vývozních cen a indexu dovozních cen[24].

2.2.7. Zahraniční obchod

Domácí česká ekonomika je vysoce otevřená a exportně orientovaná. V praktické části se práce bude zabývat hlavními světovými ekonomikami, které jsou svou skladbou, svými problémy a svou povahou zásadně odlišné a jedna z oblastí, ve kterých se to promítá výrazně, je zahraniční obchod. Spojené státy jsou velkou a spíše uzavřenou ekonomikou, jejíž růst je v rámci vývozu tažen vyspělými složkami, ale celkově hnaný zejména domácí spotřebitelskou poptávkou. Německá ekonomika vyčnívá v rámci eurozóny jako její tahoun průmyslový a exportní natolik, že se v posledních měsících rozhořely výtky jak Spojených států ruku v ruce s MMF[25] tak Evropské komise. Americké ministerstvo financí

[18] Dostupné z: http://www.czso.cz/csu/csu.nsf/aktualniinformace (cit. 16.1.2014)
[19] Vstupujících do indexu formou váženého aritmetického průměru jednotlivých cenových indexů
[20] Nyní k lednu 2014 je to tedy vývoj za rok 2012.
[21] Vysvětleno zde: http://www.cnb.cz/cs/faq/co_to_je_menovepoliticka_inflace.html (cit. 16.1.2014)
[22] Metodika dostupná z: http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/indexy_cen_dovozu_a_vyvozu (cit. 16.1.2014)
[23] Od ledna 2013 struktura roku 2010 s cenovým základem průměr roku 2010 = 100
[24] Pro statistickou ročenku pak ČSÚ definuje směnné relace = (deflátor vývozu/deflátor dovozu) x 100
[25] Dostupné z: http://www.bloomberg.com/news/2013-10-31/germany-strikes-back-at-u-s-criticism-over-economic-policy.html (cit. 16.1.2014)

a MMF kritizují přílišnou orientaci Německa nejprve na úspory a ozdravění rozpočtů v Evropě a tím posílení deflačních tlaků a zdušení prostoru evropských zemí pro oživení jejich národních ekonomik, na druhé straně pak na vlastní exportní orientaci při slabém důrazu na vnitřní poptávku v hospodářské politice. Evropská komise se pak nechala slyšet, že „vyšetří pokroky, které Německo učinilo v restrukturalizaci ekonomiky v souladu s jejími doporučeními, v daňové politice a zajištění nízkopříjmových skupin“[26]. Za Asii se pak zastavíme u Číny s její politikou levného vývozu se skrytými dotacemi a dlouhodobě kritizovaným nastavením čínského jüanu a s pravidly pro jeho jen velmi pozvolné posilování a otevírání jako světové měny, což je dlouhodobě terčem kritiky Spojených států (podobně jako americká měnová politika a neřešení dluhového problému terčem kritiky Číny). Ovšem také u Číny, která prochází skutečným vnitřním přerodem ekonomiky směrem k tažené domácí poptávkou s bohatnutím střední třídy a jejím stěhováním do aglomerací. U Číny, ve které nadměrná měnová expanze vedla ke skrytým úvěrům v selhání, zejména na úrovni lokálních veřejných projektů. Zároveň u Číny, za kterou ještě plně nevyplynul rozsah bubliny na realitním trhu. A také Číny, pod mezinárodním i domácím tlakem pozvolna otevírající svůj akciový a investiční trh a tím „západním“ subjektům, působícím na finančních trzích, zvolna rozkrývající netušený prostor. Vedle toho práce diskutuje základní pohled na Japonsko, jako vyspělou a dlouhodobě v deflaci sevřenou ekonomiku, které se z pout poklesu cen daří vymanit až s nástupem „Abenomiky“ se závěrem roku 2012, kdy japonský premiér Šinzó Abé (odtud pojmenování) představil balík opatření na boj s deflací, opřený zejména o expanzivní měnovou politiku a do vedení japonské centrální banky *(Bank of Japan)* byl dosazen Haruhiko Kuroda s cílem dosáhnout 2% růstu inflace[27].

Obvyklým indikátorem, popisujícím zahraniční obchod je obchodní bilance, vyjádřená saldem jako výsledkem vývoje mezi vývozem a dovozem. Analytici a ekonomové sledují dynamiku vývozu i dovozu a jejich strukturu. Domácí měsíční rychlá informace ČSÚ nabízí pohled na meziměsíční, sezónně očištěnou dynamiku, vyjádřenou změnou v procentech a meziroční změnu v běžných cenách.

Výsledek zahraničního obchodu vymezuje nejužší výkonové saldo v rámci celkové platební bilance. Nad ním při rozšíření o důchody a nekapitálové transfery figuruje saldo běžného účtu. Do toho v české ekonomice, sledujeme-li linii propojení s finančními trhy, významně promlouvá odliv dividend k zahraničním vlastníkům tuzemských firem.

2.2.8. Fiskální politika

Do popisu základních parametrů ekonomiky a do centra pozornosti ekonomů při posuzování rizik dané ekonomiky patří také fiskální politika a úžeji rozpočtová politika

[26] Dostupné z: http://www.bloomberg.com/news/2013-11-15/eu-criticizes-spending-plans-of-biggest-euro-area-nations.html (cit. 16.1.2014)

[27] Součástí plánu je rovněž obnova země po tsunami v roce 2011, což znamená expanzívní fiskální politiku, která je filtrována odkupy dluhopisů japonskou centrální bankou (přezdíváno „japonské QE“). Třetí nohou pak podpora výzkumu a vývoje, vzdělání a zvláštních obchodních zón v zájmu podpory zahraničních investic.

jako součást hospodářské politiky dané země. Její aktuální dopad na národní i globální ekonomiku a finanční trhy je v praktické části šířeji diskutován zejména za Spojené státy a Japonsko, proto se v tomto místě omezím pouze na konstatování, že základními sledovanými ukazateli jsou vývoj rozpočtového schodku směrem k ročnímu schválenému cíli a HDP, poměr dluhu k HDP a skrze emise státních dluhopisů dané země podmínky pro financování vlád na trzích. Dále je v teoretické části u otázky hospodářského cyklu připomenut cyklus politický. V praktické části je kapitola, věnovaná nestandardním ukazatelům ekonomiky, otevřena diskusí situace uzávěry amerických vládních úřadů na podzim roku 2013 v důsledku sporů o rozpočtové výdaje a řešení otázky neudržitelnosti amerického zadlužení.

2.2.9. Měnová politika

Měnová politika, ač zde zařazena jako poslední, je z pohledu pozornosti finančních trhů v současnosti „na výsluní". Mezi důvody patří její mandát skrze nastavení měnověpolitických sazeb směrovat sazby tržní a tím podmínky pro výnosnost jednotlivých aktiv na trhu a expanzi či útlum jednotlivých segmentů ekonomiky (úvěrová aktivita, realitní trh, úspory versus spotřeba atd.). Dalším důvodem je, že při napjaté fiskální politice, se kterou se jednotlivé země světa, zejména na obou stranách Atlantiku, ponořily do finanční krize roku 2008 a následné vleklé hospodářské recese, nejhorší od Velké Deprese ve 30. letech minulého století, to byly právě centrální banky, které přinesly konkrétní opatření pro uhašení krize na trzích akciových a dluhopisových trzích i u swapů úvěrového selhání (CDS). Federální rezervní systém *(Federal Reserve, Fed)*, Evropská centrální banka *(European Central Bank, ECB)*, Japonská centrální banka *(Bank of Japan, BoJ)*, Britská centrální banka *(Bank of England, BoE)* či Švýcarská centrální banka *(Swiss National Bank, SNB)* a v našem regionu a lokálním pohledem vůbec specifický případ - Maďarská centrální banka *(Magyar Nemzeti Bank, MNB)*, toho dosáhly vykročením na či za hranice svého mandátu[28] a přímým vstupem na některý z trhů (zejména dluhopisový, CDS, devizový). Bilancovat dosud bezprecedentní kroky hlavních centrálních bank světa v boji proti krizi budeme schopni až v budoucnu. V souvislostech sledování finančními trhy jsou rozebrány v praktické části, týkající se té které země. Zde budiž pouze uvedeno, že za běžných podmínek jsou nejvýše sledovaným parametrem základní měnověpolitická sazba (obvykle reposazba) a pro danou ekonomiku vhodný agregát peněžní nabídky. V praktické části bude odpovězeno, zda je tomu tak i dnes, či zda jsou více sledovány zejména průběh a milníky mimořádně přijatých opatření a body oživení ekonomiky, vytčené centrálními bankami jako rozhodný moment pro vyhodnocení dalšího postupu měnové politiky a otázku načasování a strategie opouštění těchto mimořádných opatření.

2.3.Fundamentální analýza a data o hospodářství

Vývoj ekonomiky se nezbytně zrcadlí do postupů, kterými analytici odhadují vývoj jednotlivých aktiv na finančních trzích. Zde se zřetelem na akciový trh práce stručně

[28] O čemž se vedou vleklé diskuse i soudní střety

rozebere vstupy do fundamentální analýzy[29]. Smyslem fundamentální analýzy je nalézt odpovídající, správnou, cenu akcie – její vnitřní hodnotu. K tomu se snaží nalézt a prozkoumat všechny relevantní faktory, které ovlivňují ten který akciový titul a to ze tří úrovní. Makrodata z dané ekonomiky vstupují do fundamentální analýzy zejména na její globální a odvětvové úrovni. Naopak data vybraných globálně významných firem mohou pomoci učinit si úsudek o vývoji vybraných hospodářství, na jejichž trzích tyto firmy působí.

2.3.1. Globální fundamentální analýza

Globální fundamentální analýza se zaměřuje na vliv celé ekonomiky na vnitřní hodnotu zkoumané akcie. Na globální úrovni se fundamentální analýza věnuje dopadům makroekonomických dat typu HDP, inflace, spotřebitelské poptávky, peněžní zásoby, obchodní bilance a toku důchodů, pohybu kapitálu a investic, vývoji kurzu měny a dalším. Vysledovat můžeme například pozitivní pohyby mezi růstem akciového trhu a následně růstem HDP, silně negativní závislost růstu vývoje akciového trhu proti vývoji úrokových sazeb[30] s hodnotou korelačního koeficientu -0,85, mírněji negativnímu pohybu akciových trhů proti inflaci (negativní korelace v intervalu -0,005 až -0,33[31]). Zejména v dnešní době finanční a následně hospodářské a dluhové krize jsme svědky dopadů politických a ekonomických šoků, které jsou také předmětem zkoumání globální fundamentální analýzy.

2.3.2. Odvětvová fundamentální analýza

Výzvou sektorové (nazýváno také odvětvové) fundamentální analýzy je nalézt atraktivní, nadprůměrně expanzivní odvětví s vysokou dynamikou ziskovosti firem, jejich vysokou perspektivou do budoucna. Odvětvová fundamentální analýza se snaží vystihnout typické vlivy a charakteristiky odvětví, ve kterém sledovaná firma působí a kalkulovat dopady těchto charakteristik na vnitřní hodnotu akcie sledované firmy. Na příkladu domácího akciového trhu to jsou pro mediální společnost CME reklamní trhy v regionu Střední a východní Evropy *(Central and East Europe, CEE)*[32] regionu, u ČEZ energetika v ČR, Bulharsku, Rumunsku, Polsku, u banky Erste Group bankovní sektor v CEE regionu. Silný vliv má na vývoj akcie a její tržní volatilitu a současnou a budoucí ziskovost charakter konkurence v odvětví působnosti firmy. Vliv státu v regulovaných odvětvích může mít dopady pozitivní (omezení vstupu dalších firem, tím „garantované“ zisky firmě/firmám v sektoru), ale i negativní (politické rozhodování o běhu firmy, případná omezení, sankce a

[29] Využity jsou také dříve připravené texty pro Patria.cz. Dostupné z: http://www.patria.cz/akademie/analyzy-investice-fundamentalni-analyza.html (cit. 14.1.2014)
[30] BERNSTEIN, P.L. The Curious History of Stock Prices and Interest Rates, 1979, citován ve VESELÁ, J. Analýzy trhu cenných papírů. Díl II, Fundamentální analýza. Praha. Vysoká škola ekonomická, 2003. 361 s. ISBN 80-245-0506-1, str. 13
[31] ELY, J. - ROBINSON, F. J. Finance, 1993, str. 83. Citováno ve VESELÁ, J. Analýzy trhu cenných papírů. Díl II, Fundamentální analýza. Praha. Vysoká škola ekonomická, 2003. 361 s. ISBN 80-245-0506-1, str. 13
[32] Region Střední a východní Evropa

pokuty). Obecně - čím ostřejší je konkurence v daném sektoru, s tím většími šoky do zisků je třeba počítat a tedy i vyšší volatilitou akcie firmy. Odvětvová (sektorová) analýza by také měla postihnout charakteristiku sektoru vůči jiným sektorům, které jej určují (příkladem budiž vývoj v těžbě koksovatelného uhlí pro hutě a ocelárny, vývoj v ocelárenství pro automobilový průmysl).

Vstupy o vývoji v ekonomice do fundamentální analýzy je třeba vyhodnocovat jak z pohledu sektoru působnosti firmy a odpovídajících sektorových statistik a ukazatelů (maloobchod pro kvartální zisky řetězců, předstihové ukazatele průmyslu pro průmyslové firmy apod.) či z pohledu oborových akciových indexů vůči vývoji daného odvětví, tak z pohledu cykličnosti sektoru, ve kterém daná firma působí (viz následující subkapitola k hospodářskému cyklu) či naopak jeho odolnosti kolísání ekonomiky.

2.3.3. Firemní fundamentální analýza

V hierarchii globální, odvětvové a firemní fundamentální analýzy (na úrovni jednotlivých titulů) připadá největší váha na posledně jmenovanou korporátní úroveň ve schopnosti započíst dopad všech faktorů ovlivňujících danou firmu (danou akcii) a stanovit její správnou vnitřní hodnotu. Ta následně slouží pro porovnání s hodnotou tržní a označení akcie za podhodnocenou, nadhodnocenou nebo na dosah správné hodnoty[33].

Součástí fundamentální analýzy na úrovni firem je také kvalitativní analýza. Ta odhlíží od čísel, výsledků hospodaření a jejich předpovědí a zaměřuje se naopak na spíše nekvantifikovatelné a subjektivně hodnocené faktory, které ale jsou podstatné pro hodnotu investice. Sem patří například kvalita managementu společnosti, znalost procesu tvorby hodnoty ve firmě, konkurence a struktura odvětví, hodnota značky a podobně.

Uveďme v této souvislosti, že ve většině domů, aktivních na finančním trhu (komerční banky, investiční banky, obchodníci s cennými papíry) jsou zaměstnání specializovaní analytici na jeden či více sektorů z pohledu příbuznosti firem v něm (banky a pojišťovny) či naopak návaznosti v dodavatelském řetězci.

2.4. Hospodářský cyklus a finanční trhy

Pro odezvu celého konkrétního odvětví či jedné konkrétní akcie na příchozí informace o aktuálním či očekávaném vývoji ekonomiky je důležitý jeho či její vztah k hospodářskému cyklu. V této souvislosti vymezujeme cyklická odvětví, vůči cyklu neutrální odvětví a vůči cyklu protisměrně jdoucí odvětví (anticyklická odvětví). Jako základní faktory, určující citlivost zisků a tržeb v odvětví na hospodářský cyklus, například Veselá[34] vymezuje:

[33] Vnitřní hodnoty - fair value

[34] VESELÁ, J. Analýzy trhu cenných papírů. Díl II, Fundamentální analýza. Praha. Vysoká škola ekonomická, 2003. 361 s. ISBN 80-245-0506-1, str. 318

citlivost objemů prodejů (nejvyšší u zbytných statků, vázajících výraznou část důchodu[35]), proporci mezi fixními a variabilními náklady či úroveň zadlužení firem v odvětví.

U **cyklických odvětví** platí, že tržby a ziskovosti kolísají s fází hospodářského cyklu. Nejvyšší jsou kolem vrcholu cyklu, nejnižší v období recese či útlumu ekonomiky. Typicky sem patří (a to s dramatickými výkyvy) stavebnictví, dále průmysl a v rámci něj výrazně automobilový, výdaje v rámci volného času, hotely a další ubytovací služby, luxusní segment spotřebitelské poptávky (oděvy, kosmetika), zbytné služby. Ziskovost obvykle roste nejvíce v časnějších fázích vzestupu ekonomiky ze dna cyklu.

Neutrální odvětví vykazují nízkou intenzitu kolísání a někdy neurčitou, směr vzájemné vazby není jednoznačně prokazatelný. S určitým zjednodušením můžeme říci, že sem typicky patří nezbytnost či závislost. Obvykle se sem řadí potravinářský průmysl a nealkoholické nápoje, alkohol, tabákový průmysl, základní hygiena. Nad onou sporností a nejednoznačností se můžeme zamyslet například u farmaceutického průmyslu, kde některé studie prokázaly výrazný růst spotřeby antidepresiv, léků proti bolesti, léků na spaní a obecně základní samoléčby v obdobích recese pod tlakem starostí a obavy o ztrátu zaměstnání, ale i vysokých nákladů na zdravotní péči v některých zemích[36].

Po boku cyklických a neutrálních jsou i **odvětví anticyklická**, jejichž odbyt a ziskovost je nejvyšší v období ekonomického útlumu a recese. Část z nich nicméně může odeznít s technologickým pokrokem a posunem zvyklostí společnosti (řadily se sem například videopůjčovny a televize, ale i kina) a část je spíše dolním segmentem celkového odvětví (základní potraviny, levné oděvy a obuv, základní drogerie).

Hospodářský cyklus prostupuje ekonomickými ukazateli, z nichž část je „před cyklem“ a vývoj celkové ekonomiky předbíhá, část jde s cyklem v zásadě ruku v ruce a část za vývojem cyklu zaostává. Z tohoto pohledu dělíme ekonomické ukazatele na **předstihové** (*leading*)**, souběžně se vyvíjející** (*coincident*) **a zaostávající** (*lagging*). Problémem zde je, že v předstihové pozici vůči vývoji celkové ekonomiky je také akciový trh. To je silným motivátorem k tomu, že zejména v zemích, kde je výrazně rozvinut kapitálový trh, a to jsou především Spojené státy, je intenzivně rozvinut systém sofistikovaných složených indikátorů, založených na průzkumech reálného vývoje ve firmách či sentimentu mezi spotřebiteli a předstihových složkách jednotlivých statistik vývoje v odvětvích, které dokáží běžné vládní statistiky výrazně předběhnout v informaci, cenné pro finanční trhy o vývoji ekonomiky.

Veselá[37] soustředila několik dříve publikovaných zdrojů a na jejich základě mezi **předbíhající ukazatele vůči hospodářskému cyklu** řadí[38]: peněžní nabídku, vývoj akciových indexů, spotřebitelská očekávání, změny v cenách materiálů, stavební povolení,

[35] V praktické části uvidíme například brzkou a prudkou reakci prodejů aut na hospodářský cyklus nebo objednávek zboží dlouhodobé spotřeby na zhoršení ekonomiky.
[36] Ukážeme si také v části, věnované nestandardním ekonomickým ukazatelům.
[37] VESELÁ, J. Analýzy trhu cenných papírů. Díl II, Fundamentální analýza. Praha. Vysoká škola ekonomická, 2003. 361 s. ISBN 80-245-0506-1, str. 330
[38] Některé z nich jsou jazykově přiblíženy ukazatelům, které budou popsány v praktické části.

objednávky strojních zařízení a vybavení, doplnění zásob, průměrný týdenní počet odpracovaných hodin, nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti, změna počtu poskytnutých korporátních a spotřebních úvěrů, změna objemu celkových likvidních aktiv, ziskovost, vývoj volné hotovosti *(cash flow)*, změnu v zaměstnanosti.

Ve skupině vůči hospodářskému cyklu **souběžných ukazatelů** Veselá jmenuje: úhrn mezd zaměstnanců mimo zemědělský sektor, osobní důchody minus transferové platby, vývoj celkové průmyslové produkce, tržby za vyrobené a prodané zboží.

Konečně do skupiny vůči cyklu se **zpožďujících ukazatelů** řadí Veselá průměrnou dobu trvání nezaměstnanosti, mzdové náklady na jednotku výstupu, průměrnou prime rate bank, počet poskytnutých komerčních a průmyslových půjček, změnu v indexu spotřebitelských cen, poměr počtu splátkových úvěrů k osobním příjmům, poměr obchodních zásob k tržbám.

Z pohledu fiskální politiky a parametrů fiskálního zdraví dané ekonomiky je také relevantní připomenout politický cyklus. Zatímco délka cyklu ekonomiky je nám předem neznáma, cyklus politický je vymezen volebním obdobím. Východiskem zde je snaha vlády provést nepopulární opatření v první polovině funkčního mandátu (obecně co nejdříve), aby si počínaje druhou polovinou svého mandátu a zejména před volbami otevřela prostor pro uvolnění případné fiskální restrikce a nějakou podobu stimulů pro sběr politických bodů v rámci předvolební kampaně[39]. Poměrně kontroverzními kroky je to viditelné v posledním více jak roce na maďarské vládě pří termínu voleb na jaře roku 2014[40].

2.5.Psychologie trhu

Z vlivu na přijetí jakékoli nové informace trhy, včetně té z ekonomiky, nelze vyloučit psychologii jednotlivých účastníků finančních trhů. Na tu se zaměřují psychologické přístupy po boku analýzy fundamentální, technické a sporně diskutabilně přijímané teorie efektivních trhů.

Psychologický přístup[41] se na rozdíl od fundamentální a technické analýzy nezaměřuje na samotné aktivum, ale na lidskou psychiku. Hlavní otázkou, kterou si psychologická

[39] Podrobněji v: SLANÝ, A. a kol. Makroekonomická analýza a hospodářská politika. Praha: Beck, 2003. xii, 375 s. ISBN 80-7179-738-3, s. 120-130

[40] Některé kroky jsou popsány pro Patria.cz, dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2438111/madarske-banky-varuji-pujde-li-vlada-na-hypoteky-silou-zbori-financni-trh-i-forint-komentare.html (cit. 16.1.2014) či z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2481601/madarska-vlada-vykoupi-dluh-municipalit-a-prodlouzi-pomoc-dluznikum-fx-hypotek.html (cit. 16.1.2014)

[41] Základy položil francouzský psycholog, matematik, sociolog a mimo jiné také lékař Gustave Le Bon svojí teorií psychologie davu. Mezi následovníky, kteří se přístup snažili rozvinout formulací vlastní analýzy či teorie patří například známý investor André Kostolany, pro mnohé v neobvyklé roli velmi úspěšného investora John Maynard Keynes, dále například George Drasnar či burzovně-

analýza klade, tedy je, **jak kurz akcie ovlivňuje chování a myšlenkový úsudek samotných investorů**. Jelikož se přístup opírá o psychiku člověka, který reaguje na určitou informaci, je logické, že pracuje pouze s veřejnými informacemi minulými a současnými. Ve vztahu k efektivnosti trhu dle teorie efektivních trhů[42] je nepoužitelná již na trhu středně silně efektivním. Jak si pak ale vysvětlit, že na trzích považovaných dnes za nejvíce efektivní (americké akciové trhy NYSE, Nasdaq) hrají výraznou roli například „investiční guru", jejichž názory, u kterých je často dokázáno, že se v minulosti opakovaně nenaplnily, mají výrazně kurzotvorný potenciál na úrovni celého trhu či takovouto „slovní intervencí" cíleného segmentu trhu? Z pohledu psychologické a technické analýzy pracujeme povahou s informací „danou" (vývoj nějakého údaje v podobě čísla, změny v % apod.) nebo podloženou „odborným úsudkem" (prognóza analytika). Z psychologického přístupu máme vyšší šanci pochopit vliv informace nepodložené nebo i cíleně manipulativní.

Vliv psychologických aspektů na chování akciových i jiných trhů je hnán potřebou vysvětlit ‚iracionální' dění, které často provází vývoj na finančních trzích. Pokud tradiční finanční teorie posuzuje investiční publikum z hlediska konceptu výše zmíněné teorie efektivních trhů, pak zkoumání vlivu psychologie na dění trhů spočívá na základech teorie behaviorálních trhů. Zatímco tradiční koncept efektivních trhů předpokládá, že rozhodnutí investorů nebo spekulantů jsou založena na efektivním přenosu nové relevantní informace do ceny konkrétního aktiva, historie i současnost tento předpoklad vystavují kritice. To umocnilo rozvoj teorií, pracujících s psychologií investiční veřejnosti, která si klade ambici postihnout extrémní (jiný než očekávaný) vývoj událostí na finančních trzích a vysvětlit jej. Podle **teorie behaviorálních trhů,** kolem které se rozvinula disciplína behaviorálních financí[43], má investiční publikum tendenci následovat dav, přeceňovat sílu některých informací, nebo naopak ignorovat skutečně relevantní data. Tato skutečnost má za následek odchylování tržní ceny od fundamentálních hodnot, když období, po které takový stav může trvat, nelze nijak racionálně předpovědět. Vliv psychologie na investiční rozhodování se pak významnou měrou podílí na vzniku excesivního cenového růstu, který bývá základem následného zhroucení trhu.

Význam je v současnosti kladen na rozvoj pochopení psychologie individuálního investora. Podstatou této snahy jsou především vnitřní motivy a schopnosti, vůle dodržovat obchodní strategii, schopnost odolat tlaku na opakovanou řadu úspěšných rozhodnutí. Schopnost přiznat ztrátu a chybnou strategii i finančně uřídit naopak opakovanou řadu malých ztrát jsou již součástí zásad správné správy aktiv. Jednou z hlavních chyb, kterou zdokumentovali **Scott, Stumpp a Xu** v roce 1999[44], je **náchylnost držet se ztrátových**

---

psychologická dvojice Garfield a Epsteinová. V neposlední řadě sem můžeme zahrnout problematiku spekulativních bublin.

[42] VESELÁ, J. Analýzy trhu cenných papírů. Díl I. 2. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1999. 522 s. ISBN 80-7079-563-8, strany 233-389

[43] BURTON, E. - SHAN, S. Behavioral Finance: Understanding the Social, Cognitive, and Economic Debates. Hoboken. Wiley, 2013. ISBN: 978-1-118-30019-0

[44] SCOTT, J. - STRUMPP M. - XU P. Behavioral Bias, Valuation, and Active Management. Financial Analysts Journal, vol. 55, no. 4 (July/August): s. 49–57

pozic neúměrně dlouho a předčasně realizovat výnos u ziskových. Překážkami správného úsudku investora (ale i ekonoma a analytika) jsou dosud v životě naučené způsoby chování a rozhodování, které pak mohou být překážkou při zvládnutí obchodní strategie. Úspěšný výsledek tak může být negativně ovlivňován přílišnou opatrností, ale i na druhou stranu bezbřehým optimismem. Ira Epsteinová, aktivní v oblasti obchodování s cennými papíry, a psychiatr David Garfield vyvinuli v 90. letech na základě několika stovek dobrovolných amatérských i profesionálních investorů typologie investorů, která je rozděluje do několika psychologických profilů a udílí jim rady k úspěšnému chování na trhu. Motivem k rozčlenění je předpoklad, že peníze nepůsobí na každý psychologický profil investora stejně. Pro každý psychologický profil[45] doporučují autoři studie vyvinout vlastní investiční strategii, zohledňující způsob uvažování toho kterého typu investora a jím přijímané riziko.

Uveďme zde základ některých psychologických přístupů. **Drasnarova koncepce**[46] vyzdvihuje jako dvě klíčové vlastnosti investora **chamtivost a strach**. Trh se vyvíjí v závislosti na tom, která vlastnost převládne: Růstový trend motivovaný chamtivostí je vystřídán sestupem po převládnutí strachu, kdy dav ovládne panika.

Podle francouzského sociologa, psychologa, matematika, lékař **Gustava Le Bona**[47], který je spojován se základy zkoumání psychologie davu, **vlastnosti davu jako celku přesahují vlastnosti jeho jednotlivých členů**. Nejsou tedy jen součtem jejich individuálních vlastností, ale vytvářejí se vlastnosti nové a to jsou **emoce**. Dav jedince pohltí a potlačí jeho charakter. Ten ztrácí vlastní racionální úsudek a začne se řídit především svými instinkty, pocity a city. Pro investora je klíčové poznat chování davu. Ten se jako celek nejen neřídí fundamenty (fundamentální analýza), ale ani vývojem a zkušenostmi z minula (technická analýza), ale dostává **horké investiční tipy**, sází na tipy dalších investorů či analytiků bez dominance vlastního úsudku a zapojení dalších analytických přístupů.

Reálným investičním úspěchem je podložena strategie investora, makléře a obchodníka **André Kostolanyho**. Ten rozdělil ve své formulované teorii přístup k základům a motivům pohybu akciových kurzů do tří skupin podle časového horizontu. **Dlouhodobě** jsou pro kurz akcie a jeho směr **rozhodující ekonomika a stav jednotlivých tržních odvětví a jednotlivých firem**. Ve **střednědobém horizontu** podle Kostolanyho rozhodují **likvidita a pohyby úrokových měr**. V **krátkém horizontu** jsou to **psychologické faktory**. Kostolany rozdělil účastníky trhu na spekulanty a hráče. Spekulanti jsou těmi, kdo dominují trhu a určují jeho vývoj. Investor je nazývá „pevnýma rukama“ a přisuzuje jim vlastnosti shrnuté ve 4G[48]. Spekulanti drží své nervy a emoce na uzdě, racionálně přemýšlí a činí racionální rozhodnutí a odolní emocím a davu. Opakem jsou hráči –

[45] VESELÁ, J. Analýzy trhu cenných papírů. Díl I. 2. vyd. Praha. Vysoká škola ekonomická, 1999. 522 s. ISBN 80-7079-563-8, strany 477-489

[46] DRASNAR, G. Hazardní hry: úvod do spekulace s cennými papíry. Praha. Academia, 1995. ISBN 80-200-0510-2

[47] LE BON, G. Psychologie davu. Praha. Kra, 1997. 80-901527-8-3

[48] Z němčiny to jsou Gedanken jako myšlenky, Gedult jako trpělivost, Geld jako peníze a Glück jako štěstí.

„roztřesené ruce“. Ovládání emocemi a sázkou na laciné tipy, s nedostatkem vlastního úsudku, jdou takzvaně s trhem a to obvykle pozdě. Kostolany pak vyvozuje koloběh trhu a střídání peněz a aktiv mezi pevnýma a roztřesenýma rukama[49].

John Maynard Keynes je spojován především s makroekonomií, příliš znám ale není jako ve své době úspěšný investor. U investorů podle něho převládá krátkodobý investiční horizont, když jsou hnáni motivem vysokého zbohatnutí v krátkém čase. Individuální investoři podle Keynese podléhají emocím ve vlnách euforie a pesimismu. Racionálně vyhodnocujícím účastníkem trhu je podle Keynese investor profesionál. Ten se psychologií davu řídí pouze jako indikátorem, který jej vede k opačnému chování. Jde proti davu individuálních investorů, proti proudu. Keynes za dva základní motivy k investování označil spekulaci a podnikavost. Spekulace je podle něho založena na odhadování psychologie davu. Podnikavost pak stojí na odhadu reálného budoucího výnosu majetkové hodnoty a to po celé období životnosti aktiva. Spekulace je dle Keynese trhu škodlivá a hnána snahou o dosažení vysoké likvidity. V případě silného rozšíření se vymyká kontrole a vede k iracionálním bublinám. Vidíme určitou blízkost teorie Konstolanyho té Keynesově (prvá druhou časově následovala).

S ohledem na dnešní vlnu nástupu tlaků na regulaci finančních trhů či přísnější kapitálové požadavky bank (po finanční krizi 2008 a následné vleklé recesi podobně, jako v důsledku Velké Deprese 30. let minulého století) není bez zajímavosti Keynesův tlak na omezení likvidity trhu zavedením omezení pro vstup na něj a nákladů spojených s obchodováním na něm v podobě daní a poplatků. Zejména na trzích hnaných spekulací se dle Keynese rozvíjejí iracionální bubliny[50].

Jiným pohledem na tvorbu tržních bublin je **Teorie hlučného obchodování** (*Noise Trading Theory)*. Podle té je zakládají méně schopní účastníci trhu, kteří při své „hlouposti“ šíří kolem sebe „bludy“ v podobě jejich iracionálních motivů pro nákup toho určitého aktiva. O co hlasitěji tento motiv jako zaručený tip šíří, o to více se může dle teorie odpoutat tržní cena aktiva od jeho správné ceny.

Do úvah o nesprávné reakci a nesprávném vyhodnocení nových informací nejen z ekonomiky spadají také přístupy, cílící v rámci psychologie investora na jeho určitou setrvačnost v úsudku (na změnu svého přesvědčení potřebuji opravdu pádný důvod) a přeceňování vlastních schopností. Na fakt, že investoři se výrazněji bojí ztrát, než oceňují výnos, cílí **Teorie vyhlídek** (*Prospect Theory*[51]). Koncept **Vytrvalosti v přesvědčení**[52]

[49] VESELÁ, J Analýzy trhu cenných papírů. Díl I. 2. vyd. Praha: Vysoká škola ekonomická, 1999. 522 s. ISBN 80-7079-563-8, strany 435-445

[50] Dnes jsme svědky řady opatření v zájmu potlačení spekulace, v Evropě například zákazu nekrytých prodejů nakrátko klíčových akciových titulů na dané burze (Vídeň, Frankfurt).

[51] KAHNEMAN, D. – TVERSKY, A. Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. New York. Econometrica, 1979. Dostupné z: http://www.princeton.edu/~kahneman/docs/Publications/prospect_theory.pdf (cit. 17.1.2014)

[52] Mohli bychom také říci trvání na určitém přesvědčení.

(*Belief Perseverance*[53]) popisuje, jak obtížné je v případě již jednou vytvořeného přesvědčení jej nalomit nebo vyvrátit pod vlivem nově příchozích informací, které dosavadní postoj svou protichůdností vyvracejí. Podle konceptu má člověk tendenci takové informace zpochybňovat nebo záměrně „vykládat po svém" a lpět na svém postoji neadekvátně dlouho. V souvislosti s tímto zjištěním je koncept **Potvrzení úsudku** (*Confirmation Bias*[54]). Ten hovoří o snaze investorů preferovat informace a data, která podporují jejich předchozí hypotézy a rozhodnutí, místo hodnocení dat podle objektivity. Zejména nejednoznačně vyznívající informace jsou „ohýbány" ve prospěch vytvořeného úsudku a nedochází k objektivní analýze. Závěrem zmiňme ještě koncept **Nadměrné víry ve vlastní zásluhy** (*Self-attribution Bias*), popisující tendenci investora připisovat úspěch sobě a svým schopnostem a za neúspěchy vinit někoho jiného či náhodu. Mostem k následující pasáži, věnované tržnímu konsensu, může být koncept **Přílišné jistoty** (*Overconfidence Bias*[55]), který se zaměřuje na nadměrně pevné přesvědčení člověka o správnosti vlastního odhadu. Experimenty však bylo zjištěno, že schopnost jednotlivce odhadnout nějaký výsledek s jistotou či vysokou pravděpodobností, je mnohem menší, než je člověk přesvědčen.

2.6. Tržní konsensus

Významným orientačním bodem a kotvou pro investory na finančních trzích je **tržní konsensus** *(Market Consensus)* se svým přínosem i slabinami. Tržní konsensus je sestavován zejména pro každou významnou nadcházející makroekonomickou zprávu a oznamování hospodářských výsledků burzovně obchodovaných společností. Zraky investorů se upírají nejprve k jednorázově sestavenému tržnímu konsensuálnímu očekávání, případně průběžně aktualizovanému konsensuálnímu mínění trhů, zpřesňovanému o další relevantní příchozí informace před samotným zveřejněním sledované události a následně k rozdílu mezi zveřejněnou informací a tržním konsensem. Ten je, s ohledem na důvěru vloženou do konsensuálního údaje, zdrojem prvotní tržní reakce, která je následně korigována. Rolí profesionálního informačního servisu pro investory zde je co nejrychleji a přesně zprostředkovat tento prvotní rozdíl mezi konsensem a skutečností a následně v co nejkratším čase a opět přesně nabídnout klíčové součásti nové informace. Například u rozhodnutí o sazbách měnové politiky to je následná tisková konference guvernéra či prezidenta centrální banky, u firemních výsledků klíčové body z výsledkové zprávy a následné komentáře managementu z konferenčního hovoru.

Poskytování dat z finančních trhů a zároveň pro rozhodování subjektů na finančních trzích dnes celosvětově dominují informační agentury Bloomberg a Reuters. Ty zajišťují

[53] LEPPER, M.R. – ROSS, L. –LAU, R.R. Persistence of inaccurate beliefs about the self: Perseverance effects in the classroom. Journal of Personality and Social Psychology, 50, 1986, s. 482-491

[54] OWAD, T. Confirmation bias: A ubiquitous phenomenon in many guises. Review of General Psychology 2, 2006, s. 175–220

[55] MOORE, D. – HEALY, P.J. The Trouble with Overconfidence. Psychological Review, 115(2), 2008, s 502-517

dotazování mezi analytiky a ekonomy k jejich očekávání ke konkrétní budoucí události a jejich hlasy agregují do nejvíce respektovaného tržního konsensu. Konsensus je následně vydán obvykle v podobě průměru a mediánu odhadů, nejnižší a nejvyšší odhadované hodnoty a srovnání s historickými údaji (předchozí publikovanou hodnotou makroúdaje, finančními výsledky firmy v předchozím čtvrtletí a ve stejném čtvrtletí před rokem). Databáze Bloomberg pak například umožňuje sledovat dlouhodobou úspěšnost toho kterého analytika a subjektivně si volit, komu naslouchat budu více a komu méně. Pro celkovou bezprostřední tržní reakci na nově vydaný údaj je ale rozhodující celkový konsensuální údaj – výsledek nad konsensem pozitivní pro bezprostřední tržní odezvu, zaostání za konsensem je negativní[56]. Konsensus analytiků pro vlastní hospodářské výsledky sledují a pokrytí analytiky zveřejňují některé společnosti samostatně[57].

Již v úvodu práce byla zmíněna zahlcenost investorů a analytiků na trzích přísunem zpráv a jak nadlidským úkolem je z nich pro jednotlivce filtrovat to klíčové pro správný investiční úsudek. Vžijeme-li se do role analytiků, investičních stratégů či správců portfolií i profesionálních správců majetku obecně, jejichž povinností je s ohledem na své investice obsáhnout například všechny obchodované akciové tituly v určitém sektoru či na daném trhu, role konsensu je zde v zásadě nezastupitelná a balancuje psychologickými přístupy výše popsaný prostor mezi omezeností vlastního úsudku na straně jedné a bezbřehém přijímání cizího názoru při absenci vlastního zformovaného názoru na straně druhé.

Významnou roli hraje tržní konsensus vedle vodítka pro bezprostřední tržní reakci v oceňovacích modelech analytiků a stratégů bank a investičních domů. Odhady správné hodnoty *(Fair Value)* či cílové ceny *(Target Price)* u akcie jsou přímo závislé na konsensu pro budoucí hospodaření dané společnosti i konsensu pro vstupy těchto oceňovacích modelů (například konsensus pro vývoj cen kontraktů na uhlí jako vstup do oceňovacího modelu pro těžaře uhlí). Stejně, jako v ekonomice zjišťování sentimentu mezi spotřebiteli či provozního vývoje ve firmách, konsensus pro jednotlivé druhy aktiv a investiční nástroje v rámci nich vypovídá o celkovém sentimentu na finančních trzích.

Jednou rovinou tržního konsensu je i to, že snižuje asymetrii informací jednotlivých účastníků trhu.

2.7. Rovnost přístupu k informacím

V praktické části práce budou diskutovány případy, kdy kurzotvorná informace v podobě nového ekonomického údaje, respektovaného trhy, případně hospodářsko-politického rozhodnutí, pronikne či je cíleně uvolňována k určité skupině subjektů na trhu dříve, než k dalším účastníkům trhu a pojednány budou také dopady takového jednání na obchodování na trzích v souvislosti teorie informační asymetrie či otázku regulace důvěrného obchodování (i*nsider trading*).

[56] Samozřejmě v žádoucím směru, pro náklady rizik či míru nezaměstnanosti je výsledek „nad konsensem“ nižší číselná hodnota oproti němu.

[57] Příkladem je i na pražské burze kótována společnost NWR, dostupné zde: http://www.newworldresources.eu/en/investors/analyst-coverage (cit. 17.1.2014)

V roce 2001 získali za analýzu trhů s **asymetrickými informacemi** *(Information Asymmetry Theory)* Nobelovu cenu za ekonomii američtí ekonomové George Arthur Akerlof, Michael Andrew Spence a Joseph Eugene Stiglitz. Jejich práce krom jiného upozorňuje na nedokonalost trhů v tom, že proti sobě stojí strany, z nichž jedna je podstatně lépe informována, než její protistrana. Stiglitz k této práci uvedl: *„Ekonomové celých dvě stě let používali jednoduché ekonomické modely, jež předpokládaly dokonalost informací - tj. že všichni účastníci mají stejnou a transparentní znalost relevantních faktorů. Věděli, že informace nejsou dokonalé, ale doufali, že svět s mírnými nedokonalostmi se bude nepatrně lišit od světa dokonalých informací. My jsme dokázali, že tento pohled na věc je naprosto nepodložený: i nepatrně nedokonalé informace totiž mohou mít nedozírné následky na vývoj ekonomiky.“*[58] Další rovinou práce a postojem Stiglitze je následující ve stejném zdroji: *„Informační asymetrie jsou úzce spojeny s asymetriemi ekonomické (tržní) síly. Je úkolem vlád, aby napravovaly nejen selhání trhů, ale i tyto mocenské asymetrie.“* Práce citovaných ekonomů tedy obhajuje myšlenku, že stát má vstupovat na trh za účelem snižování informační asymetrie. Princip je výrazně zastoupen například v ustanoveních o ochraně spotřebitele. V praktické části této práce bude diskutován průnik takové asymetrie na finanční trh v podobě poskytnutí časové výhody a odezva regulátorů na takovou praxi.

Na úrovni dohledu nad finančním trhem taková praxe naráží také na otázku tzv. **důvěrného obchodování** (*insider trading*) a diskusi, zda jsou a mají či nemají být tato pravidla uplatnitelná také na informace o ekonomice, poskytované komerčními subjekty. Důvěrné obchodování je obvykle definováno jako zakázaný typ obchodů, vycházející z informací, které ještě nejsou známy veřejnosti a přitom mají kurzotvorný potenciál. Důvěrné obchodování[59] je definováno na úrovni primární (aktivity lidí, přímo působících v daném subjektu) a sekundární (někdo, komu takový primární zasvěcenec informaci vynese). Americkým právem cenných papírů jsou tzv. zasvěcenci vymezeni taxativně[60] a Americká komise pro cenné papíry a burzy SEC vyžaduje pravidelný reporting obchodních aktivit zasvěcenců *(insiders)*, stejně jako tak činí v roli dohledu nad finančním trhem domácí Česká národní banka, kde jsou tyto obchody dohledatelné podle emitenta a typu informace na Centrálním úložišti regulovaných informací[61].

[58] STIGLITZ, J.E. Asymetrie informací a ekonomické politiky, Project Syndicate, 2001. Dostupné zde: http://www.project-syndicate.org/commentary/asymmetries-of-information-and-economic-policy/czech (cit. 17.1.2014)

[59] BARNES, P. Stock market efficiency, insider dealing and market abuse. Farnham. Gower, 2012. ISBN: 978-1-4094-5870-8

[60] VESELÁ, J. Analýzy trhu cenných papírů. Díl I. 2. vyd. Praha. Vysoká škola ekonomická, 1999. 522 s. ISBN 80-7079-563-8, strany 372-373

[61] Manažerské transakce dle § 125 odst. 5 Zákona o podnikání na kapitálovém trhu. Dostupné z: https://oam.cnb.cz/sipresextdad/SIPRESWEB.WEB21.START_INPUT_OAM?p_lang=cz (cit. 20.12.2013)

2.8. Vysokofrekvenční obchodování

Technologickým pokrokem, který značně proměnil charakter vyspělých kapitálových trhů celkově a posunul otázku rovného přístupu k informacím do nové dimenze, je rozmach **vysokofrekvenčního obchodování** (*high frequency trading* – HFT). Oblast je široká a obecně se můžeme pokusit ji vymezit jako obchodování, stojící na použití špičkové výpočetní techniky, kde při nasazení sofistikovaných matematických modelů, opírajících se o zázemí této výkonné výpočetní techniky, dochází po provedení analýz až k automatickému podávání obchodních pokynů bez zásahu člověka a se schopností učinit tak rychleji, než „zbytek trhu". Důležité pro trh ale ve finále je zejména, k čemu je toto zázemí využito. Obavy se soustředí zejména na následující otázky.

Firma, stojící na HFT strategiích[62], dokáže tržní situaci a nové informace vyhodnocovat rychleji (v řádu milisekund) a svou reakcí na ně předbíhat zbytek trhu. Souběžně, díky této investici do technologické výhody (špičkového počítačového zázemí), dokáže vidět obchodní příkazy, které docházejí na trh, rychleji oproti jiným protistranám a díky tomu znát tržní vývoj, který nastane během nejbližších nanosekund až milisekund (na což umí obchodně reagovat) a tyto pokyny předběhnout vlastními. Už to samo o sobě výrazně zvyšuje počet zobchodovaných příkazů a zobchodované objemy za účelem dosažení zisku rychloobrátkovým obchodováním bez fundamentálního zájmu o investici do daného aktiva.

Druhou rovinou je umělé navyšování zadaných pokynů o pokyny obratem rušené před jejich realizací, jejichž cílem je pouze testovat rozložení poptávky a nabídky na jednotlivých investičních nástrojích (S*tuffing*) a nastavovaní kotací v těsné blízkosti tržní ceny v zájmu ovlivnění nejatraktivnější poptávky a nabídky a po vyprovokování zájmu protistrany bleskové stažení takto zadané nejatraktivnější poptávky či nabídky a inkasování její realizace za výhodnější kotaci[63].

Třetí – fundamentální - rovinou výtek je příspěvek k odpoutávání akciového (ale i dalších) trhů od jeho původního smyslu – získávání kapitálu společnostmi na svůj rozvoj.

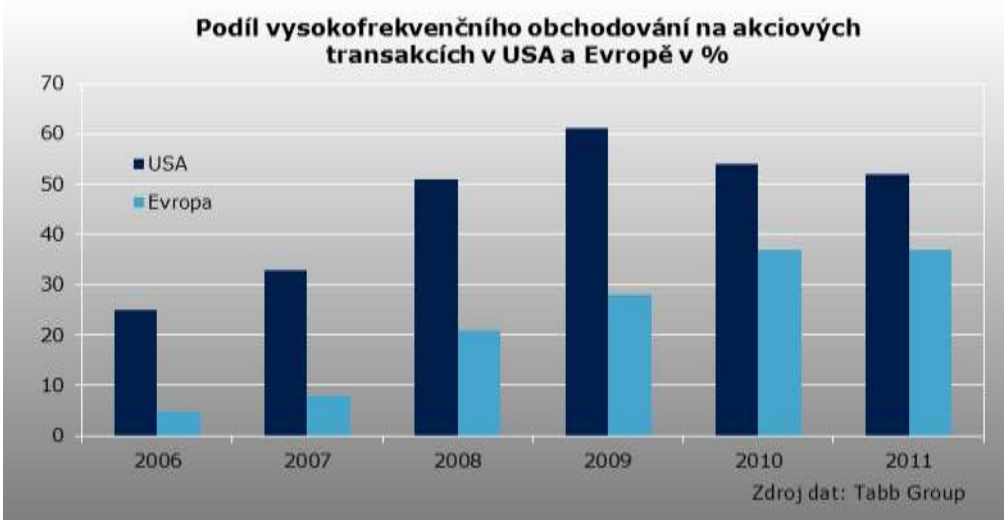
Milníkem v rozvoji HFT se stal rok 2008, kdy vysokofrekvenční obchodování přesáhlo 50% podíl na akciových transakcích na amerických trzích a s rokem 2009 vystoupalo nad 60 %. V Evropě se dle dat Tabb Group dostal podíl do rozmezí 35-40 %. S vlivem technologického pokroku a se zlevněním potřebného zázemí a rozšířením na velkou část trhu dochází na rozmělnění konkurenční výhody a k poklesu zisku z těchto strategií. Z dat Tabb Group vyplývá, že v letech 2009 až 2011 klesala ziskovost amerických firem, založených na vysokofrekvenčním obchodování ze souhrnných 7,2 mld. USD tržeb přes

[62] ALDRIDGE, I. High-Frequency Trading: A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems, 2nd Edition. Hoboken. Wiley, 2013. ISBN: 978-1-118-34350-0

[63] Příklad pro burzu CME dostupný z: http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887323798104578455032466082920 (cit. 14.1.2014)

5,7 mld. USD tržeb po 4,8 mld. USD tržeb[64]. Souvisejícím procesem u vývoje HFT aktivit v čase zde je další zkracování latence výměny informací mezi subjektem, činnost provozujícím, a burzou. Dochází zejména na budování špičkových IT center v bezprostřední blízkosti technologického zázemí burzy nebo přímo v její budově (takzvaná *Collotation*).

Graf 1: Podíl vysokofrekvenčního obchodování na akciových transakcích v USA a Evropě v %



(Zdroj: vlastní zpracování)

Výše popsaný vývoj vyprovokoval odezvu regulátorů finančního trhu. Šéf dohledu nad finančním trhem v Bank of England Andy Haldane již v červenci roku 2011 uvedl[65], že cesta k dosažení nulové latence destabilizovala finanční trh a je třeba ji krotit. Odchylky cen na trhu jsou podle něj právě tím, co je základním terčem zkoumání ze strany investorů. Jestliže HFT tyto drobné cenové odchylky normalizuje, hrozí tím dle Haldaneho normalizace deviace a následně ignorování malých změn, které se posléze ‚provalí' až extrémním výkyvem na trhu. Haldane takto vysvětlil i prudký propad amerických trhů (známé jako *Flash Crash*) ze dne 6. května 2010[66]. Tehdy bylo během 14 vteřin na S&P 500 e-mini kontaktu provedeno přes 27 tisíc transakcí, z nichž se realizovaly dvě stovky. To podle Haldaneho přebije racionální chování běžných investorů, kteří v takové chvíli mají tendenci obchodování zastavit a vyčkávat, „co se bude dít", kdežto HFT abnormální vývoj eskaluje, což je důvodem pro uvalení regulace.

Americká Komise pro cenné papíry (SEC) po této události přijala určitá opatření, mezi něž patřilo zavedení záchranné brzdy v podobě povoleného rozsahu propadu ceny investičního nástroje (nejvýše o 10 % během pěti minut) či diskuse nad pravidly pro takzvané mylné

[64] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/1863418/ferrari-neni-pro-kazdeho-hft-strategie-zacinaji-byt-ztraceji-uspech.html (cit. 7.1.2014)
[65] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/1863418/ferrari-neni-pro-kazdeho-hft-strategie-zacinaji-byt-ztraceji-uspech.html (cit. 7.1.2014)
[66] Zpráva Reuters k události dostupná z: http://www.reuters.com/article/2010/10/02/us-flash-idUSTRE69040W20101002 (cit. 8.1.2014)

(chybné) objednávky a možnosti jejich rušení[67]. Regulatorně do oblasti HFT zasáhly také evropské orgány. Zde můžeme zmínit chystanou aktualizaci Směrnice o trzích finančních nástrojů *(The Markets in Financial Instruments Directive – MiFID)*. Ta obsáhne zejména dosud neregulované mimoburzovní (OTC) obchodování s deriváty. Komplikací pro HFT postupy je také zatížení transakcí uvalenou transakční daní. Do větší hloubky se tato práce na HFT zaměřovat nebude. Téma je zařazeno za účelem uvědomění si dopadu asymetrického přístupu k informaci v aktuální tržní realitě.

2.9. Informační embargo

Před přikročením k praktické části práce zde bude ještě vymezen institut informačního embarga. Přínosem embarga je časnější a přesnější zprostředkování kurzotvorné informace veřejnosti skrze média na bázi důvěry. Klíčová informace je předčasně poskytnuta zástupcům médií se zákazem ji zveřejnit či jakkoli distribuovat dále před přesně stanoveným časem. Média si mohou informaci připravit tak, aby byla uvolněna přesně v povolený čas a v bezchybné podobě, což je jeho největším přínosem v teoretické rovině. V praktické rovině umožňuje těm, kdo informaci pod embargem uvolňují, snížit riziko zkreslení informace při jejím co nejčasnějším uvolnění v rámci konkurenčního boje médií a kolování zkreslených či vysloveně nepravdivých verzí zprávy na veřejnosti.

Embargo je vztahem mezi poskytovatelem informace a médii na úrovni gentlemanské dohody a není zakotveno právem. Porušení embarga nicméně může vyvolat v obsahové rovině náraz na úpravu pravidel důvěrného obchodování a nejméně znamená asymetrické uvolnění embargované informace. Postih obyčejně přichází v podobě vyloučení takového „hříšníka“ z budoucího poskytování embargovaných informací.

Ošetření podmínek, za nichž je embargovaná informace uvolněna, je různé. Na korporátní úrovni se embargo zajišťuje pouze na bázi důvěry a informace, na kterou je uvaleno, je distribuována standardní cestou emailem. U klíčových rozhodnutí typu měnového rozhodnutí Fedu se tak děje v rámci uzavřeného prostoru (takzvané „*Lock-up Room*“), kde je obvykle zástupcům médií zamezena vnější komunikace mimo tento uzavřený prostor a mohou se seznámit s obsahem embargované informace a zpracovat si ji.

V některých případech je vedle telekomunikační techniky odebráno veškeré osobní vybavení zástupce médií a ten se může s embargovanou informací pouze seznámit. Krátce před vypršením embarga bývá novinářům umožněno navázat spojení bez jakékoli komunikace a počínaje stanoveným časem zveřejnění informace ji obratem poskytnout.

[67] To by podávání „testovacích“ objednávek omezilo.

Praktická část

3. Úvod a metodika

Jako hlavní cíl této práce bylo vymezeno poskytnutí obrazu o tom, jakým způsobem si v aktuální realitě finanční trhy – personifikovaně zodpovědní investiční stratégové, ekonomové finančních institucí, analytici, investoři – utvářejí obraz o vývoji jednotlivých světových hospodářství a kterým ukazatelům, určitou část hospodářství popisujícím či predikujícím, a jakou prioritu své pozornosti jim věnují.

Jako východisko pro posouzení této priority je užito **skóre relevance** *(Relevance Score)***, které jednotlivým ekonomickým ukazatelům připisuje profesionální informační platforma Bloomberg**. V příloze číslo 1 práce je pak přiložena obrazovka terminálu Bloomberg, zachycující rating relevance *(Relevance Rating)* v červeně zvýrazněném sloupci.

Skóre relevance Bloomberg se pohybuje na stupnici od nejnižší nuly po nejvyšší hodnotu 100 bodů a odráží počet nastavených sledování daného ukazatele vůči sledování všech dalších ukazatelů, pokrytých agenturou Bloomberg, pro danou ekonomiku. To fakticky znamená všech podstatných, až na ojedinělé výjimky. Je tedy skutečným odrazem sledovanosti a obliby daného ukazatele v ekonomickém kalendáři pro danou ekonomiku.

V grafickém vyjádření uživatelé systému Bloomberg vidí uvedený **rating relevance**. Ten je zobrazován jako ikona o nula až čtyřech sloupcích, kde každý ze sloupců představuje 20 bodů z maximálních 100 bodů skóre relevance. Každý další vyobrazený sloupec tak značí posun do vyššího pásma sledovanosti[68].

Pro rozčlenění ukazatelů do „sektorů“[69] je použita pro zachování autenticity dle Bloomberg klasifikace platformy Bloomberg, která uspořádává ukazatele do podskupin dle podobného typu a vypovídacího obsahu.

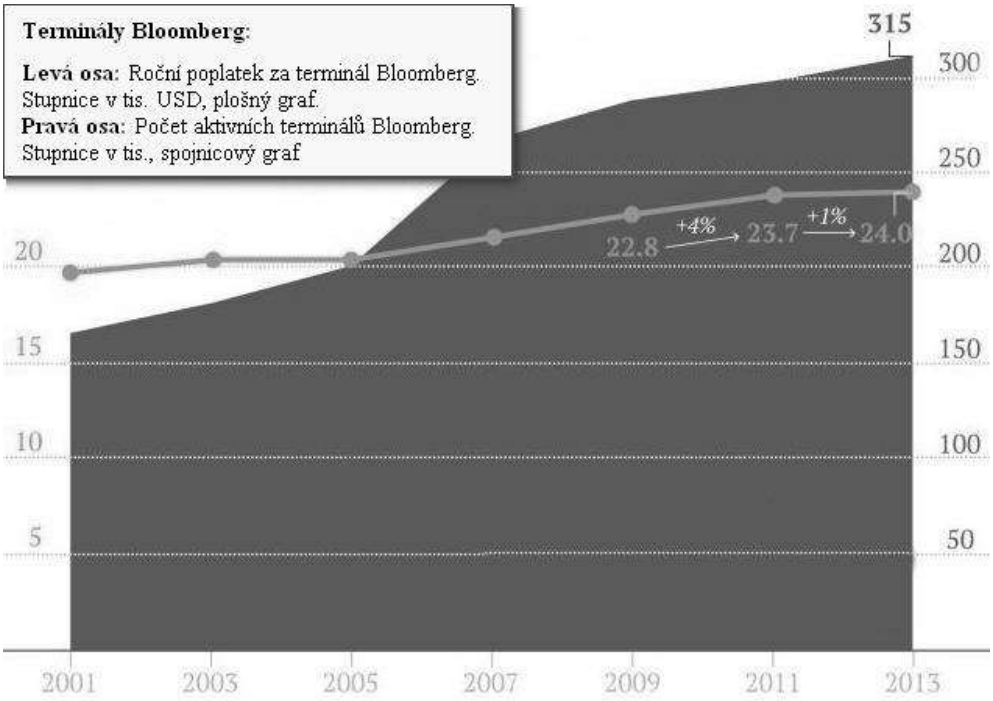
Proč toto východisko? Terminály Bloomberg jsou dnes nejvyužívanější profesionální na finančních trzích užívanou platformou pro přístup k informacím a datům z ekonomiky, finančního trhu, včetně pokrytí všemožných dalších jednorázových či nahodilých událostí s kurzotvorným potenciálem. Ač Bloomberg neposkytuje podrobné informace o počtu klientů a své cenové politice vůči nim, uživatel těchto služeb ví, že měsíční poplatek dosahuje zhruba 2 tisíc USD (tedy roční cca 24 tis. USD) s určitou slevou pro dva a více připojených terminálů jednoho uživatele a o počtu klientů si lze učinit obraz z útržkovitých

[68] Ze strany analytiků agentury Bloomberg jsou filtrovány vícenásobné způsoby nastaveného sledování ukazatele (zprávou, vyskakovacím oknem, zvukovým upozorněním, grafickým upozorněním na obrazovce terminálu a podobně)i případy, kdy je sledování nastaveno pro pouze jeden indikátor ze sady ve stejnou chvíli zveřejňovaných.

[69] V pojetí informačního systému Bloomberg, nikoli dle definice sektorů a subsektorů v ekonomice

informací v médiích[70]. Faktem je, že zatímco ještě na přelomu tisíciletí profesionálnímu informačnímu servisu pro finanční trhy vládla agentura Thomson Reuters, dnes je jedničkou na tomto specifickém trhu s řádově 315 tisíci připojených terminálů právě Bloomberg. Mezi oběma agenturami probíhá ostrý konkurenční boj. Nicméně – současná vedoucí role platformy Bloomberg je důvodem, proč byla jako východisko hodnocení prestiže sledování jednotlivých ukazatelů finančními trhy přijata právě relevance v systému Bloomberg. Obecně pak východisko nastavení těchto terminálů nabízí dobrý odraz přístupu aktuálního hlavního proudu, pokud jde o lidi, profesionálně pracující v oblasti finančních trhů[71]. Vzorkem, nastavujícím tuto relevanci, jsou jednoznačně investiční profesionálové.

Graf 2: Vývoj počtu připojených terminálů Bloomberg a nákladů na jejich pořízení



(Zdroj: Quartz, Ritchie King, vlastní úprava[72])

Do vymezení nejsledovanějších ukazatelů a diskuse nad nimi jsou v rámci této práce v zájmu soudného porovnání „statistikami posedlých" Spojených států s řidším ekonomickým kalendářem eurozóny s důrazem na Německo (kvůli významu jeho ekonomiky pro eurozónu i ekonomiku českou) zapojeny ukazatele, jimž je přisouzeno skóre relevance v pásmu 60 – 100 bodů, tedy zahrnující nejvyšší dva stupně ratingu

[70] Dostupné zde: http://qz.com/84961/this-is-how-much-a-bloomberg-terminal-costs/ (cit. 18.12.2013)
[71] Zamyšlení nad strategií Bloomberg versus Reuters také například zde: http://www.canadianbusiness.com/business-strategy/thomson-reuters-eikon-fails-to-unseat-bloomberg/ (cit. 8.12.2013)
[72] Dostupné z: http://qz.com/84961/this-is-how-much-a-bloomberg-terminal-costs/ (cit. 18.12.2013)

relevance 80 – 100 bodů a 60 – 80 bodů. Tato hranice bude následně zúžena pouze na prioritní pásmo 80 – 100 bodů za zvolené asijské ekonomiky Číny a Japonska. Důvodem je záměr diskutovat pouze vybrané oblasti těchto hospodářství a zásahy na úrovni hospodářské politiky a to ty, ze kterých vyplývají implikace, případně rizika, pro globální ekonomiku a mezinárodní finanční trhy. Právě takový je pohled regionálních a obecně západních finančních trhů na tyto ekonomiky.

Do úvodu praktické části před diskusi jednotlivých hlavních světových ekonomik je pro představu a návaznost zvolené metodiky na domácí českou ekonomiku vloženo řazení ukazatelů dle skóre relevance Bloomberg za českou ekonomiku. Dolní mez je v tomto případě pro nižší počet vycházejících dat i zaměření investičních profesionálů u české ekonomiky na skutečně klíčová data (což se odráží v nižší relevanci těch dalších) posunuta na úroveň 50.

Tabulka 1: Řazení ukazatelů české ekonomiky dle skóre relevance Bloomberg

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
1	Reposazba (2T repo) ČNB	Repurchase Rate	Měnová politika	95,8333
2	Index spotřebitelských cen, meziroční změna	CPI YoY	Ceny	91,6667
3	Maloobchodní tržby, meziroční změna	Retail Sales YoY	Maloobchod a velkoobchod	87,5000
4	Míra nezaměstnanosti	Unemployment Rate	Trh práce	83,3333
5	Průmyslová produkce, meziroční změna	Industrial Output YoY	Sektor průmyslu	79,1667
6	Index spotřebitelských cen, meziměsíční změna	CPI MoM	Ceny	75,0000
7	Obchodní bilance (saldo v mld. Kč)	Trade Balance	Zahraniční obchod a platební bilance	70,8333
8	HDP, meziroční změna	GDP YoY	Celková ekonomika	66,6667
9	Běžný účet platební bilance (saldo v mld. Kč)	Current Account Monthly CZK	Zahraniční obchod a platební bilance	62,5000
10	Ceny průmyslových výrobců, meziroční změna	PPI Industrial YoY	Ceny	58,3333
11	Index spotřebitelské důvěry (HSBC/Markit)	Consumer Confidence Index	Průzkumy/cyklické indikátory	54,1667
12	Indikátor podnikatelské důvěry	Business Confidence	Průzkumy/cyklické indikátory	50,0000

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Již z tohoto grafu za Českou republiku můžeme vidět kontrast obecného pojetí „základních ukazatelů ekonomiky“ s pohledem a motivy, s jakými na data z ekonomiky a hospodářské politiky nahlížejí finanční trhy.

Pohledu na českou vládne v důsledku samostatné měnové politiky a samostatné měny rozhodnutí České národní banky o sazbách, zakotveno za základní úrokovou sazbu, dvoutýdenní reposazbu. Následuje indikátor spotřebitelské inflace a maloobchodních tržeb. Trh práce zastupuje míra nezaměstnanosti. Teprve za indikátorem vývoje průmyslu a obchodní bilance, jejíž roli zvyšuje charakter ČR jako malé otevřené ekonomiky i odraz vývoje zejména v eurozóně v tuzemském zahraničním obchodě, je na celkově osmé pozici údaj o HDP[73].

[73] Hluboko jsou předstihové ukazatele o sentimentu mezi spotřebiteli od HSBC/Markit i průzkum mezi nákupními manažery (PMI) ve výrobní sféře, které budou dále v práci široce diskutovány.

4. Spojené státy

Spojené státy americké (USA) jsou největší světovou ekonomikou a uskupením 50 nezávislých států, ze kterých jsou agregována regionální data. Tomu odpovídá také šíře analytického aparátu, popisujícího ekonomiku.

Tabulka 2: Nejsledovanější ukazatele americké ekonomiky (relevance Bloomberg nad 60b.)

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
1	Změna počtu pracovních míst mimo zemědělství	Change in Nonfarm Payrolls	Trh práce	99,1071
2	Nové žádosti o podp. v nezaměstnanosti	Initial Jobless Claims	Trh práce	98,2143
3	Rozhodnutí FOMC Fedu o sazbách	FOMC Rate Decision	Měnová politika	97,3214
4	HDP anualizováno, QoQ	GDP Annualized QoQ	Celková ekonomika	96,4286
5	Index spotřebitelské důvěry	Consumer Confidence Index	Průzkumy/cyklické indikátory	95,5357
6	ISM index průmyslové aktivity	ISM Manufacturing	Průzkumy/cyklické indikátory	94,6429
7	Index spotřebitelských cen MoM	CPI MoM	Ceny	93,7500
8	Index spotřebitelské důvěry Univerzity Michigan	University of Michigan Confidence	Průzkumy/cyklické indikátory	92,8571
9	MBA žádosti o hypotéku	MBA Mortgage Application	Realitní trh	92,3077
10	Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby	Durable Goods Orders	Sektor průmyslu	91,0714
11	Prodeje nových domů	New Home Sales	Realitní trh	90,1786
12	Maloobchodní tržby MoM	Retail Sales Advance MoM	Maloobchod a velkoobchod	89,2857
13	Míra nezaměstnanosti	Unemployment Rate	Trh práce	89,1964
14	Zahájená výstavba domů	Housing Starts	Realitní trh	88,3929
15	Prodeje starších domů	Existing Home Sales	Realitní trh	87,5000
16	Průmyslová produkce MoM	Industrial Production MoM	Sektor průmyslu	86,6071
17	Index výrobních cen MoM	PPI MoM	Ceny	85,7143
18	Objednávky v průmyslu	Factory Orders	Sektor průmyslu	84,8214
19	Osobní příjmy	Personal Income	Jednotlivci a domácnosti	83,9286
20	Osobní výdaje	Personal Spending	Jednotlivci a domácnosti	83,9286
21	Index předstihových ukazatelů	Leading Index	Průzkumy/cyklické indikátory	83,0357
22	Obchodní bilance	Trade Balance	Zahraniční obchod a platební bilance	82,1429
23	Index podnikatelské nálady NY Fedu	Empire Manufacturing	Průzkumy/cyklické indikátory	81,2500
24	Změna zaměstnanosti dle ADP	ADP Employment Change	Trh práce	80,3571
25	Chicagský index nákupních manažerů	Chicago Purchasing Manager	Průzkumy/cyklické indikátory	79,4643
26	Velkoobchodní zásoby MoM	Wholesale Inventories MoM	Maloobchod a velkoobchod	78,5714
27	Výdaje ve stavebnictví MoM	Construction Spending MoM	Realitní trh	77,6786
28	Deflátor HDP	GDP Price Index	Celková ekonomika	77,1429
29	Index dovozních cen MoM	Import Price Index MoM	Zahraniční obchod a platební bilance	76,7859
30	Index průmyslové aktivity v oblasti Filadelfie	Philadelphia Fed Business Outlook	Průzkumy/cyklické indikátory	75,8929
31	Index spotřeb. cen bez potravin a energií MoM	CPI Ex Food and Energy MoM	Ceny	75,0000
32	Rozjednané prodeje domů	Pending Home Sales	Realitní trh	75,0000
33	Měsíční zpráva o rozpočtu	Monthly Budget Statement	Vládní finance a dluh	74,1071
34	ISM index v nevýrobní sféře	ISM Non-Manf. Composite	Průzkumy/cyklické indikátory	73,2143
35	Objednávky zb. dl. spotřeby (bez dopravy)	Durables Ex Transportation	Sektor průmyslu	72,8571
36	Čistý příliv dlouhodobého kapitálu	Net Long-term TIC Flows	Zahraniční obchod a platební bilance	72,3214
37	Index nákladů na práci QoQ	Employment Cost Index	Trh práce	71,4286
38	Běžný účet platební bilance	Current Account Balance	Zahraniční obchod a platební bilance	70,5357
39	ISM subindex placených cen	ISM Prices Paid	Průzkumy/cyklické indikátory	69,6429
40	Změna počtu pracovních míst ve výrobě	Change in Manufact. Payrolls	Trh práce	69,3750
41	Pokračující žádosti o podporu v nezaměstnanosti	Continuing Claims	Trh práce	68,7500
42	Index průmyslové aktivity v oblasti Richmondu	Richmond Fed Manufact. Index	Průzkumy/cyklické indikátory	68,7500
43	Index cen výrobců bez potravin a energií MoM	PPI Ex Food and Energy MoM	Ceny	68,5714
44	Index cen výrobců YoY	PPI YoY	Ceny	67,8571
45	Osobní spotřeba	Personal Consumption	Celková ekonomika	67,5000
46	Jádrový index výdajů na spotřebu	Core PCE QoQ	Celková ekonomika	67,5000
47	Index cen domů MoM	House Price Index MoM	Realitní trh	66,9643
48	Index cen výrobců bez potravin a energií YoY	PPI Ex Food and Energy YoY	Ceny	66,0714
49	Celkový čistý příliv kapitálu	Total Net TIC Flows	Zahraniční obchod a platební bilance	65,1786
50	Bloomberg indikátor spotřebitelského komfortu	Bloomberg Consumer Comfort	Průzkumy/cyklické indikátory	63,3929
51	Maloobchodní tržby bez aut MoM	Retail Sales Ex Auto MoM	Maloobchod a velkoobchod	62,5000
52	Index výrobní aktivity Fedu v oblasti Dallasu	Dallas Fed Manf. Activity	Průzkumy/cyklické indikátory	62,5000
53	Stavební povolení	Building Permits	Realitní trh	61,8750
54	Index národní aktivity Fedu v oblasti Chicaga	Chicago Fed Nat Activity Index	Průzkumy/cyklické indikátory	60,7143
55	Využití kapacit	Capacity Utilization	Sektor průmyslu	60,6250

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Tabulka sledovaných ukazatelů americké ekonomiky byla sestavena tak, aby postihla žebříček sledovanosti dle skóre relevance Bloomberg od hodnoty 100 po hodnotu 60 bodů. Další ukazatele pod touto úrovní jsou již považovány za méně sledované a komentovány pouze v případě vhodných souvislostí či v rámci diskuse o možném podceňování jejich přínosu pro finanční trhy či naopak přeceňování finančními trhy.

Nominální HDP Spojených států za rok 2012 dosahoval zhruba 16,24 bilionu amerických dolarů a pro rok 2013 je Mezinárodním měnovým fondem (MMF) odhadován na úrovni 16,72 bilionu USD[74]. Již z přehledu sledovanosti dle skóre relevance Bloomberg za Spojené státy ale vidíme, že souhrnný a podstatou zpětně hledící indikátor hrubého domácího produktu, obecně považovaný za „základní", nejvýznamnější indikátor ekonomiky, nefiguruje pohledem účastníků finančního trhu na prvním místě. Diskusi, proč tomu tak je, provede následující subkapitola a část věnovaná Fedu.

4.1. Trh práce

Hlavním dodavatelem dat z amerického trhu práce je americké ministerstvo práce *(U.S. Department of Labor* - DOL*)*, potažmo statistický a výzkumný úřad při ministerstvu práce *(Bureau of Labor Statistics* – BLS*)* se širším mandátem pro poskytování vládních statistik, než pouze za oblast trhu práce. Z privátní sféry jej doplňují údaje společnosti Automatic Data Processing (ADP), uznávané více, a společnosti Challenger, Gray & Christmas, Inc. (dále jen Challenger) sledované méně.

Tabulka 3: Ukazatele amerického trhu práce

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
1	Změna počtu pracovních míst mimo zemědělství	Change in Nonfarm Payrolls	Trh práce	99,1071
2	Nové žádosti o podp. v nezaměstnanosti	Initial Jobless Claims	Trh práce	98,2143
13	Míra nezaměstnanosti	Unemployment Rate	Trh práce	89,1964
24	Změna zaměstnanosti dle ADP	ADP Employment Change	Trh práce	80,3571
37	Index nákladů na práci QoQ	Employment Cost Index	Trh práce	71,4286
40	Změna počtu pracovních míst ve výrobě	Change in Manufact. Payrolls	Trh práce	69,3750
41	Pokračující žádosti o podporu v nezaměstnanosti	Continuing Claims	Trh práce	68,7500

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Finančními trhy nejsledovanějším údajem amerického trhu práce a americké ekonomiky vůbec je **změna počtu pracovních míst mimo sektor zemědělství** (*Change in Nonfarm Payrolls*). Indikátor měří změnu počtu zaměstnanců na výplatních páskách u jejich zaměstnavatelů v sektorech mimo sektor zemědělství. Ten je vyloučen nikoli pro jeho „podceňování", ale kvůli vysoké sezónní volatilitě a navíc pod vlivem počasí výrazným nepravidelnostem u sezónnosti. Údaj poskytuje americké ministerstvo práce na měsíční

[74] Záznam a odhad MMF, dostupné z: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/weorept.aspx?sy=2010&ey=2013&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=72&pr1.y=17&c=111&s=NGDPD%2CNGDPDPC%2CPPPGDP%2CPPPPC%2CPPPSH%2CLP&grp=0&a= (cit. 9.12.2013)

bázi a jeho základní sledovanou podobou jsou měsíční změny v tisících v sezónně očištěné podobě (*US Employees on Nonfarm Payrolls Total MoM Net Change SA).*

Zveřejnění údaje za měsíc sledovaný přichází v průběhu první dekády následujícího měsíce (v roce 2013 to bylo nejpozději 8. března a 8. listopadu s výjimkou publikace 22. října, za což mohla uzávěra amerických vládních úřadů[75]). Údaj o počtu pracovních míst mimo sektor zemědělství vychází shodně se sesterským měsíčním údajem o **změně počtu pracovních míst v soukromém sektoru** (*Change in Private Payrolls*) a **změně počtu pracovních míst ve výrobě** (*Change in Manufacturing Payrolls*).

Za daný měsíc fakticky jde o první vládní sadu ukazatelů z trhu práce, která jednak má ještě potenciál ovlivnit tržní konsensus pro další v daném měsíci příchozí data z trhu práce a jednak obecně nastavuje očekávání od celkového vyznění vývoje na trhu práce za daný měsíc. Změny počtu pracovních míst (*payrolls,* zkracováno také jako *payrolls*) také ovlivňují očekávání vývoje v odpovídajících sektorech ekonomiky (například vývoj zaměstnanosti ve stavebnictví směrem k ukazateli zahájené výstavby), jednoznačně směrem ke statistice osobních příjmů, a nutně vstupují do odhadů pro celkový HDP. Mezi **slabé stránky** *payrolls* ale patří zejména **rozsáhlé revize**, které z důvěry v tento údaj ubírají.

Ve stejnou chvíli, jako údaje změně počtu pracovních míst, se účastníci finančních trhů také dozvědí údaj o míře nezaměstnanosti v americké ekonomice za předchozí měsíc, míru podzaměstnanosti, míru účasti na trhu práce a průměrnou hodinovou mzdu. Údaje poskytuje americké ministerstvo práce (*U.S. Department of Labor* – DOL, dále značeno jako DOL).

Graf 3: Změna počtu pracovních míst a míra nezaměstnanosti v USA



(Zdroj: vlastní zpracování)

[75] Diskuse tohoto problému otevře kapitolu, věnovanou nestandardním ukazatelům.

Údaj o **míře nezaměstnanosti v americké ekonomice** vypovídá o počtu nezaměstnaných v procentuálním vyjádření vůči celkové pracovní síle (celkový počet zaměstnaných + nezaměstnaných). Údaj je poskytován od ledna roku 1948 s měsíční periodou a souběžně od prvního čtvrtletí roku 1948 také s kvartální periodou. Základní sledovanou podobou je vývoj stavové veličiny po sezónním očištění v procentech (*US Unemployment Rate Total in Labor Force Seasonally Adjusted*, %). Než okomentujeme míru podzaměstnanosti (*Underemployment Rate*), předsuňme údaj o nových a pokračujících žádostech o podporu v nezaměstnanosti.

Na týdenní bázi se z amerického trhu práce dozvídáme údaje o počtu nezaměstnaných, registrovaných úřady práce, požívajících podporu v nezaměstnanosti. Vždy ve stejnou chvíli se dozvídáme se zpožděním do jednoho týdne údaj o počtu **nových žádostí o podpory v nezaměstnanosti** (*US Initial Jobless Claims SA*), finančními trhy opět sledovaný v jeho sezónně očištěné podobě a statistiku **pokračujících žádostí o podpory v nezaměstnanosti** (*US Continuing Jobless Claims SA*), zpracovanou za týden předcházející statistice nových žádostí.

Nové žádosti jsou informací o počtu lidí, v reportovaném období poprvé podávajících žádost k lokálnímu úřadu práce o podporu v nezaměstnanosti. Je to tedy číslo, ukazující příliv počtu nezaměstnaných do systému státní podpory v nezaměstnanosti. Údaj je poskytován od úvodu roku 1967 a vyjádřen v tisících.

Graf 4: Nové a pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti v USA



(Zdroj: vlastní zpracování)

Pokračující žádosti jsou konceptem, sledujícím celkový počet osob, registrovaných v evidenci amerických úřadů práce jako nezaměstnaní, obvykle za účelem podpory v nezaměstnanosti, a finančními trhy přijímány opět jako ve výchozí v sezónně očištěné

podobě, vyjádřeny v tisících osob. Údaj je nezřídka přezdíván jako „registrovaná nezaměstnanost“[76].

Slabou stránkou údaje nových žádostí o podporu v nezaměstnanosti, poskytovaného s týdenní periodou, je **vyšší volatilita a náchylnost k sezónním vlivům**, což pravidelně ve svých zprávách uvádí samotné ministerstvo práce. Pokud si je vědomo důvodu většího výkyvu v údaji, rovnou jej okomentuje. S každým týdenním reportem dochází k **revizi údaje za týden předchozí**. **Ekonomové a analytici** si tento údaj pravidelně **verifikují čtyřtýdenním klouzavým průměrem**, který výkyv jednoho týdne zmírní.

Graf 5: Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti a 4týdenní klouzavý průměr - USA



(Zdroj: vlastní zpracování)

Z údaje o pokračujících žádostech o podporu nezaměstnanosti se nedozvíme nic o osudu těch, kdo z této evidence vypadli. A možností je zde celá řada. Například:

a) danému člověku se podařilo nalézt žádoucí místo a vrátil se do pracovního procesu
b) daný člověk přijal pozici na plný úvazek, která ho neuspokojuje
c) daný člověk, ač by to nepreferoval, přijal zaměstnání na zkrácený úvazek
d) daný člověk propadl do kategorie dlouhodobě nezaměstnaných, kteří již z nějakého důvodu ztratili nárok na podporu v nezaměstnanosti a byli z evidence práce vyřazeni
e) daného člověka dlouhodobá nezaměstnanost „přemohla“ a demotivovala od dalšího hledání pracovního uplatnění

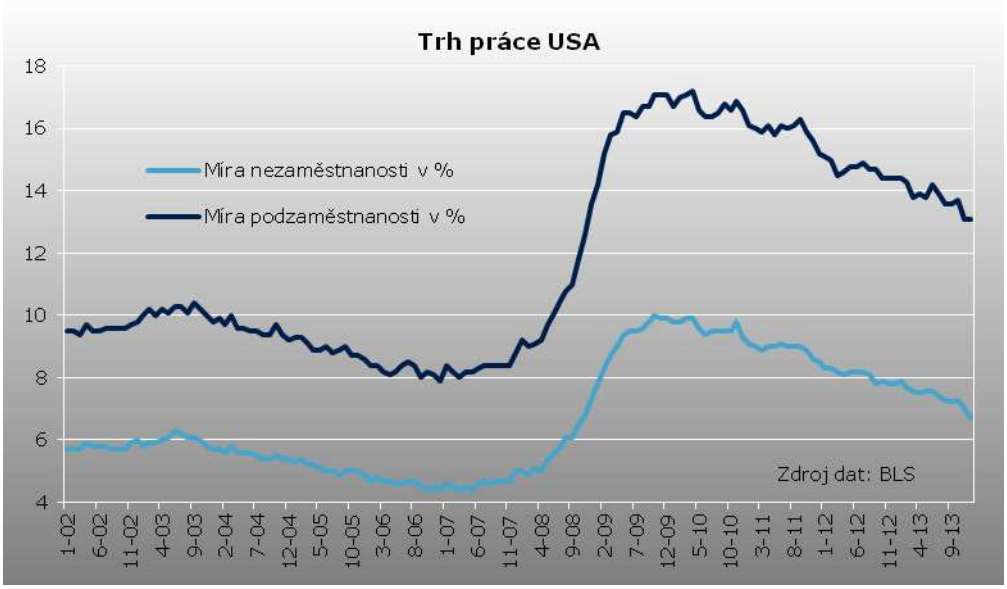
O některých z těchto variant mohou napovědět další ukazatele amerického trhu práce – míra podzaměstnanosti a míra participace na trhu práce.

Míra podzaměstnanosti je měrou, kterou začalo americké ministerstvo práce publikovat v lednu roku 1994 s měsíční periodou a vydáním shodně s měrou nezaměstnanosti.

[76] DOL o položce oficiálně píše jako o “*insured unemployment*“.

Vyjadřována je v procentech celkové pracovní síly a plné pojmenování sledované podoby údaje zní *U-6 Unemployment Rate Unemployed & Margin & Part Time as % Labor Force (SA,* %). Oproti míře nezaměstnanosti zahrnuje navíc skupinu lidí „okrajově navázanou" (*Marginally Attached*) na trh práce a nepreferovaně částečné úvazky. Skupina „okrajově navázaných" je vymezena jako lidé, kteří aktuálně nejsou v pracovním úvazku ani práci aktivně nehledají, ale kteří deklarují, že jsou ochotni se nechat zaměstnat a práci aktivně vyhledávali někdy v průběhu posledních 12 měsíců[77]. Zde máme vymezenou skupinu, kterou je třeba sledovat pro verifikaci informační hodnoty poklesu pokračujících žádostí o podpory v nezaměstnanosti. Část osob se totiž při vypadnutí ze statistik podpory v nezaměstnanosti úřadem práce může ocitnout právě zde (odrazení, demotivovaní). Dále do této sledované míry patří osoby, pracující na zkrácený úvazek z ekonomických důvodů. Jsou to ti, kdo by chtěli pracovat na plný úvazek, ale takové uplatnění nenacházejí, proto z ekonomických (finančních důvodů) pracují nepreferovaně „alespoň" na úvazek zkrácený. Současnou realitou Spojených států je míra podzaměstnanosti zhruba dvojnásobná vůči míře nezaměstnanosti, prvá klesla pod 14 % s poklesem míry nezaměstnanosti pod 7 %.

Graf 6: Míra nezaměstnanosti versus míra podzaměstnanosti – USA



(Zdroj: vlastní zpracování)

Další měrou, vystupující v roli zrcadla oficiální míře nezaměstnanosti a vývoji žádostí o podpory v nezaměstnanosti, je **míra účasti na trhu práce** (*Labor Force Participation Rate*). Že není měrou bezcennou, ukázal její skokový posun níž s nástupem finanční krize roku 2008 a následné hospodářské recese v americké ekonomice. Míra účasti na trhu práce klesla od úrovně 66 % k aktuální úrovni zhruba 63 %. To je v kontrastu k předchozím recesím, kdy se tato míra snižovala spíše nevýrazně a dlouhodobě vykazovala tendenci růst. Obecným vymezením míry účasti na trhu práce je celková pracovní síla vůči

[77] Vymezení dostupné z: http://www.bls.gov/lau/stalt.htm (cit. 19.12.2013)

ekonomicky aktivní populaci v procentech. Údaj je publikován počínaje lednem roku 1948 s měsíční periodou, sezónním očištěním a v procentech.

Sadu dat z amerického trhu práce doplňují dva privátními subjekty poskytované údaje. Respektovanějším z nich, který se dle skóre relevance Bloomberg vejde do první pětadvacítky nejsledovanějších ukazatelů z americké ekonomiky, je **změna zaměstnanosti dle ADP** (*ADP Employment Change*). Data poskytuje soukromá společnost Automatic Data Processing, Inc., která je celonárodním zpracovatelem výplatních pásek pro firemní klientelu. Podklady pro údaj jsou získávány od průměrně 365 tisíc z celkem řádově 500 tisíc firemních klientů ADP, přepočteno na zaměstnance za řádově 24 milionů zaměstnanců, zaměstnaných napříč všemi 19 výrobními sektory dle severoamerické klasifikace (*North American Industrial Classification* - NAICS). Údaj je propočítáván z agregovaných údajů od klientů, vůči jednotlivým zaměstnancům anonymních. Údaj je poskytován od ledna roku 2001 s měsíční periodou a je dostupný bezprostředně na přelomu sledovaného a následujícího měsíce, čímž je **rychlejší, než** výše uvedená skupina ukazatelů změny pracovních míst, poskytovaná ministerstvem práce.

Graf 7: Změna zaměstnanosti v soukromém sektoru USA dle ADP



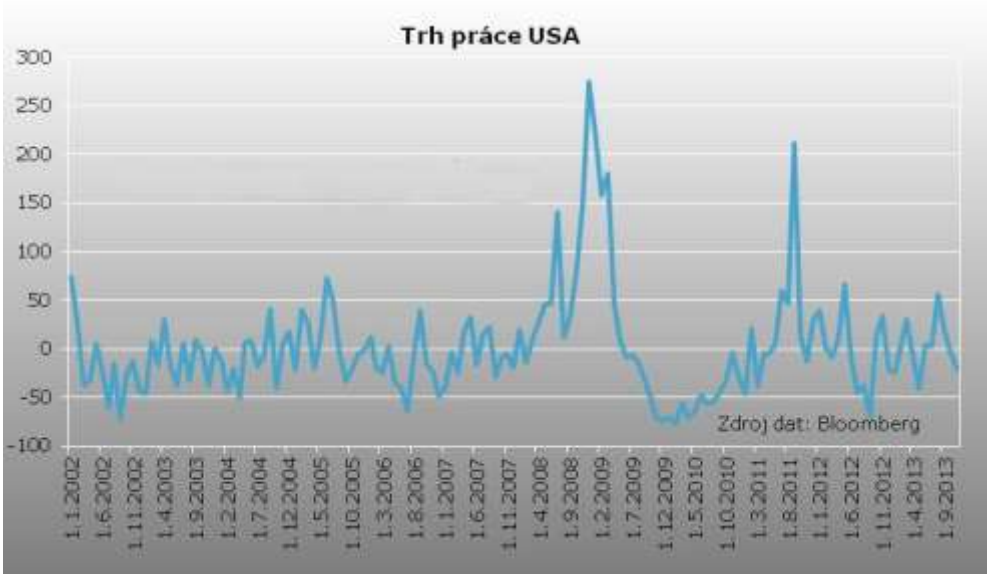
(Zdroj: data vlastní zpracování)

Na základě údajů ADP ekonomové a analytici často aktualizují svá očekávání pro data ministerstva práce, což vede k přenastavení tržního konsensu pro tyto ministerské údaje. Typickým „čtením“ údaje ADP je, že americké firmy v daném měsíci vytvořily, případně zrušily, určité číslo pracovních míst proti měsíci předchozímu a zpráva poskytuje také členění dle velikosti firem (malé do 19 a 49 zaměstnanců, střední od 50 do 499 zaměstnanců a velké od 500 do 900 a nad 1000 zaměstnanců) a v členění na devět teritoriálních oblastí Spojených států.

Jinak je měsíčně konstruován ukazatel o počtu zaměstnanců, které se firmy chystají propustit „***Challenger Job Cuts*“.** Ten vychází z informací od firem o plánech propouštění či naopak najímání nových pracovníků, který je reportován v podobě meziroční změny

v procentech. Podrobná zpráva (příklad za listopad 2013[78]) odhaluje plány propouštění a najímání zaměstnanců po sektorech, měsících, regionálně i konkrétní jména firem. Vyjádřen je v absolutních číslech v tisících.

Graf 8 : Vývoj trhu práce v USA dle Challenger



(Zdroj: Challenger, vlastní zpracování)

Popsané statistiky trhu práce finančním trhům často připraví rozporuplnou situaci v podobě „nekonsistentního vývoje“: například zdánlivě nelogicky souběžně klesá tvorba nových pracovních míst *(payrolls)* i míra nezaměstnanosti. Tak se tomu stalo například 10. ledna 2014, kdy byla zveřejněna data za prosinec roku 2013, kdy americká ekonomika vytvořila 74 tisíc nových pracovních míst po vzestupné listopadové revizi na 241 tisíc a prudce zaostala za tržním konsensem dle Bloomberg na úrovni 200 tisíc míst. Souběžně však klesla míra nezaměstnanosti na 6,7 % z listopadových 7,0 %. Situace připravila šok trhům v podobě negativní odezvy amerických akciových indexů, oslabení amerického dolaru k euru skokově o více jak celý cent dolaru i vůči japonskému jenu a útlumu výnosů na amerických vládních dluhopisech.

Zdánlivě iracionální vývoj je ale dán různými zdroji: údajem, pro nějž jsou podkladem výplatní pásky vůči údaji, stojícím na průzkumu mezi domácnostmi. A jak je uvedeno výše u U-6, pokles nezaměstnanosti nutně neznamená zvýšení zaměstnanosti.

Tržní reakce (celkově negativní při vysoce negativním překvapení vůči konsensu u tvorby nových pracovních míst a souběžně vysoce pozitivním překvapení u míry nezaměstnanosti) dokázala současné postavení tvorby nových míst *(payrolls)* ve sledovanosti trhy. Nemalá část profesionálů na finančním trhu přitom údajům o tvorbě nových pracovních míst vytýká zejména **rozsáhlé revize** údaje, které zvyšují opatrnost v jeho přijímání i fakt, že v době jejich publikace jsme schopni disponovat jinými údaji

[78] Dostupné zde: http://www.challengergray.com/press/press-releases/2013-november-job-cut-report-over-45k-job-cuts-retail-aerospacedefense-lead

s podobnou vypovídací schopností, ač nejde přímo o ukazatele trhu práce (údaj se dozvídáme zhruba tři týdny poté, co průzkum fyzicky proběhne).

Jan Hatzius, hlavní ekonom Goldman Sachs, upozorňuje, že „řada investorů přisuzuje nadměrnou váhu ukazatelům, které procházejí masívními revizemi a nedisponují přílišnou informační hodnotou, pokud jde o skutečnou míru reakce trhů v momentě jejich zveřejnění. Nadto investoři tendují spíše k jednoduchým ukazatelům o vývoji ekonomiky, než složenému pohledu z mnoha různých dat. Souběžně odkazuje na **analýzu Goldman Sachs,**[79] jejímž cílem bylo posoudit, **které ukazatele americké ekonomiky mají nejvýraznější dopad na dluhopisové a akciové trhy**. Analýza k tomu přistoupila metodou jedné směrodatné odchylky (SD) kladného překvapení, tedy odchýlení skutečně ohlášeného údaje pozitivním směrem od tržního konsensu, v době 20 minut kolem zveřejnění údaje.

Grafické vyobrazení závěrů analýzy, které je obsahem přílohy 2 této práce, ukazuje intenzitu dopadu na výnos 10letého amerického dluhopisu. Goldman Sachs ve svém modelu dochází k závěru, že nejvýraznější tržní reakci na 10letém americkém vládním dluhopisu vyvolává lepší než očekávaný údaj o tvorbě pracovních míst *(payrolls)*, následovaný kladným překvapením u zveřejněného prvního odhadu HDP, dále u ISM indexu nákupních manažerů v průmyslu[80], míry nezaměstnanosti a maloobchodních tržeb. K obdobným závěrům dochází analýza Goldman Sachs z roku 2012[81], zaměřená na dopad na investiční produkty dle jejich ratingu a na výnosy u různých splatností amerických vládních dluhopisů.

Podobný obraz nám poskytuje propočet Goldman Sachs o dopadu na americký akciový index S&P 500. Grafické shrnutí závěrů stejného metodického postupu, tentokrát uplatněného na akciový index S&P 500, vložené do přílohy 3 této práce, ukazuje, že nejvýraznější dopad kladného překvapení opět připadá na tvorbu nových míst *(payrolls)*, následovanou prvním odhadem HDP a průzkumem ISM mezi nákupními manažery v průmyslu. Na čtvrté místo z pohledu intenzity tržní reakce popsanou metodikou se dostaly nové žádosti o podpory v nezaměstnanosti, následovány maloobchodními tržbami a Indexem průmyslové aktivity Fedu v oblasti Filadelfie. Za ním následuje míra nezaměstnanosti a Chicagský index nákupních manažerů.

Hlavní ekonom Goldman Sachs Jan Hatzius následně touto analýzou odhalenou sílu hýbat trhy zejména u tvorby nových míst *(payrolls)* a prvního odhadu HDP dává do kontrastu s bankou Goldman Sachs vyvinutým indexem současné ekonomické aktivity (*Current Activity Index* – CAI), který je konstruován jako předstihová skladba ukazatelů a indexů[82],

[79] Dostupné z: http://www.businessinsider.com/goldman-payrolls-shmayrolls-2013-8 (cit. 11. 1. 2014)
[80] Bude rozebráno v části práce Průzkumy a cyklické indikátory.
[81] Dostupné z: http://www.businessinsider.com/goldman-identifies-which-economic-indicators-really-matter-2012-5 (cit. 11.1.2014)
[82] Ke skupině takto postavených ukazatelů se dostaneme v další části práce za USA - Průzkumy a cyklické indikátory

vypovídající o očekávaném vývoji americké ekonomiky v následujících šesti měsících[83]. Snahou této analýzy bylo odpovědět, u kterých z indexů se pozitivní překvapení (lepší než očekávaný údaje proti tržnímu konsensu pro něj) skutečně projeví do příznivějšího vývoje americké ekonomiky v následujících měsících. Použita byla opět jedna směrodatná odchylka vůči průměrné hodnotě CAI v následujících šesti měsících. Toto srovnání podalo zcela jiný obraz proti předchozím dvěma zkoumaným dopadům na výnos 10letého dluhopisu a index S&P 500. Do popředí předpovědní síly pro budoucí vývoj indexu CAI se dostaly svou konstrukcí složitější a předstihové ukazatele ekonomiky. Na prvním místě se dle grafického vyobrazení závěrů analýzy Goldman Sachs, vloženého do přílohy 4 této práce, umístil Index průmyslové aktivity Fedu pro oblast Filadelfie, následován průzkumem ISM mezi nákupními manažery v průmyslu, chicagským indexem nákupních manažerů a za oblast trhu práce tvorbu nových míst v popředí za tuto část ekonomiky vystřídaly nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti. Teprve pátý je první odhad HDP a ještě hlouběji jaké téměř statisticky nevýznamný právě údaj o tvorbě pracovních míst *(payrolls)*.

Jak vysvětlit tento rozpor ve významu, který zejména tvorbě nových pracovních míst *(payrolls)* přikládají trhy, a skutečné vypovídací síle pro budoucí vývoj ekonomiky? Hatzius zdůrazňuje[84] výrazný rozdíl mezi prvním odhadem a finální podobou údaje. Tedy u HDP mezi prvním odhadem (a*dvance)* až po třetí konečný údaj (*final*) a nadto změny v metodice výpočtu HDP[85] a u tvorby nových pracovních míst zejména revize. „Pokud v analýze použijeme konečnou revizi tvorby nových pracovních míst *(payrolls)*, jsou statisticky významným ukazatelem budoucího růstu ekonomiky," upozorňuje Hatzius.

Výsledek analýzy nutí k otázce, proč tedy tvorba nových míst figuruje, pak v těsném závěsu s novými žádostmi o podporu v nezaměstnanosti, na dvou čelních postech sledovanosti dat o vývoji amerického trhu práce a americké ekonomiky vůbec. Tou odpovědí je nastavení měnové politiky Federálního rezervního systému, jak bude vysvětleno v následující části, věnované měnové politice a Fedu.

4.2. Měnová politika a ceny

V prosinci roku 2013 uplynulo právě 100 let od vzniku[86] americké měnové autority, Federálního rezervního systému (Fed). Založen byl v hospodářsky turbulentní době přelomu 19. a 20. století ve snaze stabilizovat americkou ekonomiku, zejména cenovou hladinu a zaměstnanost. Krom toho Fed vykonává roli banky bank a je regulatorním orgánem, dohlížejícím na bankovní sektor. Fed sestává z 12 distriktů, což jsou vymezené

[83] Dostupné z: http://www.zerohedge.com/article/goldman-forget-plunging-gdp-tracker-us-growth-meet-goldmans-tm-current-activity-indicator (cit. 11. 1. 2014).
[84] Dostupné z: http://www.businessinsider.com/goldman-payrolls-shmayrolls-2013-8 (cit. 11.1.2014)
[85] U takové změny z roku 2013, která ovlivnila zpětně časovou řadu až po Velkou Depresi, se zastavíme u části, věnované HDP.
[86] Roku 1913 schválením Zákona o federálních rezervách a následným podpisem prezidentem Woodrow Wilsonem

oblasti působnosti dvanáctera regionálních bank. Těmito oblastmi jsou Boston, New York, Filadelfie, Cleveland, Richmond, Atlanta, Chicago, St. Louis, Minneapolis, Kansas City, Dallas a San Francisco.

4.2.1. Federální rezervní systém

Vedení Fed tvoří **Rada guvernérů (*Federal Reserve Board of Governors* - FRB**) se schvalovací pravomocí u sazeb, rezerv i nad oblastí regulace. Předseda FRB je nominován prezidentem USA na 4leté období. K jeho změně dochází v aktuálním období – s koncem ledna 2014 končí mandát Benu Bernankemu a nahrazuje jej dosavadní viceguvernérka Fedu Janet Yellenová.

Oči finančních trhů se ale více než k FRB upírají k **Výboru pro operace na volném trhu** (***Federal Open Market Comitee* – FOMC. Dále jako FOMC Fedu**). Jeho nynější součástí je šestice členů FRB plus pětice guvernérů regionálních Fedů **na rotačním principu** s tím, že náhradníky v aktuálním roce jsou guvernéři, kteří se řádnými členy FOMC stanou v roce příštím. Výjimkou je trvalé zastoupení Fedu v New Yorku v aktuálním složení FOMC i mezi náhradníky. První viceprezident Fedu v New Yorku je vždy náhradníkem v rámci FOMC za předsedu výboru. Ke změně ve složení FOMC dochází vždy na prvním dvoudenním zasedání FOMC v kalendářním roce, v roce 2014 je to tedy 28. až 29. ledna.

U složení FOMC a rotačního principu uveďme, že každý regionální Fed vypracovává vlastní průzkum o vývoji ekonomické aktivity v jím pokrývané oblasti. Ty pak vstupují do hodnocení vývoje ekonomiky skrze regionální index průmyslové aktivity, případně celkové aktivity v daném distriktu[87]. Fed osmkrát do roka[88] publikuje sledované hodnocení ekonomiky, zvané **Béžová kniha** (*Beige book*). Do něj vstupují regionálními Fedy realizované lokální průzkumy a šetření a výsledkem je podání celkového obrazu o vývoji americké ekonomiky[89]. Po úrovní části Béžové knihy, věnující se obvykle průmyslu, službám mimo finanční sektor, realitnímu trhu a stavebnictví, bankovnímu sektoru, zemědělství či vývoji mezd a cen (a podle aktuálního důrazu dalším oblastem) následují zprávy za jednotlivé oblasti. Jejich odlišnost je dána jednak odlišnou strukturou ekonomiky v dané oblasti, i odlišným způsobem sledování vývoje v oblasti Fedem, což se práce pokusí přiblížit právě v části Průzkumy a cyklické ukazatele.

Systémem skóre relevance Bloomberg je jako třetí nejsledovanější indikátor americké ekonomiky hodnoceno **rozhodnutí Výboru pro operace na volném trhu o sazbách** (*FOMC Rate Decision*). Takto osamoceně ale pouze proto, že ostatní slovní výstupy Fedu nejsou postižitelné jedním údajem a neexistuje k nim číselný tržní konsensus, pevně zakotvený v ekonomickém kalendáři.

[87] Tomuto tématu se bude práce podrobně věnovat v části Průzkumy a cyklické indikátory.
[88] Kalendář pro rok 2014: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/beigebook/ (cit. 10.1.2014)
[89] Příklad Béžové knihy z prosince 2013 zde: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/beigebook/beigebook201312.htm (cit. 8.1.2014)

Tabulka 4: Základní sledovaný údaj měnové politiky v americké ekonomice

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
3	Rozhodnutí FOMC Fedu o sazbách	FOMC Rate Decision	Měnová politika	97,3214

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Dvoudenních zasedání FOMC Fedu je obvykle osm do roka s tím, že každé druhé je spojeno s vydáním nové ekonomické prognózy. Letošní lednové zasedání je navíc v důsledku změny guvernéra spojeno s prezentací nové dlouhodobé strategie Fedu. S obvyklým zpožděním tří týdnů po zasedání FOMC je zveřejněn zápis z tohoto zasedání (známý jako *Minutes*).

Graf 9 : Základní úroková sazba amerického Fedu



(Zdroj: vlastní zpracování)

Finanční trhy z něj odečítají především hodnocení jednotlivých členů FOMC o současném stavu ekonomiky a jejím očekávaném vývoji, postoj k postupu Fedu v rámci standardním a nestandardních aplikovaných nástrojů měnové politiky a eventuální těsnost rozhodnutí v rámci FOMC a pozice jednotlivých členů se zřetelem na jejich ze strany finančních trhů „zaškatulkování“ mezi holubice či jestřáby[90]. Janet Yellenová je hodnocena jako holubice (výrazněji, než Ben Bernanke) a pokračovatelka dosavadní politiky Fedu, nastolené pod vedením Bena Bernankeho.

Vystoupení jednotlivých členů FOMC a regionálních guvernérů Fedu, která nechybí v ekonomickém kalendáři Bloomberg ani Reuters, je rovněž věnována významná pozornost finančními trhy s odstupňováním podle toho, zda daný zástupce Fedu je členem hlasujícím, jak dlouho ještě, případně zda je členem zastupujícím a do FOMC vstoupí v dalším ročním období a podle jeho zařazení mezi jestřáby či holubice. Cíl je zřejmý:

[90] Holubice akcentují růst ekonomiky a kontrolu nezaměstnanosti silněji, než vývoj inflace. Protiváhou jsou jestřábi s akcentem pevné měnové politiky měřítkem cenové stability.

odečíst očekávanou zejména nejbližší reakci měnové politiky i její dlouhodobější nastavení.

Shrňme si stručně hlavní kroky v rámci reakce Fedu na finanční krizi, abychom snáze pochopili souvislost, proč finanční trhy v dnešní době upínají svůj pohled k některým ekonomickým ukazatelům více, než k jiným.

Fed v reakci na předchozí *„dot com"* finanční krizi úvodu tisíciletí snížil základní refinanční sazbu (*Fed Funds rate*), vyobrazenou v grafu výše, až k úrovni 1,00 %, ze které ji začal zvedat počínaje červnem 2004, do konce roku 2004 na 2,25 %. V roce 2005 pokračovalo zvyšování na prosincových 4,25 %, v roce 2006 na prosincových 5,25 %. Z tohoto maxima Fed v reakci na první známky obratu ekonomiky začal sazbu uvolňovat přes 4,75 % v září, 4,5 % v říjnu a 4,25 % v prosinci roku 2007 po 25 bazických bodech. Prudký pád sazby nastal s rokem 2008 (postupný nástup finanční krize a následný pád americké ekonomiky do recese 1Q08 až 2Q09 s tím, že 2Q08 bylo kladné, ale technická definice počítá dva kvartální růsty na potvrzení výstupu z recese či dva kvartální poklesy pro vstup ekonomiky do ní). V lednu došlo na dvojí snížení sazeb o 75 plus 50 bazických bodů k 3,00 %, březnu o dalších 75 bps, dubnu o 25 bps, říjnu dvakrát po 50 bps k 1 % a konečnému skoku v prosinci roku 2008 do rozmezí nula až 0,25 procenta, udržovanému dodnes. Tím se vyčerpal prostor k dalšímu snižování sazeb jako nástroji měnové politiky.

Směrem k finančnímu sektoru významnou odpovědí Fedu na finanční krizi a prasknutí bubliny v americkém realitním trhu bylo spuštění programu *Troubled Asset Relief Program,* známého jako **TARP**. Ten, schválený ještě předchozím prezidentem USA Bushem k říjnu roku 2008, povolil po schválení Fedem americkému ministerstvu financí od bank převzít a zajistit zejména hypoteční cenné papíry na primární (hypotéky) i sekundární úrovni (zejména hypotékami kryté cenné papíry, *mortgage backed securities* – dále MBS) a další cenné papíry, bude-li to posouzeno jako krok v zájmu stabilizace finančního sektoru. Původně schváleným rozsahem bylo 700 mld. USD, později jej omezila Dod-Frankova reforma na 475 mld. USD. Proti těmto odkupům stál vstup státu skrze ministerstvo financí prostřednictvím akciových podílů v bankách a dalších finančních institucích. S tím se pojila omezení na chování bank, zejména pro klíčové banky na Wall Street nepříjemné zastavení či omezení výplaty dividend a omezování odměn (zejména bonusů) vedoucích činitelů bank. To uspíšilo snahu bank vymanit se z područí státu co nejdříve. První desítka jich zdroje z TARP splatila v červnu roku 2009[91]. Programu TARP bylo široce vytýkáno, že poskytl do bank levné zdroje, které byly použity na investice za účelem zisků a posílení výsledků a které si za srovnatelných podmínek nikdo jiný nemohl dovolit, a že zdroje se neprojevily skrze úvěrovou aktivitu v reálné ekonomice. Základním posláním programu ale bylo „očistit" bilance bank natolik, aby se zabránilo riziku otřesení finančního systému jako celku. V lednu letošního roku se objevily

[91] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/1435715/10-vyvolenych-splatilo-tarp-jejich-akcie-klesly-az-o-3-.html (cit. 7.12.2013)

nepotvrzené zprávy o vyšetřování podvodů[92]s naceněním MBS po finanční krizi, sahající i do programu TARP, ze strany americké komise pro cenné papíry SEC a regulačního úřadu SIGTARP, který byl založen v roce 2008 kvůli dohledu nad možnými podvody s TARP a obecně se státní pomocí problémovým institucím. Vyšetřované banky[93] měly prodávat hypoteční cenné papíry subjektům, které byly z části placeny právě z podpůrných programů.

V listopadu roku 2008 Fed rozhodl o prvním kole kvantitativního uvolňování *(quantitative easing* – QE) cestou nákupů sekundárních hypotečních cenných papírů MBS v avizovaném rozsahu 600 mld. USD. V srpnu roku 2010 bylo rozhodnuto o druhém kole odkupů, široce přijatého jako „QE2", ve shodném rozsahu 600 mld. USD, avšak státních dluhopisů (*Treasuries*). Následně bylo rozhodnuto a v září roku 2012 oznámeno spuštění třetího kola QE (tedy „QE3") v měsíčním objemu 40 mld. USD odkupů MBS[94]. V prosinci roku 2012 došlo na rozšíření QE3 na 85 mld. USD měsíčně kombinací odkupů v objemu 40 mld. USD u MBS a 45 mld. USD u státních dluhopisů[95] a rozhodnutí, že „sazby zůstanou u nuly po delší období" (nejméně do roku 2015). V prosinci roku 2013 bylo rozhodnuto o prvním kroku k omezení QE3 o 10 mld. USD měsíčně s platností od ledna roku 2014 a to o 5 mld. USD měsíčně u MBS a 5 mld. USD měsíčně u státních dluhopisů. Zároveň Fed uvedl, že „základní úrokovou sazbu ponechá v platnosti zřejmě déle, než dosud signalizoval"[96].

Skrze QE a také program neoficiálně trhy zvaný „Twist" Fed cílil a stále cílí na dlouhý konec výnosové křivky. To ekonomice přináší útlum dlouhodobých úrokových sazeb, což je významné zejména pro sazby hypoték a tedy realitní trh, kde poslední finanční krize a následná hospodářská recese započaly. S operací Twist Fed započal v září roku 2011 a rozšířil ji v červnu roku 2012. Twist byl spuštěn jako cesta měnového uvolnění bez dopadu do nárůstu rozvahy Fedu. Obsahem byly prodeje krátkodobých cenných papírů proti nákupům dlouhodobých cenných papírů (vládních dluhopisů a poukázek, odtud jako záměny pojmenování Twist) s cílem stlačení dlouhodobých úrokových sazeb a tím podpory oživení ekonomiky.

Kroky v reakci na finanční krizi a následný útlum ekonomiky narostla rozvaha Fedu z rozsahu méně jak jednoho bilionu dolarů před rozpukem krize v roce 2008 na více jak 4 biliony dolarů v současnosti. Podle části ekonomů a kritiků v rámci FOMC, vystupujících zejména proti kvantitativnímu uvolňování, hrozí dlouhodobá měnová stimulace nafouknutím další bubliny na trzích aktiv. Hovoří se v této souvislosti zejména o růstu

[92] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2534494/americke-urady-setri-manipulace-bank-s-hypotecnimi-papiry-po-financni-krizi-zajima-je-i-tarp.html (cit. 9.1.2014)
[93] Barclays, Citigroup, Deutsche Bank, Goldman Sachs Group, JPMorgan Chase, Morgan Stanley, britskou Royal Bank of Scotland, UBS
[94] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2149125/fed-oznamil-neomezenou-stimulaci-zitra-spusti-qe3-a-sazby-necha-nizko-dalsi-3-roky-trhy-tleskaji-komodity-rostou-a-dolar-nad-130.html (cit. 7.12.2013)
[95] Rozhodnutí Fed dostupné z: http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm (cit. 3.12.2013)
[96] Výtah z *„Minutes"* dostupný z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2534651/je-treba-opatrny-ustup-od-stimulace-ukazal-zapis-z-jednani-fedu.html (cit. 10.1.2014)

amerických i západoevropských akciových trhů na nová historická maxima v průběhu roku 2013.

Současnou pozici Fedu jako východisko pro finanční trhy můžeme shrnout následovně: **Hlavní úroková sazba zůstává u nuly (tedy 0-0,25 %) nejméně do roku 2015** a zřejmě tam zůstanou **po delší období po tom, co míra nezaměstnanosti v americké ekonomice dosáhne shora dolů Fedem stanoveného cíle 6,5 %** (upraveného z dříve vyslovených 7,0 %). S výraznějším růstem úrokových sazeb Fed počítá nejdříve v roce 2016. Prvním milníkem v politice Fedu tedy je 6,5% míra nezaměstnanosti jako moment, s jehož nástupem bude uvažovat o změně kurzu měnové politiky (postupném utahování). Přitom je zdůrazňováno, že Fed potřebuje **stabilní zlepšení na trhu práce** a ekonomiky celkově, než o případné změně kurzu měnové politiky rozhodne a zároveň, že superuvolněná politika zůstane po delší, výše popsané období, **pokud nedojde k akceleraci inflace = její výhled zůstane pod limitem 2,5 %.**

První část kritérií Fedu nám dává odpověď, proč jsou ukazatele, popisující aktuální změnu vývoje na trhu práce, na absolutním čele pozornosti vývoje v americké ekonomice – je to právě kritérium Fedu a odhadování **jeho blízkého rozhodování ohledně QE[97] a celkově strategie[98] opouštění superuvolněné měnové politiky**. Jak je uvedeno v části věnované trhu práce, lednová data ukázala na skokové snížení míry nezaměstnanosti v americké ekonomice na 6,7 % v prosinci roku 2013 ze 7,0 % v listopadu. Tím se míra dostává do blízkosti rozhodující úrovně o nastavení měnové politiky. Důležitá je ale také ona udržitelnost vývoje, kde je výše upozorněno na rozkol mezi tvorbou nových pracovních míst a poklesem míry nezaměstnanosti.

4.2.2. Sledování cenové hladiny

Druhou částí Fedem vytčených a akcentovaných parametrů pro další nastavení měnové politiky a změnu jejího kurzu je **setrvání inflace pod vytčeným tempem**. Do tohoto místa se proto jeví vhodné přesunout ukazatel, který by spadal do systému Bloomberg vymezeného sektoru Jednotlivci a domácnosti, a s ním celkově ukazatele inflace. Obvyklými ukazateli cenového vývoje (inflace) v ekonomice jsou spotřebitelské ceny a ceny výrobců a v americké ekonomice tomu není jinak. Pohledem skóre sledovanosti Bloomberg je sedmým nejsledovanějším indikátorem americké ekonomiky (93,75 b.) index spotřebitelských cen (jeho meziměsíční změna), 17. pak index cen výrobců.

[97] Známé jako t*apering*
[98] Známé jako *exit strategie*

Tabulka 5: Ukazatele cen v americké ekonomice

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
7	Index spotřebitelských cen MoM	CPI MoM	Ceny	93,7500
17	Index výrobních cen MoM	PPI MoM	Ceny	85,7143
33	Index spotřeb. cen bez potravin a energií MoM	CPI Ex Food and Energy MoM	Ceny	75,0000
43	Index cen výrobců bez potravin a energií MoM	PPI Ex Food and Energy MoM	Ceny	68,5714
44	Index cen výrobců YoY	PPI YoY	Ceny	67,8571
48	Index cen výrobců bez potravin a energií YoY	PPI Ex Food and Energy YoY	Ceny	66,0714

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Historie vykazování indexu spotřebitelských cen (dále jako CPI) sahá až k únoru roku 1947 při měsíční periodě, současným poskytovatelem údaje je americký úřad *Bureau of Labor Statistics (BLS,* dále jako BLS*).* Výchozí sledovanou podobou jsou meziměsíční změny v procentech na sezónně očištěných datech. CPI je měrou spotřebitelské inflace a odráží vývoj cen, zaplacených spotřebitelem za stanovený tržní koš zboží a služeb. Údaj se dozvídáme obvykle v polovině měsíce následujícího za měsíc sledovaný.

Graf 10 : Index spotřebitelských cen v USA, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

CPI je procyklickým ukazatelem. Inflace má tendenci stoupat při hospodářském vzestupu a klesat v dobách útlumu či recese. Obecným dopadem na finanční trhy je, že vyšší než očekávaná inflace je negativní pro akciový trh vlivem dopadu vyšší inflace do vyšších úrokových sazeb. Pro dluhopisy to znamená pokles cen a růst výnosů spolu s růstem úrokových sazeb. Než celkový index spotřebitelských cen (*CPI MoM*) ale analytici a ekonomové sledují za americkou ekonomiku spotřebitelské ceny, očištěné o volatilní vývoj cen potravin a energií (*CPI Ex Food and Energy MoM*). Výraznější reakci trhů vyvolává obvykle jen výrazné odchýlení ukazatele od konsensu. Tento **„jádrový" index spotřebitelských cen je považován za přesnější míru inflace** proti CPI celkovému. Rozdíl v meziměsíčním i meziročním vývoji s cenami potravin a energií a bez nich je patrný z přiložených grafů.

Graf 11: Index spotřebitelských cen v USA, meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Analogicky cenovému vývoji u spotřebitelů jsou sledovány ceny na výstupu z výroby. Ceny výrobců či jinak řečeno totéž produkční ceny jsou v americké ekonomice vykazovány s měsíční frekvencí počínaje květnem roku 1947 a trhu se informace o nich vždy dostane o den dříve, než o vývoji CPI. Jinak řádově rovněž v polovině měsíce následujícího za měsíc sledovaný. Poskytovatelem údaje je shodně s indexem CPI Bureau of Labor Statistics (BLS). Shodně k indexu CPI rovněž platí, že lepší měrou inflace na výstupu z výroby, než celkový index produkčních cen (*PPI MoM*) je jeho očištěná podoba o ceny potravin a energií (*PPI Ex Food and Energy MoM*).

Graf 12 : Index cen výrobců v USA, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Produkční ceny jsou měrou velkoobchodních cen na úrovni producentů, a to jak za spotřebitelský segment tak zboží dlouhodobé spotřeby. Z pohledu dopadu kladného či

záporného odchýlení údaje od konsensu na finanční trhy platí napsáno analogické, jako u indexu CPI. Finanční trh reaguje obecně negativně na vyšší než očekávanou změnu produkčních cen. U akciového trhu opět platí, že inflace je nežádoucí skrze růst úrokových sazeb.

Graf 13 : Index cen výrobců v USA, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Z grafu meziměsíční i meziroční změny u PPI můžeme vysledovat, že ukazatel je citelně proměnlivější oproti indexu CPI zejména v podobě neočištěné o potraviny a energie, ale i v podobě očištěné o tyto dvě skupiny. PPI pokrývá dokončené spotřebitelské zboží, potraviny, zboží kapitálové povahy a energie. Data přitom kryjí tři základní fáze produkce: jednak dokončenou výrobu, ale také rozpracovanou výrobu a materiály, což je významné pro sledování budoucího vývoje cen. S ohledem na vyšší volatilitu ukazatele je i zde ekonomy a analytiky v případě sledování trendů používáno v praxi proložení klouzavými průměry o délce šesti měsíců ale i více.

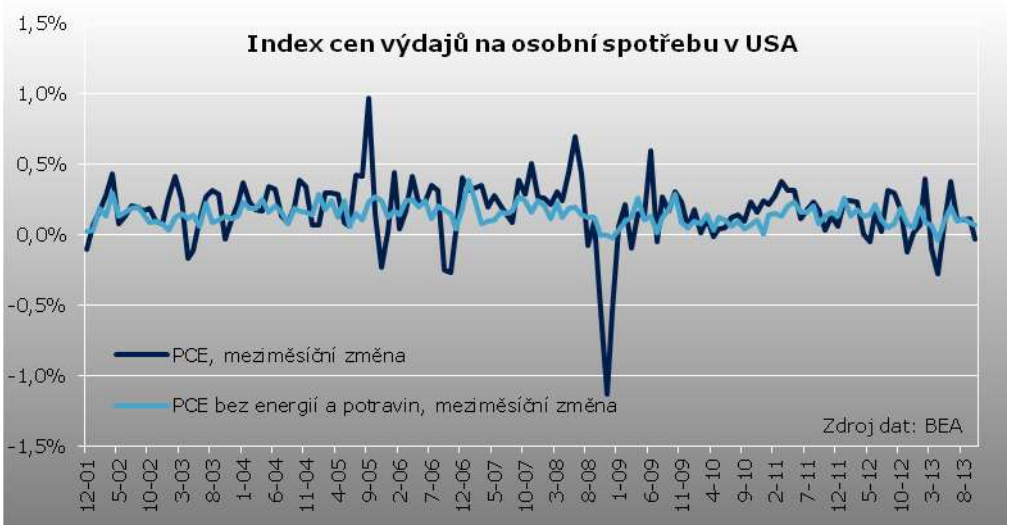
Po shrnutí ukazatelů spotřebitelské a produkční inflace v americké ekonomice se vraťme k Fedu. Měrou inflace, preferovanou Fedem, je totiž ještě jiný ukazatel: výše vyobrazený **index výdajů na osobní spotřebu** (*PCE Price Index*).

Také tento index je publikován v podobě neočištěné a **očištěné o ceny potravin a energií**, přičemž očištěný index je označován jako „*Core PCE Price Index*“ a je právě tou **podobou, preferovanou Fedem**. Tento index je preferován před indexem CPI, protože je blíže skutečným životním nákladům s ohledem na to, že CPI index měří fixní koš zboží a služeb. PCE odráží ceny, zaplacené spotřebiteli za domácí nákupy zboží a služeb při zahrnutí jak statků dlouhodobé spotřeby (*durables*), tak běžné spotřeby (*non-durables*) a služeb.

Vypovídací hodnota indexu PCE jde ve třech základních směrech. Je odrazem vývoje inflace za spotřebitele jako skupinu, za kterou osobní výdaje tvoří zhruba dvě třetiny

celkových výdajů domácností a za kterou jde zhruba 70 procent celkového ekonomického výstupu.

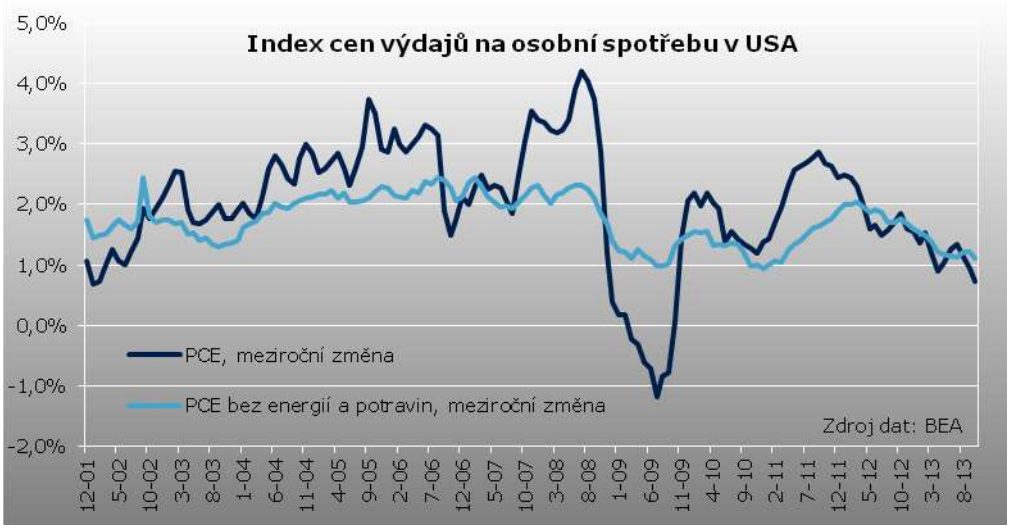
Graf 14 : Index cen výdajů na osobní spotřebu v USA, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Kromě toho vypovídá o rozdělení příjmů domácností mezi spotřebu (kolik vynakládají na spotřebu) a úspory. Index PCE dále umožňuje sledovat trendy ve vývoji cen u různých druhů zboží a služeb, které domácnosti nakupují a jejich odezvu na cenový vývoj u tohoto zboží či těchto služeb. Index tedy umožňuje sledovat prudkost reakce nákupů domácností na pokles či růst cen zboží a služeb, jinak řečeno učinit si úsudek o elastičnosti poptávky.

Graf 15 : Index cen výdajů na osobní spotřebu v USA, meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Jelikož se tato práce zabývá i způsobem publikace dat a s tím spojenými případnými problémy, na závěr části věnované Fedu se bude práce věnovat nepřirozeně rychlé reakci trhů na rozhodnutí FOMC Fedu v září roku 2013, která byla z původně dostupných

informací shrnuta dříve v článku zde[99]. Mimo jiné situace podá dobrý obraz o reakci trhů na neočekávané rozhodnutí Fedu, jdoucí směrem volnější měnové politiky v rozporu s nastaveným tržním konsensem.

4.2.3. Kauza Fed: Únik dat, geniální sázka či pokrok technologie?

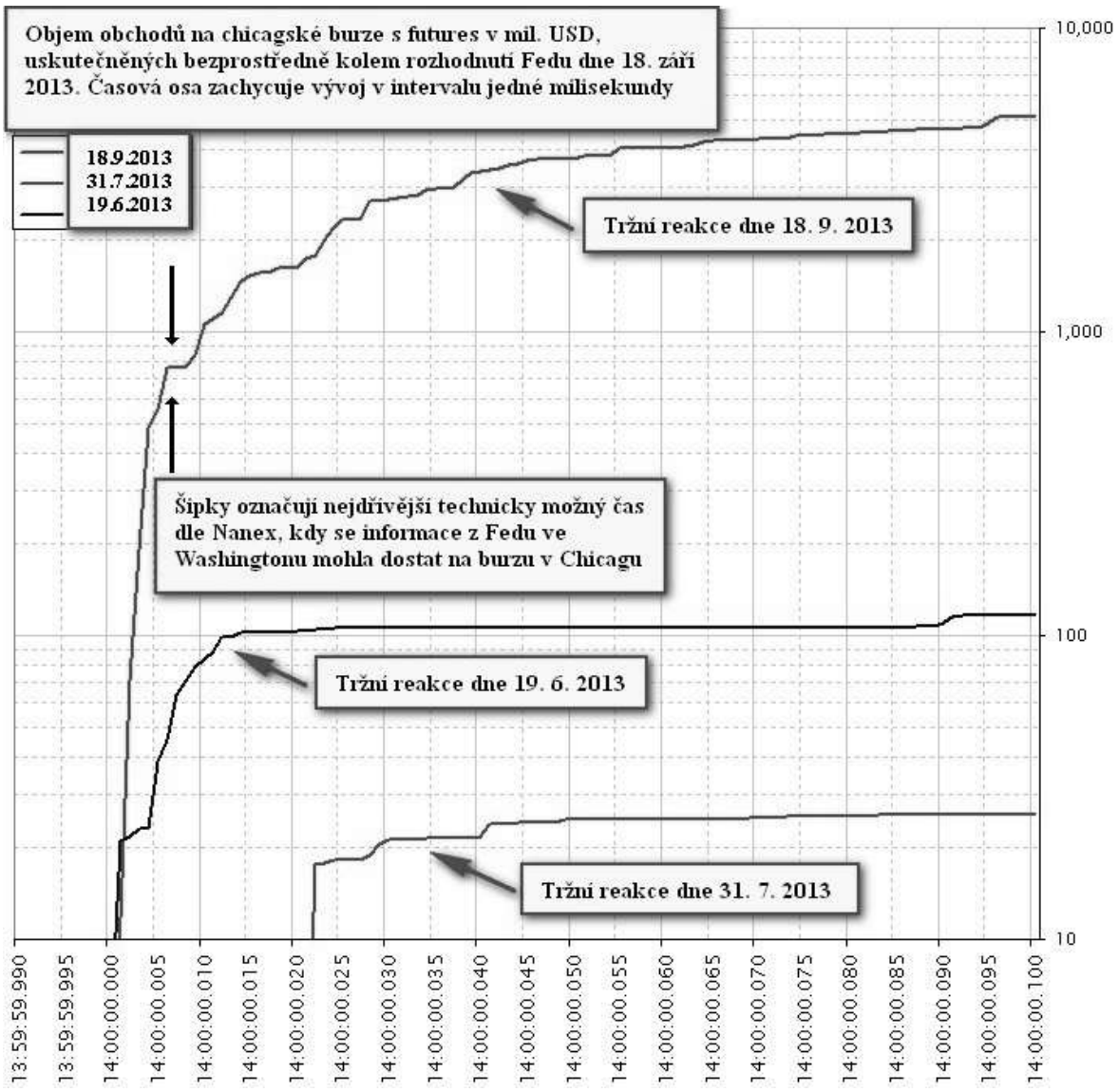
Americká měnová autorita Fed v září roku 2013 oznámila, že vyšetřuje příliš rychlou a přitom tržně správnou reakci na finančním trhu na jeho nečekané rozhodnutí ponechat rozsah QE v nezměněném objemu 85 mld. USD měsíčně na oznámeném výstupu ze zasedání FOMC dne 18. září roku 2013. Podnětem k tomu byla mimo jiné analýza společnosti Nanex[100] o „neobvykle a nemožně rychlé" reakci na zprávu z Fedu. Za zvláštní byly označeny zejména masívní transakce na futures na zlato v řádu milisekund kolem zveřejnění rozhodnutí o QE. Co se stalo?

Akcie, dluhopisy i cena zlata ve středu 18. září 2013 kolem druhé hodiny odpolední lokálního amerického času (20:00 našeho času) prudce vystřelily vzhůru. Zveřejněno bylo rozhodnutí Fedu ponechat měsíční odkupy v rámci QE v rozsahu 85 mld. USD, zatímco se na trhu sázelo na omezení odkupů, konsensuálně o 10 mld. USD. Podle Nanex ale problémem je, že tržní reakce byla spuštěna před samotným oznámením rozhodnutí Fedu. Analýza Nanex ukazuje, že v řádu 100 milisekund kolem oznámení FOMC Fedu bylo na akciovém trhu zobchodováno 400 milionů dolarů akcií (pro srovnání, průměrné mrknutí oka trvá dle různých citací 300-400 ms), během dvou sekund po oznámení Fedu zhruba za 1 mld. USD. Na futures burze v Chicagu bylo zobchodováno zhruba 5 mld. USD v řádu 100 milisekund kolem oznámení výstupu k FOMC Fedu, do dvou sekund pak 10 mld. USD. Problémem ale podle Nanex je zejména cca 800 mld. USD, které byly zobchodovány během 7 milisekund po oficiálním zveřejnění výroku FOMC. Nanex upozorňuje, že 7 milisekund je nutná doba, po kterou trvá přenos informace okamžikem jejího zveřejnění z Fedu ve Washingtonu do Chicaga, tedy že tyto obchody bylo nemožné uskutečnit bez dřívějšího úniku informace. Obchodování v Chicagu zachycuje následující graf, sestavený společností Nanex z jí dostupných dat. Ten zároveň srovnává reakce trhů na předchozí dva závěry z FOMC Fedu z 31. července a 19. června roku 2013. Jak byl nastaven tržní konsensus, můžeme připomenout slovy generálního ředitele banky Goldman Sachs, Lloyda Blankfeina[101]. „Pokud Fed přikročí k omezení měsíčního rozsahu QE o NE více jak 10 miliard dolarů, trh bude šťastný. Cokoli nad 10 miliard dolarů naopak bude důvodem ke zlobě a rozladění," vyslovil krátce před rozhodnutím Fedu Blankfein. Fed oznámil ponechání rozsahu QE, což je fakticky zpráva o volnějších měnových podmínkách proti očekávání. Odpovídající tržní reakcí zde je: růst akciového trhu (pokračování měnové stimulace Fedu, tlak na dlouhý konec výnosové křivky směrem dolů, na dlouhoudobé tržní sazby směrem dolů), oslabení amerického dolaru (pokračování měnové stimulace),

[99] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2440982/fed-vysetruje-nekdo-na-trhu-vedel-o-ponechani-qe-predcasne-a-vyuzil-to.html (cit. 12.1.2014)
[100] Dostupné z: http://www.nanex.net/aqck2/4437.html (cit. 11.1.2014)
[101] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2435703/sef-gs-blankfein-smer-trhum-po-fedu-da-meta-10-miliard-v-cele-chci-yellenovou-zlato-klesne.html (cit. 11.1.2014)

inverzně k americkému dolaru růst ceny zlata (primárně vyjádřena v USD, růst ceny zlata v roli bezpečného přístavu před inflací). Popis bezprostřední tržní reakce je dostupný také zde[102]. Reakce trhů tedy byla správná, avšak nejméně podle Nanex příliš rychlá.

Graf 16: Objemy obchodů s futures na burze v Chicagu dne 18.9.2013 kolem rozhodnutí Fedu



(Zdroj: data Nanex,[103] vlastní úprava)

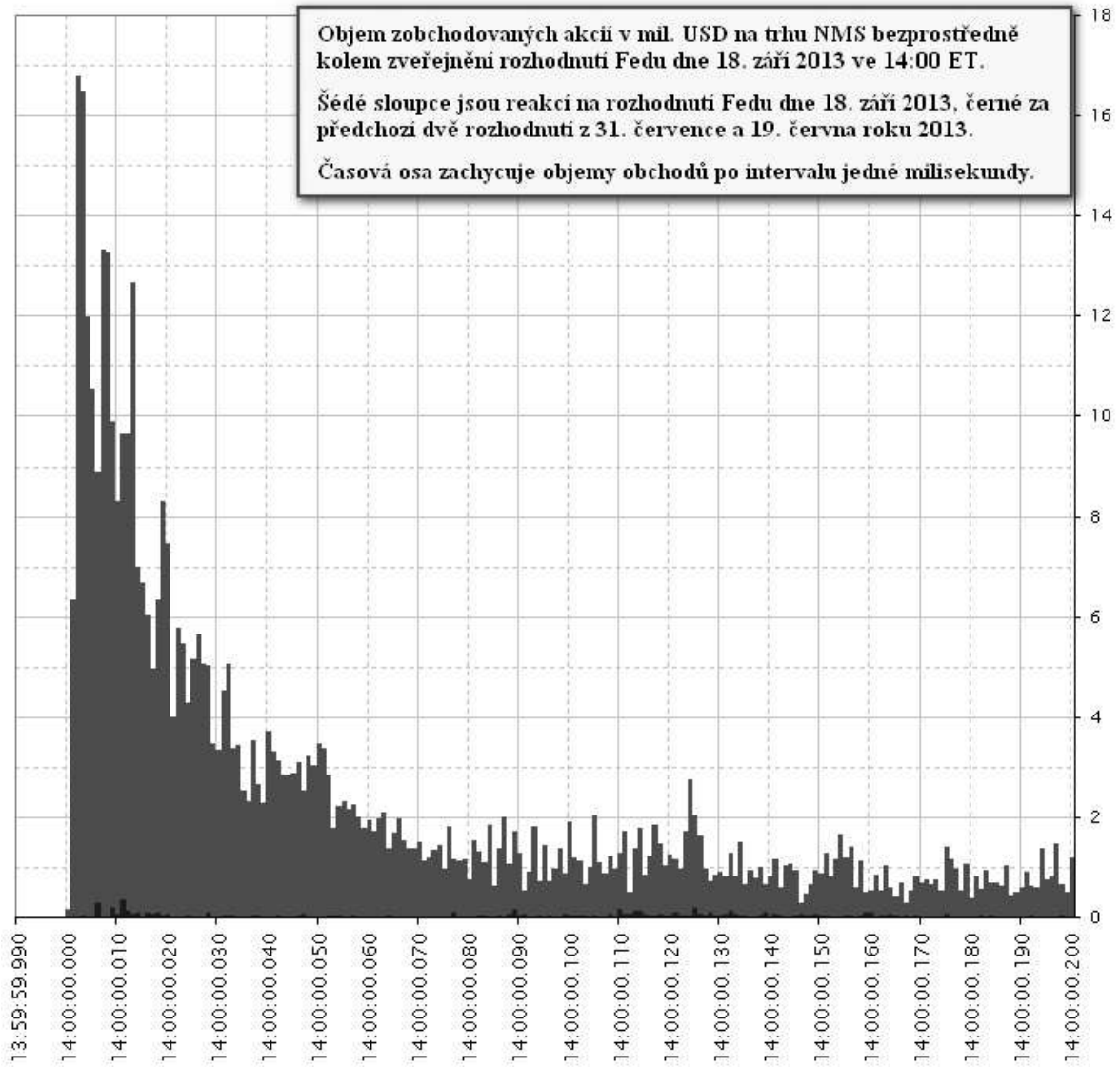
"Data jasně ukazují na něco, co fyzicky nemohlo nastat. Zpráva musela dorazit do Chicaga před druhou hodinou odpolední *(pozn.: 14:00 ET)*," uvedl po události zakladatel Nanex Eric Hunsander.

Vedle utopických variant porušení zákonů fyziky či osvícené sázky vybraných obchodníků se na trhu rozezněla jako nejvíce reálná varianta, že skutečně došlo k úniku informací a to

[102] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2435745/fed-prekvapive-nesnizuje-nakupy-dluhopisu-akcie-rostou-dolar-pada.html (cit. 11.1.2014)
[103] Analýza k náhledu zde: http://www.nanex.net/aqck2/4437.html (cit. 11.1.2014)

buď z médií, které informaci mají pod embargem, nebo dokonce přímo z Fedu. Tomu odpovídá i reakce Fedu, který v oficiální zprávě uvedl, že je v kontaktu s médii, kterým postupuje informaci pod embargem. „Zahájili jsme rozhovory s jednotlivými mediálními subjekty, abychom se ujistili, že naše postupy jsou správně pochopeny a je s nimi správně zacházeno," uvedl Fed ve zprávě[104]. Nanex v dalším z grafů v reakci na tuto tržní situaci ukazuje „neobvyklost" načasování a objemů obchodů (v grafu šedě) v porovnání s předchozími dvěma výstupy v podobě rozhodnutí FOMC Fedu (v grafu černě u dolní osy) v časovém úseku 10 ms před rozhodnutím Fedu po 200 ms od rozhodnutí Fedu.

Graf 17 : Objemy obchodů na trhu NMS dne 18.9.2013 kolem rozhodnutí Fedu



(Zdroj: data Nanex,[105] vlastní úprava)

Redaktoři MarketWatch, kteří patří mezi odběratele informací z Fedu pod embargem, na podnět Nanex zareagovali vyjádřením, že jistě není nemožné, aby byl některý ze subjektů

[104] Dostupné z: http://www.cnbc.com/id/101056168 (cit. 12.1.2014)
[105] Analýza k náhledu z: http://www.nanex.net/aqck2/4437.html (cit. 11.1.2014)

na Wall Street přihlášen k odběru kanálu, ve které jsou data upravena do podoby pro algoritmické obchodování tak, aby systémy daného odběratele byly schopny na informaci reagovat bez jakéhokoli prodlení[106]. V tomto bodě se dostáváme k rychlostní **převaze vysokofrekvenčního obchodování i problému informační asymetrie na trhu.** V reakci na zprávu Nanex se ozvala jedna z vedoucích firem, zaměřených právě na vysokofrekvenční obchodování (*high frequency trading* - HFT)[107]. Virtu Financial uvedla, že informace nebyla obdržena neférovým způsobem obchodníky, ale pravděpodobně oficiálně uvolněna v řádu milisekund předtím, než být uvolněna měla. „Data potvrzují, že (rozhodnutí Fedu) bylo férově distribuováno všem, ale stalo se tak pravděpodobně v řádu ms před 2pm," uvedl Chris Concannon za Virtu v reakci pro Financial Times[108]. Jemnou časovou diferenci připsal synchronizaci času mezi různými organizacemi, které se podílejí na zveřejnění zprávy Fed.

Na tomto příkladu lze ilustrovat tři faktory: 1) jaká je s dnešním technologickým zázemím přenosu a zpracování informace realita finančních trhů, 2) jak je třeba si tuto realitu uvědomovat na straně poskytovatele vysoce kurzotvorné informace, 3) zodpovědnost, která leží na straně zprostředkovatelů informace – médií.

V dnešním profesionálně pojatém zpravodajství z finančních trhů je běžné a často vysloveně nezbytné zpracovávat klíčové informace o kurzotvorných ekonomických i firemních událostech pod embargem v zájmu schopnosti informaci zpracovat na smluvený čas kvalitně a bezchybně tak, aby se vyloučily ve zprostředkování informace jakékoli chyby a nedostatky z pohledu obsahu nebo například jazykového překladu. Neporušitelnou dohodou je dodržet, že se informace dostane na veřejnost a ke všem subjektům nerozdílně a nejdříve právě ve stanovený čas (v případě překročení pravidla hrozí dle jeho povahy takového porušení a následků odříznutí od embargované informace pro nespolehlivost či i vyšetřování zodpovědným regulátorem trhu). Pod embargem informovaná osoba je vyloučena z jakékoli možnosti realizovat na dané informaci zisk. Obvyklým postupem jsou nastavená pravidla, omezující vlastní obchodování (například v podobě závazku držet nakoupená aktiva po určitou dobu, obvykle v řádu dní, aby nemohly být realizovány intradenní zisky z charakterově důvěrné informace).

Možné **úniky informací již dříve vedly** například **americké ministerstvo práce** (údaje o nezaměstnanosti a další z trhu práce) **ke zpřísnění vztahů s médii**. Distribuce informací byla zpřísněna, části byl přístup k embargovaným údajům odepřen. Fed byl dosud o něco měkčí a držel se zavedené praxe. **Dosavadním standardem Fedu** bylo zpřístupnit zprávu do zpravodajského systému v tiskovém centru deset minut předem s embargem (u rozhodnutí FOMC typicky 13:50 ET pod embargem na zveřejnění a jakoukoli distribuci

[106] Dostupné z: http://blogs.marketwatch.com/thetell/2013/09/23/why-the-claim-of-the-fed-leak-is-not-likely-to-be-right/ (cit. 11.1.2014)
[107] Podrobně k tématu například: ALDRIDGE, I. High-Frequency Trading: A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems, 2nd Edition. Hoboken: Wiley, 2013. ISBN: 978-1-118-34350-0.
[108] Dostupné z: http://www.ft.com/cms/s/0/df4b4ca2-2617-11e3-8ef6-00144feab7de.html#axzz2qB3wX6NR (cit. 12.1.2014)

informace do 14:00 ET). Internet ani telefon ale nebyly omezeny. TV reportéři jsou pak uvolněni z uzavřeného prostoru (běžně nazývaného *„lock-up room")* v 13:58 ET[109] a to opět do přesně vymezeného prostoru s připravenými kamerami, aby mohli přesně ve 14:00 ET stát před kamerami a rozhodnutí Fedu zveřejnit. Nesmějí promluvit před 14:00 ET. Reportéři v *„lock up room"* mohou krátce před 14:00 ET navázat telefonické spojení, ale do 14:00 ET nesmějí s protistranou promluvit. Činitelé Fedu po zářijovém incidentu zopakovali, že pracují na bázi cti a důvěry. Proceduru, podobnou ministerstvu práce, Fed uplatňuje na samotnou tiskovou konferenci ve své centrále. Ministerstvo práce zavedlo inovovanou praxi, kdy během embargovaného časového úseku v uzavřené místnosti je na 30 až 60 minut zablokováno internetové i telefonní připojení a přítomní zástupci médií obdrží embargovanou informaci. Tu mohou distribuovat po skončení periody. Odevzdat předem musejí v případě Fed mobilní telefony, u ministerstva práce všechny přinesené osobní věci, včetně například vlastního pera či kalkulačky.

Je dost **možné, že zářijová situaci přiměje k dalšímu zpřísnění i Fed**, navíc pod novou guvernérkou. Na Fed je totiž již delší dobu vyvíjen tlak, aby zacházení se svými informacemi zpřísnil. Podhoubí pro něj vytváření lidská pochybení, jako se tomu stalo například v dubnu roku 2013, kdy Brian Gross rozeslal na své kontakty e-mail se zápisem z FOMC Fedu 19 - 20. března dne 9. dubna ve 14:00, když oficiální zveřejnění mělo přijít přesně o 24 hodin později. Fed následně uspíšil oficiální zveřejnění[110] na 9:00 ET dne 10. dubna. Dopad takového „asymetrického" uvolnění informace na finanční trh je ale zřejmý.

4.3. Celková ekonomika

Opusťme Fed a měnovou politiku a postupme na žebříčku sledovanosti amerických ukazatelů z ekonomiky o jeden stupeň níže. Tam se nachází se skóre relevance Bloomberg 96,43 bodu údaj o mezikvartální anualizované změně HDP, následován ve skupině indikátorů za ekonomiku jako celek deflátorem.

Tabulka 6: Ukazatele vývoje americké ekonomiky

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
4	HDP anualizováno, QoQ	GDP Annualized QoQ	Celková ekonomika	96,4286
28	Deflátor HDP	GDP Price Index	Celková ekonomika	77,1429
45	Osobní spotřeba	Personal Consumption	Celková ekonomika	67,5000
46	Jádrový index výdajů na spotřebu	Core PCE QoQ	Celková ekonomika	67,5000

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

[109] Dostupné z: http://www.cnbc.com/id/101056168 (cit. 12.1.2014)
[110] Dostupné z: http://www.bloomberg.com/news/2013-04-11/fed-leak-should-raise-questions-not-accusations.html (cit. 12.1.2014) a zde: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20130320.pdf (cit. 12.1.2014)

4.3.1. Hrubý domácí produkt

Hrubý domácí produkt Spojených států začal být publikován v roce 1930 s roční periodou, za druhé čtvrtletí roku 1947 pak poprvé přibylo kvartální poskytování dat. Údaj poskytuje statistický a výzkumný úřad *Bureau of Economic Analysis* (BEA) při ministerstvu obchodu. Je vyjádřením konečné tržní hodnoty veškerého zboží a služeb, vyprodukovaných uvnitř země za sledované období. Koncept výdajové metody propočtu HDP je agregací veškerých finálních výdajů plus exportu při odečtení importu. Koncept je očištěn o inflaci, současnou základnou amerického propočtu reálného HDP jsou ceny roku 2009.

Kvartální údaj o americkém HDP je poskytován ve třech vydáních. Prvotní odhad (*Advanced*) za čtvrtletí předchozí aktuálnímu přichází obvykle na sklonku měsíce následujícího po sledovaném čtvrtletí, zpřesněný odhad (*Secondary*) na sklonku druhého měsíce čtvrtletí aktuálního a konečný třetí údaj o HDP za čtvrtletí předchozí (*Final*) vychází před koncem čtvrtletí aktuálního.

Finanční trhy zajímá zejména dynamika vývoje ekonomiky, prioritně přijímaným vyjádřením je tak procentuální změna a to v sezónním očištění, které odfiltruje efekty, jako jsou vyšší spotřebitelské výdaje ve vánoční sezóně či snížený výkon stavebnictví při chladném počasí a samozřejmě kalendářní variace (počet pracovních dní, svátků). Výchozí, finančními trhy „čtenou" hodnotou amerického HDP tak je *„GDP US 2009 Dollars QoQ SAAR"*.

Graf 18 : Hrubý domácí produkt USA a spotřeba domácností, kvartální změna, anualizováno



(Zdroj: vlastní zpracování)

Ve zkratce SAAR (*Seasonally adjusted annual rate*) se skrývá specifikum publikace amerického HDP – **anualizovaná podoba** (*GDP Annualized QoQ*) - a jak uvidíme dále, řady dalších amerických dat z ekonomiky. Sezónně očištěná kvartální data jsou publikována v podobě, přepočtené na celý rok. Postup anualizace si můžeme vysvětlit

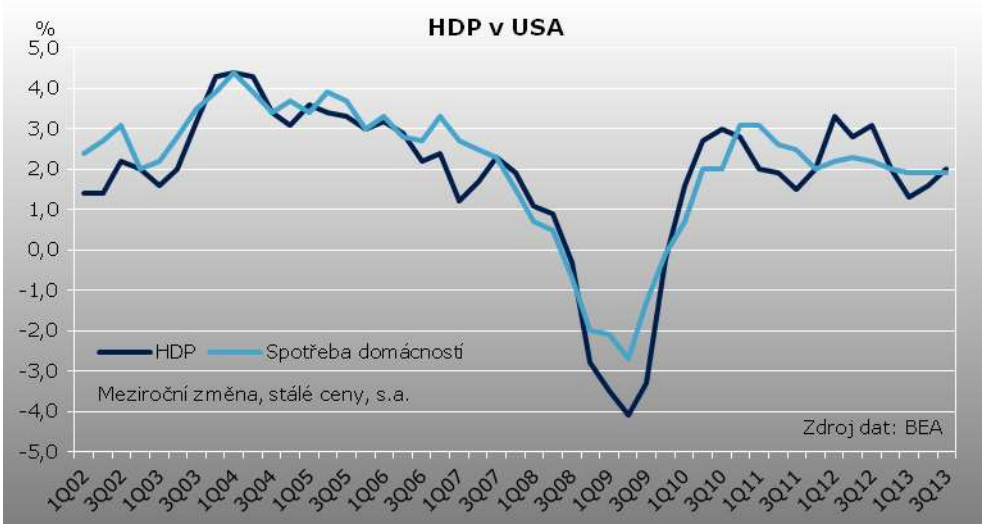
následovně: 1) Absolutní hodnoty ukazatele v USD se anualizují, tedy vynásobí čtyřmi. 2) Při výpočtu růstu však dostaneme znovu „normální“ růst (neboť čtyřka se vykrátí), ale fakticky je i růst anualizován podle vzorce:

Anualizovaný kvartální růst = (1+kvartální růst)^4 -1

Jestliže americká ekonomika v daném čtvrtletí vzroste oproti čtvrtletí předchozímu o 0,1 %, finanční trhy se dozvědí údaj +0,4 % v anualizované podobě vývoje proti předchozímu čtvrtletí. Meziroční růsty (či poklesy) se logicky neanualizují, jde o prostou meziroční změnu.

Ač je vypovídací hodnota amerického anualizovaného údaje ve srovnání s v Evropě běžným vyjádřením shodná, není přímo porovnatelná. Jak zásadní je rozdíl v anualizovaném vyjádření a vyjádření meziroční změnou ve stálých cenách, dobře vidíme i při srovnání s následujícím grafem meziroční změny. Přepočet ale poskytuje také přímo úřad BEA. Mezikvartální anualizovaný růst americké ekonomiky ve 3Q13 o 4,1 % odpovídá přesně 1,0% mezikvartálnímu růstu bez anualizace a 2% růstu meziročně, kdybychom se na údaj za dané čtvrtletí podívali evropským způsobem vykazování HDP.

Graf 19 : Hrubý domácí produkt USA a spotřeba domácností, meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Příklad: Třetí kompletní údaj *(Final)* o americkém HDP ve třetí čtvrtletí roku 2013, vydaný dne 20. prosince 2013, vzestupně revidoval anualizované mezikvartální tempo růstu americké ekonomiky na 4,1 % z 3,6 % (u osobní spotřeby na 2,0 % z 1,4 %). Zatímco „evropským“ vyjádřením by byla mezikvartální změna v % proti předcházejícímu čtvrtletí, americký údaj nám říká, „**jak by vypadal roční růst americké ekonomiky v případě, kdyby rostla i následující tři čtvrtletí o tolik, o kolik rostla ve čtvrtletí sledovaném**“.

Klíčovou komponentou amerického HDP je **osobní spotřeba** (*Personal Consumption*). Z toho vyplývá, že shodná s HDP je historie publikace tohoto údaje, datum publikace

údaje, počet revizí údaje, výchozí základna i sezónní očištění a také poskytovatel údaje. Skóre relevance terminálu Bloomberg osobní spotřebě připisuje hodnotu 67,5 bodu ze sta. Sadu údajů z celkové ekonomiky doplňují Deflátor HDP *(GDP Price Index)*, počítaný jako nominální HDP/reálný HDP * 100 a jádrový index výdajů na osobní spotřebu, o kterém bylo kvůli souvislostem pojednáno v části věnované Fedu. Deflátory obecně měří celkovou cenovou změnu a jsou počítány dělením odpovídající nominální hodnoty reálnou hodnotou a vynásobeny 100.

Údaj o americkém HDP má v systému Bloomberg skóre relevance 96,4286 bodu z možných 100 bodů. Jde o celkově čtvrtý nejsledovanější údaj z americké ekonomiky. Jaká jsou pro a **proti** této pozornosti?

Russ Koesterich, hlavní investiční stratég BlackRock a hlavní globální stratég iShares, uznává, že údaj o HDP je „ukazatelem zlatého standardu, který se všechny další ukazatele snaží předpovědět“[111]. Z pohledu užití příchozích dat z ekonomiky finančními trhy, které samy stojí vůči celkovému vývoji ekonomiky v roli předstihového ukazatele, ale akcentuje jeho zpětně hledící vypovídací schopnost a příliš nízkou frekvenci publikace dat. Upozorňuje také na rozsáhlé revize mezi předběžným a finálním číslem o daném čtvrtletí. Goldman Sachs v motivaci ke tvorbě svého složeného předstihového CIA indexu[112] uvádí mezi slabinami HDP kvartální dostupnost, zveřejnění nejméně měsíc po sledovaném období a to ještě jen prvotního odhadu, stojícího na nekompletních datech a v důsledku toho následně masivně revidovaného[113]. Zdůrazňuje také výdajovou stranu sestavování HDP, zatímco východisko příjmové strany by dle Goldman Sachs nabídlo spolehlivější odhady a připomíná také volatilnější a větším revizím podléhající složky zahraničního obchodu či zásob, ovlivňující zejména krátkodobé trendy.

U amerického **HDP** nelze neuvést **revizi, kterou prošla celá časová řada zpětně až do roku 1929 v roce 2013**. Na přelomu července a srpna byly úřadem BEA oznámeny zásadní změny ve výpočtu amerického HDP. Mezi zásadnější změny patřilo započtení nehmotných aktiv (výzkum a vývoj, autorská práva a další) mezi investice, zohledněna je nově mezera v penzijním systému. Změna byla úřadem BEA vysvětlena jako snaha o adaptaci propočtu HDP na proměny americké ekonomiky[114]. Nešlo tedy pouze o úpravu dat, ale zařazení zcela nové skupiny dat do propočtu HDP a úprava časové řady zpětně až k Velké Depresi. Výsledkem změny mimo jiné je, že nové vykázaný kumulovaný růst

[111] Dostupné z: http://www.businessinsider.com/blackrock-overrated-underrated-economic-indicators-infographic-2012-8 (cit. 19.12.2013)
[112] Dostupné z: http://www.zerohedge.com/article/goldman-forget-plunging-gdp-tracker-us-growth-meet-goldmans-tm-current-activity-indicator (cit. 23.12.2013)
[113] Což opticky se znásobením dopadu na finanční trhy, jak bylo ukázáno výše, ještě umocňuje anualizované vyjádření údaje
[114] Zpráva vysvětlující změny dostupná z: http://www.whitehouse.gov/blog/2013/07/31/comprehensive-gdp-revision-and-advance-estimate-second-quarter-2013 (cit. 25.12.2013)

americké ekonomiky od 2Q09 je nikoli původních 8,1 % do 1Q13 ale nově 9,0 % do 2Q13[115].

Vliv revizí amerického HDP podrobil analýze Zach Pandl, stratég pro oblast úrokových sazeb v Columbia Management Investment Advisers. Na příkladu za čtvrté čtvrtletí roku 1968 doložil, jak postupné revize a úpravy metodiky propočtu HDP proměňovaly vykázaný vývoj ekonomiky za dané čtvrtletí. Dle jeho propočtů proti prvotně oznámenému růstu o 3,9 % došlo postupnými revizemi až na vykázání mírné kontrakce ekonomiky ve 4Q68 s rokem 1986 a revizí zpět k růstu v 90. letech. Pandl za volatilní a masivní revize způsobující součásti HDP také označuje zejména statistiku obchodu a logicky změny zásob, po jejichž vyloučení dostaneme položku zvanou „domácí finální prodeje". Připomíná, že úřad BEA kromě HDP, vycházejícího z výdajové strany, sestavuje také hrubý domácí příjem (*Gross Domestic Income* – GDI), což označuje za lepší míru růstu ekonomiky oproti HDP[116]. Jeho třetím doporučením je věnovat HDP méně pozornosti, než je dnes ze strany finančních trhů realitou. I s naznačeným postupem se posuňme blíže k americkému spotřebiteli, za kterým jde zhruba 70 procent výstupu celkové americké ekonomiky.

4.4. Domácnosti

Zejména statistikou osobních příjmů a osobních výdajů je naplněn sektor systémem Bloomberg vymezený jako „Jednotlivci a domácnosti", což lze ztotožnit s domácnostmi. Oba údaje uzavírají dvacítku nejsledovanějších amerických ekonomických ukazatelů dle skóre relevance Bloomberg s hodnotou 83,9286 bodu.

Tabulka 7: Ukazatele americké ekonomiky za jednotlivce a domácnosti

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
19	Osobní příjmy	Personal Income	Jednotlivci a domácnosti	83,9286
20	Osobní výdaje	Personal Spending	Jednotlivci a domácnosti	83,9286

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Měsíční statistika o osobních příjmech vychází ve Spojených státech s roční periodou počínaje rokem 1930, na kvartální bázi počínaje 2Q roku 1946 a s měsíční periodou počínaje březnem roku 1946. Nynějším poskytovatelem dat je úřad BEA. Setkáme se s různými pojmenováními ukazatele, například „*Consumer Income*", „*Household Income*". Podstatou je sledování celkových osobních příjmů, složených zejména z mezd a platů, příjmů z investic, příjmů z pronájmu a transferových plateb. Základní finančními trhy sledovanou podobou je sezónně očištěná meziměsíční změna osobních příjmů v procentech (*US Personal Income MoM SA*). Na rozdíl od sezónního očištění ale koncept

[115] Viz graf, dostupný z: http://www.whitehouse.gov/blog/2013/07/31/comprehensive-gdp-revision-and-advance-estimate-second-quarter-2013 (cit. 25.12.2013)
[116] Dostupné z: https://www.columbiamanagement.com/content/columbia/pdf/WEEKLYPERSPECTIVES_ENDING_AUG12_2013.PDF (cit. 24.12.2013)

ve výchozí podobě není očištěn o inflaci, po boku hlavního údaje jsou však publikována také data, přepočtena deflátorem výdajů na spotřebu *(PCE)*. Údaj se typicky dozvídáme na sklonku měsíce následujícího po sledovaném či na počátku druhého následujícího měsíce.

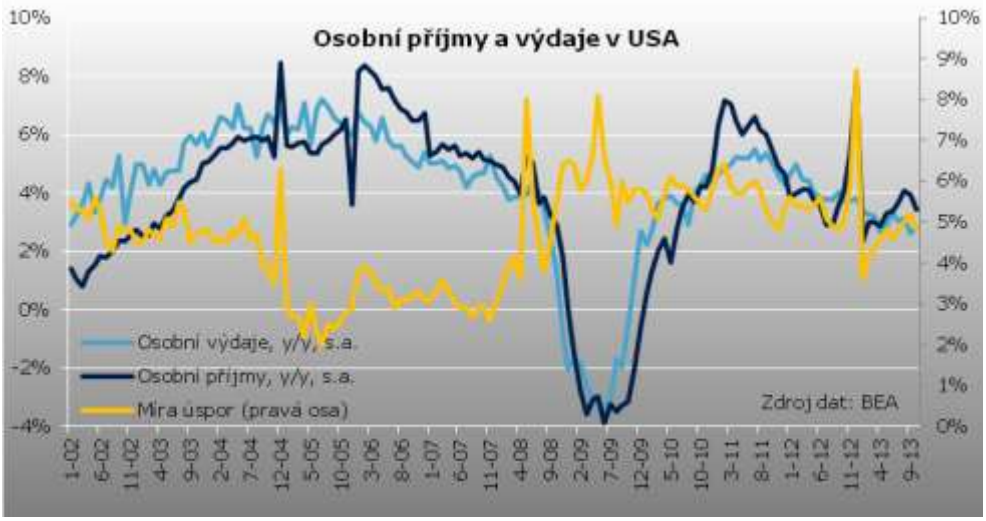
Graf 20 : Osobní příjmy a výdaje v USA, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Osobní výdaje jsou konceptem, sledujícím nominální výdaje spotřebitelů na zboží a služby, zveřejňovaným společně s osobními příjmy. Výchozí sledovanou podobou je sezónně očištěná meziměsíční změna. Údaj je v americké ekonomice vykazován od února roku 1959 s měsíční periodou, nynějším poskytovatelem je shodně s osobními příjmy úřad BEA.

Graf 21 : Osobní příjmy a výdaje v USA, meziroční změna. Úspory



(Zdroj: vlastní zpracování)

Statistika osobních příjmů a výdajů nám nabízí řadu dílčích ukazatelů, ze kterých můžeme usuzovat na finanční kondici a naladění spotřebitele, případně vypozorovat nebezpečný a

po delší dobu neudržitelný vývoj. Zpráva obyčejně začíná meziměsíční dynamikou celkových osobních příjmů a disponibilních osobních příjmů *(DPI)*, následovanou meziměsíční dynamikou osobních výdajů *(PCE)*. Doplněn je reálný disponibilní příjem. Následuje vývoj mezd a platů a dalších osobních příjmů, vývoj zdanění a dopad na disponibilní osobní příjmy. Důležitou složkou je údaj o osobních úsporách, propočtených jako: DPI - (PCE + úrokové platby + transferové platby). Doplněn je přepočet na reálné údaje po zohlednění vývoje cen. Součástí zprávy je také Index výdajů na spotřebu (*PCE Price Index*) jako ukazatel spotřebitelské inflace, který byl rozebrán již v pasážích, věnovaných Fedu a HDP.

Také statistika osobních příjmů a výdajů podléhá poměrně četným revizím. Například v době psaní této práce poslední dostupná zpráva za listopad 2013[117] obsahovala revizi osobních příjmů a disponibilních osobních příjmů zpětně za červenec až říjen roku 2013.

Ekonomům a analytikům zpráva o osobních příjmech a výdajích poskytuje podklad pro úsudek o budoucím vývoji spotřebitelských výdajů. Bedlivě je porovnávána dynamika příjmů na straně jedné a výdajů na straně druhé s vývojem úspor. Příkladem dlouhodobě neudržitelné situace je propad úspor při souběžném růstu výdajů a absenci úměrného růstu příjmů. Graf meziročních změn (viz výše) zachycuje situaci, kdy před nástupem finanční krize roku 2008 americký spotřebitel při rozmachu ekonomiky prošel obdobím rychlejšího utrácení proti výdělkům. Období finanční krize a následné recese ekonomiky v průběhu let 2008 až 2009 zase v grafu doprovází nejistota spotřebitele, zhmotněná zvýšením míry úspor, tedy tvorbou finančních rezerv spotřebiteli. Z obou grafů pak lze vysledovat, že chování amerického spotřebitele je dodnes opatrnější proti období před finanční krizí.

Následující část pojedná o průzkumech a cyklických indikátorech. Tam spadají také ukazatele spotřebitelské důvěry, které jsou statistice příjmů a výdajů předbíhající i vůči kterým jsou pak údaje o očekávaném a následně zpětně zaznamenaném chování spotřebitelů porovnávány.

4.5. Průzkumy a cyklické ukazatele

Ve skupině ukazatelů, vymezené systémem Bloomberg jako „Průzkumy a cyklické ukazatele“ můžeme odlišit tři základní podskupiny ukazatelů: průzkumy spotřebitelské důvěry, průzkumy chování nákupních manažerů a indexy aktivity, sestavované konkrétním regionálním Fedem za jeho distrikt, tedy spravovanou oblast. Kompletní sada ukazatelů, spadajících do této skupiny, je postavena jako ukazatele předstihové vůči vývoji celkové ekonomiky.

[117] Dostupné z: http://www.bea.gov/newsreleases/national/pi/pinewsrelease.htm (25.12.2013)

Tabulka 8: Průzkumy a cyklické ukazatele v americké ekonomice

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
5	Index spotřebitelské důvěry	Consumer Confidence Index	Průzkumy/cyklické indikátory	95,5357
6	ISM index průmyslové aktivity	ISM Manufacturing	Průzkumy/cyklické indikátory	94,6429
8	Index spotřebitelské důvěry Univerzity Michigan	University of Michigan Confidence	Průzkumy/cyklické indikátory	92,8571
21	Index předstihových ukazatelů	Leading Index	Průzkumy/cyklické indikátory	83,0357
23	Index podnikatelské nálady NY Fedu	Empire Manufacturing	Průzkumy/cyklické indikátory	81,2500
25	Chicagský index nákupních manažerů	Chicago Purchasing Manager	Průzkumy/cyklické indikátory	79,4643
30	Index průmyslové aktivity v oblasti Filadelfie	Philadelphia Fed Business Outlook	Průzkumy/cyklické indikátory	75,8929
34	ISM index v nevýrobní sféře	ISM Non-Manf. Composite	Průzkumy/cyklické indikátory	73,2143
39	ISM subindex placených cen	ISM Prices Paid	Průzkumy/cyklické indikátory	69,6429
42	Index průmyslové aktivity v oblasti Richmondu	Richmond Fed Manufact. Index	Průzkumy/cyklické indikátory	68,7500
50	Bloomberg indikátor spotřebitelského komfortu	Bloomberg Consumer Comfort	Průzkumy/cyklické indikátory	63,3929
52	Index výrobní aktivity Fedu v oblasti Dallasu	Dallas Fed Manf. Activity	Průzkumy/cyklické indikátory	62,5000
54	Index národní aktivity Fedu v oblasti Chicaga	Chicago Fed Nat Activity Index	Průzkumy/cyklické indikátory	60,7143

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

4.5.1. Průzkumy spotřebitelské důvěry

Uživateli systému Bloomberg nejvýše hodnoceným americkým indikátorem sentimentu a pátým nejsledovanějším ukazatelem z americké ekonomiky vůbec je **index spotřebitelské důvěry** (*Consumer Confidence Index)*, sestavován nevládní organizací Conference Board. Ta sama sebe charakterizuje, jako „globální, nezávislou výzkumnou asociaci, jejímiž členy jsou firmy, s misí dodávat vedoucím světovým organizacím praktické znalosti pro zlepšení jejich výkonnosti[118]“. Její průzkum oslovuje zhruba tři tisícovky náhodně vybraných amerických domácností, je sestavován od února roku 1967 nejprve s dvouměsíční a od roku 1977 s měsíční periodou. Současnou bází indexu je hladina 100 bodů s východiskem v roce 1985. Index je publikován před koncem aktuálního měsíce, za který je průzkum proveden a patří tak k vůbec nejdříve vycházejícím předstihovým ukazatelům „zdraví americké ekonomiky z pohledu spotřebitele“[119].

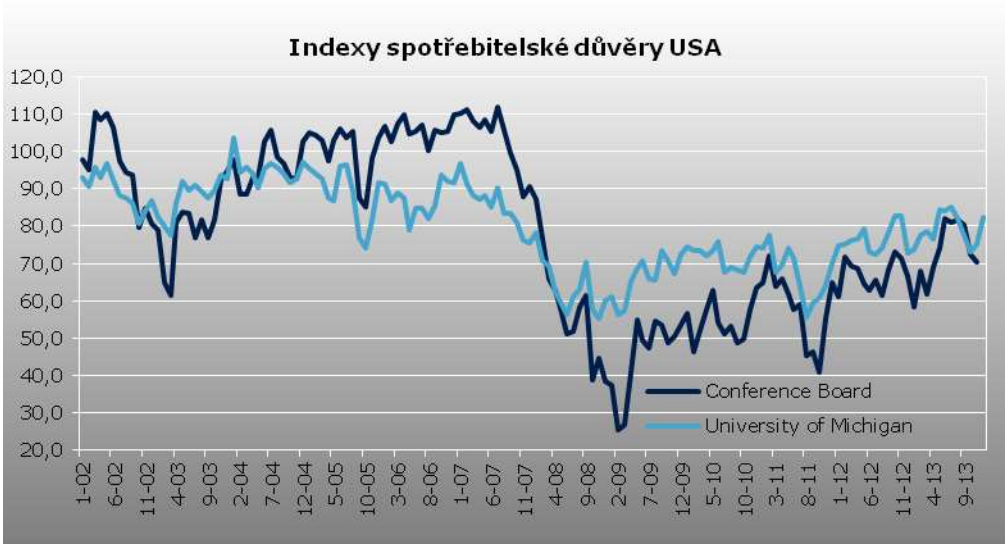
Kompozice indexu je postavena na pětici stále stejných otázek. Dvě z nich, hodnocení ekonomických podmínek a podmínek na trhu práce, vstupují do **subindexu hodnocení současných podmínek**. Očekávání ekonomických podmínek, vývoje situace na trhu práce a pro vývoj celkového příjmu rodiny pro příštích šest měsíců pak vstupují do **subindexu očekávání.**[120]

Ač je index spotřebitelské důvěry investičními profesionály vysoce a „povinně“ sledovaný, ozývají se i **hlasy proti jeho vypovídací schopnosti**. Jako přeceňovaný jej vidí například Russ Koesterich, hlavní investiční stratég BlackRock a hlavní globální stratég iShares. „Index je spíše měrou pocitu a sentimentu o ekonomické aktivitě, než odrazem skutečné

[118] Dostupné z: http://www.conference-board.org/about/ (cit. 25.12.2013)
[119] Vlastní definice Conference Board, dostupné z http://www.conference-board.org/pdf_free/press/TechnicalPDF_4134_1298367128.pdf, strana 1. (cit. 25.12.2013)
[120] Podrobnosti ke skladbě indexu jsou dostupné z: http://www.conference-board.org/pdf_free/press/TechnicalPDF_4134_1298367128.pdf (cit. 25.12.2013)

ekonomické aktivity. Ve výsledku je vysoce volatilní, což z něj činí těžko použitelný indikátor," míní Koesterich[121].

Graf 22 : Indexy spotřebitelské důvěry USA od Conference Board a michiganské unverzity



(Zdroj: vlastní zpracování, data Confence Board a University of Michigan)

Konkurenčním indexem spotřebitelského sentimentu je **průzkum spotřebitelské důvěry** informační agentury **Thomson Reuters a Michiganské univerzity**, v investorské komunitě známý jako *„Thomson Reuters/University of Michigan Index"* či pouze jako *„Michigan"*. Zatímco index spotřebitelské důvěry, sestavovaný Conference Board, je realizován emailovou anketou, michiganský index skrze telefonické dotazování na reprezentativním vzorku nejméně 500 amerických domácností mimo Aljašku a Havaj. Předběžná podoba indexu, ve výchozí podobě na sezónně neočištěných datech, vychází kolem první dekády sledovaného měsíce, finální podoba pak v dekádě poslední. Průzkum mezi spotřebiteli pokrývá tři základní oblasti spotřebitelského sentimentu: osobní finance, ekonomické podmínky a nákupní podmínky. Celkové hodnocení současných a očekávaných podmínek u financí účastníka průzkumu je doprovázeno hodnocením očekávané změny nominálního i reálného vyjádření příjmu rodiny (domácnosti jako jednotky). Velmi podrobně jsou dotazovány ekonomické podmínky v ekonomice jako celku, očekávání na krátkém a dlouhém horizontu. Sada otázek směřuje na očekávané změny u inflace, nezaměstnanosti, úrokových sazeb i vládní hospodářské politiky. Sada otázek je věnována také zjištění, jak účastník průzkumu hodnotí současné podmínky pro pořízení zboží dlouhodobé potřeby do domácnosti, automobilu či nemovitosti.

Výše popsanou skupinu ukazatelů doplňují další indexy omezeného zásahu, jako jsou Index spotřebitelského komfortu Bloomberg[122] či očekávání spotřebitelů banky RBC.

[121] Dostupné z: http://www.businessinsider.com/blackrock-overrated-underrated-economic-indicators-infographic-2012-8 (cit. 25.12.2013)
[122] Popis ukazatele dostupný z: http://www.bloomberg.com/consumer-comfort-index/

4.5.2. Kauza Michigan: Tržní chování versus zakázaná praktika

V souvislosti informační asymetrie a důvěrného obchodování zde práce pojedná také případ michiganského indexu spotřebitelské důvěry. Ten se jako silně kurzotvorný údaj skrze spolupráci a finanční spoluúčast na realizaci průzkumů agenturou Reuters dostává s předstihem k vybrané skupině uživatelů terminálů agentury Reuters, platících zvláštní formát získávaných dat, teprve později všem uživatelům terminálů Reuters a ještě později celému trhu skrze oficiální uvolnění údaje. Kauza, která byla rozvířena zejména v průběhu roku 2013, navozuje otázku, zda soukromý subjekt, sestavující ekonomický indikátor, má právo s tímto indikátorem zacházet tržně – tedy jej prodat klientům, ochotným za něj zaplatit, nebo nikoli s ohledem na zneužití neveřejné informace.

Společnost Thomson Reuters v červenci roku 2013 pod tlakem newyorského státního zástupce Erica Schneidermana přerušila svou praxi, v rámci které do té doby michiganský index spotřebitelského sentimentu zpřístupňovala v rámci dohody s Michiganskou univerzitou vybrané skupině klientů o dvě vteřiny dříve, než se údaj dostal ke zbývajícím klientům. Krok následoval po soudním sporu s bývalým zaměstnancem agentury, propuštěným za ohlášení praktik ve společnosti dohledovým orgánům (takzvaný *whistle-blowing)*[123]. Thomson Reuters nezveřejnila výši odměny za tuto službu, New York Times uvedly částku kolem 6 tisíc USD měsíčně[124].

Po zahájení vyšetřování newyorským státním zástupcem Thomson Reuters přestala uvolňovat údaj vybrané skupině klientů v 9:54:58 ET a počínaje 12. červencem 2013 všichni klienti Thomson Reuters získávají údaj v 9:55 ET, následně je distribuován veřejnou tiskovou zprávou v 10:00 ET. Diskutováno je, zda i tímto zůstává v platnosti nepovolená praktika. *„Thomson Reuters je silně přesvědčena, že zpravodajské a informační společnosti mohou v souladu se zákony distribuovat nevládní data a exkluzívní zpravodajství skrze placené služby svým předplatitelům. Je široce chápáno, že si zpravodajské a informační společnosti konkurují exkluzivitou zpráv a odlišností obsahu v zájmu lepší informovanosti klientů pro jejich obchodování a investiční rozhodování,“* reagoval v oficiálním prohlášení mluvčí Thomson Reuters Lemuel Brewster[125].

Dopad praktiky na tržní obchodování je zřejmý při vymezení oné klientské skupiny Thomson Reuters. Vybraní klienti údaj v 9:54:58.000 ET s chybovou tolerancí plus mínus 500 ms získávali v rámci zvláštního formátu dat *(„low-latency“)* pro algoritmické obchodování. Systémy, naprogramovány pro příjem tohoto formátu dat, vyhodnotí příchozí údaj a v řádu milisekund spustí sérii obchodních pokynů v souladu s nastavenou strategií bez zásahu člověka, zatímco tomu by – pro srovnání - trvalo 300 až 400 milisekund

[123] Situace, kdy zaměstnanec společnosti upozorní regulatorní či jiné zodpovědné orgány na praktiky ve společnosti, které jsou buď nezákonné, nebo nejméně odporují etice, a děje se tak s podporou či tichým souhlasem nadřízených (vedení společnosti).

[124] Dostupné z: http://www.reuters.com/article/2013/07/08/thomsonreuters-consumerdata-idUSL1N0FE04S20130708 (cit. 21.12.2013)

[125] Dostupné z: http://www.reuters.com/article/2013/07/08/thomsonreuters-consumerdata-idUSL1N0FE04S20130708(cit. 21.12.2013)

mrknutí oka. Na trhu pak dochází k případům bleskové reakce na takto uvolněná data, z nichž jedna podoba již byla popsána v souvislosti případu Fed a analýzy společnosti Nanex LLC[126].

Dne 17. května 2013 v 9:55 došlo na zveřejnění michiganského indexu skrze terminály Reuters, v 10:00 pak na zveřejnění oficiální tiskovou zprávou, tedy celému trhu. Výrazná obchodní aktivita však vypukla již v 9:54:57.957 ET, kdy na ETF (*Exchange Traded Funds* – překládáno jako Indexové akcie) nástroji Spider během 10 milisekund od události bylo zobchodováno 100 tisíc kusů akcií a hodnota ETF Spider vzrostla na 166,06 USD z 165,9 USD. Za první polovinu vteřiny objem obchodů dle Nanex dosáhl 40 milionů USD, během 10 vteřin od spuštění obchodní aktivity 100 mil. USD. V marketingových materiálech Thomson Reuters ke službě dle citovaného zdroje CNBC stojí: *„Buďte první, kdo zareaguje“*.

Bývalý předseda Americké komise pro cenné papíry SEC Harvey Pitt k problematice vyslovil názor, že soukromým subjektům nemůže být zakázáno distribuovat výsledky vlastní práce způsoby, jaké uznají za vhodné a nemělo by být argumentováno regulací důvěrného obchodování, avšak za předpokladu, že trhu bude známo, jaké dohody má takový subjekt uzavřeny: tedy například, že Thomson Reuters poskytuje vybranému okruhu údaj o 2 milisekundy dříve proti ostatním vlastním klientům, jaké jsou podmínky takového obchodu a kdo je protistranou obchodu.

Jinou a podstatnou rovinou komerčního sestavování ukazatele jsou náklady na jeho tvorbu a publikaci. Podle médií citovaného kontraktu mezi Reuters a Univerzitou Michigan z roku 2009 dostává univerzita, která existenci kontraktu opětovně v roce 2013 potvrdila, roční poplatek 1 milion USD od Reuters za spolupráci na indexu plus podíl na tržbách, které Reuters publikace indikátoru generuje[127].

V době psaní této práce kauza publikace michiganského indexu zůstává v právnické rovině otevřeným případem. Finální verdikt pak může nastavit podmínky i pro další případy přednostního uvolňování soukromého údaje s kurzotvorným potenciálem, například indexu nákupních manažerů, sestavovaného společností Markit.

4.5.3. Indexy nákupních manažerů

Po indikátorech popisujících sentiment a očekávání mezi spotřebiteli jsou další klíčovou složkou cyklických ukazatelů **indexy nákupních manažerů**, globálně označované jako **PMI** (*Purchasing Managers Index*), **ve Spojených státech** pak poskytované ústavem **Institut of Supply Management (ISM)**. V první pracovní den každého měsíce se dozvídáme **PMI index** za výrobní a každý třetí pracovní den v měsíci za nevýrobní sféru. Hodnoty indexu se stupnicí od nuly do 100 % od 50 % výše ukazují na expanzi v odvětví, naopak od 50 % níže na útlum v odvětví.

[126] Dostupné z http://www.cnbc.com/id/100809395 (cit. 27.12.2013)
[127] Dostupné z http://www.cnbc.com/id/100809395 (cit. 27.12.2013)

Graf 23 : Indexy nákupních manažerů v průmyslu a nevýrobním sektoru v USA



(Zdroj: vlastní zpracování)

Indexy nákupních manažerů stojí na průzkumech mezi nákupními manažery podniků v sektorech výroby, stavebnictví i služeb, pro něž je ISM oborovým a vzdělávacím sdružením. Celková hodnota indexu je kalkulována z výsledků dotazování k těmto základním oblastem: změny vývoje produkce, nové objednávky, nové exportní objednávky, dovozy, zaměstnanost, zásoby, ceny, parametry plnění objednávek. Dotazování se zaměřuje také na vývoj cen firmami používaných komodit a celkové ekonomické prostředí.

Podkladem pro index nákupních manažerů a jeho subindexy, odrážející vyjmenované oblasti, jsou pravidelně data od řádově 300 nákupních profesionálů firem (osloveno cca 400, návratnost kolem 75-80 %), zařazených do Výboru ISM pro sestavování indexu (*Business Survey Committee*) napříč územím Spojených států. Podobně jako průzkumy mezi spotřebiteli jsou za dané období prvním dostupným indikátorem o vývoji mezi spotřebiteli, informace od nákupních manažerů jsou první indikací v daném měsíci, vypovídající o prostředí ve výrobě. Sentiment mezi nákupními manažery se vůči sentimentu mezi spotřebiteli v zásadní věci liší: Zatímco **spotřebitelské průzkumy pracují zejména s úsudkem a očekáváním spotřebitelů**, **informace od nákupních manažerů** pod zárukou anonymity **vycházejí ze skutečných (tvrdých) firemních dat** o objednávkách, cenách, zaměstnanosti atd.

Řadou ekonomů a analytiků je americký index nákupních manažerů od ISM považován dokonce za **nejspolehlivější barometr blízkého vývoje ekonomiky**. Samotný institut cituje vyjádření bývalého předsedy Fedu Alana Greenspana, že jím sestavovaný PMI Index je *„excelentním doplňkem k vládním datům“* či ekonoma Josepha Stiglitze, podle kterého má ukazatel *„jedno z nejkratších zpoždění mezi makroekonomickými ukazatele a poskytuje významný prvotní pohled na vývoj ekonomiky, nadto obsahuje část údajů, které nenabízejí*

žádné jiné ukazatele“[128]. V této souvislosti je vhodné zmínit, že to byl právě Alan Greenspan, kdo zpopularizoval tento způsob zjišťování a v podstatě stál u zrodu dnešních PMI indexů. Když nastoupil do čela amerického Fedu jako jeho guvernér (v srpnu roku 1987), postrádal aktuální nápovědu o okamžitém a blízce budoucím vývoji v americké ekonomice a tento nedostatek vyřešil vlastními kontakty na klíčové americké podniky. Skrze telefonické rozhovory s jejich řediteli, které znal, či pouze skrze vlastní autoritu, si na základě informací od vedoucích pracovníků klíčových amerických podniků udělal vlastní „průzkum“. Později se v tomto směru rozvinuly jak průzkumy mezi nákupními manažery, tak i průzkumy spotřebitelské.

Koncept indexu nákupních manažerů dle výzkumné práce ISM, která aktualizovala původní studii Theodora S. Tordy z amerického ministerstva obchodu, kde byl index PMI původně v únoru roku 1982 vyvinut, je schopen vysvětlit kolem 60 procent odchylek od HDP s průměrnou chybou +/-0,48 procenta během posledních deseti let.

Výboru ISM pro sestavování indexu uvádí na základě výpočtů z dosavadního vývoje sestavovaného indexu, že jeho hodnoty nad 42,2 bodu ukazují na expanzi celkové americké ekonomiky. Z tohoto pohledu tedy například hodnota indexu PMI za oblast průmyslu z prosince 2013 na úrovni 57 bodů znamenala 55. měsíční indikaci růstu americké ekonomiky v řadě a sedmou měsíční indikaci růstu průmyslu v řadě. Dle předsedy výboru Bradley J. Holcomba[129] z dosavadního pozorovaného vztahu mezi indexem nákupních manažerů v průmyslu od ISM a HDP Spojených států ukazuje, že průměrná hodnota indexu mezi lednem až prosincem 2013 na úrovni 53,9 bodu předpovídá 3,7% anualizovaný růst amerického HDP a prosincová hodnota 57,0 bodu pak 4,6% anualizovaný růst HDP.

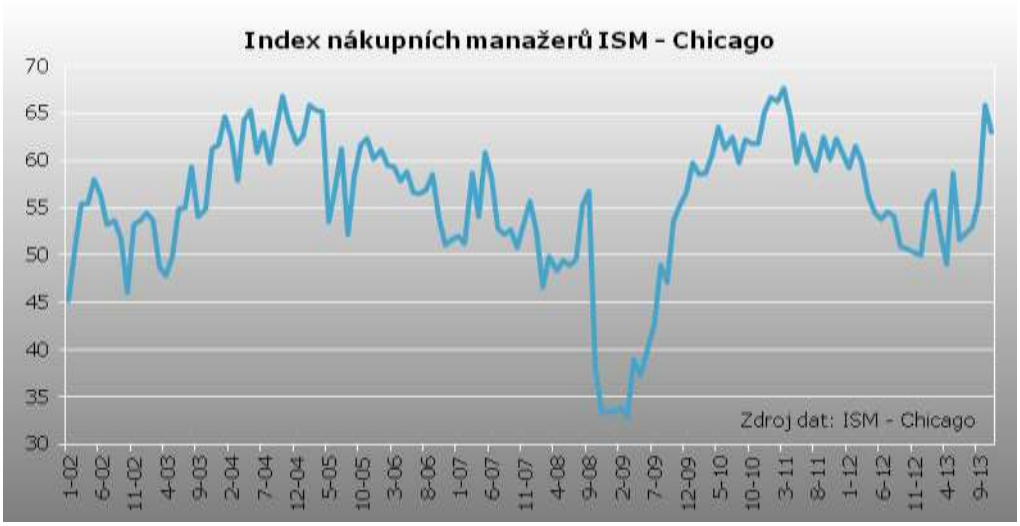
Podobný vztah ISM dovozuje na úrovni jednotlivých dílčích indexů celkového PMI. U indexu nových objednávek (*ISM New Orders Index*) ISM dospěla k závěru, že hodnoty tohoto dílčího indexu nad 52,2 b. jsou v souladu s růstem indexu průmyslových objednávek, který zveřejňuje Census[130]. U dílčího indexu produkce (*ISM Production Index*) se hodnoty nad 51,2 bodu projeví v růstu indexu průmyslové produkce, který poskytuje Fed. U dílčího indexu zaměstnanosti (*ISM Employment Index*) jsou pak hodnoty nad 50,5 bodu v souladu s růstem zaměstnanosti v odvětví průmyslu dle statistik úřadu BLS při ministerstvu práce. U dílčího indexu zásob (*ISM Inventories Index*) zase ISM uvádí, že hodnoty nad 42,7 b. jsou v souladu s růstem celkových zásob v průmyslu tak, jak je vykazuje úřad BEA. A konečně – dílčí index cen (*ISM Prices Index*) s hodnotami nad

[128] Dostupné z: http://www.ism.ws/ISMReport/content.cfm?ItemNumber=10743&navItemNumber=12944 (cit. 28.12.2013)
[129] Dostupné z: http://www.ism.ws/about/MediaRoom/newsreleasedetail.cfm?ItemNumber=24001 (cit. 3.1.2014)
[130] Dostupné z: http://www.ism.ws/about/MediaRoom/newsreleasedetail.cfm?ItemNumber=24001 (cit. 3.1.2014)

49,7 b. dle ISM souzní s růstem produkčních cen (PPI), který publikuje BLS. Zde tedy máme popsánu celou řadu měsíčních statistik o vývoji v ekonomice, pro které je index nákupních manažerů cennou předpovědí.

Obsahovou obdobou indexu ISM je **chicagský index nákupních manažerů** *(Chicago Purchasing Manager Index – Chicago PMI)*, publikovaný s měsíční periodou od února roku 1967 (hlavní PMI s modifikacemi od roku 1931) na bázi sezónně očištěných dat a sestavovaný opět lokálním institutem ISM. Údaj je publikován na konci popisovaného měsíce. I u něj je hranice 50 bodů zlomem mezi expanzí a útlumem aktivity. Ekonomy a analytiky je **respektován pro dlouhodobé vysledování, že chicagský region vykazuje podobné trendy vývoje, jako celkově americká ekonomika**[131].

Graf 24 : Chicagský index nákupních manažerů



(Zdroj: vlastní zpracování)

Sadu indexů nákupních manažerů, sledovanou za americkou ekonomiku, doplňuje ještě údaj od Markit (*Markit US PMI* - předběžný a finální), sestavovaný poskytovatelem dat Markit. Tato sada ukazatelů je ve světě vysoce respektována pro jejich mezinárodní srovnatelnost a někdy vyšší důvěryhodnost proti lokálnímu vládnímu údaji, případně ten v dané ekonomice zcela chybí. Specifikem v USA je ale jeho nízká sledovanost pohledem profesionálů na finančním trhu (skóre relevance Bloomberg pod úrovní 10 bodů). Důvodem je existence silných a respektovaných lokálních amerických údajů od ISM.

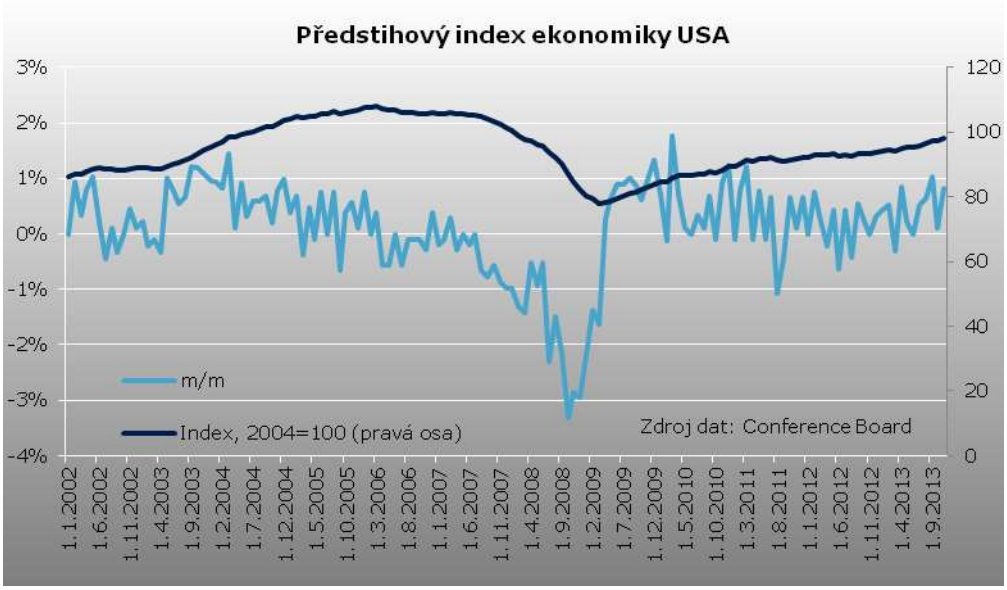
4.5.4. Předstihové ukazatele

Na desateru vůči vývoji celkové americké ekonomiky předbíhajících indikátorů je postaven **Předstihový index** (*US Leading Index*), který dnes sestavuje respektovaná Conference Board, tento ukazatel ale vychází již od února roku 1959. Hlavním cílem indexu je předpovídat vývoj americké ekonomiky na horizontu příštích třech až šesti měsíců. Sledována je zejména jeho meziměsíční dynamika a opakování vzestupu či naopak

[131] K tomuto konstatování se podrobněji vrátíme na konci části o Průzkumech a cyklických indikátorech v americké ekonomice u Chicagského indexu národní aktivity (CFNAI).

poklesu indexu. Předstihový index je postaven na následujících vstupních údajích: průměrné týdenní mzdě zaměstnanců ve výrobě, nových žádostech o podporu v nezaměstnanosti, nových objednávkách u výrobců po spotřebním zboží, rychlosti dodávek zboží od dodavatelů k prodejcům, nových objednávkách zboží dlouhodobé spotřeby (bez obranného sektoru), nových stavebních povoleních pro rezidenční reality, americkém akciovém indexu S&P 500, inflačně očištěné nabídce peněz M2, rozpětí *(spreadu)* mezi krátkodobými a dlouhodobými tržními sazbami a sentimentem mezi spotřebiteli. Do oficiálního předstihového indexu tak vstupují údaje z jednotlivých předstihových ukazatelů daného segmentu ekonomiky.

Graf 25: Předstihový index Conference Board ekonomiky USA



(Zdroj: vlastní zpracování)

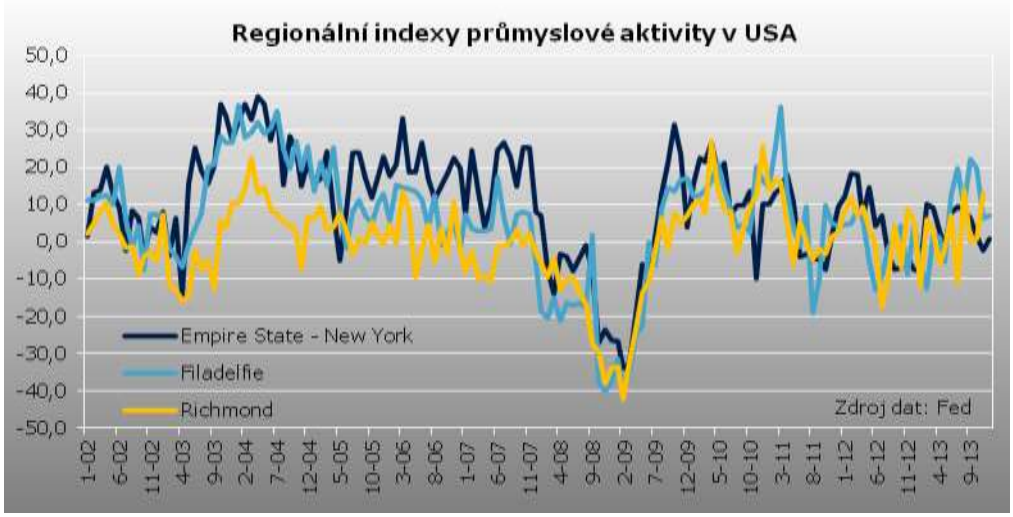
4.5.5. Regionální indexy průmyslové aktivity Fedu

Zejména na generální ředitele průmyslových podniků ve spravované oblasti Spojených států míří regionální indexy průmyslové aktivity na úrovni jednotlivých distriktů amerického Fedu. Nejrespektovanějším z nich je **průzkum Fedu mezi výrobními podniky v oblasti New Yorku** (oficiálně nazýván ***Empire State***). Mezi respektované patří také **regionální index průmyslové aktivity v oblasti Filadelfie** (*Philadephia Fed Business Outlook*) a **index průmyslové aktivity v oblasti Richmondu** (*Richmond Fed Manufacturing Index*). Pravidelně i systémem Bloomberg publikován, ale výrazně méně sledován, je regionální index Fedu v Dallasu (*Dallas Fed Manufacturing Activity*) a či Kansasu (*Kansas City Fed Manufacturing Activity*). Souhrnný index průmyslové aktivity v dané oblasti je vyjadřován na stupnici v bodech, kde hodnota 0 bodů je zlomem mezi růstem a poklesem aktivity. Data jsou sezónně očištěna.

Průzkum Fedu v New Yorku sleduje podmínky u výrobních podniků v oblasti New Yorku díky průzkumu na vzorku zhruba 200 jednotlivců z řad exekutivních zástupců firem ve

výrobním sektoru v oblasti (generální ředitelé, finanční ředitelé, jiní zodpovědní pracovníci). Průzkum je proveden v prvních dvou týdnech sledovaného měsíce a publikován zhruba v polovině sledovaného měsíce. Fed průzkum realizuje a jeho výsledky poskytuje od července roku 2001. Jeho otázky směřují vždy na hodnocení podmínek v aktuálním měsíci v porovnání s měsícem předchozím a na očekávání pro šest měsíců následujících u každé ze zjišťovaných oblastí. První z nich je hodnocení celkových ekonomických podmínek respondenty[132]. V oblastech, které se týkají již konkrétní firmy, jsou sledovány nové objednávky, dodávky, nenaplněné objednávky, dodací lhůty, vývoj zásob, vývoj cen na vstupu a na výstupu u dané firmy, vývoj zaměstnanosti včetně smluvních pracovníků a průměrný pracovní týden zaměstnanců (vývoj odpracovaných hodin). Pouze do výhledu pak vstupují otázky na investice do technologií a plánované kapitálové výdaje. Cenné bývají i odpovědi na poslední, otevřenou otázku průzkumu, žádající komentář k jakémukoli faktoru, který ať pozitivně či negativně v komentovaném období ovlivňuje podnikání dané firmy[133]. Newyorský regionální index je 23. nejsledovanějším americkým ekonomickým ukazatelem dle skóre relevance Bloomberg s hodnotou 81,25 b.

Graf 26 : Regionální indexy průmyslové aktivity v USA



(Zdroj: vlastní zpracování)

Analogicky k indexu průmyslové aktivity newyorského Fedu je konstruován **regionální index Fedu ve Filadelfii** *(Philadephia Fed Business Outlook)*[134]. Na pokrývaném území

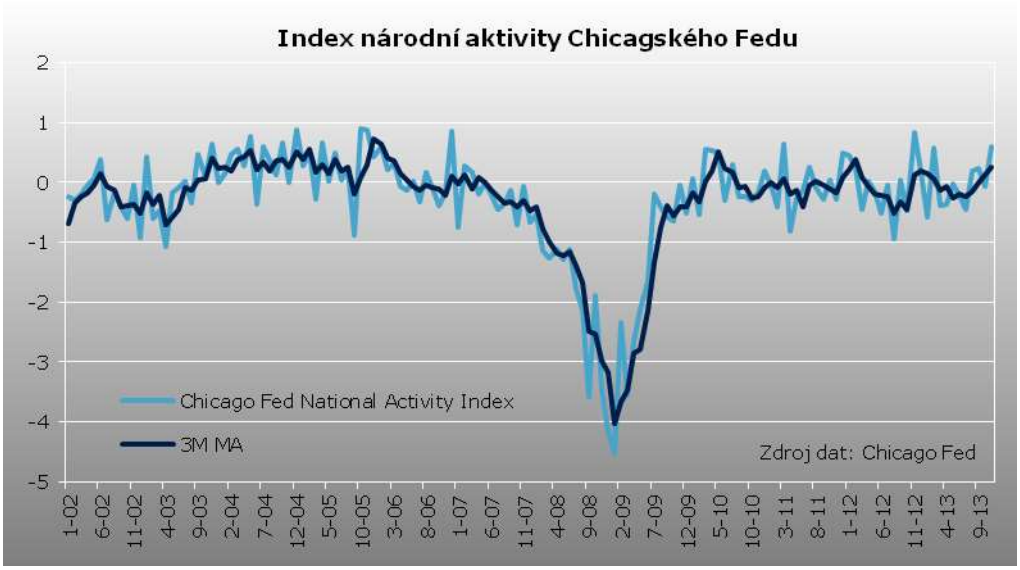
[132] Dostupné z: http://www.newyorkfed.org/survey/empire/empiresurvey_overview.html (cit. 9.12.2013)
[133] Ukázka formuláře *„Empire State Manufacturing Survey"* dostupná z: http://www.phil.frb.org/research-and-data/regional-economy/business-outlook-survey/SampleBOSForm.pdf (cit. 8.12.2013)
[134] Ukázka formuláře *„Philadephia Fed Business Outlook"* dostupná z: http://www.newyorkfed.org/research/regional_economy/mfg_survey/surveyform.pdf (cit. 9.12.2013)

Východní Pensylvánie, Jižní New Jersey a Delaware dotazuje řádově 125 preferovaně ředitelů firem v prvním týdnu sledovaného měsíce s publikací zhruba v polovině sledovaného měsíce. Publikován je již od května roku 1968 s měsíční periodou. Analogickým je také průzkum regionální aktivity Fedu v Richmondu (*Richmond Fed Manufacturing Index)*, který pokrývá oblasti Virginie, Marylandu, Severní a Jižní Karolíny, Kolumbie a většinu Západní Virginie. Index je publikován od ledna roku 1993 s měsíční periodou v podobě sezónně očištěných dat a publikován před koncem sledovaného měsíce.

4.5.6. Index národní aktivity chicagského Fedu

Na závěr části o průzkumech a cyklických indikátorech byl ponechán index, který se jen stěží dostal z pohledu skóre sledovanosti Bloomberg nad vytčenou hranici 60 bodů a dle systému Bloomberg vystupuje v roli 54. nejsledovanějšího ukazatele americké ekonomiky. Dle nemála ekonomů, i výše citovaných v této práci, by si zasloužil příčky vyšší. Je jím **Index národní aktivity chicagského Fedu** (*Chicago Fed National Activity Index* – CFNAI, dále zkracován jako CFNAI). Již výše u Chicagského indexu nákupních manažerů bylo poznamenáno, že ekonomové a analytici ukazateli věnují pozornost mimo jiné pro dlouhodobé vysledování, že chicagský region vykazuje podobné trendy vývoje, jako celkově americká ekonomika. CFNAI je předstihovým ukazatelem ekonomiky a byla prokázána vypovídací síla pro budoucí vývoj amerického HDP.

Graf 27 : Index národní aktivity chicagského Fedu



(Zdroj: vlastní zpracování)

CFNAI je už spíše ekonomickým modelem, než pouhým indexem. CFNAI je váženým průměrem 85 ukazatelů ekonomické aktivity, které jsou čerpány ze čtyř hlavních oblastí a to produkce a příjmů, zaměstnanosti a nezaměstnanosti, osobní spotřeby a bydlení a za vývoj prodejů, objednávek a zásob.

S ohledem na robustní počet vstupů přichází zhodnocení měsíce uplynulého obvykle na počátku třetí dekády měsíce následujícího z důvodu vyčkávání na některé vstupy indexu, i tak ale do CFNAI vstupuje za významnou část zastoupených ukazatelů odhad, neboť při 85 vstupních složkách do indexu hraje roli o proměnlivost data zveřejnění části z nich v rámci aktuálního měsíce. Právě toto zpoždění CFNAI zřejmě ubírá body na celkovém skóre sledování.

Z tabulky vstupů do indexu CFNAI za oblast produkce a příjmů, vložené do přílohy této práce číslo 5 vidíme, že do CFNAI indexu vstupuje za průmysl řada ukazatelů od úrovně vstupů do výroby po finální produkty a cenový vývoj ve výrobě či využití kapacit. Vedle „tvrdých" vstupují do CFNAI za výrobní sektor také komponenty indexů nákupních manažerů a komponenty za stavebnictví. Za příjmy do CFNAI pak vstupují reálná vyjádření osobních a disponibilních příjmů. Podíl této skupiny na všech vstupech do CFNAI indexu dosahuje zhruba 32,3 procenta.

Druhou skupinou vstupů do propočtu CFNAI indexu jsou data o zaměstnanosti, nezaměstnanosti a pracovní době. Z tabulky, vložené do přílohy 6 této práce, lze sledovat, že skladba vstupujících indexů postihuje zaměstnanost v jednotlivých sektorech výroby a služeb, subindex zaměstnanosti z indexu nákupních manažerů za výrobní sféru, ukazatel nezaměstnanosti či průměrnou délku pracovního týdne. Na vstupech pro výpočet indexu se tato skupina podílí z 33,1 procenta.

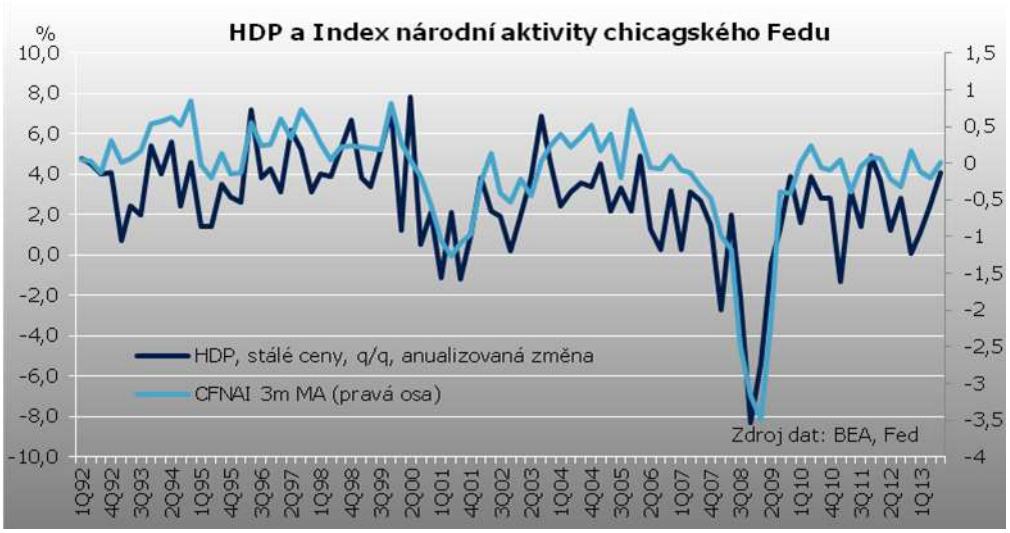
Důraz na předstihové vstupy je patrný také za třetí skupinu vstupů do výpočtu indexu CFNAI a to za osobní spotřebu a bydlení. Je vložena do přílohy 7 této práce. V sezónně očištěné a anualizované podobě do CFNAI vstupují údaje o zahájené výstavbě napříč Spojenými státy a po první úrovni regionů včetně dodávek mobilních domů. Rovněž v sezónně očištěné a anualizované podobě do CFNAI vstupují výdaje na osobní spotřebu celkové a v rozčlenění na zboží dlouhodobé spotřeby, běžné spotřeby a služby. V reálném vyjádření pak jsou zahrnuty maloobchodní tržby opět celkové, za zboží dlouhodobé spotřeby a běžné spotřeby. Samostatně sledovány jsou výdaje na automobily (když klesající prodeje aut jsou mezi prvními signály, indikujícími útlum ekonomiky). Celkově se skupina na vstupech do CFNAI podílí silou zhruba 13,1 % z celku.

Straně spotřebitele a poptávky kontrastuje poslední skupina ukazatelů za prodeje, objednávky a zásoby, zastupující zhruba 21,3 % vstupů do indexu. I na ní je zřejmý tlak na předstihovost zapojených ukazatelů. Za výrobní sektor do skladby CFNAI vstupuje několik dílčích indexů, sledovaných v rámci souhrnného údaje indexu nákupních manažerů za oblast průmyslu i celkový index nákupních manažerů ISM za průmysl. Zboží dlouhodobé spotřeby a běžné spotřeby je sledováno na maloobchodní i velkoobchodní úrovni, je rozebrána tvorba a úroveň zásob a jejich dynamika vůči prodejům. Vstupem indexu CFNAI jsou průmyslové objednávky pro zboží dlouhodobé spotřeby a běžné spotřeby.

Interpretaci CFNAI indexu je třeba zahájit u **hodnoty nula**. Ta znamená, že **národní ekonomika expanduje tempem, které odpovídá historickému tempu růstu**. **Negativní hodnoty CFNAI** indikují **podprůměrný růst**, **kladné hodnoty** naopak **nadprůměrné**

tempo růstu. Každý měsíc jsou publikovány **tři hodnoty: měsíční index, tříměsíční klouzavý průměr *(CFNAI-MA3)* a difúzní index** (*Diffusion Index)*. Posledně jmenovaný index vypovídá o tom, jakou měrou je hodnota měsíčního indexu ovlivněna vstupy a které z 85 vstupujících ukazatelů se na změně zejména podílely, zprůměrováno za tříměsíční periodu. U tříměsíčního klouzavého průměru Fed v Chicagu za klíčové hodnoty označuje +0,70 a -0,70. **Pokud tříměsíční klouzavý průměr** *(CFNAI-MA3)* **klesne pod -0,70** v období následujícím po fázi hospodářského růstu z pohledu ekonomického cyklu, pohyb je interpretován jako **výrazný nárůst pravděpodobnosti vstupu ekonomiky do recese** – respektive, že recese ekonomiky již začala. Pokud tříměsíční klouzavý průměr naopak prostoupí úroveň -0,70 zespoda po období recese ekonomiky, je to signálem, že recese velmi pravděpodobně skončila. Pokud **tříměsíční klouzavý průměr vystoupá nad hodnotu +0,70 po více jak dvouletém období ekonomické expanze**, pohyb je interpretován s vysokou pravděpodobností jako **počátek období setrvale rostoucí inflace**. Poměrně vysokou spolehlivost pro směr vývoje ekonomiky dokládá následující graf historického vývoje tříměsíčního klouzavého průměru *(CFNAI-MA3)* a mezikvartální změny HDP v americké ekonomice.

Graf 28 : Historický vývoj Indexu národní aktivity chicagského Fedu a HDP – USA



(Zdroj: vlastní zpracování)

Také CFNAI podléhá zpětným revizím, které nemusejí být zrovna malé. Jsou ale krom jiného možností, utvořit si obraz o intenzitě revizí do CFNAI vstupujících ukazatelů. Jako příklad lze vzít zprávu z prosince za listopad roku 2013[135]. Chicagský Fed uvádí, že do reportu vstupovala data, známá k 19. prosinci. K datu měl dostupných 51 z 85 zastoupených ukazatelů, pro zbytek musel použít odhady. Zároveň uvedl, že říjnový měsíční index byl revidován na -0,07 z původních -0,18 s tím, že primárním zdrojem revize byly revidované původní již oznámené údaje.

[135] Dostupné z: http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/cfnai/2013/cfnai_december2013.pdf (cit. 12.1.2014)

4.6. Realitní trh a stavebnictví

Zejména od roku 2007 jsou s výrazně vyšší prioritou, než bylo zvykem do té doby, sledována finančními trhy data z amerického realitního trhu a to jak zdroje vládní, tak Asociace hypotečních bankéřů (NAR, dále jako NAR)[136]. Jde o logickou odezvu na prasknutí bubliny na americkém realitním trhu, což indexy o výstavbě a prodejích domů naznačovaly v roce 2005 a indexy cen na realitním trhu zaznamenaly rovněž počínaje rokem 2005 s akcelerací sestupu v roce 2007. Z dnešní perspektivy můžeme uvést, že ač vysoká sledovanost těchto čísel už z části pominula, v kalendáři důležitých událostí nadále figurují. Dalším důvodem pozorného sledování vývoje realitního trhu ve Spojených státech je i nemovitost a její hodnota jako významná součást bohatství jednotlivce či domácnosti.

Tabulka 9: Ukazatele realitního trhu a stavebnictví v americké ekonomice

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
9	MBA žádosti o hypotéku	MBA Mortgage Application	Realitní trh	92,3077
11	Prodeje nových domů	New Home Sales	Realitní trh	90,1786
14	Zahájená výstavba domů	Housing Starts	Realitní trh	88,3929
15	Prodeje starších domů	Existing Home Sales	Realitní trh	87,5000
27	Výdaje ve stavebnictví MoM	Construction Spending MoM	Realitní trh	77,6786
34	Rozjednané prodeje domů	Pending Home Sales	Realitní trh	75,0000
47	Index cen domů MoM	House Price Index MoM	Realitní trh	66,9643
53	Stavební povolení	Building Permits	Realitní trh	61,8750

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Obraz amerického realitního trhu skládají zejména čtyři typy údajů: o financování, o výstavbě, o transakcích na trhu a o vývoji tržních cen. Převedeno na dnešní realitu - s týdenní periodou publikované údaje o hypotečním financování, měsíčně dostupná data o výstavbě domů od fáze stavebního povolení, transakcích s domy v rozdělení na nové a již existující (starší) nemovitosti a indexy vývoje cen domů.

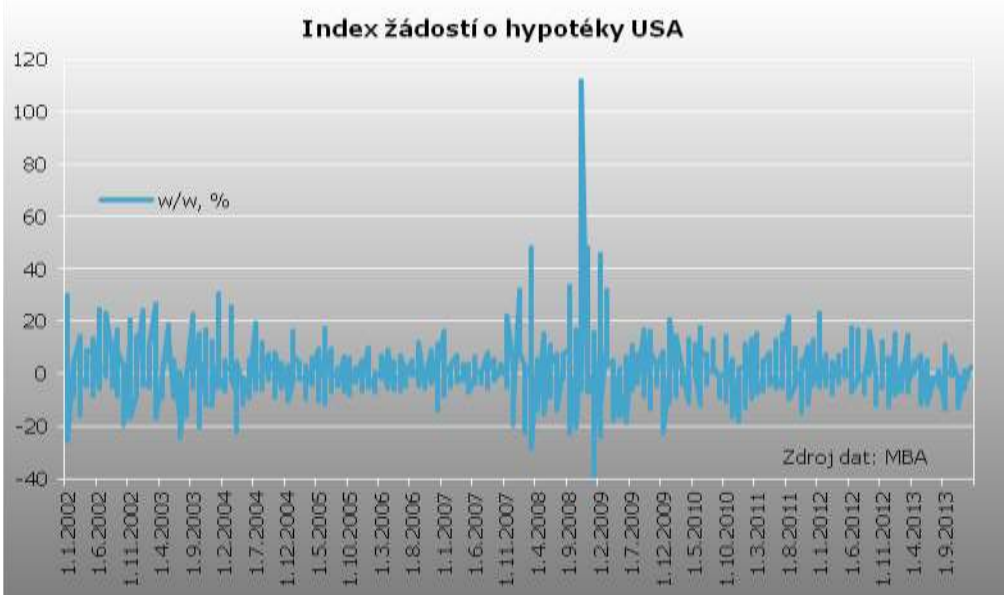
Nejsledovanějším údajem se skóre relevance Bloomberg 92,3077 bodu a celkově devátým nejsledovanějším ukazatelem americké ekonomiky vůbec tímto pohledem je údaj nejčetněji publikovaný a tím nejrychlejší, ale také nejvolatilnější: **týdenní změna žádostí o hypoteční úvěr v procentech.** Údaj je součástí týdenní zprávy Asociace hypotečních bankéřů (*Mortgage Bankers Association* - MBA), sdružující zhruba 2200 firem, podnikajících ve financování realit. Relevance průzkumu je podložena pokrytím více než 75 % ve Spojených státech maloobchodní klientelou podaných žádostí o hypoteční úvěr k profinancování bydlení. Respondenty průzkumu jsou tak zejména hypoteční a komerční banky a spořitelny.

Týdenní podané žádosti o hypoteční úvěr dle MBA (*MBA Mortgage Applications)* jsou asociací publikovány vždy v průběhu týdne aktuálního za týden předchozí v podobě mezitýdenní změny v procentech. Základní sledovanou podobou je Index celkového trhu (*Market Composite Index)* na sezónně očištěných datech, sestavován od roku 1990. Ten poskytuje informaci o vývoji celkového objemu žádostí o hypoteční úvěr oproti

[136] Někdy překládáno také jako Asociace realitních makléřů.

předešlému týdnu. Výchozí podobou je sezónně očištěný údaj, doplněn číslem bez sezónního očištění. Po boku souhrnného indexu jsou pak samostatně sledovány nové žádosti o hypoteční úvěr (*Purchase Index*) v sezónně očištěné podobě i bez sezónního očištění a žádosti o refinancování hypotečního úvěru stávající (*Refinance Index*). Týdenní zpráva nabízí také informaci o vývoji průměrných tržních úrokových sazeb u hypotečních úvěrů se zaměřením na 30letou a 15letou splatnost s fixovanou sazbou a typicky 80% poměrem půjčky vůči hodnotě nemovitosti[137].

Graf 29 : Týdenní změna žádostí o hypoteční úvěr v USA dle MBA, mezitýdenní změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Data od MBA o vývoji žádostí o hypoteční úvěry jsou předstihovým ukazatelem pro vývoj realitního trhu v blízké době. Počet nových žádostí je indikací pro počet transakcí s novými i staršími domy, dynamika dle finančního rozsahu požadovaného hypotečního úvěru zase naznačuje, v jakém segmentu realitního trhu lze čekat v blízkých měsících vzestup a kde případně útlum. Velmi bedlivě je sledována odezva žádostí o hypoteční úvěr na pohyb tržních úrokových sazeb, vyvolaný případně zásahem v měnové politice. Tak tomu například bylo s oznámením Fedu o omezování QE o 10 mld. USD z dosavadních 85 mld. USD měsíčně v prosinci roku 2013. Krok FOMC, který vedl k růstu tržních úrokových sazeb, zasáhl obratem zejména poptávku po refinancování hypotečního úvěru (*Refinance Index*), která klesla nejníž od listopadu roku 2008[138]. Do první patnáctky nejsledovanějších ukazatelů z amerického realitního trhu se dále řadí prodeje nových domů (11. místo se skóre relevance Bloomberg 90,1786 bodu), zahájená výstavba domů (14. místo a 88,3929 bodu) a prodeje starších domů (15. místo a 87,5 bodu). Se statistikami o transakcích s domy se navrací specifikum anualizovaného vykazování údajů.

[137] Příklad dostupný z: http://www.mortgagebankers.org/NewsandMedia/PressCenter/86649.htm (cit. 5.1.2014)
[138] Blíže dostupné z: http://www.mortgagebankers.org/NewsandMedia/PressCenter/86575.htm (cit. 4.1.2014)

Vládní statistiku **prodejů nových domů** (*New Home Sales*), která vychází od února roku 1963, poskytuje dnes úřad U. S. Census Bureau. Údaj za předchozí měsíc je publikován ve třetí dekádě měsíce aktuálního. Výchozí podobou údaje jsou sezónně očištěná data v tisících **v anualizované podobě**: tedy jak by vypadaly celoroční prodeje domů, pokud by se i v dalších 11 měsících vyvíjely tak, jako v měsíci sledovaném.

Graf 30 : Prodeje nových a existujících domů v USA, anualizováno



(Zdroj: vlastní zpracování)

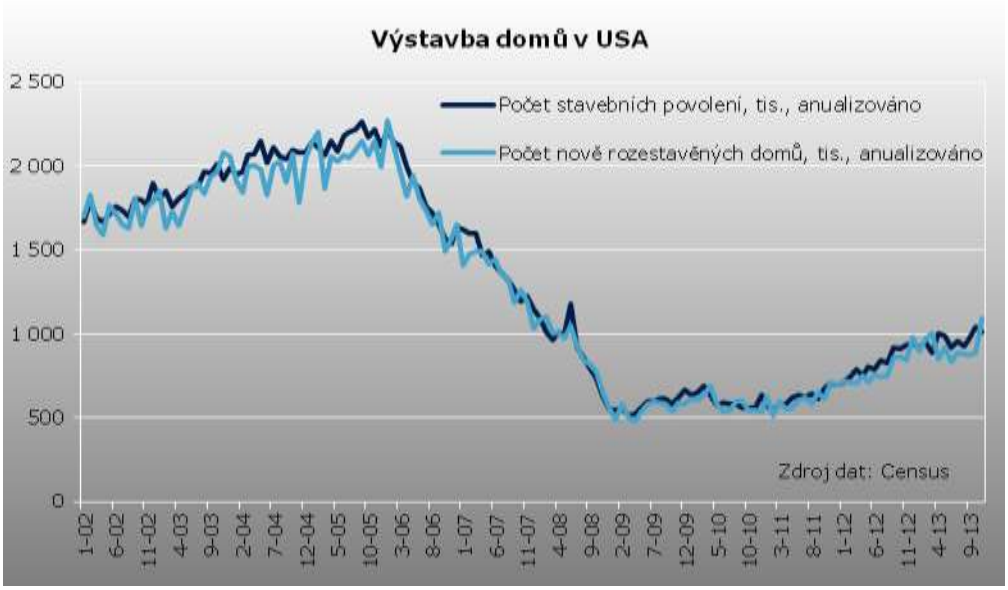
Z Asociace hypotečních bankéřů (NAR) se počínaje údajem za leden roku 1999 dozvídáme statistiku **prodejů existujících, tedy starších domů** (*Existing Home Sales*). I tento údaj je vykazován v absolutním počtu transakcí, zde v milionech, a opět v anualizované podobě. Údaj za sledovaný měsíc se dozvídáme na přelomu druhé a třetí dekády měsíce následujícího. V roli předstihového ukazatele k prodejům starších domů vystupuje rovněž NAR publikovaný údaj o rozjednaných prodejích starších domů (***Pending Home Sales***). Ten postihuje podepsané realitní kontrakty na transakce se staršími domy, které se ještě neuskutečnily. Údaj NAR poskytuje od února roku 2001 s měsíční periodou a základní sledovanou podobou zde jsou meziměsíční změny v procentech na sezónně očištěných datech.

Součástí zprávy o prodejích starších domů jsou další cenné ukazatele o vývoji trhu. Sdělován je medián prodejní ceny staršího domu a jeho meziroční porovnání. Zpráva také uvádí podíl transakcí domů zabavených pro neschopnost splácet hypoteční úvěr (*Foreclosures*) a transakcí, kde mezi věřitelem a dlužníkem došlo na odsouhlasení takzvaného „*Short-sale"*, což v tomto případě znamená akceptaci prodeje, který vynese méně, než je celkový dluh na nemovitosti (obvykle hypotéce) a kterým věřitel přijme dílčí ztrátu z vyrovnání dluhu na takové nemovitosti. Jde o často výhodnější alternativu ke klasickému prodeji v rámci neschopnosti hypoteční úvěr splácet *(Foreclosure)*, který je zatížen náročnějším administrativním prodejem a dodatečnými poplatky. Oby zde popsané typy nucených prodejů se vzedmuly v důsledku pádu amerického realitního trhu, kdy se

tržní hodnota nemovitosti u řady hypotečních úvěrů propadla pod dlužnou částku. Dle při psaní této práce poslední dostupné zprávy NAR[139] z prosince roku 2013 za listopad vynucené prodeje domů v obou výše uvedených podobách nuceného prodeje dosahovaly 9 % a 5 %, tedy celkem 14 %, proti celkem 22 % před rokem a nesly s sebou průměrný diskont vůči tržní ceně v rozsahu 17 % a 13 %.

Významnou doprovodnou informací zprávy o prodeji starších domů je na straně nabídky trhu celková zásoba starších domů, dostupných k prodeji na trhu, vyjadřovaná jako násobek aktuálního měsíčního tempa prodejů na trhu (tedy například za listopad 2013 celkem 2,09 milionu starších domů, kryjících 5,1násobek aktuálního měsíčního počtu obchodů na trhu) a průměrná doba, kterou nabídnuté domy stráví na trhu do doby svého prodeje (za listopad 2013 to bylo 56 dní proti 70 dnům před rokem). Zde je sledováno porovnání běžných komerčních prodejů (medián 55 dní) vůči oběma druhům nucených prodejů *(u „Short-sales medián 120 dní a „Foreclosures“ medián 59 dní).* Na straně poptávky jsou pak bedlivě sledováni prvokupci (oficiálně značeno jako *First-time Buyers*) reprezentující učiněné prvotní rozhodnutí o investici do vlastního bydlení. Součástí zprávy je také pravidelné zachycení vývoje úrokové sazby u 30letého hypotečního úvěru s fixní sazbou dle údajů od hypoteční agentury Freddie Mac a meziměsíční a meziroční srovnání.

Graf 31 : Stavební povolení a zahájená výstavba v USA, anualizováno



(Zdroj: vlastní zpracování)

Ač prodejům starších domů předchází údaj o rozjednaných prodejích, předstupněm vládní statistiky prodejů nových domů ne vždy jsou stavební povolení a zahájená výstavba domů. Údaje úřadu U. S. Census Bureau ve spolupráci s ministerstvem místního rozvoje *(U. S. Department of Housing and Urban Development)* vycházejí ze souhrnné měsíční statistiky nové rezidenční výstavby, publikované zhruba v polovině měsíce následujícího po měsíci sledovaném. Statistika **stavebních povolení** (*Building permits*) je postavena na počtu

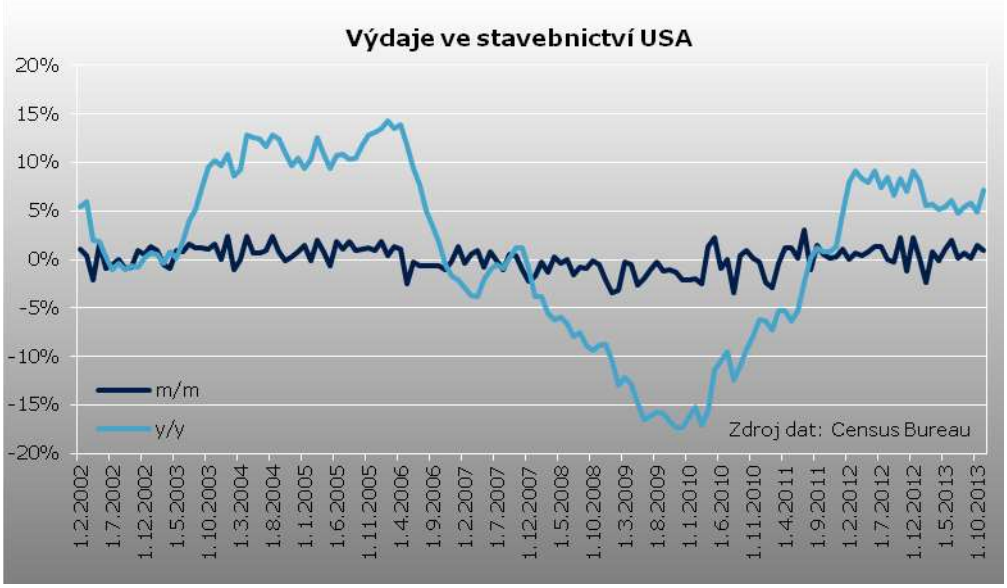
[139] Dostupné z: http://www.realtor.org/news-releases/2013/12/existing-home-sales-decline-in-november-but-strong-price-gains-continue (cit. 4.1.2014)

schválených stavebních povolení na novou privátní výstavbu či zásadní rekonstrukce. Vychází od února roku 1960. Základní vykazovanou podobou jsou i zde anualizované absolutní počty a finančními trhy sledována zejména meziměsíční změna v procentech na sezónně očištěných datech. Principiálně stejným způsobem je vykazována a sledována statistika **zahájené výstavby domů** (*Housing Starts*), vycházející od ledna roku 1959.

Zpráva o nové výstavbě poskytuje také informaci o tom, kolik ze schválených povolení a zahájené výstavby připadá na domy, určené pro jednu rodinu („jednogenerační", *Single-Family*) a kolik na bytové domy o pěti a více bytových jednotkách. Ve stejném složení nabízí informaci o dokončené nové výstavbě (*Housing Completions*)[140].

S prvním pracovním dnem ob jeden měsíc po měsíci sledovaném úřad U. S. Census Bureau doplňuje obraz realitního trhu a stavebnictví publikací **měsíčního vývoje výdajů ve stavebnictví** (*Construction Spending*) od fáze zahájení projektu do jeho dokončení. Sběr dat, realizovaný jak emailovou cestou, tak v podobě přímých rozhovorů, začíná s prvním dnem po sledovaném měsíci a trvá přibližně tři týdny. Zatímco výše popsané ukazatele se zaměřují dominantně na samostatné rodinné domy, výdaje ve stavebnictví doplňují obraz o další oblasti stavebnictví: soukromou nerezidenční výstavbu (sběr dat o cca 6,5 tisíce projektů), veřejné projekty na úrovni státu USA a lokální úrovni (cca 10,5 tisíce projektů), soukromou rezidenční výstavbu s více jednotkami (*Multi-Family*, aktuálně cca 1,5 tisíce projektů) a federální projekty (cca 700 projektů)[141].

Graf 32 : Výdaje ve stavebnictví v USA, meziměsíční a meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

[140] Report za listopad 2013 dostupný z: http://www.census.gov/construction/nrc/pdf/newresconst.pdf (cit. 1.1.2014)
[141] Konstrukce údaje dostupná z: http://www.census.gov/construction/c30/about_the_survey.html (cit. 1.1.2014)

Výchozí údaj poskytuje odhad (protože jde o průzkum) celkové hodnoty v daném měsíci odvedených stavebních prací ve Spojených státech, vyjádřené **v amerických dolarech** a to **v anualizované podobě** a na sezónně očištěných datech. Opět se nám tedy vrací vyjádření, „jaké by byly celoroční stavební výdaje v USD při vynásobení odhadu pro sledovaný měsíc dvanácti". Toto základní sdělení ukazatele doplňuje ve zprávě sada doprovodných údajů z odvětví: náklady na práci a materiály, odvedených daních či ziscích stavebních firem. Výchozí podobou, sledovanou finančními trhy, je meziměsíční změna v procentech.

Odezva finančních trhů na vývoj ukazatele stavebních výdajů nebývá při pozitivním či negativním překvapení v momentě publikace silná. Pro ekonomy jde spíše o relevantní indikátor, zastupující zhruba pětinu amerického HDP, hovořící o směru vývoje celkové ekonomiky vůči cyklu. Stavební odvětví je jedno z prvních, které prokazuje propad při sestupu ekonomiky do útlumu či přímo recese, a naopak jedno z prvních, ukazujících na oživení. Problémem ale je, a důvodem vlažné reakce trhů zároveň, ono dvouměsíční zpoždění v publikaci, které znamená, že údaj může v momentě svého zveřejnění vstoupit již do jiného vývoje v sektoru. Pro stavební výdaje je typická vyšší volatilita, ekonomové proto trendy v jejich vývoji odečítají z klouzavých průměrů, typicky o délce jednoho až dvou čtvrtletí (3 až 6 měsíců).

Samotný úřad Bureau of Economic Analysis (BEA) data o výdajích ve stavebnictví využívá jako přímý vstup pro kalkulaci HDP. Indikátor je také významným vstupem pro měsíční odhad hrubých kapitálových investic.

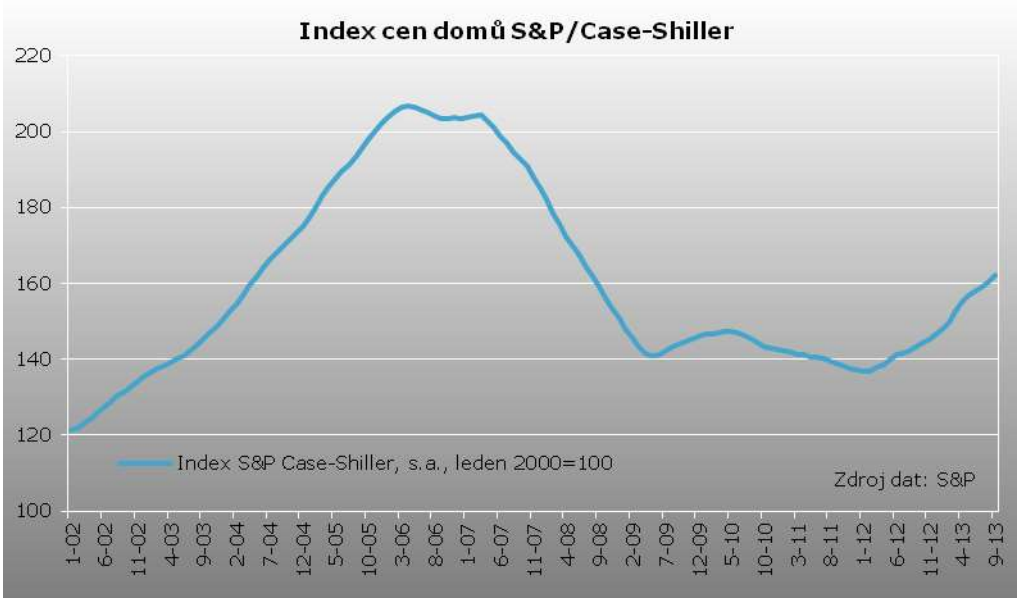
Nezbytnou opačnou stranou mince vůči fyzickému vývoji výstavby a transakcí na realitním trhu je **vývoj tržních cen**. Jak lze vyčíst z výše přiložených grafů, prodeje nových domů prasknutí realitní bubliny ve Spojených státech seslalo z vrcholu trhu nad 5,5 miliony anualizovaných transakcí v první polovině roku 2005 k úrovni 3,5 milionu ve druhé polovině roku 2010 až úvodu roku 2011. Stavební povolení, ruku v ruce se započatou výstavbou, padla z úrovní vrcholu trhu ve druhé polovině roku 2005 a hodnot kolem anualizovaných 2,2 milionu případů o více jak tři čtvrtiny až k úrovni kolem 500 tisíc anualizovaných stavebních povolení a nově rozestavěných domů na přelomu let 2008 a 2009. **Vývoj cen domů na americkém realitním trhu popisují dva základní indexy**: vládní index cen domů a privátně sestavovaný S&P/CaseShiller index cen domů. Podle něj ceny domů ve Spojených státech ze svého vrcholu roku 2005 po prasknutí realitní bubliny padly zhruba o třetinu.

Dle skóre relevance Bloomberg možná překvapivě výše postaveným s 66,9643 bodu je **Index cen domů** (*House Price Index* - HPI), poskytovaný Federální agenturou pro financování bydlení (*Federal Housing Finance Agency* - FHFA). HPI je koncipován jako indikátor pohybu cen rodinných domů za Spojené státy jako celek a jednotlivé geografické oblasti, počínaje devíti agregovanými oblastmi přes úroveň 50 států USA po takzvané metropolitní statistické oblasti (MSA), kterých je 381, z nichž dalších 11 je členěno do 31 metropolitních divizí. Celkem je tak v rámci Indexu cen domů sledováno 401 lokálních indexů. Podkladem pro kalkulaci Indexu cen domů jsou data od hypotečních agentur Fannie Mae a Freddie Mac o převzatých či sekutirizovaných hypotečních úvěrech a to

pouze kategorie rodinných domů. Lze tedy uvést, že vládní Index cen domů vychází ze „sekundárního trhu hypotečních úvěrů“. Agentury Fannie Mae a Freddie Mac každý měsíc poskytnou FHFA informaci o čerstvých hypotečních transakcích. Data jsou propojována se staršími záznamy tam, kde již u dané nemovitosti informace o hypotéce existuje. Index cen domů pak s využitím těchto dat poskytuje informaci o průměrné změně cen u opakovaných prodejů či refinancování konkrétní nemovitosti a je pomocí pro odhad například dostupnosti hypotečních úvěrů, podílu hypotečních úvěrů v selhání či dostupnosti bydlení v konkrétní geografické oblasti Spojených států. Nevýhodou indexu je časové zpoždění v jeho sestavení. Je vydáván sice s měsíční periodou, ale až ve třetí dekádě měsíce za měsíc předminulý[142].

Se zpožděním takřka dvou měsíců za měsícem sledovaným, poslední úterý v měsíci obnásledujícím v 9:00 ET, je zveřejněn údaj o vývoji cen domů **S&P/Case Shillerův index cen domů,** což je několik podob indexu cen domů. Dle skóre relenvance Bloomberg se žádná z podob indexu – překvapivě - nedostává nad 60 bodů. Důvodem se zde ale jeví být rozdělení sledovanosti mezi více zveřejňovaných podob velmi respektované skupiny indexů: celonárodní index v bodech (53,5714 bodu dle skóre relenvance Bloomberg), meziměsíční (20,5357 bodu) a meziroční změnu cen domů ve dvacítce klíčových amerických metropolí (46,4286 bodu) a doplňkově také indexu za desítku rezidenčních center, která již systémem Bloomberg sledována není (ve prospěch indexu za dvacítku metropolí).

Graf 33 : S&P/Case-Shillerův index cen domů



(Zdroj: vlastní zpracování)

Podobně, jako bylo u vládního Indexu cen domů popsáno administrativní členění dat od celonárodní úrovně přes 9 statistických *(Census)* oblastí a 50 států po jednotlivé MSA a divize některých z nich, systém Case-Shillerových indexů, zpracovávaný společností Core

[142] Náhled reportu dostupný zde: http://www.fhfa.gov/webfiles/25916/MonthlyHPIOct122413Final.pdf (cit. 5.1.2014)

Logic, je soustavou více než 6 tisíc indexů, pokrývajících Spojené státy jako celek, jednotlivé státy USA, metropolitní oblasti až jednotlivá „PSČ“ (*ZIP codes*). Tato základna slouží také pro kalkulaci pro Standard & Poor's „na zakázku“ sestavované S&P/Case Shiller indexy cen domů. Pozornost finančních trhů se dělí zejména mezi **celonárodní index**, vyjádřený v bodech (viz graf), pro nějž je současnou základnou s hodnotou 100 bodů leden roku 2000. Meziměsíční a meziroční **změna cen domů** je sledována zvlášť **za dvacítku amerických metropolí** (*S&P/CS 20 City MoM SA*). Těmi jsou Boston, Chicago, Denver, Las Vegas, Los Angeles, Miami, New York City, San Diego, San Francisco, Washington, DC, Atlanta, Charlotte, Cleveland, Dallas, Detroit, Minneapolis, Phoenix, Portland, Seattle a Tampa. Index je váženým průměrem vývoje v uvedených oblastech na sezónně očištěných datech.

Jaké je obvyklé čtení a vypovídací obsah indexu, si lze ukázat na příkladu za nejčerstvější dostupný údaj v době psaní této práce z 31. prosince roku 2013 za vývoj v říjnu. Zpráva podala informaci, že meziroční 13,6% růst indexu odráží nejprudší růst cen domů od května roku 2006, varováním ale naopak je zvolnění meziměsíčního tempa růstu na 0,2 %, když se zpomalení projevilo v 18 z 20 klíčových metropolí. Hodnota indexu v bodech (viz graf) dále ukazuje, že cenová úroveň trhu je o 20 % pod tržním maximem z června až července roku 2006 a naopak o bezmála 24 % nad dnem, dosaženým po tomto vrcholu v březnu roku 2012, a že ceny se vrátily k úrovním poloviny roku 2004[143].

4.7.Sektor průmyslu

Ač americké ekonomice dominuje sektor služeb a podíl výrobního sektoru zvolna klesá, výroba zajišťuje zhruba desetinu celkové zaměstnanosti, osminu hrubého domácího produktu, tři pětiny celkového exportu a více než tři čtvrtiny soukromých investic do výzkumu a vývoje[144]. Průmysl je klíčovou komponentou jednak celkového výstupu a vývoje ekonomiky, ale zejména obvykle udává trendy, které později následují služby. Tomu odpovídá pozornost, které mu finanční trhy věnují. Jak je uvedeno v připojené tabulce níže, volání finančních trhů po co nejčerstvější dostupné informaci i zde odpovídá preferování předstihových ukazatelů.

Tabulka 10: Ukazatele průmyslu v americké ekonomice

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
10	Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby	Durable Goods Orders	Sektor průmyslu	91,0714
16	Průmyslová produkce MoM	Industrial Production MoM	Sektor průmyslu	86,6071
18	Objednávky v průmyslu	Factory Orders	Sektor průmyslu	84,8214
35	Objednávky zb. dl. spotřeby (bez dopravy)	Durables Ex Transportation	Sektor průmyslu	72,8571
55	Využití kapacit	Capacity Utilization	Sektor průmyslu	60,6250

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

[143] Zpráva dostupná z: https://www.spice-indices.com/idpfiles/spice-assets/resources/public/documents/71337_cshomeprice-release-1231.pdf?force_download=true (cit. 5.1.2014)

[144] Propojení dat od úřadů BLS, BEA, Fedu a Amerického ministerstva obchodu

Dle skóre relevance Bloomberg **desátým nejsledovanějším ukazatelem americké ekonomiky vůbec a nejsledovanějším tvrdým číslem za sektor průmyslu** není údaj o průmyslové výrobě, ale předstihový indikátor pro výrobu - **objednávky zboží dlouhodobé spotřeby** (*Durable Goods Orders*).

Graf 34 : Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v USA, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Data jsou poskytována počínaje únorem roku 1992 a jejich dodavatelem je úřad U. S. Census Bureau (krátce „Census“). Výchozí finančními trhy sledovanou podobou je meziměsíční změna v procentech na sezónně očištěných datech. Údaj je publikován na sklonku měsíce následujícího po sledovaném (předběžný – *Advance*). V úvodu měsíce dalšího následuje kompletní zpráva (*Full Report*), rozšiřující a zpřesňující předběžnou a zahrnující celkové objednávky v průmyslu, ne pouze zboží dlouhodobé spotřeby.

Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby sledují objem objednávek, obdržených za sledované období, a jsou předstihovým ukazatelem průmyslové aktivity. Růst objednávek je následován růstem produkce, naopak pokles objednávek nejprve nárůstem zásob, eventuálně (či později) poklesem produkce.

Zpráva má dvě největší **slabiny**: **významnou volatilitu a významné revize** (už mezi plnou a předběžnou zprávou). Silné výkyvy ukazatele způsobují zejména objednávky v sektorech obranného průmyslu (vojenské zakázky) a dopravy. Takové objednávky jsou nepravidelné, málo časté a přitom rozsáhlé v dolarovém vyjádření. Jak je připojeno v grafu výše, poskytována je proto odfiltrovaná podoba ukazatele. Pro hledání trendu vývoje bývá opět aplikován klouzavý průměr o délce jednoho až dvou čtvrtletí. Standardní odezvou akciových trhů na pozitivní vývoj ukazatele je růst jako odpověď na očekávané zlepšení ekonomiky, firemních zisků ve kvartálních reportech. U dluhopisů zejména pozitivní údaj nad konsensem vyznívá inflačně s tlakem na pokles cen dluhopisů a růst výnosů (a obecně tržních úrokových sazeb).

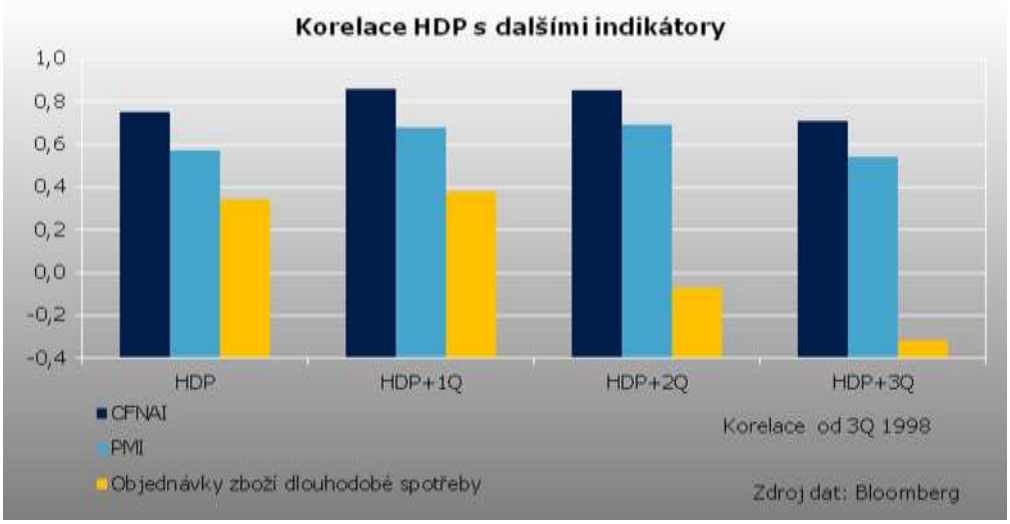
Graf 35 : Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v USA, meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Částí ekonomů je odsuzována zejména neprůkazná korelace mezi aktuálním vývojem objednávek zboží dlouhodobé spotřeby a budoucím HDP Spojených států. Russ Koesterich, hlavní investiční stratég BlackRock a hlavní globální stratég iShares, na svém blogu[145] s využitím výpočtů systémem Bloomberg dokazuje, že zatímco lze vysledovat vysokou kladnou korelaci mezi Indexem národní aktivity chicagského Fedu (CFNAI) i Indexem nákupních manažerů ISM, neplatí to u objednávek zboží dlouhodobé spotřeby.

Graf 36 : Korelace CFNAI, PMI[146] a Durable Goods Orders vůči americkému HDP



(Zdroj: Blog Russe Koestericha, Business Insider, vlastní zpracování)[147]

[145] Dostupné zde: http://www.businessinsider.com/blackrock-overrated-underrated-economic-indicators-infographic-2012-8 (cit. 29.12.2013).
[146] Použit je PMI index ISM za průmysl
[147] Dostupné zde: http://www.businessinsider.com/blackrock-overrated-underrated-economic-indicators-infographic-2012-8 (cit. 29.12.2013).

V grafu výše jsou zakotveny výsledky analýzy za třetí čtvrtletí roku 1998. Podstatou bylo posoudit korelaci Indexu národní aktivity chicagského Fedu (CFNAI), Indexu nákupních manažerů ISM a objednávek zboží dlouhodobé spotřeby. Korelace byla sledována vůči HDP Spojených států v aktuálním čtvrtletí a pro jedno až tři následující čtvrtletí. Zatímco analýza prokázala přesvědčivou předpovědní hodnotu u CFNAI i indexu nákupních manažerů ISM, nebyla prokázána u objednávek zboží dlouhodobé spotřeby. David Rosenberg, ekonom Gluskin Sheff, upozorňuje[148] na jiný údaj, dostupný v rámci zprávy o vývoji objednávek zboží dlouhodobé spotřeby (a následně celkově průmyslových objednávek) a tím jsou **nové objednávky kapitálového zboží bez vojenských a leteckých objednávek** v podobě meziroční změny tříměsíčního klouzavého průměru (*Nondefense Capital Goods Orders Ex Aircraft & Parts (YoY Change of 3-Month Moving Average)*).

Graf 37: Očištěné objednávky kapitálového zboží v USA versus HDP ve stálých cenách



(Zdroj: vlastní zpracování)

Rosenberg tuto míru označuje za „**nejtvrdší obraz toho, jak firmy nakládají s hotovostí a zda jsou ochotny ji investovat**“ a negativní vývoj tohoto ukazatele považuje za závažný varovný signál možného nástupu recese ekonomiky. Zprávy dalších významných subjektů na finančním trhu, například ekonomů Tima Quinlana a Sarah Watt Houseové z Wells Fargo[149] či největší španělské mezinárodně působící banky BBVA[150], pozorné sledování tohoto ukazatele potvrzují. Názor těchto ekonomů lze dobře ověřit připojenými grafy. Obvyklou podobou meziročního vyjádření HDP jsou stálé ceny. S ohledem na fakt, že očištěné objednávky kapitálového zboží jsou vyjádřeny v běžných cenách, níže je připojeno porovnání vůči HDP v běžných cenách, což se jeví být metodicky čistší.

[148] Dostupné z: http://www.businessinsider.com/david-rosenberg-year-over-year-change-in-the-3-month-moving-average-of-core-capex-orders-2012-10 (cit. 29.12.2013)
[149] Dostupné z: http://www.realclearmarkets.com/docs/2013/11/Durables_11272013.pdf (cit. 29.12.2013)
[150] Dostupné z: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/130729_WeeklyEEUU_390_tcm348-397784.pdf (cit. 29.12.2013)

Graf 38 : Očištěné objednávky kapitálového zboží v USA versus HDP v běžných cenách



(Zdroj: vlastní zpracování)

Z obou grafů, obsahujících Rosenbergem odkazovanou podobu upraveného vývoje očištěných objednávek kapitálového zboží a zachycujících poslední výraznou recesi americké ekonomiky v letech 2008 a 2009 lze fobře vyčíst, že ponoření takto definovaných objednávek do záporných hodnot znamenalo následný pokles HDP a naopak prostoupení objednávek přes nulu směrem vzhůru předznamenání návratu HDP k růstu. Mějme zde na paměti, že objednávky v grafu jsou z pohledu zveřejnění rychlejším údajem než HDP.

Vliv objednávek za obranu a dopravu můžeme porovnat také na volatilitě grafu objednávek dlouhodobé spotřeby vůči **celkovým objednávkám v americkém průmyslu**.

Graf 39: Průmyslové objednávky v USA, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Zpráva U. S. Census Bureau o celkových objednávkách v americkém průmyslu přichází se zpožděním zhruba jednoho týdne za vývojem objednávek zboží dlouhodobé spotřeby, tedy v úvodu měsíce obnásledujícího po měsíci sledovaném. I zde je výchozí sledovanou podobou meziměsíční změna v procentech na sezónně očištěných datech.

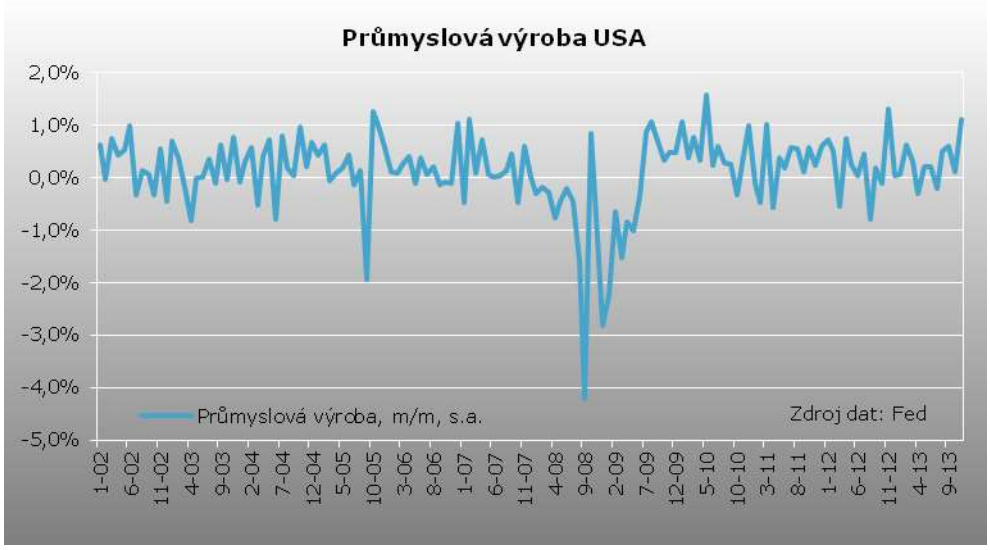
Graf 40 : Průmyslové objednávky v USA, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Rychleji, než průmyslové objednávky, se finanční trh dozvídá údaj o vývoji průmyslové výroby, který publikuje Fed. Přichází v polovině měsíce následujícího po měsíci sledovaném. Historie publikace vývoje průmyslové výroby sahá až do února roku 1919, postupně je aktualizována základna pro stálé ceny. Tou současnou je rok 2007. Indikátor průmyslové výroby měří celkový výstup odvětví, do kterého spadá výroba (zpracovatelský sektor), těžba a sektor utilit (tedy dodávky elektřiny, plynu a vody).

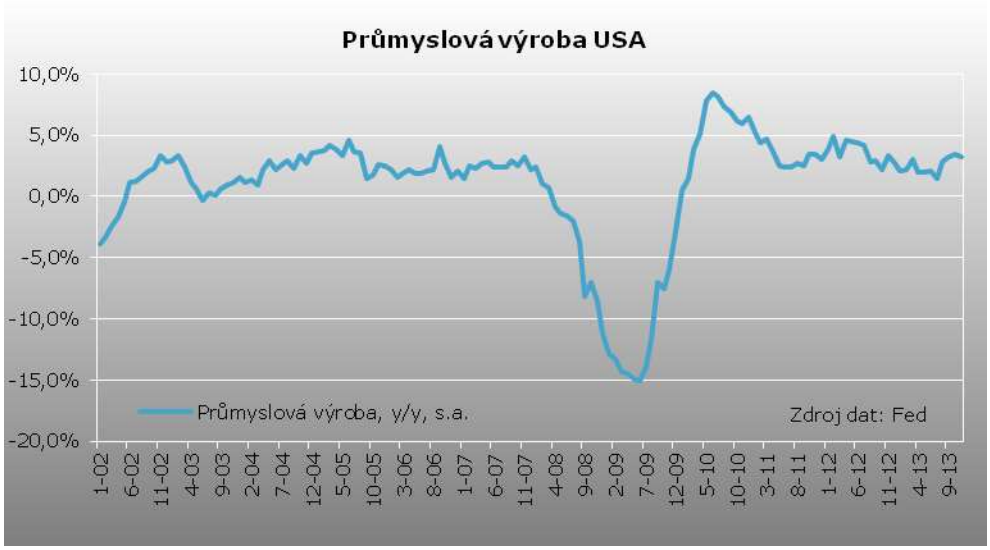
Graf 41 : Průmyslová výroba USA, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Typická odezva finančních trhů na vývoj průmyslové výroby je analogická popsané u průmyslových objednávek. Zlepšování produkce znamená pozitivní vývoj ekonomiky, očekávání příznivého vývoje firemních zisků a kladnou odezvu akciového trhu, kladnou reakci domácí měny. Opak je obecně pravdou pro vývoj dluhopisového trhu. Jak je ukázáno dále, v tomto úsudku ale roli hraje také míra využití kapacit.

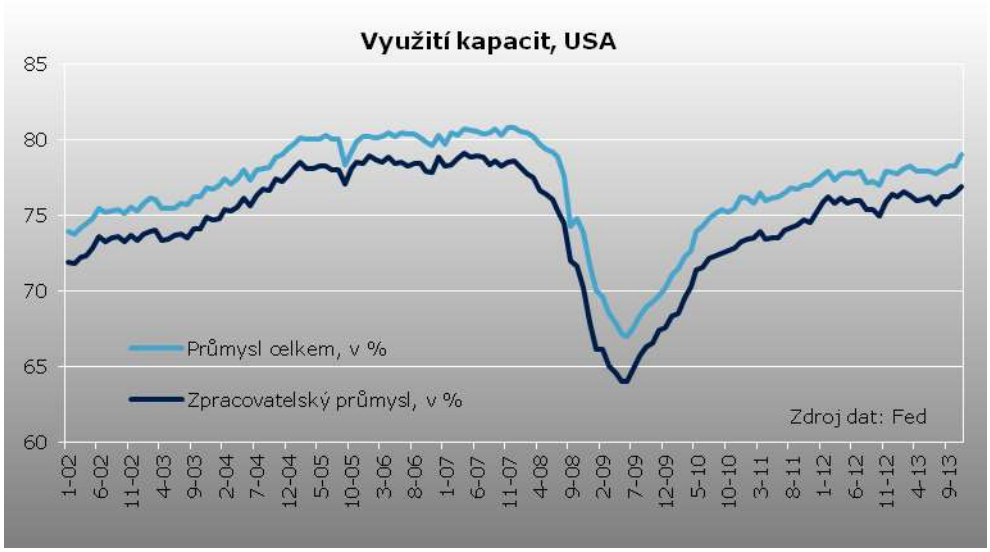
Graf 42 : Průmyslová výroba USA, meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Využití kapacit je publikováno ruku v ruce s reportem o průmyslové výrobě. Výchozí sledovanou podobou je sezónně očištěné procentuální **využití výrobních kapacit vůči kapacitám instalovaným** (*US Capacity Utilization % of Total Capacity SA*).

Graf 43 : Využití kapacit, průmysl a zpracovatelský průmysl - USA



(Zdroj: vlastní zpracování)

Míra využití kapacit v ekonomice kolísá s hospodářským cyklem: roste s růstem produkce. Dopad na trhy je odvislý od fáze cyklu. Obecně se dá popsat jako kladná odezva akciového trhu, záporná odezva dluhopisového trhu (pokles cen, růst výnosů) a kladná odezva amerického dolaru na kladný vývoj ukazatele využití kapacit. Reakci ale nelze posuzovat izolovaně a v potaz je třeba brát zejména nastavení měnové politiky. Jako dlouhodobě varovné pro riziko rozpoutání inflace jsou ekonomy přijímány za americkou ekonomiku úrovně využití kapacit nad 80 % až v blízkosti 85 %. Na těchto úrovních obecně začíná na finančních trzích přicházet ke slovu strach ze zásahu měnové politiky v podobě jejího zpřísnění. Realitou dnešní doby opačný konec vzestupné fáze cyklu – období po překonání recese a pozvolné zotavování ekonomiky. Jenže v této fázi zase na finančních trzích převažuje strach z dopadů opuštění superuvolněné měnové politiky Fedu a reakce na kladný vývoj ukazatele může být paradoxně opačná.

4.8.Maloobchod a velkoobchod

Před samým závěrem dominantní části věnované Spojeným státům se práce vrátí od firem a průmyslu blíže spotřebiteli a to v souladu s hierarchií skóre relevance Bloomberg. Systém Bloomberg definuje jako jeden ze sektorů publikovaných dat Maloobchod a velkoobchod a dostatečnou sledovaností se do této části vešel údaj o meziměsíční změně celkových maloobchodních tržeb (skóre relevance Bloomberg 89,2859 bodu) a dále o meziměsíční změně velkoobchodních zásob a maloobchodních tržeb bez aut.

Tabulka 11: Ukazatele maloobchodu a velkoobchodu v americké ekonomice

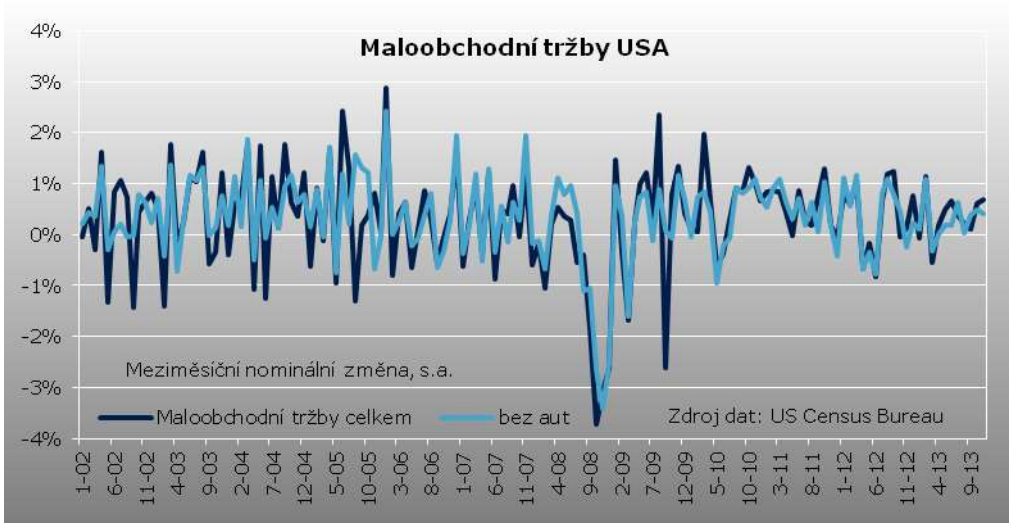
Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
12	Maloobchodní tržby MoM	Retail Sales Advance MoM	Maloobchod a velkoobchod	89,2857
26	Velkoobchodní zásoby MoM	Wholesale Inventories MoM	Maloobchod a velkoobchod	78,5714
51	Maloobchodní tržby bez aut MoM	Retail Sales Ex Auto MoM	Maloobchod a velkoobchod	62,5000

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Údaje o **maloobchodních tržbách** jsou jiným pohledem na výdaje spotřebitelů jako klíčové části HDP celé americké ekonomiky. Stojí na hodnotě nového a použitého zboží, prodaného finálnímu spotřebiteli v podobě jednotlivce či domácnosti za účelem jeho soukromé spotřeby. Údaj je v americké ekonomice poskytován s měsíční frekvencí počínaje únorem roku 1992 a jeho výchozí podobou je meziměsíční změna na sezónně očištěných datech, ale v nominálním vyjádření, tedy bez očištění o inflaci (*Retail Sales Advance MoM, %, SA*). Údaj je publikován obvykle v polovině měsíce následujícího po měsíci sledovaném. Údaj poskytuje U.S. Census Bureau.

Maloobchodní tržby v americké ekonomice zastupují jak zboží prodané proti hotovosti, tak na úvěr. Více než třetinou se na nich podílí zboží dlouhodobé spotřeby, většinově zboží běžné spotřeby. **Slabinou maloobchodních tržeb** je jejich vysoká volatilita a také fakt, že pokrývají pouze zboží a nikoli služby, což snižuje jejich vypovídací schopnost směrem ke spotřebitelským výdajům. Volatilitu částečně snižuje (ale vypovídají schopnost o skutečných výdajích spotřebitelů tím také) vyloučení některých komponent. V prvním stupni jsou to typicky auta, ve druhém auta a paliva.

Graf 44 : Maloobchodní tržby v USA, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Z grafu meziměsíčního i meziročního vývoje lze sledovat vliv prodejů aut na vývoj maloobchodních tržeb a při nástupu americké ekonomiky do finanční krize a následné ekonomické recese. Grafy, ztvárňující podkladová data, potvrzují výše řečené: propad prodejů aut je silným signálem o špatné situaci u spotřebitelů a v americké ekonomice celkově. Vidíme, že maloobchodní tržby bez aut se v průběhu roku 2008 „držely“ citelně déle, než s jejich zahrnutím.

Graf 45: Maloobchodní tržby v USA, meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Po diskusi maloobchodních tržeb se práce zaměří na dva druhy příchozích čísel, která sice roztříštěně, ale přesto mohou podat rychlejší obraz o vývoji maloobchodních tržeb.

Zejména za zboží běžné spotřeby jsou dobrou předstihovou informací **tržby maloobchodních řetězců**. Zejména velké maloobchodní řetězce, kótované na burzách

(typu Wal-Mart, Best Buy, Sears, Home Depot, Target, Lowe's a řada dalších) reportují obvykle hned s počátkem následujícího měsíce po sledovaném základní údaj o měsíčním vývoji tržeb. Ve sváteční sezóně je reportován týdenní vývoj, který je indikací pro maloobchod i spotřebitelské výdaje. Tuto sadu dat doplňují **údaje od MasterCard a Visa**, které mají v rukou vývoj objemu transakcí platebními a kreditními kartami. Mozaiku pak utvářejí **údaje od spedičních firem** typu FedEx, UPS či DHL, které reportují přepravené zásilky.

Za prodeje aut jsou to pak **měsíční prodeje (plus prodeje od počátku roku – YTD)** za Spojené státy (a další jednotlivé trhy), které **ohlašují jednotlivé automobilky** s počátkem následujícího měsíce za sledovaný. Za Spojené státy jsou to zejména General Motors, Ford, Toyota a Chrysler, následovány dalšími značkami (Honda, Nissan, Hyundai a Kia, Volskwagen). Tyto údaje analytici a ekonomové bedlivě sledují a **promítají do tržního konsensu** pro nadcházející údaje z maloobchodu. Tržby jednotlivých automobilek také vstupují do souhrnného indexu prodejů aut ve Spojených státech, zveřejňovaného měsíčně (*SAARTOTL Index* za lehké vozy dle Bloomberg) v sezónně očištěné, anualizované podobě v milionech kusů. Propočet vychází z dat Ward's Automotive Group a je upravován o sezónní faktory od ministerstva obchodu.

Kromě maloobchodních tržeb jako prodeje z maloobchodní úrovně konečnému zákazníkovi jsou sledovány „o stupeň dříve" velkoobchodní zásoby, analogicky maloobchodu jako ve výchozí podobě jejich procentuální meziměsíční změna na sezónně očištěných datech. Údaj je poskytován od ledna roku 1992 s měsíční periodou a jeho poskytovatelem je rovněž US Census Bureau. Trh se údaj dozvídá řádově na přelomu první a druhé dekády měsíce, následujícího po sledovaném, tedy několik dní před údaji o maloobchodních tržbách.

4.9.Zahraniční obchod a platební bilance

Sadu dat, vypovídajících o americké ekonomice, práce uzavře skupinou standardních dat o zahraničním obchodě, významné složce HDP. V jejím čele figuruje jako 22. nejsledovanější údaj dle skóre Bloomberg z americké ekonomiky saldo obchodní bilance (*Trade Balance*).

Tabulka 12: Ukazatele zahraničního obchodu a platební bilance USA

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
22	Obchodní bilance	Trade Balance	Zahraniční obchod a platební bilance	82,1429
29	Index dovozních cen MoM	Import Price Index MoM	Zahraniční obchod a platební bilance	76,7859
36	Čistý příliv dlouhodobého kapitálu	Net Long-term TIC Flows	Zahraniční obchod a platební bilance	72,3214
38	Běžný účet platební bilance	Current Account Balance	Zahraniční obchod a platební bilance	70,5357
49	Celkový čistý příliv kapitálu	Total Net TIC Flows	Zahraniční obchod a platební bilance	65,1786

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Americká ekonomika od úvodu 80. let minulého století zaznamenává schodky obchodní bilance, tedy dovozy převyšující vývoz a záporný čistý export. Svou povahou je obchodní bilance proticyklickým indikátorem, neboť její saldo má tendenci se zlepšovat se zhoršováním stavu ekonomiky a naopak zhoršovat v obdobích ekonomického boomu (zejména pod vlivem dovozu domácí spotřebitelskou poptávkou taženou ekonomikou).

Obecnými dopady zhoršení trendu obchodní bilance na finanční trhy jsou negativní dopad na akciový trh, vyvolán interpretací zhoršující se konkurenceschopnosti domácích firem. V očekávání zhoršujících se zisků mohou ztrácet zejména exportně orientované firmy a jejich dodavatelský řetězec. To je ale pouze jedna z interpretací a je potřeba pohlédnout na zdroj zhoršující se obchodní bilance. Druhou stranou mince může být naopak expanze ekonomiky, vyvolávající růst spotřebitelských výdajů na zahraniční zboží, tedy růst importu a zhoršení obchodní bilance. To s sebou nese implikace pro měnový trh. V prvním případě bude tlak depreciaci kurzu domácí měny pro obnovu konkurenceschopnosti, ve druhém naopak tlak na zpevnění měny vlivem expanze ekonomiky. Pozice amerického dolaru ale v mezinárodním platebním systému přes vývoj ekonomiky, měnové i fiskální politiky stále zůstává pevná.

Graf 46 : Zahraniční obchod USA, meziměsíční změny vývozu a dovozu



(Zdroj: vlastní zpracování)

Finančními trhy nejvíce sledovaným ukazatelem zahraničního obchodu je **saldo obchodní bilance** (*US Trade Balance of Payments, SA, Value*). Poskytován je od ledna roku 1992, jeho sestavovatelem je úřad U. S. Census Bureau. Údaj o saldu obchodní bilance je poměrně „pomalým", dozvídáme se jej se zpožděním šesti týdnů po konci sledovaného měsíce. Platí, že potenciál pohnout s trhy má spíše v případě silnějšího odchýlení měsíčního výsledku od tržního konsensu.

Na grafu meziročních změn vývozu a dovozu v porovnání se saldem vidíme potvrzení proticyklického charakteru zahraničního obchodu. Schodek obchodní bilance se výrazně ztenčil v období recese americké ekonomiky 1Q08 až 2Q09, s vystoupením ekonomiky z recese začal narůstat.

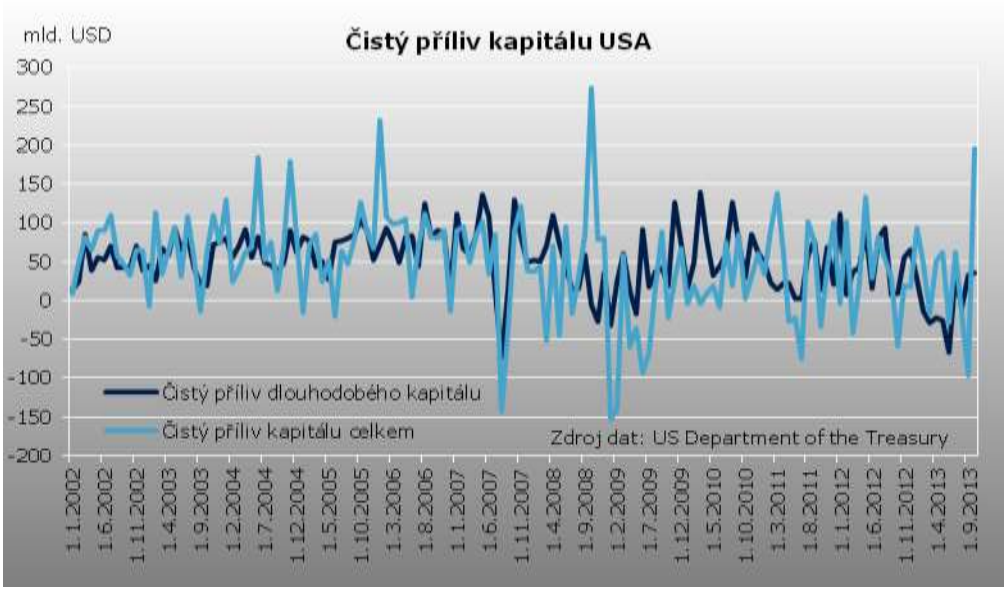
Graf 47 : Zahraniční obchod USA, meziroční změny vývozu a dovozu a saldo



(Zdroj: vlastní zpracování)

Z pohledu finančních trhů zde práce akcentuje ještě ukazatele **přílivu (odlivu) celkového kapitálu** (*Total Net TIC Flows*) a **přílivu (případně odlivu) dlouhodobého kapitálu** (*Net Long-term TIC Flows*) do/ze Spojených států. Ukazatele sledují zahraniční investice do amerických cenných papírů a naopak investice amerických rezidentů do zahraničních cenných papírů. Sledovanými kategoriemi jsou vládní dluhopisy, poukázky amerického ministerstva financí (*T-bills*), dluhopisy veřejného sektoru, americké korporátní dluhopisy, americké korporátní akcie, zahraniční dluhopisy a zahraniční akcie. U toku dlouhodobého kapitálu nejsou zahrnuty krátkodobé cenné papíry, například poukázky americké vlády *(Treasury Bills).*

Graf 48 : Čistý příliv kapitálu, celkem a dlouhodobý kapitál - USA



(Zdroj: vlastní zpracování)

Ve světle posledních měsíců a let jsou investoři citliví na jakékoli náznaky odlivu kapitálu ze Spojených států zejména ve dvou rovinách: je bedlivě sledována odezva finančních trhů na superuvolněnou měnovou politiku amerického Fedu jednak z pohledu obav z rozpoutání inflace (což dle dosavadního vývoj ukazatelů neprokazuje) a jednak naopak ze započatého omezování QE ze strany Fedu, které cílilo na dlouhý konec výnosové křivky a tlumilo dlouhodobé tržní úrokové sazby. Růst tržních úrokových sazeb znamená růst atraktivity dluhopisů relativně vůči akciím. Ze zpráv o toku kapitálu jsou čteny investice do jednotlivých tříd cenných papírů.

Výše již bylo uvedeno, že postavení amerického dolaru v mezinárodním kontextu zatím zůstává pevné, i když již ne neotřesitelné. Někteří zahraničí partneři, zejména Čína, Japonsko či Rusko, nejen v rétorické rovině, ale skutečnými investicemi dali najevo, že „měnové války" skrze politiku dlouhodobého oslabování amerického dolaru jimi nejsou vítány kvůli znehodnocování jejich investic v amerických cenných papírech a přímo v americkém dolaru a budou diverzifikovat své devizové rezervy do jiných aktiv. Nadto se obávají destabilizace svých měn při odchodu Fedu od nestandardní měnové expanze. Takovou iniciativou je například založení vlastního rezervního „stabilizačního" fondu zemí skupiny BRICS[151] (Brazílie, Rusko, Indie, Čína, Jižní Afrika). V této rovině jsou ve zprávách o pohybu kapitálu bedlivě sledovány zejména pozice jednotlivých zemí v amerických dluhopisech a vývoj investic do akcií[152].

Druhou rovinou je vleklá krize americké fiskální politiky a střety Demokratů a Republikánů o vládní výdaje a rozpočtový schodek a řešení otázky amerického zadlužení. Zde budiž poznamenáno, že v této rovině jsou toky kapitálu sledovány jako jeden z odrazů důvěry či nedůvěry v americkou fiskální politiku. Celkově bude touto otázkou otevřena kapitola o nestandardních indikátorech vývoje ekonomiky či některého jejího segmentu.

Například stratég UBS Paul Donovan ale varuje před nadhodnocováním informace ze zpráv o pohybu kapitálu *(TICS)* ve výše popsaných souvislostech. Podle Donovana[153] jsou za prvé: data kalkulována v tržních cenách, tedy do statistiky vstupují tržní fluktuace. Za druhé: citoval průzkum UBS mezi správci rezerv, podle kterého v roce 2013 celkem 16 % respondentů uvedlo držbu rezerv také v podobě akcií, 26 % v podobě bankovního dluhu s tím, že portfolio, do kterého jsou investovány devizové rezervy centrálních bank, co do druhů aktiv výrazně narostlo. Za třetí: Donovan upozorňuje, že nadpoloviční většina správců devizových rezerv používá externí manažery aktiv a v případě vykázaného vlastnictví zahraničním subjektem je tento reportem TICS neobsažitelný. Donovan přitom tento podíl odhaduje na pětinu z oficiální držby amerických aktiv.

[151] Blíže dostupné z:: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2424141/putin-brics-zalozi-vlastni-menovy-fond-stale-muze-propuknout-nova-krize.html (cit. 12.1.2014)
[152] Viz komentář agentury Bloomberg: http://www.bloomberg.com/news/2013-11-18/foreign-net-buying-of-u-s-portfolio-assets-gains-on-asia-demand.html (cit. 12.1.2014)
[153] Citace dostupné z: http://www.businessinsider.com/treasury-tics-report-problems-2013-9 (cit. 18.1.2014)

5. Eurozóna a národní ekonomika Německa

Eurozóna je uskupením 18 evropských zemí, které přijaly společnou měnu euro, a je součástí Evropské unie, dnes zahrnující 28 států. Čerstvým členem eurozóny je s platností od 1. ledna roku 2014 Lotyšsko. HDP Evropské unie za rok 2012 (tedy ještě za EU27 bez Chorvatska) dosahuje zhruba 12,93 bilionu eur[154] při počtu obyvatel 500,35 milionu[155], při použití srovnatelného údaje se Spojenými státy od MMF pak cca 16,7 bilionu amerických dolarů[156]. HDP za rok 2012 za eurozónu (tedy ještě za euro-17) dosahoval 9,48 bilionu eur při počtu obyvatel 330,35 milionu, z čehož na nejsilnější německou ekonomiku připadá HDP ve výši 2,67 bilionu eur při počtu obyvatel cca 80,33 milionu. (Shodnou metodikou HDP České republiky dosahoval 0,153 bilionu eur[157] při počtu obyvatel 10,51 milionu.)

Uplatněme na makroekonomická data a ukazatele, přicházející z eurozóny a německé ekonomiky stejné kritérium sledovanosti, jako u ekonomiky Spojených států.

Tabulka 13: Nejsledovanější ukazatele ekonomiky eurozóny (relevance Bloomberg nad 60b.)

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
1	ECB rozhodnutí o sazbách	ECB announces interest rates	Měnová politika	97,5610
2	HDP, mezikvartální změna, sezónně očištěno	GDP SA QoQ	Celková ekonomika	95,1220
3	Index spotřebitelských cen, meziroční změna	CPI YoY	Ceny	92,6829
4	HDP, meziroční změna, sezónně očištěno	GDP SA YoY	Celková ekonomika	90,2439
5	M3 peněžní nabídka, meziroční změna	M3 Money Supply YoY	Měnová politika	87,8049
6	Spotřebitelská důvěra	Consumer Confidence	Průzkumy/cyklické indikátory	85,3659
7	Index spotřebitelských cen, YoY, odhad	CPI Estimate YoY	Ceny	82,9268
8	PMI ve zpracovatelském sektoru	PMI Manufacturing	Průzkumy/cyklické indikátory	80,4878
9	Index spotřebitelských cen, meziměsíční změna	CPI MoM	Ceny	78,0488
10	PMI index složený	PMI Composite	Průzkumy/cyklické indikátory	75,6098
11	PMI index ve službách	PMI Services	Průzkumy/cyklické indikátory	73,1707
12	Míra nezaměstnanosti	Unemployment Rate	Trh práce	70,7317
13	Maloobchodní tržby, meziměsíční změna	Retail Sales MoM	Maloobchod a velkoobchod	68,2927
14	Průzkum ZEW, subindex očekávání	ZEW Survey Expectations	Průzkumy/cyklické indikátory	65,8537
15	Maloobchodní tržby, meziroční změna	Retail Sales YoY	Maloobchod a velkoobchod	63,4146
16	M3 peněžní nabídka, tříměsíční průměr	M3 3-month average	Měnová politika	61,4634
17	Průmyslová produkce, sezónně očištěno, MoM	Industrial Production SA MoM	Sektor průmyslu	60,9756

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

[154] Dostupné z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=en (cit. 2.1.2014)
[155] Dostupné z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/table.do?tab=table&language=en&pcode=tps00001&tableSelection=1&footnotes=yes&labeling=labels&plugin=1 (cit. 2.1.2014)
[156] Dostupné z: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/weorept.aspx?sy=2011&ey=2018&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=41&pr1.y=5&c=946%2C137%2C122%2C181%2C124%2C918%2C138%2C964%2C182%2C960%2C423%2C935%2C128%2C939%2C936%2C961%2C172%2C132%2C184%2C134%2C174%2C144%2C944%2C178%2C136%2C112%2C941&s=NGDPD%2CPPPPC&grp=0&a= (cit. 2.1.2014)
[157] Dostupné z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/tgm/refreshTableAction.do?tab=table&plugin=1&pcode=tec00001&language=en (cit. 2.1.2014)

Porovnáme-li prioritu, s jakou profesionálové na finančních trzích nahlížejí na údaje o vývoji ekonomiky eurozóny a podmínek v ní, vidíme společné rysy s již popsanými Spojenými státy, ale také první rozdíly. Na čele skóre sledovanosti Bloomberg za eurozónu je rozhodnutí Evropské centrální banky o sazbách. Ve Spojených státech pomohl důraz Fedu na udržitelné zlepšení trhu práce pro další nastavení jeho měnové politiky – způsob a tempo opouštění superuvolněné politiky - do absolutního čela nejrychlejším ukazatelům trhu práce (tvorbě nových pracovních míst a novým žádostem o podporu v nezaměstnanosti) před samotné rozhodnutí Fedu o sazbách. Za USA i eurozónu pak následuje údaj o mezikvartální změně HDP, u USA s popsaným specifikem anualizovaného vyjádření. V obou ekonomikách na čelních příčkách následuje údaj o spotřebitelské inflaci – u eurozóny v meziročním a u USA v meziměsíčním vyjádření. Zatímco u eurozóny jsou na čele „standardní“ ekonomické ukazatele v meziročním vyjádření, teprve následovány mezinárodně srovnatelnými indexy nákupních manažerů od Markit, u Spojených států od absolutního čela sledovaných ukazatelů vidíme tlak na brzkou dostupnost a předstihovost. U tohoto srovnání je třeba mít na zřeteli, že eurozóna je uskupením samostatných národních ekonomik, kde ve velké části z nich rozvinutý systém nástrojů popisu vývoje a odhadu budoucího vývoje nejméně některých sektorů ekonomiky prostě chybí, a za druhé, kde existují výrazné rozdíly v časové dostupnosti dat z jednotlivých států[158]. Fakt, že situace je jiná za vyspělou silnou národní ekonomiku s vybudovaným systémem ukazatelů schopných odhadu budoucího vývoje hospodářství, dobře ukazuje následující přehled priorit, které jsou věnovány ukazatelům za ekonomiku německou.

Tabulka 14: Nejsledovanější ukazatele německé ekonomiky (relevance Bloomberg nad 60b.)

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
1	ZEW indikátor ekonomického sentimentu	ZEW Survey Expectations	Průzkumy/cyklické indikátory	98,2143
2	IFO index podnikatelského klimatu	IFO Business Climate	Průzkumy/cyklické indikátory	96,4286
3	ZEW subindex hodnocení současných podmínek	ZEW Survey Current Situation	Průzkumy/cyklické indikátory	94,6429
4	PMI ve zpracovatelském sektoru	PMI Manufacturing	Průzkumy/cyklické indikátory	92,8571
5	Průmyslová produkce, sezónně očištěno, MoM	Industrial Production SA MoM	Sektor průmyslu	91,0714
6	IFO subindex očekávání	IFO Expectations	Průzkumy/cyklické indikátory	89,2859
7	Průmyslové objednávky MoM	Factory Orders MoM	Sektor průmyslu	87,5000
8	IFO subindex současných podmínek	IFO Current Assessment	Průzkumy/cyklické indikátory	85,7143
9	Změna počtu nezaměstnaných v tisících	Unemployment Change (000's)	Trh práce	83,9286
10	HDP, mezikvartální změna, sezónně očištěno	GDP SA QoQ	Celková ekonomika	82,1429
11	HDP, meziroční změna bez SA	GDP NSA YoY	Celková ekonomika	80,3571
12	PMI index ve službách	PMI Services	Průzkumy/cyklické indikátory	78,5714
13	Míra nezaměstnanosti	Unemployment Rate	Trh práce	76,7857
14	Index spotřebitelských cen, meziměsíční změna	CPI MoM	Ceny	73,2143
15	Index spotřebitelských cen, meziroční změna	CPI YoY	Ceny	71,4286
16	Průmyslová produkce bez SA, YoY	Industrial Production WDA YoY	Sektor průmyslu	69,6429
17	Průmyslové objednávky bez SA, YoY	Factory Orders WDA YoY	Sektor průmyslu	67,8571
18	Maloobchodní tržby, meziměsíční změna	Retail Sales MoM	Maloobchod a velkoobchod	66,0714
19	Harmonizovaný index spotřebitelských cen, YoY	CPI EU Harmonized YoY	Ceny	64,2859
20	Maloobchodní tržby, meziroční změna	Retail Sales YoY	Maloobchod a velkoobchod	62,5000
21	Harmonizovaný index spotřebitelských cen, MoM	CPI EU Harmonized MoM	Ceny	60,7143

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

[158] Například zpoždění publikace dat za řeckou ekonomiku, k problému se v další diskusi dostaneme.

S výjimkou meziměsíční změny vývoje průmyslové produkce a předstihového ukazatele průmyslu, kterým je meziměsíční změna průmyslových objednávek, jsou v popředí „tvrdě“ časná a předstihová data v podobě průzkumů podnikatelského klimatu respektovaných institutů ZEW a IFO i mezinárodně srovnatelného PMI od Markit. Teprve první desítku sledovaných ukazatelů uzavírá HDP po boku s vývojem nezaměstnanosti. Pojďme si jednotlivé ukazatele rozebrat a diskutovat je s důrazem na ty, které jsou pro podávání obrazu o ekonomice eurozóny a Německa významné a přitom specifické.

5.1. Evropská centrální banka a měnová politika

Postavení Evropské centrální banky (ECB) v centru pozornosti finančních trhů je logické s ohledem nejen na to, že právě ECB - na rozdíl od politické reprezentace, která de facto nakonec byla Evropskou centrální bankou ke skutečným krokům v zájmu uhašení evropské dluhové krize dotlačena – při odpovědi na rozpuk finanční krize a následné dluhové krize v eurozóně, započaté u Řecka, sehrála skutečnou stabilizační roli pro finanční trhy a to opakovaně. Diskuse se následně vedou zejména kolem toho, nakolik překročila svůj mandát.

Evropský systém centrálních bank (ESCB) v čele s Evropskou centrální bankou (ECB) začal působit k 1. lednu roku 1999, spolu s uvedením společné měny euro jako nástupce do té doby platné ECU v poměru 1:1. Vedle ECB jsou v ESCB zapojeny centrální banky států eurozóny. Základními orgány Evropské centrální banky jsou Rada guvernérů (*Governing Council*), Výkonná rada (*Executive board*) a Generální rada (*General Council*)[159].

Rada guvernérů zahrnuje všechny členy Výkonného výboru a guvernéry národních centrálních bank zemí eurozóny. NCB členských států plně se účastnících EMU. Právo hlasovat mají pouze osobně přítomní členové Rady guvernérů (výjimku může jednací řád stanovit pro telefonické oznámení), každý člen disponuje jedním hlasem. Pokud Statut nestanoví jinak, hlasuje se prostou většinou. V případě rovnosti rozhoduje hlas předsedy. Kvórum Rady guvernérů schopné hlasovat tvoří 2/3 členů; není-li ho dosaženo, předseda může svolat zasedání mimořádné, na němž lze rozhodnutí přijímat bez ohledu na kvórum[160]. **Výkonná rada** sestává z předsedy, místopředsedy a čtyř dalších členů. Jeho úkolem je exekuce měnové politiky v souladu se směrnicemi a rozhodnutími Rady guvernérů. Funkční období členů Výkonné rady je osmileté, neobnovitelné. Orgán rozhoduje prostou většinou odevzdaných hlasů. V případě nerozhodného výsledku je hlas předsedy rozhodující. Hlavní odpovědností Výkonné rady je odpovídat za běžnou agendu ECB plus na ni část svých pravomocí může delegovat Rada guvernérů. **Generální rada ECB** sestává z prezidenta a viceprezidenta ECB a z guvernérů národních centrálních bank[161].

[159] Zakotveno ve Statutu Evropské centrální banky.

[160] Ve Statutem vymezených případech vyžadujících rozhodnutí kvalifikovanou většinou je přijetí podmíněno kladnými hlasy představujícími alespoň 2/3 upsaného kapitálu ECB a alespoň 1/2 akcionářů.

[161] Další členové VV se mohou účastnit zasedání GR bez hlasovacího práva.

Ve shodě se Smlouvou zřizující Evropské společenství a Statutem Evropského systému centrálních bank a Evropské centrální banky je **primárním cílem ECB udržovat cenovou stabilitu.** Ta je v případě ECB definována jako meziroční růst harmonizovaného indexu spotřebitelských cen (HICP) za eurozónu jako celek mírně pod 2 % a vytčeným cílem Radou guvernérů takto definovanou stabilitu udržovat ve střednědobém horizontu. Dále má ECB „podporovat všeobecnou hospodářskou politiku EU směrem přispění k naplnění cílů Unie". Zde se nám skrývají cíle zaměstnanosti a hospodářského růstu[162]. Mezi základní nástroje měnové politiky ECB v jejím „běžném" režimu patří operace na volném trhu, běžná vybavenost bank a minimální rezervy. Nejdůležitějším nástrojem operací na volném trhu jsou reverzní repooperace. V průběhu dluhové krize eurozóny a ekonomické recese ale ECB vykročila daleko **za standardní nástroje měnové politiky s primárním odůvodněním potřebou obnovit fungování transmisního mechanismu měnové politiky[163].** Mezi nejvýraznější takové kroky patří dodávky objemově neomezené likvidity za stanovenou sazbu (včetně možnosti sazby nulové), uvolnění kolaterálu[164], poskytování dlouhodobé likvidity proti obvyklým krátkodobým nástrojům, zásah v podobě dodávek cizoměnové likvidity, snížení požadavku na minimální rezervy a nejkontroverzněji přijímané přímé nákupy konkrétních dluhových aktiv. Skóre relevance Bloomberg 97,5610 bodu odráží absolutní prioritu sledování základní měnověpolitické sazby. Velmi vysoce je sledována také meziroční změna nabídky peněz na úrovni agregátu M3 a následně také její tříměsíční průměr. Připomeňme, že nabídka peněz je obecně ukazatelem, předbíhajícím vývoj celkové ekonomiky.

Tabulka 15: Sledované ukazatele měnové politiky za eurozónu

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
1	ECB rozhodnutí o sazbách	ECB announces interest rates	Měnová politika	97,5610
5	M3 peněžní nabídka, meziroční změna	M3 Money Supply YoY	Měnová politika	87,8049
16	M3 peněžní nabídka, tříměsíční průměr	M3 3-month average	Měnová politika	61,4634

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Zatímco Fed o nastavení sazeb rozhoduje na dvoudenním zasedání osmkrát ročně a každý druhý výstup z FOMC je spojen s čerstvým hodnocením americké ekonomiky, rozhodnutí ECB o sazbách je zveřejňováno během první dekády každého měsíce. Standardním časem zveřejnění je 13:00 hodin, tisková konference prezidenta ECB, kterým je v současnosti Mario Draghi, následuje od 14:30. Pokud nedojde ke změně sazeb či rozdílu rozhodnutí o sazbách oproti tržnímu konsensu, zdrojem pohybu na hlavním měnovém páru USD/EUR, akciovém, dluhopisovém a případně i komoditním trhu (zde ale dominuje Fed) pak bývá zejména tisková konference. Nezřídka směr vývoje eurodolaru, započatý po zveřejněném rozhodnutí o sazbách, otáčí rétorika tiskové konference a v jejím průběhu jsou trhy

[162] Blíže zde: http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/objective/html/index.en.html (cit. 27.12.2013)
[163] Transmisní mechanismus ECB, dostupné z: http://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html (cit. 28.12.2013)
[164] Rozšíření seznamu přijímaných aktiv za účelem zajištění dle jejich kvality směrem připuštění horní kvality

volatilní s tím, jak jsou pronášeny komentáře k vývoji ekonomiky, hodnocena opatření ECB a akcentována jednotlivá rizika budoucího vývoje inflace a ekonomiky. U odpovědi domácí měny (v tomto případě eura) na komentáře centrálních bankéřů platí, že směr expanzívní měnové politiky a holubičí rétorika centrální banky vůči ekonomice hovoří směrem jejího znehodnocení (oslabení eura vůči americkému dolaru), naopak indikace příznivého vývoje ekonomiky a jestřábí rétorika, hovořící směrem zpřísnění měnových podmínek, jsou pro domácí měnu podporou (oslabení amerického dolaru proti euru).

Graf 49 : Vývoj základní úrokové sazby ECB a Fed



(Zdroj: vlastní zpracování)

Ohlédnutí za měnověpolitickou odpovědí na vstup světa do finanční krize roku 2008 a následné hospodářské recese a vyvolané dluhové krize v Evropě, potřebné pro pochopení dnešního důrazu sledovaní měnové politiky finančními trhy, můžeme započít u prvního zásadního rozhodnutí ECB z roku 2007, kdy v reakci na americkou hypoteční krizi a nedůvěru v mezibankovním systému zasáhla v podobě schválení „ad hoc“ dodávek dodatečné krátkodobé likvidity tam, kde je potřeba a na sklonku roku 2007 na dohodu mezi ECB a Fed o swapových obchodech a dodávkách likvidity ze strany ECB v amerických dolarech kvůli nedostatku USD v evropském bankovním systému. V lednu roku 2014 ECB uvedla, že situace v oblasti dolarové likvidity evropských bank se stabilizovala a počínaje únorem 2014 oznámila zastavení dlouhobějších dodávek USD (zejména tříměsíčních tendrů). Do dohody z konce roku 2007 byly zapojeny také kanadská, britská a švýcarská centrální banka[165].

V říjnu roku 2008, po pádu americké Lehman Brothers a rozpuku finanční krize, ECB přistoupila na tendry na dodání týdenní likvidity s neomezeným rozsahem, ale proti vhodnému kolaterálu. Pravidla pro vhodný kolaterál byla vzápětí uvolněna a bankám

[165] Dostupné z: http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20071212a.htm (cit. 28.12.2013)

prodloužena splatnost dodané likvidity[166]. Hlavní měnověpolitická sazba ECB dosáhla svého vrcholu v červenci roku 2008 zvýšením o 25 bazických bodů na 4,25 procenta. Tím byl ukončen cyklus zvyšování sazeb, trvající od poloviny roku 2003, kdy HDP eurozóny potvrdil své odpoutání od mezikvartální stagnace. Za období posledního zvýšení sazeb v roce 2008 HDP eurozóny ukázal na mezikvartální obrat k poklesu. V říjnu roku 2008 ECB snížila reposazbu o 50 bps na 3,75 %, v listopadu o 50 bps na 3,25 % a v prosinci o 75 bps na 2,5 %.

V červnu roku 2009 ECB rozhodla o programu odkupu krytých dluhopisů v zájmu stabilizace tržního financování bankovního sektoru. Ve vyhrocené situaci na trzích v květnu roku 2010, kdy byl skrze první balík pomoci EU a MMF zažehnáván bankrot Řecka, přijala ECB rozhodnutí o spuštění programu selektivního nákupu státních dluhopisů na sekundárním trhu (SMP).[167] Šlo o země jižního křídla eurozóny, zejména Řecko). Tyto operace byly sterilizovány. Z pohledu vývoje základní úrokové sazby došlo v lednu 2009 na další snížení na 2,0 %, v březnu znovu o 50 bps na 1,5 % a v dubnu a květnu po 25 bps na 1,25 % a 1,0 %, kde sazba setrvala napříč krizovým rokem 2010 až do dubna roku 2011. Po dvojím zvýšení o 25 bps v dubnu a červenci roku 2011 byl obnoven cyklus snižování sazeb až na v listopadu roku 2013 stanovených 0,25 %.

Klíčovým opatřením ECB k uklidnění finančních trhů bylo prosincové oznámení dodávek tříleté neomezené likvidity bankám v rámci dvou LTRO tendrů v prosinci 2011 a únoru 2012 a zároveň rozhodnutí s platností od 18. ledna 2012 snížit minimální rezervy na úroveň 1 %. Krok znamenal výrazné prodloužení splatnosti dodané likvidity z do té doby nejvýše 12 měsíců na 36 měsíců, posílení důvěry na mezibankovním trhu a mimo jiné snížení rizika finančních až existenčních potíží bank, které v situaci vyhrocených výnosů na dluhopisovém trhu měly v regionu EMEA dle odhadů Goldman Sachs splatné v 1Q12 dluhopisy v objemu 141 mld. eur, za celý rok 2012 zhruba za 408 mld. eur a rok 2013 za tehdy odhadovaných 376 mld. eur[168]. V prosincovém kole LTRO přijalo 523 bank likviditu v rozsahu 489,191 mld. eur, v následném únorovém kole 800 bank za 529,5 mld. eur[169].

V září roku 2012 přišel klíčový krok ECB pro zklidnění situace na finančních trzích. 6. září 2012 oznámila technickou připravenost ke vstupu na sekundární trh vládních dluhopisů, aby si zajistila správné fungování transmisního mechanismu měnové politiky. Operace na

[166] Rozhodnutí ECB dostupná z: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2008/html/index.en.html (cit. 28.12.2013)
[167] O řecké žádosti o pomoc, vstupu ECB na trh dluhopisů a situaci na trzích dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/1622127/recko-obdrzelo-od-eu-prvni-cast-nouzove-pomoci-v-objemu-145-mld-eur-tretinou-se-podilely-italie-a-spanelsko.html (cit. 14.12.2013)
[168] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/1974991/523-bank-dostalo-3lete-uvery-ecb-za-bezmala-500-miliard-eur-dodala-i-dolary-euro-po-rustu-pada.html (cit. 17.12.2013)
[169] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2019053/o-trilete-uvery-zazadalo-v-druhe-vlne-ltro-800-bank-ecb-jim-pujci-530-miliard-eur.html (cit. 12. 1. 2014)

volném trhu (*Outright Monetary Transactions* - OMT)[170] podmínila tím, že země, kde má ECB zasáhnout, požádá o pomoc z evropských záchranných fondů EFSF/ESM (*European Financial Stability Facility* – Evropský nástroj finanční stability a poté *European Stability Mechanism* – Evropský stabilizační mechanismus) a odsouhlasí podmínky pomoci. Guvernér ECB Draghi jako efektivní pro odkup označil splatnost dluhopisů v rozmezí jednoho až tří let a záměr takové nákupy plně sterilizovat. Ač jasným záměrem operací bylo zklidnit situaci na dluhopisových trzích, ECB nestanovila konkrétní cíle výnosů či spreadů, zřejmě proto, aby trhům neposkytovala návod, které úrovně považuje za přijatelné. Objem operací nebyl ze strany ECB omezen[171]. Důležité je, že program zůstal v rovině oznámení. Do doby vypracování této práce[172] v rámci OMT nebyl realizován žádný nákup. V mezidobí ale ze strany ECB došlo na další snížení sazeb až na uvedených 0,25 % u hlavní refinanční sazby v listopadu 2013 a poskytnutí výhledu, že sazby zůstanou nízko po delší dobu[173]. Kroku ECB předcházela trhy velmi bouřlivě přijatá červencová (2012) slovní intervence guvernéra ECB Maria Draghiho, kdy prohlásil, že „ECB učiní vše, co bude třeba k záchraně eura“ s dovětkem „buďte si jisti, že to bude stačit“[174].

Závěrem části, věnované měnové politice a ECB, zmiňme pozornost, kterou trhy věnují **peněžnímu agregátu M3 Evropské centrální banky**. Údaj - znovu připomeňme, že standardně figurující mezi předstihovými ukazateli - se dozvídáme na přelomu měsíce následujícího a obnásledujícího po měsíci sledovaném.

ECB definuje tři šíře peněžních agregátů: M1, M2 a M3:

M1 = peníze v oběhu + vklady do druhého dne

M2 = M1 + vklady s dohodnutou splatností do dvou let (včetně) + vklady s výpovědní lhůtou maximálně tři měsíce

M3 = M2 + repo smlouvy + akcie a podílové listy fondů peněžního trhu + dluhové cenné papíry se splatností do dvou let (včetně)[175].

Složky, zahrnuté v M3 nad rámec M2 umožňují odfiltrovat vzájemné četné přelivy mezi těmito kategoriemi aktiv a tím větší stabilitu agregátu. To je prvním důvodem

[170] Oznámení kroku ECB dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html (cit. 12.1.2014)
[171] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2144052/ecb-se-sazbami-nepohnula-draghi-oznamil-neomezene-sterilizovane-intervence-akcie-reaguji-silnou-rally.html (cit. 12.1.2014)
[172] Psáno 21. 1. 2014.
[173] Měnové rozhodnutí ECB dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2013/html/pr131107.cs.html (cit. 13.1.2014)
[174] Němeček na Patria.cz: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2116730/draghi-ecb-nakopl-euro-pro-zachranu-ucinime-co-bude-treba-a-verte-mi-bude-to-stacit-eurodolar-miri-vyse-dluhopisy-se-klidni.html (cit. 12.1.2014)
[175] Vymezení ECB, dostupné z: http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/facts/monpol/html/mp_006.cs.html (cit. 13.1.2014)

preferovaného sledování finančními trhy[176]. Druhým je pak samotnou ECB stanovovaná referenční hodnota pro M3.

V úvodu evropské části práce byl vytčen důraz na ekonomiku Německa. Měnová politika je v rámci eurozóny společná. Analytici a ekonomové na finančních trzích jsou si však vědomi rozdílného názoru na kroky ECB, které centrální banka v posledních letech, zejména v oblasti mimořádných nástrojů k řešení dluhové krize v eurozóně, podnikla mezi ECB, zastoupenou guvernérem Mario Draghim a guvernérem německé Bundesbank Weidmannem, zejména v otázce odkupů vládních dluhopisů na sekundárním trhu ze strany ECB. Mario Draghi v zájmu zmírnění německé opozice krokům ECB opakovaně vkročil na „domácí půdu" Jense Weidmanna, vystoupil v německém parlamentu či poskytl rozhovory německému tisku. Je však samozřejmou profesionální povinností zdržet se osobní roviny rozdílných názorů.

5.2. Celková ekonomika

Již část, věnovaná Evropské centrální bance a měnové politice, prolnula s opatřeními na podporu celkové ekonomiky, popsané **hrubým domácím produktem**. Jeho **mezikvartální změny v sezónně očištěné podobě** jsou druhým nejsledovanějším údajem za eurozónu, **meziroční dynamika v sezónně očištěné podobě** pak čtvrtým nejsledovanějším dle skóre relevance Bloomberg.

Tabulka 16: Sledované ukazatele za ekonomiku eurozóny jako celek

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
2	HDP, mezikvartální změna, sezónně očištěno	GDP SA QoQ	Celková ekonomika	95,1220
4	HDP, meziroční změna, sezónně očištěno	GDP SA YoY	Celková ekonomika	90,2439

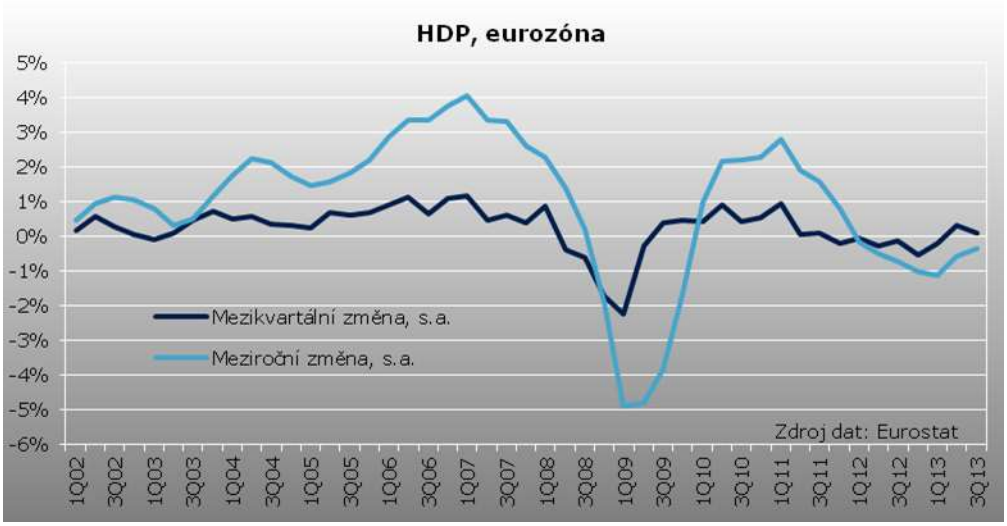
(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Shodně se Spojenými státy je údaj o HDP eurozóny (doposud jako EA-17 bez nového člena od roku 2014 Lotyšska) zveřejňován ve třech fázích a jako součást reportu za celou Evropskou unii (EU-28) a jeho poskytovatelem je Evropský statistický úřad Eurostat. První odhad (*GDP flash*) je k dispozici se zpožděním zhruba 45 dní po reportovaném čtvrtletí. Druhý (*second GDP release),* vydávaný se zpožděním zhruba 65 dní po reportovaném čtvrtletí, obsahuje rozklad podle složek výdajové metody a dle přidané hodnoty sektorů. Získáme tedy informaci o příspěvku soukromé a vládní spotřeby, investic do fixního kapitálu, vývozu a dovozu, také změnu zásob. Druhý údaj o HDP ještě neobsahuje údaje za všechny členské státy, z nichž některá data nejsou dostupná. Finální údaj o HDP přichází se zpožděním zhruba 100 dní po sledovaném čtvrtletí, tedy mine již i čtvrtletí následující. Na tento údaj finanční trhy většinou nečekají, těší se tak nízké sledovanosti. Vysoké skóre relevance Bloomberg patří shodně odhadu a druhému údaji. Před vydáním třetího údaje si již trhy skládají obraz o následujícím čtvrtletí z jednotlivých sektorových statistik s měsíční

[176] Viz také výklad a vymezení ČNB: https://www.cnb.cz/cs/statistika/menova_bankovni_stat/harmonizace_mbs/harmonizace_mbs_agregaty.html (cit. 13.1.2014)

periodou a průzkumů ekonomické aktivity a sentimentu. I zde vyvstává problém se zpětnými revizemi, který byl popsán u HDP za Spojené státy.

Graf 50: HDP eurozóny, mezikvartální a meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

S trochou nadsázky, ale seriózně pohledem finančních trhů lze konstatovat, že předstihovým ukazatelem pro údaj o HDP eurozóny je pro finanční trhy, a to přesně o 3 hodiny, údaj o **HDP Německa**. Ten poskytuje tamní statistický úřad Destatis a vychází obvykle ve shodný den s údajem s eurozóny, jen v 8:00, když číslo za eurozónu v 11:00. Před zahájení obchodování na hlavních evropských trzích se vejde například ještě údaj o HDP Francie se specifikem publikace odhadu v 7:30 a druhého údaje v 8:45. Ač se někomu toto vymezení může jevit malicherné, fakticky tak máme před zahájením obchodování na hlavních evropských burzách (Frankfurt, Paříž, Londýn) k dispozici údaj o HDP ze dvou největších ekonomik eurozóny a údaj za celou eurozónu to odsouvá do role vypovídající směrem ke zbytku zemí. Před jeho vydáním vyjdou ještě čísla z některých dalších členských ekonomik eurozóny[177].

Oproti údaji za eurozónu tabulka níže vyobrazuje specifikum za německý statistický úřad Destatis v tom, že **po boku sezónně očištěného mezikvartálního údaje vystupuje meziroční změna[178] v podobě očištěné o kalendářní variace**[179].

[177] A jak bylo ukázáno v jiné části práce, na dnešních finančních trzích o včasném nástupu do pozic a realizaci možných zisků rozhodují milisekundy.

[178] Viz proměnlivý odkaz na nejčerstvější zprávu Destatis: https://www.destatis.de/EN/FactsFigures/NationalEconomyEnvironment/NationalAccounts/Current.html (cit. 13.1.2014)

[179] Wda = Working-day adjustment

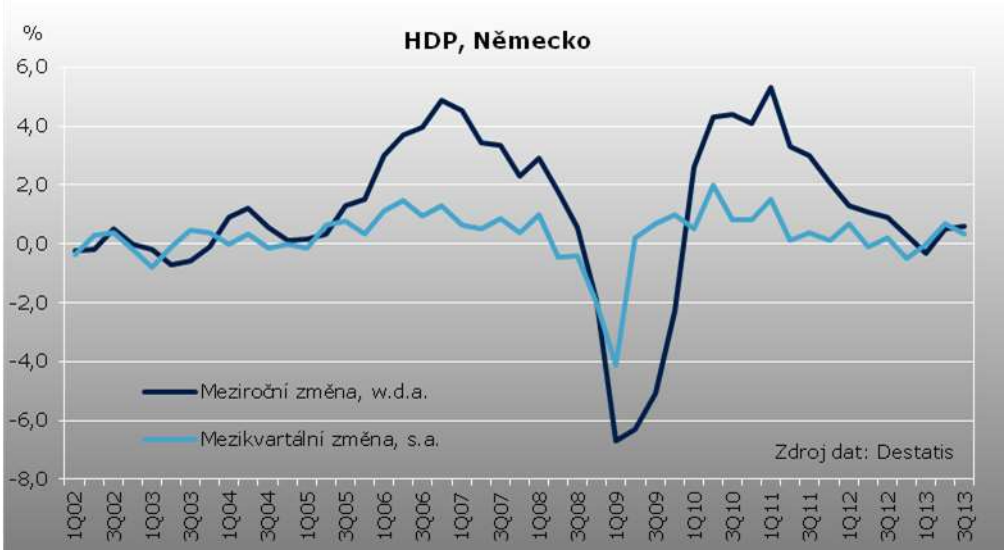
Tabulka 17: Sledované ukazatele za ekonomiku Německajako celek

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
10	HDP, mezikvartální změna, sezónně očištěno	GDP SA QoQ	Celková ekonomika	82,1429
11	HDP, meziroční změna bez SA	GDP NSA YoY	Celková ekonomika	80,3571

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Německý Spolkový statistický úřad Destatis je příkladem, rozevírajícím nůžky mezi včasností příchodu dat do souhrnné statistiky eurozóny z jednotlivých zemí. Jeho zpřesněný údaj o německém HDP je dostupný obvykle do 10 dnů po prvním, zatímco rozdíl za EU, potažmo eurozónu, činí zhruba 20 dní. V německém HDP zde tak finanční trhy získávají ještě časnější indikaci pro zpřesněný údaj za eurozónu jako celek.

Graf 51 : HDP Německa, mezikvartální a meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Pohlédneme-li na další země, například z Řecka získáme prvotní údaj spolu s Eurostatem za eurozónu a až finální v první dekádě posledního měsíce následujícího čtvrtletí, stejně například za Itálii, Portugalsko i ČR. Na opačném konci je, ovšem při své nevypovídací schopnosti pro eurozónu jako celek, například Belgie, která první odhad dává na konci prvního měsíce následujícího čtvrtletí. S předstihem v řádu dní proti údaji z eurozóny vychází například španělský HDP[180].

Respektovaným vodítkem pro budoucí vývoj německé ekonomiky, které nefiguruje pevně v ekonomickém kalendáři z důvodu nepevné publikace, jsou prognózy hospodářského růstu od německé centrální banky Bundesbank a uznávaných německých výzkumných ekonomických institutů, které slouží i jako nápověda a srovnání pro prognózu vládní.

[180] Obvykle dva až tři dny před údajem z eurozóny a údaj je publikován v 7:00, tedy před otevřením hlavních evropských akciových trhů.

Bundesbank svou prognózu zveřejňuje dvakrát ročně – na počátku června a na počátku prosince. Její horizont sahá pro příští dva roky, v prosinci je představen odhad pro obnásledující rok. Základními sledovanými komponentami zprávy jsou výhled růstu HDP, prognóza vývoje inflace a úrokových sazeb, měnového kurzu eura vůči americkému dolaru a takzvaný efektivní kurz[181], trh práce a pracovní náklady a komentář centrální banky k širšímu vývoji v eurozóně i celosvětově jako východisko pro vymezení hlavních rizik prognózy. Čerstvá prognóza Bundesbank z prosince roku 2013[182] zlepšila celoroční očekávaný růst německé ekonomiky na úrovni HDP na „do půl procenta" z v červnu očekávaných +0,3 % a pro rok 2014 odhad zvýšila na 1,7 % z 1,5 %. Pro rok 2015 nově očekává 2% růst německé ekonomiky.

Dvakrát ročně, v posledních dvou letech v dubnu a říjnu, přinášejí společnou prognózu hospodářského vývoje Německa ekonomické instituty Deutsches Institut für Wirtschaftsforschung (DIW), ifo Institut, Institut für Wirtschaftsforschung Halle (IWH) a Rheinisch-Westfälisches Institut für Wirtschaftsforschung (RWI). Základními body zprávy institutů je předpověď vývoje HDP a inflace na úrovni růstu spotřebitelských cen pro aktuální a následující rok. Poskytnut je výhled pro míru nezaměstnanosti v procentech a očekáváný růst zaměstnanosti v absolutních číslech. Poslední prognóza institutů z října roku 2013[183] očekává za rok 2013 růst německého HDP o 0,4 %, následovaný 1,8% růstem v roce 2014. Růst spotřebitelských cen, měřen Indexem spotřebitelských cen (CPI) má zrychlit z 1,6 % za rok 2013 na 1,9 % v roce 2014. Pro hlubší sledování vývoje v německé ekonomice klíčový odhad pro celkové hospodářství doplňují (a zároveň dílčími vstupy pro něj jsou) kvartální zprávy IWH, rychlá vlastní předpověď HDP za čerstvě uplynulé a aktuální čtvrtletí a na sektorové úrovni průzkum mezi firmami v průmyslu a stavebnictví[184].

5.3.Sledování cenové hladiny

„Povinnostním" je sledování vývoje spotřebitelských cen skrze **Index spotřebitelských cen (CPI)**. Z následujících tabulek skóre relevance dle Bloomberg je patrné, že zatímco za eurozónu je v popředí meziroční změna CPI po boku s rychlým odhadem, za Německo (a z pohledu skóre sledovanosti postavena níže) meziměsíční změna, následována meziroční a harmonizovaným údajem pro Eurostat.

[181] Index vývoje kurzu eura vůči měnám dvaceti nejvýznamnějších obchodních partnerů eurozóny, kde 1999 = 100

[182] Dostupné z: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsaufsaetze/2013/2013_12_perspektiven.pdf?__blob=publicationFile (cit. 18.1.2014)

[183] Dostuné z: http://www.iwh-halle.de/e/publik/sonst/gd/2013h/gd_lang.pdf (cit. 18.1.2014)

[184] Seznámit se s nimi lze z: http://www.iwh-halle.de/c/start/prognose/start.asp?lang=e (cit. 18.1.2014)

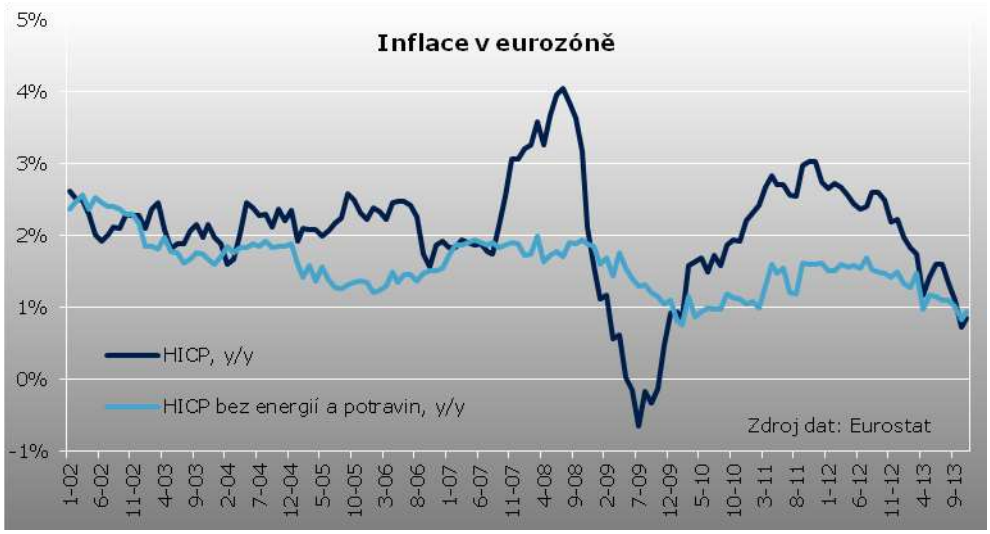
Tabulka 18: Sledované ukazatele vývoje cen za ekonomiku eurozóny

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
3	Index spotřebitelských cen, meziroční změna	CPI YoY	Ceny	92,6829
7	Index spotřebitelských cen, YoY, odhad	CPI Estimate YoY	Ceny	82,9268
9	Index spotřebitelských cen, meziměsíční změna	CPI MoM	Ceny	78,0488

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Při porovnání se Spojenými státy si také lze všimnout, že se mezi nejsledovanější údaje neprosazuje údaj o vývoji produkčních cen. U eurozóny se tak stalo těsně – meziměsíční změna Indexu cen výrobců (PPI) je 18. nejsledovanějším údajem se skóre relevance 58,5366 bodu[185]. U Německa figuruje PPI (meziměsíční změna) na 25. příčce se skóre relevance 53,5714 bodu.

Graf 52 : Harmonizovaný index spotřebitelských cen v eurozóně



(Zdroj: vlastní zpracování)

Harmonizovaný index spotřebitelských cen (HICP) byl Eurostatem vyvinut za účelem získání údaje, který dokáže porovnat inflaci ve státech Evropské unie i eurozóny[186]. Představuje oficiální míru spotřebitelské inflace v eurozóně, vstupující do rozhodování o měnové politice ECB i například posuzování plnění Maastrichtských kritérií. Samotný Eurostat upozorňuje na otázku revizí[187] s tím, že revize mohou proběhnout „v podstatě kdykoli“, postihují i starší již zveřejněná data a změny jsou obvykle vyznačeny pouze do dalšího aktuálního údaje.

Eurostat za daný měsíc publikuje nejprve rychlý odhad (*HICP Flash Estimate*). Ve většině případů vychází na sklonku sledovaného měsíce, výjimečně během prvního týdne následujícího měsíce. Od září roku 2012 již první rychlý údaj obsahuje odhad pro klíčové

[185] Velmi podobnou intenzitu sledovanosti má český index cen výrobců

[186] Metodika propočtu je dostupná zde: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-13-017/EN/KS-RA-13-017-EN.PDF (cit. 14.1.2014)

[187] Prováděných na podkladě Směrnice Evropské komise 1921/2001

komponenty inflace, kterými jsou potraviny, alkoholické nápoje a tabákové výrobky, dále energie a zboží, nevstupující do průmyslu a stavebnictví (*Non-industrial Goods*). Konečný údaj Eurostatu vychází kolem poloviny následujícího měsíce po sledovaném. Zhruba shodné je u CPI načasování publikace německého údaje s tím, že za Německo jsou prioritně sledovány meziměsíční změny národního indexu spotřebitelských cen.[188]

Tabulka 19: Sledované ukazatele vývoje cen za německou ekonomiku

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
14	Index spotřebitelských cen, meziměsíční změna	CPI MoM	Ceny	73,2143
15	Index spotřebitelských cen, meziroční změna	CPI YoY	Ceny	71,4286
19	Harmonizovaný index spotřebitelských cen, YoY	CPI EU Harmonized YoY	Ceny	64,2859
21	Harmonizovaný index spotřebitelských cen, MoM	CPI EU Harmonized MoM	Ceny	60,7143

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Pro sledování trendů vývoje CPI i PPI jsou ekonomy a analytiky opět používány údaje, očištěné o volatilní vstupy do indexů. U indexu spotřebitelských cen jsou to typicky energie a potraviny, u výrobních cen energie – viz následující graf.

Graf 53 : Harmonizovaný index spotřebitelských cen Německa



(Zdroj: vlastní zpracování)

Poskytovatelem údaje o vývoji cen výrobců i vývoji spotřebitelských cen za Evropskou unii a eurozónu Eurostat, za Německo pak Spolkový statistický úřad Destatis. Produkční ceny jsou zveřejňovány se zpožděním zhruba tří týdnů po konci sledovaného měsíce v Německu a až v úvodu měsíce obnásledujícího po sledovaném za eurozónu.

[188] Důvodem předsunutí meziročního údaje za Eurostat jsou velkou měrou právě revize.

5.4.Průzkumy a cyklické ukazatele

Německo králem, eurozóna Popelkou. To platí pro rozvinutost a uznávanost systému nástrojů v oblasti průzkumů mezi spotřebiteli i podniky, ukazatelů ukazujících na budoucí vývoj sentimentu mezi spotřebiteli a jejich chování, klimatu ve výrobě, podnikatelské sféře či celkově ekonomice. Klíčovou roli zde hrají respektované německé instituty ZEW a Ifo i mezinárodně srovnatelné údaje indexu nákupních manažerů od Markit.

Nejprve si učiňme obraz za celou eurozónu. Šestým nejsledovanějším údajem je pro eurozónu specifický průzkum Evropské komise mezi spotřebiteli, na jehož základě vychází údaj o spotřebitelské důvěře EK. Následuje trojice údajů, stojících na průzkumu mezi nákupními manažery ve firmách a to za sektor výroby, kompozitní index a za sektor služeb. Jako 14. nejvíce sledovaný údaj optikou skóre relevance Bloomberg se objevuje subindex očekávání jako součást průzkumu ZEW pro eurozónu.

Tabulka 20: Sledované průzkumy a cyklické ukazatele za eurozónu

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
6	Spotřebitelská důvěra	Consumer Confidence	Průzkumy/cyklické indikátory	85,3659
8	PMI ve zpracovatelském sektoru	PMI Manufacturing	Průzkumy/cyklické indikátory	80,4878
10	PMI index složený	PMI Composite	Průzkumy/cyklické indikátory	75,6098
11	PMI index ve službách	PMI Services	Průzkumy/cyklické indikátory	73,1707
14	Průzkum ZEW, subindex očekávání	ZEW Survey Expectations	Průzkumy/cyklické indikátory	65,8537

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

5.4.1. Průzkumy spotřebitelské důvěry

Indikátor spotřebitelské důvěry Evropské komise (*EU Consumer Confidence Indicator)* a v jeho rámci údaj za eurozónu je sledován pro svou časnost, což je u údaje za eurozónu jako celek cenné. EK publikuje pravidelně s úvodem třetí dekády sledovaného měsíce rychlý odhad Indikátoru spotřebitelské důvěry (vychází v 16:00). Ten je strohý, udává pouze nový číselný údaj za eurozónu a EU. Kompletnější zpráva je k dispozici až na konci měsíce v rámci zprávy k souhrnnému ekonomickému klimatu (Economic Sentiment Indicator). Indikátor je sestaven jako aritmetický průměr z odpovědí na dotazování ke čtyřem oblastem: 1) vývoj finanční situace domácností 2) očekávání vývoje celkové situace v ekonomice (podmínek v ekonomice) 3) očekávání vývoje nezaměstnanosti 4) vývoj úspor. Horizontem pro zjišťované očekávání spotřebitelů je příštích 12 měsíců.

Z pohledu lokálního investora a návaznosti české ekonomiky na německou je důležité sledování sentimentu německého spotřebitele. Pro obsahovou i realizační souvislost do tohoto místa doplním průzkum, který za vytčenou hranicí 60 bodů sledovanosti dle Bloomberg pro Německo (viz tabulka dále) jen těsně zaostal. Je jím **spotřebitelská důvěra dle výzkumné agentury GfK** (*GfK Consumer Confidence*). Ta je lokálním sledovaným indikátorem spotřebitelského sentimentu a spotřebitelských očekávání. Index je publikován vždy před koncem měsíce, pro který je proveden, a pracuje se sezónně

očištěnými daty metodou X-12-Arima[189]. Sledovaný vzorek je sestavován dle kritérií pohlaví, věku, povolání, velikosti domácnosti i spolkové země a velikosti sídla (města) respondenta. Ve vztahu k Indikátoru spotřebitelské důvěry Evropské komise je důležité, že výzkumná agentura GfK je jedním ze subjektů, který pro EK sbírá data pro souhrnný průzkum za eurozónu a sama svou zprávu z pohledu zveřejnění časuje mezi rychlý odhad Evropské komise a její finální indikátor ekonomického klimatu s podrobnými údaji.

Průzkum GfK pro Německo je součástí širšího zjišťování "*GfK Consumer Climate MAXX survey*", realizovaného cestou zhruba dvou tisíc rozhovorů se spotřebiteli. Dotazováno je ve výhledu příštích 12 měsíců: očekávané zlepšení či zhoršení finanční situace domácnosti, očekávání vývoje celkové německé ekonomiky, očekávání vývoje spotřebitelských cen, očekávání ochoty k velkým nákupům (typu zařízení domácnosti) a konečně očekávaný vývoj rozumnosti tvorby úspor[190]. Kromě celkového indexu jsou k dispozici index ekonomických očekávání (*Economic expectations*), index očekávání vývoje příjmů (*Income expectations*) a index ochoty k nákupům (*Wllingnes to buy*). Tato komponenta je důležitá, protože poskytuje očekávání za jednotlivé spotřebitelské segmenty.

Z pohledu kalkulace a čtení indexu jsou jeho součásti počítány z diferencí mezi pozitivními a negativními odpověďmi respondentů. Bilance je spočtena z diferencí procentuálního zastoupení odpovědí k dané otázce na škále ++, +, 0, -, -- a „bez odpovědi". Následnou přípustnou hodnotou výsledku je údaj na škále +100 a -100 bodů. Následně je výsledek výše uvedenou statistikou metodou přepočten tak, aby dlouhodobým průměrem indexu byla 0. Kladné hodnoty indikátoru pak ukazují na nadprůměrná očekávání spotřebitelů (celkově či za daný subindex), záporné naopak na podprůměrná.

5.4.2. Indexy nákupních manažerů

Index nákupních manažerů (*Purchasing Managers Index* **– PMI,** dále jako PMI**) a jeho dílčí indexy** zveřejňuje soukromý poskytovatel dat Markit Economics[191]. Hodnoty PMI nad 50 body ukazují na expanzi a zlepšení podmínek v odvětví, pod 50 body naopak na útlum či zhoršení podmínek v odvětví. Směrem k vývoji sektoru i k celkovému vývoji ekonomiky jsou ekonomy a analytiky sledovány zejména opakované růsty a opakované poklesy indexu PMI a jeho dynamika (akcelerace růstu či propadu a naopak zvolňování).

Hlavní devizou indexu nákupních manažerů od Markit je mezinárodní porovnatelnost údaje. **Obecnou hodnotou** PMI, která byla popsána již u amerických indexů nákupních manažerů, je zjišťování na reálném vývoji u firem v sektoru výroby i služeb a tedy

[189] Metodu pro sezónní očišťování dat vyvinul US Census Bureau a je dostupná i jako funkce pod operačními systémy Windows (Excel) a Linux/Unix, dostupné zde: http://www.census.gov/srd/www/x12a/ (cit. 18.1.2014)

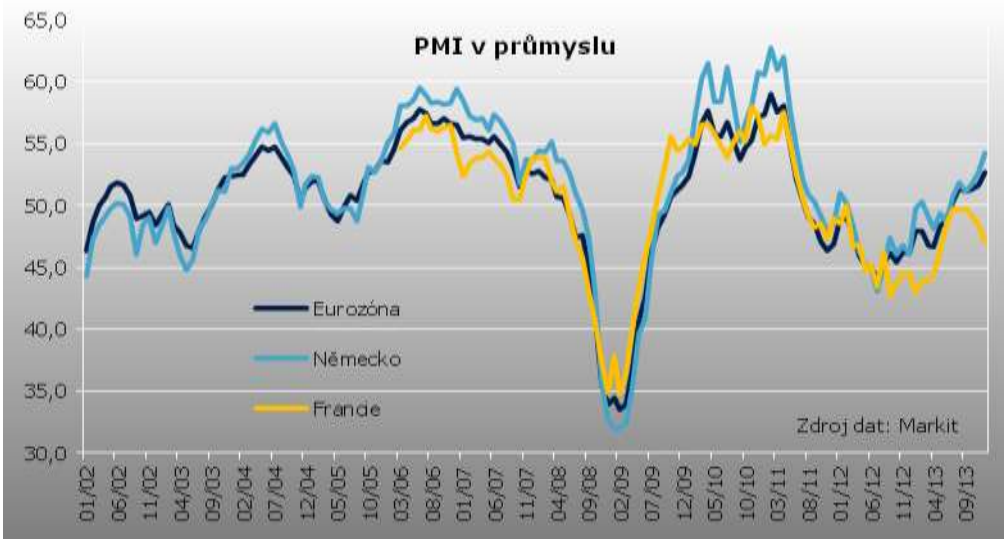
[190] Metodika dostupná z: http://www.gfk.com/imperia/md/content/presse/090727_consumer_climate_methodology.pdf (cit. 18.1.2014)

[191] V celosvětovém měřítku největší se základnou pro zjišťování, která přesahuje 20 tisíc firem ve více než 30 zemích světa dle informace Markit.

podložení údaje „tvrdými provozními daty“ proti „dojmům spotřebitelů“ u průzkumů spotřebitelské nálady. PMI je komplexním údajem o vývoji ekonomických podmínek mezi firmami, dalece předbíhajícím oficiální statistiky odpovídajícího sektoru (průmysl, služby). Například PMI eurozóny za průmysl (*PMI Manufacturing*) je v podobě rychlého odhadu údaje dostupný na přelomu druhé a třetí dekády sledovaného měsíce a finální údaj na sklonku sledovaného měsíce či začátku následujícího. Proti průmyslové výrobě eurozóny za daný měsíc je tak rychlý odhad údaje publikován dříve o téměř dva měsíce (standardní publikace 1,5 měsíce po měsíci sledovaném), podobně proti průmyslové výrobě za Německo i vývoji průmyslových objednávek (obojí 1. dekáda obnásledujícího měsíce).

Vývoj indexu nákupních manažerů v průmyslu za eurozónu a její dvě nejsilnější ekonomiky – Německo a Francii – zachycuje následující graf.

Graf 54 : Index nákupních manažerů v průmyslu za eurozónu, Německo a Francii



(Zdroj: vlastní zpracování)

Průzkum Markit v podobě indexu nákupních manažerů v průmyslu eurozóny není podložen daty ze všech zemí, ale stojí na průzkumu mezi více než 3 tisícovkami firem z Německa, Francie, Itálie, Španělska, Nizozemí, Rakouska, Irska a Řecka. Tyto země dohromady pokrývají přes devět desetin celkové průmyslové aktivity v eurozóně. Společnost Markit mezi firmami dotazuje zejména hodnocení celkových provozních podmínek, nové objednávky domácí a exportní, vývoj zaměstnanosti v sektoru či dodací lhůty. Rychlý odhad údaje dle Markit stojí typicky na 85 % až 90 % všech pro finální údaj zpět doručených odpovědích a rozdíl mezi předběžným a finálním údajem se tak blíží nule.[192] O několik dní později (obvykle do pěti) přicházejí údaje z **průzkumu v sektoru služeb** (*PMI Services*) a na ty čeká také kompozitní index nákupních manažerů za celý soukromý sektor (*PMI Composite*). Šetření za sektor služeb doplňuje průzkum za průmysl

[192] Viz poznámky pro editory ve finální zprávě za prosinec: http://www.markiteconomics.com/Survey/PressRelease.mvc/b2dfe04a4c1e4e71802d7338b698602f (cit. 14.1.2014)

o údaje od zhruba dvou tisíc soukromých firem v sektoru služeb, kompozitní PMI tedy stojí na odpovědích od zhruba pěti tisíc firem. PMI za služby stojí na datech Německa, Francie, Itálie, Španělska a Irska – zemí, které dohromady přesahují 80% podíl na sektoru služeb v eurozóně. Rychlý odhad údaje PMI za služby i kompozitní stojí na zhruba 75 % až 85 % navrácených dotaznících. Mezi rychlým odhadem údaje a finálním údajem Markit přiznává průměrnou odchylku 0,0 a v absolutním vyjádření 0,3 u služeb a kompozitního PMI proti 0,0 a 0,2 u průmyslu[193].

5.4.3. Markit PMI: Některá data některým dříve

V rámci Spojených států bylo dvakrát – na příkladu zářijové kauzy Fed a praxe zveřejňování Michiganského indexu ze strany Reuters – poukázáno na problém nestandardního dodání kurzotvorné informace na finanční trhy, narážející na debatu asymetrie informací či přímo důvěrného obchodování. Popsána byla také standardní práce médií s embargem. Také údaje od Markit jsou postupovány standardně pod embargem do oficiálního času publikace. V rámci dohody s agenturou Reuters ale vedle toho také Markit postupuje řadu klíčových lokálních indexů nákupních manažerů (PMI za vybrané země a uskupení ekonomik), které jsou pro trhy kurzotvorným údajem, agentuře Reuters o dvě minuty dříve před oficiální publikací. V praxi to znamená, že v případě využití dvouminutové dohody o přednostní publikaci a navíc přípravě informace pod embargem můžeme od Reuters[194] obdržet hlavní údaje zprávy o PMI v českém jazyce před oficiálním zveřejněním reportu v angličtině o jednu až dvě minuty. Konkurenci v podobě agentury Bloomberg v takovém případě nezbude, než údaj bleskově přepsat rovněž před oficiálním zveřejněním s dovětkem „citace Reuters“ (*citing Reuters*). U dohody Markit a Reuters byl byl jako její důvod uveden záměr dosažení shodně rychlého přístupu k datům Markit „kdekoli na světě“, obsahem je nicméně opět zvláštní datový kanál, upravený pro algoritmické obchodování[195] a vysokofrekvenční obchodování[196]. Finanční parametry dohody zveřejněny nejsou. Tyto dohody pouze zdůrazňují dnešní stav informačního zpravodajství pro finanční trhy: konkurenční střet o co nejdřívější zprostředkování kurzotvorného údaje a exkluzivitu realizovanou tím způsobem, že předběhnut v publikaci je samotný zpracovatel a oficiální poskytovatel informace.

[193] Dostupné v Pozn. 122 a http://www.markiteconomics.com/Survey/PressRelease.mvc/8990b59b325c4908ab9750fb9e59b018 (cit. 14.1.2014)

[194] Pokud lokální zpravodajský tým neprokáže lenost.

[195] Přístup k datům popsán například zde: http://extranet.datastream.com/data/Economics/Documents/Markit%20PMI%20Pass%20Through%20Service%20Datastream.doc (cit. 14.1.2014)

[196] Zpráva včetně poukazu BIS a britského regulátora FSA zde: http://forexmagnates.com/latency-execution-data-reuters-add-markits-pmi-news/ (cit. 14.1.2014)

5.4.4. ZEW a Ifo

Index nákupních manažerů od Markit, zaujímající čelní příčky sledovaných dat za eurozónu, je odsunut do pozadí v rámci předstihových údajů za Německo. Tam vládnou lokální ekonomické instituty ZEW a Ifo.

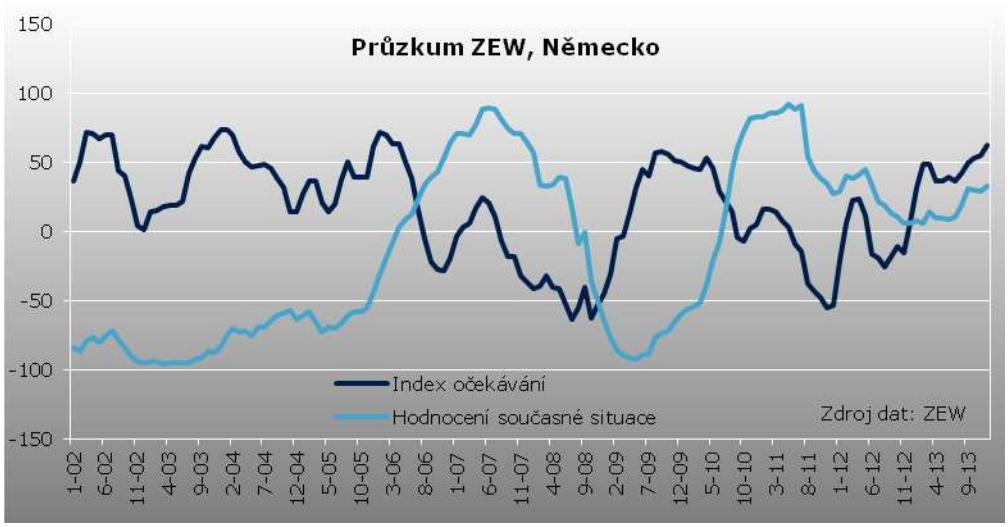
Tabulka 21: Sledované průzkumy a cyklické ukazatele za Německo

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
1	ZEW indikátor ekonomického sentimentu	ZEW Survey Expectations	Průzkumy/cyklické indikátory	98,2143
2	IFO index podnikatelského klimatu	IFO Business Climate	Průzkumy/cyklické indikátory	96,4286
3	ZEW subindex hodnocení současných podmínek	ZEW Survey Current Situation	Průzkumy/cyklické indikátory	94,6429
4	PMI ve zpracovatelském sektoru	PMI Manufacturing	Průzkumy/cyklické indikátory	92,8571
6	IFO subindex očekávání	IFO Expectations	Průzkumy/cyklické indikátory	89,2859
8	IFO subindex současných podmínek	IFO Current Assessment	Průzkumy/cyklické indikátory	85,7143
12	PMI index ve službách	PMI Services	Průzkumy/cyklické indikátory	78,5714

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

V absolutním čele sledovanosti údajů z německé ekonomiky je komponenta očekávání **Indikátoru ekonomického sentimentu**, sestavovaného mannheimským institutem Zentrum für Europäische Wirtschaftsforschung - **ZEW** (*ZEW Survey Expectations*).

Graf 55: ZEW Indikátor ekonomického sentimentu – očekávání a současné podmínky – Německo



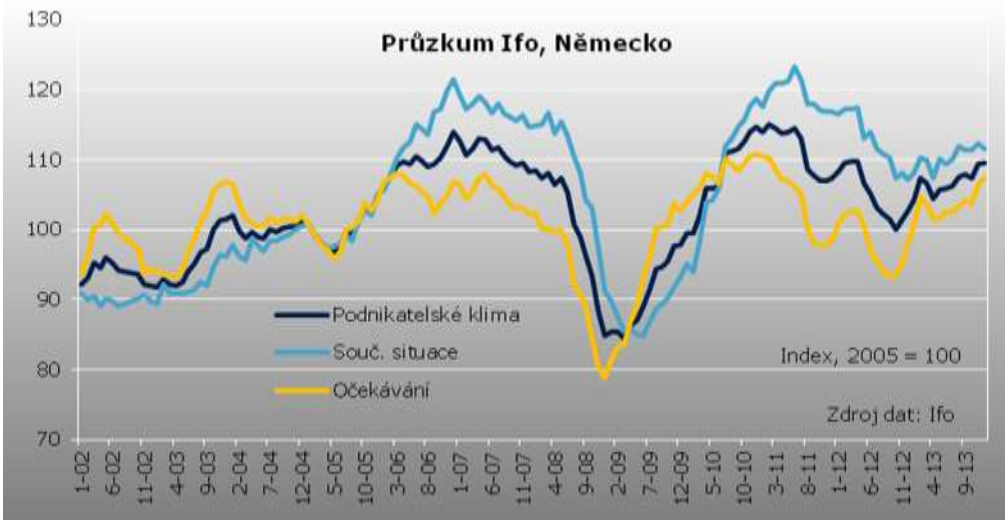
(Zdroj: vlastní zpracování)

Průzkum je realizován dotazováním mezi zhruba 350 finančními experty a jeho konstrukce je snadno srozumitelná. Otázka na budoucí vývoj německé ekonomiky v nejbližších šesti měsících zní, zda respondenti očekávají zlepšení, stagnaci či zhoršení situace a výsledek je odrazem procentuálního rozdílu mezi kladnými a zápornými odpověďmi. Pokud tedy například 40 % respondentů čeká zlepšení, 40 % je neutrálních ve svém očekávání a 20 % čeká zhoršení, výsledná hodnota indexu očekávání bude +20. Z toho vyplývá škála od +100 do -100 bodů s dělící nulou mezi očekávaným zlepšením a zhoršením. ZEW průzkum je velmi rychlý, publikován kolem poloviny sledovaného měsíce (typicky

v 11:00). **Očekávání** respondentů jsou porovnávána s jejich **hodnocením současných podmínek,** v rozdělení na dobré, „normální“ (lze interpretovat jako ani tak, ani tak) a špatné. V kompletním reportu se pak dozvíme očekávání německých expertů pro tempo inflace, krátkodobé i dlouhodobé úrokové míry (očekáván růst, stagnace nebo pokles) a vývoj kurzu USD, JPY, GBP a CHF proti euru (očekávána apreciace, stagnace či depreciace). To je sledováno například i v kontextu odezvy na rétoriku ECB a v rovině změny očekávání pro sazby i vývoj devizových kurzů. Součástí průzkumů jsou očekávání pro klíčové světové akciové indexy, vývoj ceny ropy Brent a vybrané sektory hospodářství. ZEW je tak cenným pohledem na očekávání v nejsilnější ekonomice eurozóny pro vývoj v Německu, ale také eurozóně, USA, Japonsku, Velké Británii, Francii a Itálii[197].

Druhým klíčovým německým průzkumem je **Index podnikatelského klimatu** (*Ifo Business Climate Index*), sestavovaný mnichovským Ifo Institutem.

Graf 56 : Ifo Index podnikatelského klimatu + očekávání a současné podmínky – Německo



(Zdroj: vlastní zpracování)

Institut Ifo index sestavuje na podkladě dat od zhruba sedmi tisíc firem z oblasti výroby, stavebnictví, velkoobchodu a maloobchodu. Tyto firmy jsou dotazovány na jejich hodnocení současné situace po hospodářské stránce a na jejich očekávání na horizontu příštích šesti měsíců. Současné podmínky mohou hodnotit jako „dobré“, „uspokojující“ či „špatné“, očekávání pak jako „příznivější“, „beze změny“ či „méně příznivé“. Podobně indexu ZEW pak z procentuálního poměru odpovědí „dobré“ a „špatné“ u hodnocení současné situace a „příznivější“ a „méně příznivé“ u očekávání vznikají tyto dva suubindexy. Hodnoty jsou za účelem zanesení do grafu normalizovány k průměru roku 2005.

[197]Prosincový report ZEW k náhledu zde: http://download.zew.de/e_12_2013_table.pdf (cit. 14.1.2014)

Postup kalkulace indexu je tedy následující:

$$\text{Podnikatelské klima} = (\sqrt{}\ (\text{situace} + 200) * (\text{očekávání} + 200)) - 200$$

A přepočet do grafu:

$$\text{Hodnota indexu} = ((\text{bilance v současném měsíci} + 200)/$$

$$(\text{průměrná bilance v základním roce} + 200)) * 100$$[198]

Ifo index vychází obvykle v první polovině třetí dekády sledovaného měsíce. Investoři a ekonomové jej tak srovnávají s dřívějšími údaji o indexu ZEW (za Německo a podružně celou eurozónu) a indexu nákupních manažerů (opět zejména za Německo a eurozónu). Zatímco ZEW je spíše „hlasem trhu“, Ifo pak „hlasem firem“ a výše uvedený GfK „hlasem spotřebitelů“.

5.5. Trh práce

Do klidnějších evropských vod se v kontrastu s ukazateli nabitým a hektickým ekonomickým kalendářem Spojených států vracíme pohledem na statistiku trhu práce za eurozónu a Německo. V eurozóně je základním sledovaným ukazatelem míra nezaměstnanosti, za Německo ji důrazem předbíhá absolutní změna počtu nezaměstnaných.

Tabulka 22: Sledované ukazatele trhu práce za eurozónu

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
12	Míra nezaměstnanosti	Unemployment Rate	Trh práce	70,7317

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

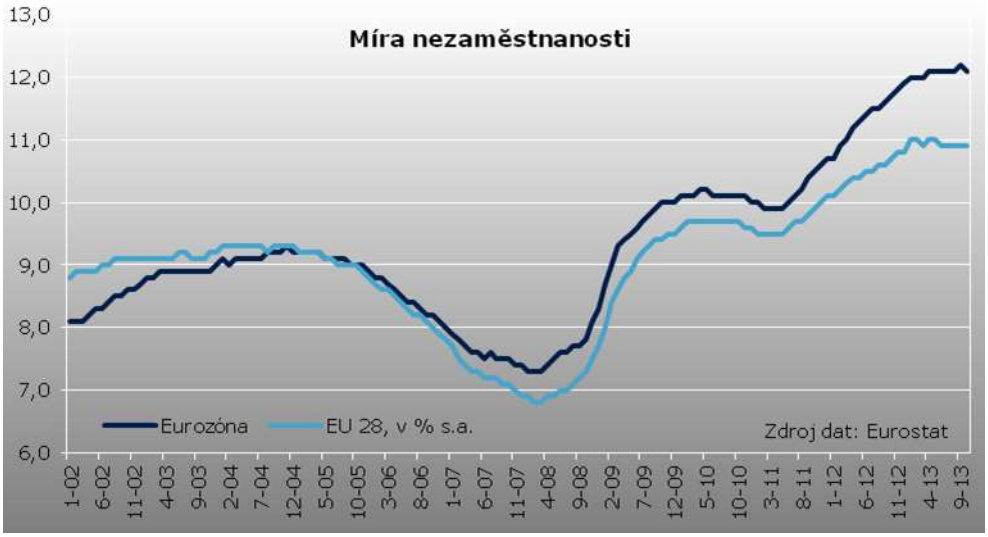
Zdrojem pro údaj o míře nezaměstnanosti v eurozóně a celé EU je Evropský statistický úřad Eurostat, který jej publikuje v průběhu první dekády měsíce obnásledujícího po měsíci sledovaném. Výchozí sledovanou podobou je sezónně očištěná míra nezaměstnanosti a její srovnání meziměsíčně a meziročně v procentech. Současná[199] míra nezaměstnanosti v eurozóně dosahuje 12,1 procenta, za celou EU je pod 11 %. Zatímco v eurozóně byl v první lednové dekádě znám údaj za listopad, ze Spojených států již míra nezaměstnanosti za prosinec. Za eurozónu je „potížistou“ Řecko, kde u země s nejvyšší měrou nezaměstnanosti v rámci EU je znám pravidelně pouze o měsíc starší údaj.

Zvýrazněním ve statistice za EU a eurozónu je samostatné zvýrazněné uvádění nezaměstnanosti mladých, vymezených věkovou skupinou 15-24 let. Její rozsah za eurozónu za listopad 2013[200] byl 3,575 milionu osob a 24,2 %. Údaj je sledován zejména

[198] Dle Ifo, dostupné zde: http://www.cesifo-group.de/ifoHome/facts/Survey-Results/Business-Climate/Calculating-the-Ifo-Business-Climate.html (cit. 14.1.2014)
[199] V době psaní práce byl nejčerstvějším dostupným údajem listopad 2013.
[200] V době psaní práce byl nejčerstvějším dostupným údajem listopad 2013.

kvůli závratným úrovním v jižním křídle eurozóny, kde ukazatel v průběhu vleklé recese tamních ekonomik a evropské dluhové krize narostl do hodnot nad 50 %. Motiv ale není pouze ekonomický, ale i kulturní. Údaj za Španělsko za listopad 2013 dosahoval 57,7 %[201], za Řecko 54,8 %. Údaj má svá specifika, jejichž rozbor neodpovídá cíli této práce[202].

Graf 57 : Vývoj míry nezaměstnanosti v eurozóně a EU



(Zdroj: vlastní zpracování)

Pohledu na německý trh práce dominuje absolutní změna počtu lidí bez práce nad měrou nezaměstnanosti. Také Spolkový úřad práce typicky komentuje neočištěné číslo v tisících a až pak sezónně očištěnou změnu míry nezaměstnanosti.

Tabulka 23 : Sledované ukazatele trhu práce za Německo

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
9	Změna počtu nezaměstnaných v tisících	Unemployment Change (000's)	Trh práce	83,9286
13	Míra nezaměstnanosti	Unemployment Rate	Trh práce	76,7857

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

V průběhu první poloviny roku 2013 dosáhla míra nezaměstnanosti v Německu významného milníku – klesla na hodnoty nejnižší od znovusjednocení země, tedy za více než dvě dekády let. Proti tomuto minimu 6,8 % na konci roku 2013 dosahovala 6,9 %, ale byla doprovozena opět absolutním úbytkem nezaměstnaných. Pro ekonomy a analytiky je vývoj německé nezaměstnanosti významný kvůli tomu, že Německo je nejsilnější ekonomikou eurozóny, která ji jako celek táhne směrem k oživení. Zároveň je míra

[201] V této souvislosti zmíníme, že boj proti nezaměstnanosti mladých je jedním z hlavních cílů, vytčených Evropskou unií a Španělsko a další tímto faktorem zasažené země na boj s ní mimo jiné získávají dotace EU v řádu miliard eur.

[202] Popsáno například Eurostatem zde: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/statistics_explained/index.php/Youth_unemployment (cit. 14.1.2014)

nezaměstnanosti jedním z nejzpožděnějších ukazatelů hospodářského cyklu a její pokles tedy značí pověstnou tečku za obdobím útlumu ekonomiky.

Zpoždění mezi oznámením míry nezaměstnanosti z Německa a harmonizovaného údaje za eurozónu dosahuje plný měsíc. Německý údaj je znám na sklonku sledovaného měsíce či těsně v úvodu následujícího. O to výrazněji vyplouvá na povrch, že ani o měsíc později přicházející report za eurozónu ještě neobsahuje některé národní údaje. U nezaměstnanosti samozřejmě nemůžeme uvažovat jakoukoli „předstihovost" Německa vůči eurozóně, kde parametry jednotlivých zemí jsou zásadně jiné, můžeme spíše sledovat dynamiku národní nezaměstnanosti (růst či pokles) ve vedoucích ekonomikách eurozóny a skrze jejich váhu z ní usuzovat na vývoj za eurozónu jako celek.

Aktuální vývoj skutečné míry nezaměstnanosti za eurozónu jako celek naznačuje, že v průběhu roku 2013 došlo na stabilizaci. Nadále vyhrocená situace v jižním křídle eurozóny a zesilující přesvědčení, že ekonomika Francie se bez reforem příliš nezlepší a prostor snížení nezaměstnanosti tak nedá, v kombinaci s již rekordně nízkými hodnotami nezaměstnanosti v Německu, neponechávají příliš prostoru se domnívat, že blízké měsíce budou pro nezaměstnanost v eurozóně znamenat viditelnější zlepšení. Naopak, zejména velké německé firmy se začínají ozývat proti plánům nastupující nové vládní koalice v Německu v oblasti úpravy pracovního práva. Mezi záměry je i stanovení minimální mzdy ve výši 8,5 EUR na hodinu, proti čemuž se zejména průmyslové podniky ozývají v rovině možného zhoršení mezinárodní konkurenceschopnosti.

5.6. Maloobchod a velkoobchod

Shodná hlavním údajem a zhruba i prioritou sledování je za eurozónu a Německo statistika za maloobchod. Vývoj za úroveň velkoobchodu se mezi nejsledovanější čísla naopak neprosadil. U Spojených států je přitom změna velkoobchodních zásob v ekonomickém kalendáři prioritou výše.

Tabulka 24: Sledované ukazatele maloobchodu za eurozónu

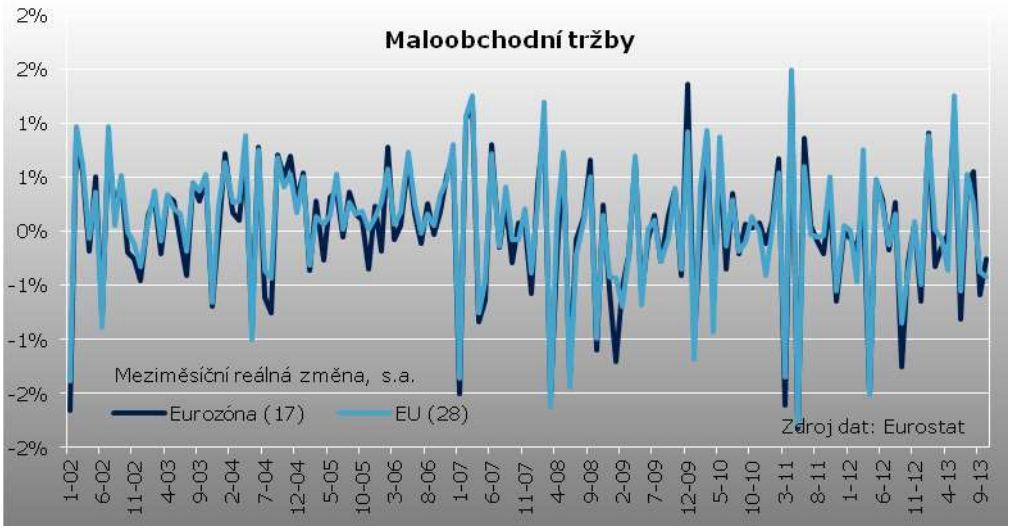
Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
13	Maloobchodní tržby, meziměsíční změna	Retail Sales MoM	Maloobchod a velkoobchod	68,2927
15	Maloobchodní tržby, meziroční změna	Retail Sales YoY	Maloobchod a velkoobchod	63,4146

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Údaj Eurostatu o měsíčním vývoji maloobchodních tržeb[203] se dozvídáme před koncem první dekády měsíce obnásledujícího po sledovaném. Základní a nejdůležitější podobou je meziměsíční změna na sezónně očištěných datech.

[203] Eurostatem nazýváno *„Volume of retail trade"*.

Graf 58 : Vývoj maloobchodních tržeb v eurozóně a EU, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Meziročně je pak vykazována podoba, očištěná o kalendářní variace[204].

Graf 59 : Vývoj maloobchodních tržeb v eurozóně a EU, meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Údaj o německém maloobchodě ten za eurozónu předbíhá o několik dní v rámci shodné první dekády měsíce a jako indikaci nejméně směru vývoje jádra eurozóny jej použít můžeme a finančními trhy je v této roli přijímán.

[204] *Wda = Working-day adjustment*

Tabulka 25: Sledované ukazatele maloobchodu za Německo

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
18	Maloobchodní tržby, meziměsíční změna	Retail Sales MoM	Maloobchod a velkoobchod	66,0714
20	Maloobchodní tržby, meziroční změna	Retail Sales YoY	Maloobchod a velkoobchod	62,5000

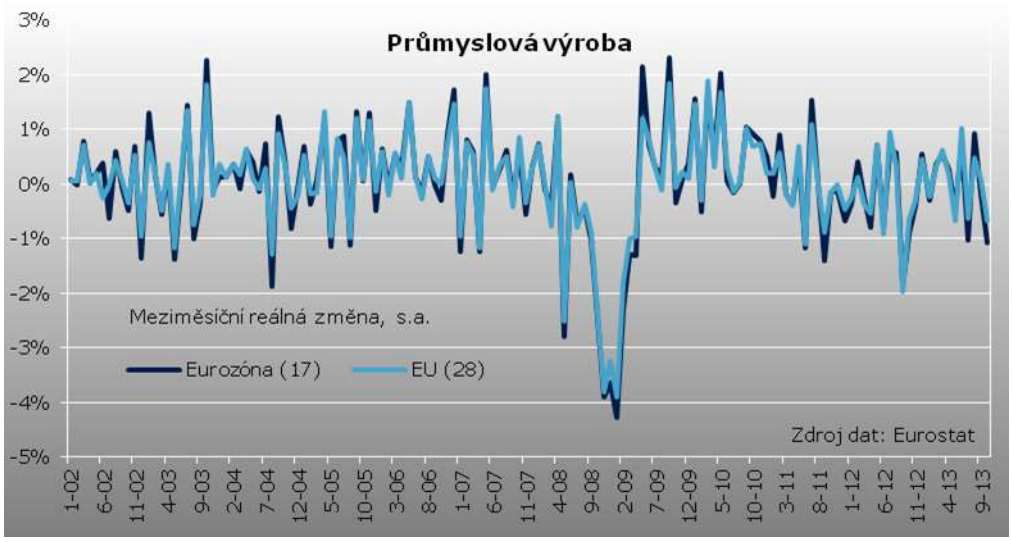
(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Měsíční zpráva o vývoji maloobchodu za eurozónu je stručná, obsahuje meziměsíční a meziroční dynamiku se zohledněním volatilních složek, tedy „Bez potravin" a naopak za „Potraviny, nápoje a tabák". Výrazně volatilní obecně také jsou tržby za pohonné hmoty. Americká statistika oproti tomu proměnlivost omezuje prioritně vyloučením prodejů aut.

5.7.Sektor průmyslu

Největší národní ekonomiky eurozóny – Německo a Francie – a dále ekonomiky Itálie, Španělska či Nizozemí jsou klíčovými přispěvateli k průmyslové aktivitě za eurozónu jako celek. Ta je měřena zejména vývojem ukazatele **průmyslové produkce**, sledovaného Eurostatem, za nejsilnější německou ekonomiku pak Spolkovým statistickým úřadem Destatis. Údaj Eurostatu vychází obvykle před polovinou měsíce obnásledujícího za měsíc sledovaný v 11:00 a finančními profesionály nejsledovanější je v podobě meziměsíční změny sezónně očištěných dat.

Graf 60 : Vývoj průmyslové výroby v eurozóně a EU, meziměsíční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Standardním časem publikace údaje z německého průmyslu je 12:00, ale o několik dní před číslem z eurozóny (v rozsahu do jednoho týdne). Role údaje rychlejšího a za „průmyslový motor Evropy" z něj činí právem zdroj pozdního upravování tržního konsensu pro údaj za eurozónu jako celek a jeho předobraz. Také výchozí podobou německého sledovaného údaje je meziměsíční změna v procentech na sezónně očištěných

datech. U obou pak meziměsíční změnu doplňuje meziroční dynamika v podobě očištěné o kalendářní variace.

Tabulka 26: Sledované ukazatele průmyslu za eurozónu

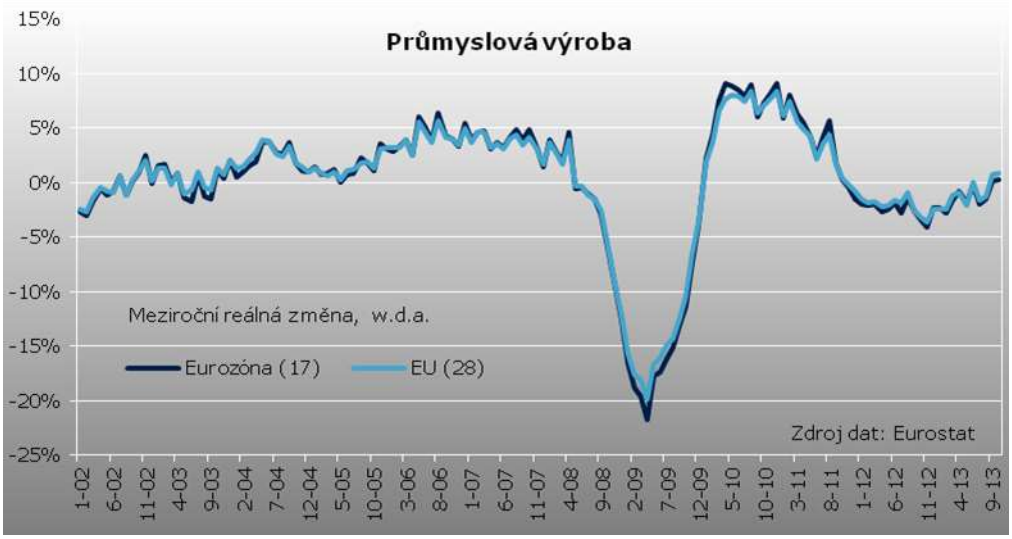
Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
17	Průmyslová produkce, sezónně očištěno, MoM	Industrial Production SA MoM	Sektor průmyslu	60,9756

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Zpráva o vývoji průmyslové produkce v eurozóně poskytuje obraz o segmentech produkce kapitálového zboží, dále zboží dlouhodobé spotřeby, běžné spotřeby a za produkci energií.

Regionálně (údaj za členské země) pak je sledován zejména vývoj jádra eurozóny vůči zbytku, v aktuálních podmínkách vývoje ekonomiky zejména, zda se k oživení německého průmyslu připojují další velké ekonomiky a dluhovou krizí nejostřeji zasažené jižní křídlo bloku. Dominanci průmyslového jádra vidíme i z následujících grafů, srovnávajících meziměsíční a meziroční vývoj průmyslu v 17 zemích eurozóny[205] a EU28.

Graf 61 : Vývoj průmyslové výroby v eurozóně a EU, meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

Na samý závěr části k eurozóně a Německu bude znovu potvrzen důraz finančních trhů na časná a předstihová data. Pokud bylo uvedeno, že indikaci o vývoji průmyslu v eurozóně poskytuje dřívější údaj o vývoji průmyslu v Německu (a ještě mnohem dříve především index nákupních manažerů v průmyslu, jak je popsáno výše), v této roli vystupuje také meziměsíční změna **objednávek německého průmyslu.** Obvyklým časem zveřejnění je 12:00, jeden den před údajem z německého průmyslu. Pozornost ve zprávě statistického úřadu Destatis je věnována zejména tomu, jakou měrou a jakým směrem k vývoji přispívají domácí zakázky a jakou exportní objednávky. Pro stabilitu německého průmyslového exportu je také důležitý vývoj exportních zakázek mimo země eurozóny

[205] Grafy na datech roku 2013 jsou bez Lotyšska.

vůči exportu v rámci zemí platících eurem. Po výše naznačených oblastech za průmysl pak je sledován vývoj u zboží kapitálové povahy, spotřebního zboží a na úrovni meziprodukce.

Tabulka 27: Sledované ukazatele průmyslu za Německo

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
5	Průmyslová produkce, sezónně očištěno, MoM	Industrial Production SA MoM	Sektor průmyslu	91,0714
7	Průmyslové objednávky MoM	Factory Orders MoM	Sektor průmyslu	87,5000

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Dynamika jednotlivých komponent objednávek v průmyslu je důležitá pro odhad vývoje zrychlení (zrychlení růstu objednávek), zpomalení (zvolnění růstu objednávek), růstu (růst objednávek) či poklesu (pokles objednávek) průmyslové výroby a také očekávání změny jejího výhodě z pohledu času. Typicky objednávky zboží dlouhodobé spotřeby (analogicky americkým „*durables*“) jsou uspokojovány na delším časovém horizontu, než u spotřeby běžné. Objednávky německého průmyslu jsou vysoce relevantním údajem také pro vývoj české ekonomiky, na Německo exportně navázané.

6. Vybrané otázky čínské a japonské ekonomiky

Do obrazu o tom, jak si finanční trhy utvářejí pohled na vývoj klíčových světových hospodářství, musí patřit zastoupení asijských ekonomik. Region přitom nabízí dva naprosto odlišné „vládce“ – vyspělou ekonomiku Japonska a rozvíjející se trhy vedoucí Čínu s direktivně řízenými parametry rozvoje ekonomiky a jen velmi postupným posunem od ekonomiky tažené konkurenční výhodou levné výroby a exportem k ekonomice, výrazněji hnané domácí spotřebou.

Pohled ekonomů a investorů, kteří nejsou na asijských finančních trzích přímo účastni, není primárně veden zájmem o čínský vnitřní rozvoj, ale zájmem o to, jak průběžně prudký rozvoj čínské ekonomiky s problémy, na které na této cestě naráží, ovlivňuje a do budoucna ovlivňovat může celosvětové finanční trhy a globální ekonomiku. Body zájmu jsou plnění vládního cíle růstu ekonomiky a průběžné odchylky vývoje od něj, provokující ladící reakci měnové a fiskální politiky v rukou vládnoucí komunistické strany. Ruku v ruce s rychlým růstem jde spotřebitelská i výrobní inflace a problém vzniku bublin na různých druzích aktiv. Specifikem Číny je prudký růst investic a dluhu, doprovázející veřejné investiční projekty při procesu urbanizace – stěhování Číňanů z venkovských oblastí do měst. Samostatnou otázkou je řízené uvolňování čínského kapitálového trhu a bankovnictví, s čímž souvisí i sektor šedého bankovnictví, a v neposlední řadě politika řízeného uvolňování kurzu čínského jüanu, fakticky tempo, kterým mu čínská vláda dovolí zpevňovat.

U Japonska je zase ústředním motivem s koncem roku 2012 započatý frontální úder hospodářské politiky proti pokračování mnohaletého sevření země v deflaci cestou prudké monetární expanze i investičně nastavené fiskální politiky, pro což se podpůrným argumentem stala obnova země po rozsáhlém zemětřesení v roce 2011.

Jak vidno, na rozdíl od Evropy a souvislostí eurozóny a jejího motoru Německa, dvě zcela odlišné asijské ekonomiky v žádném případě smísit nemůžeme. Práce tedy začne Čínou.

6.1. Čína

Úvodem budiž nabídnuta opět tabulka priorit, se kterou investiční profesionálové, uživatelé placených terminálů Bloomberg, nahlížejí na jednotlivá data, vycházející o vývoji čínské ekonomiky. Z ní vyplývá, že tři ze čtyř klíčových údajů se váží k vývoji inflace a to na úrovni spotřebitelů, producentů a expanze měnového agregátu jako zdroje pro ni. Mezi tyto ukazatele vstupuje hrubý domácí produkt, pro jehož tempo růstu je stanoven vládní cíl.

Tuto čtveřici údajů následují dva předstihové ukazatele podmínek ve zpracovatelském sektoru v podobě opět indexů nákupních manažerů, z nichž jeden je vládní a druhý soukromě sestavovaný a mezinárodně porovnatelný od Markit ve spolupráci s HSBC. Ty se již pohybují kolem hranice nejvyšší sledovanosti, vymezené 80 body. Teprve za těmito daty je ukazatel, poskytující informaci o maloobchodu, následován standardní trojicí

ukazatelů vývoje zahraničního obchodu: saldem obchodní bilance, meziroční dynamikou vývozu a meziroční dynamikou dovozu.

Tabulka 28: Nejsledovanější ukazatele čínské ekonomiky

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
1	Index spotřebitelských cen, meziroční změna	CPI YoY	Ceny	96,6667
2	HDP, meziroční změna	GDP YoY	Celková ekonomika	93,3333
3	Index cen výrobců, meziroční změna	PPI YoY	Ceny	90,0000
4	Peněžní nabídka M2, meziroční změna	Money Supply M2 YoY	Měnová politika	86,6667
5	PMI ve zpracovatelském sektoru	Manufacturing PMI	Průzkumy/cyklické indikátory	83,3333
6	*PMI ve zprac. sektoru dle HSBC/Markit*	*HSBC/Markit Manuf. PMI*	*Průzkumy/cyklické indikátory*	*76,6667*

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Pohled do kalendáře čínského statistického úřadu ukazuje, že jako první v měsíci a to hned první den je poskytována informace o indexu nákupních manažerů ve výrobní sféře. Ten je o dva dny později následován index za nevýrobní sféru. Na přelomu první a druhé dekády měsíce přicházejí souběžně zprávy o vývoji spotřebitelských a produkčních cen. Na přelomu druhé a třetí dekády měsíce statistický úřad vydává sadu měsíčních reportů o průmyslové výrobě, maloobchodních tržbách a sadu ukazatelů o investicích se zvláštním sledováním soukromých investic a investic do developmentu v realitách. Zhruba ve stejnou dobu v měsíci je také vydávána měsíční zpráva o vývoji prodejních cen domů v 70 velkých městech Číny. Tyto dva ukazatele se váží k bedlivému hlídání cenového vývoje na čínském realitním trhu. Od chronologie se vraťme k významovému řazení.

6.1.1. Inflace a měnová politika

Nejvýše sledovaným indikátorem inflace v Číně je **index spotřebitelských cen** (*Consumer Price Index*) jako odraz trendu a rychlosti změn v cenách zboží a služeb spotřebitelských statků a služeb, nakupovaných **městskými a venkovskými rezidenty**[206]. To je významné specifikum Číny, související s procesem rozvoje a urbanizace země. Celkový CPI je kalkulován ze dvou samostatných indexů za „venkov“ (*Rural Consumer Price Index*), což ale teritoriálně znamená většinu země, a městské aglomerace (*Urban Consumer Price Index*), což naopak znamená většinu inflačních tlaků.

Zatímco městský index je významný pro vztah mezi cenami a mzdami a platy zaměstnanců a dalších pracovníků v „rozvinutých“ oblastech Číny a i dle vymezení statistického úřadu je sledován pro posouzení „životního standardu“ městského člověka, venkovský index je důležitý pro souvislost s vývojem životního standardu typicky rolníků. Měsíční statistika je obvykle zveřejněna na konci první dekády měsíce následujícího po sledovaném.

Z tabulky výše vyplývá, že za Čínu jsou prioritně sledovány meziroční změny ukazatelů. Důvod nelze definovat s plnou jistotou. Jedním faktorem ale jistě je vládou a centrální bankou pozorně sledovaný a korigovaný vztah mezi tempem růstu HDP a tempem růstu

[206] Vymezení Národního statistického úřadu Číny, dostupné z: http://www.stats.gov.cn/enGLISH/ClassificationsMethods/Definitions/200205/t20020517_72386.html (cit. 18.1.2014)

cen. Z řídících zásahů měnové politiky v tomto směru vyplývají citelné výkyvy meziměsíční dynamiky, což si můžeme doložit oficiálním grafem z reportu čínského statistického úřadu za prosinec 2013.

Graf 62 : Vývoj indexu spotřebitelských cen v Číně, meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

S ohledem na kulturní odlišnost proti „Západu" i povahu ekonomiky a jejího řízení má čínský index spotřebitelských cen proti západnímu světu odlišnou strukturu oborového vykazování,[207] například na západní a tradiční čínskou medicínu. Ceny jsou nicméně vykazovány v osmi hlavních skupinách, z nichž si vůči v západním světě obvyklému „bez potravin" a „bez potravin a energií" je možno odfiltrovat kategorii potravin a část kategorie zvané „*residence*", do které spadají právě ceny vody, elektřiny a paliv. Do položky „*residence*" ale vstupují také nájmy, skrze které se do indexu spotřebitelských cen dostává vzestup cen na realitním trhu, jeden z bedlivě sledovaných trendů v čínské ekonomice. Problémem pro růst chudoby a rozevírání nůžek mezi podmínkami ve městech a na venkově, kde se na potraviny vydá až 60 % příjmu, je, že růst indexu spotřebitelských cen vedou svou dynamikou růstu cen právě potraviny. Druhou aktivní složkou jsou ceny oblečení, což souvisí s postupnou proměnou čínského spotřebitele a jeho posunu k luxusním značkám ze strany bohatých i středně-příjmových skupin.

Měsíční zpráva čínského statistického úřadu o **vývoji produkčních cen** vychází časově shodně s vývojem cen u spotřebitelů. Sledována je opět jeho meziroční změna.

Měnové agregáty v rukou čínské centrální banky (*People's Bank of China* - PBOC) se nijak výrazně neliší od mezinárodních zvyklostí. M0 definuje peníze v oběhu. M1, označován samotnou PBOC jako „úzké peníze", obsahu M0 + depozita na vyžádání a M2, označován samotnou PBOC jako „široké peníze", obsahuje M1 + kvazipeníze, tedy

[207] Zpráva za prosinec 2013 dostupná z: http://www.stats.gov.cn/enGLISH/PressRelease/201401/t20140109_497457.html (cit. 18.1.2014)

termínovaná, úsporná a další depozita[208]. Zpráva čínské centrální banky, shrnující finanční statistiku roku 2013,[209] uvádí pro konec roku meziroční růstu agregátu M2 o 13,6 %, meziroční růst agregátu M1 o 9,3 % a úzkých peněz M0 o 7,1 %. Úvěrová expanze v domácí měně RMB i zahraničních měnách dosáhla meziročních 13,9 %, z toho u RMB o 14,1 %. Měsíční vážený průměr mezibankovní zápůjční sazby v prosinci dosahoval 4,16 %.

Nyní se pokusme prioritní sledování inflace a peněžní nabídky v Číně finančními trhy usadit do souvislostí. Růst rozvíjejících se ekonomik je obvykle veden dvěma kanály – snahou co nejrychleji absorbovat nové technologie a expandovat skrze (dotovaný) export a využitím zdrojů na mohutnou investiční aktivitu. S důrazem na nabídkovou stranu ekonomiky souvisí investice do rozvoje infrastruktury i čínský proces stěhování obyvatel do měst. Růst je tažen investicemi. Ty se na výdajovém vyjádření HDP v Číně podílejí takřka polovinou, zatímco spotřeba řádově jednou třetinou. Jak vysoký by tedy musel být růst spotřeby, aby teoreticky pokryl 7% růst ekonomiky? Zhruba 20 % ročně. Při teoretickém 10% růstu spotřeby ročně ta přispěje ke „chtěnému" tempu růstu čínského HDP kolem 7 % zhruba polovinou.

Čína svůj vysoký růst od počátku finanční krize v roce 2007 financovala agresívním úvěrováním. Výsledkem procesu, do kterého spadají i stimulační balíky v letech 2009 až 2010, je nárůst dluhu vůči HDP za období 2007 až 2012 o 56 procentních bodů na více než 200 %. Z tohoto čísla za rok 2012 připadal ekvivalent 20 % HDP na spotřebitelské úvěry, 24 % na vládní dluh, oproti tomu 142 % za zadlužení na úrovni firem[210]. Dalším známým faktem je prudký růst šedého bankovnictví. Goldman Sachs odhaduje, že za posledních pět let jeho podíl narostl ze zhruba 20 % objemu nových úvěrů na dnešních zhruba 50 %[211]. Problémem pro čínskou centrální banku zde je, že tato část není pokryta regulací.

Zkusme zde pojmout rozvoj šedého bankovnictví v Číně. Do konce 70. let minulého století v Číně v roli jediné státní centrální i státní komerční banky fungovala PBOC. S 80. lety došlo k vyčlenění čtyř samostatných subjektů – komerčních bank: Bank of China (BOC), Agricultural Bank of China (ABC), China Construction Bank (CCB) a Industrial and Commercial Bank of China (ICBC). Od té doby posiluje PBOC roli centrální banky. Zejména od 90. let došlo na rozvoj dalších bank s menším podílem státu. V posledních letech došlo na rapidní růst nebankovního financování. V roce 2012 podle citovaného zdroje Goldman Sachs šedé bankovnictví obstarávalo 24 % celkového objemu úvěrů, ale

[208] Dostupné z OECD: http://stats.oecd.org/mei/default.asp?lang=e&subject=14&country=CHN (cit. 18.1.2014)
[209] Dostupné z: http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2014/20140116163127964237407/20140116163127964237407_.html (cit. 17.1.2014)
[210] NATHAN, A. – CUI LI – HO, K. – TILTON, A. – WEISBERGER, N. China Credit Concerns. Top of Mind. New York. Commodities and Strategy Research, Goldman Sachs, 2013, s. 6
[211] NATHAN, A. – CUI LI – HO, K. – TILTON, A. – WEISBERGER, N. China Credit Concerns. Top of Mind. New York. Commodities and Strategy Research, Goldman Sachs, 2013, s. 6

39 % všech nově poskytnutých úvěrů. Zde je potřeba zmínit, že k tomu přispěla sama vláda a centrální banka, když začala klást důraz na vyčištění bilanci bank od rizikových úvěrů. Ty je vyvedly mimo bilance sekuritizací dluhu. Jako příklad skryté části úvěrových ztrát můžeme jmenovat problém bubliny na realitním trhu a nerentabilních proúvěrovaných projektů. Ty jsou v některých případech skryty zajištěním úvěru akciovým podílem v padlém developerovi, navíc skrze prostředníka. Developeři jako velké společnosti také sloužili a slouží jako prostředník půjčky pro malou či střední firmu. Podobný problém postihl po prasknutí realitní bubliny s rokem 2007 také například španělské banky. Schéma čínského šedého bankovnictví s využitím analýzy Goldman Sachs znázorňuje následující schéma.

Graf 63 : Vztahy mezi oficiálním a šedým bankovním systémem v Číně



(Zdroj: Goldman Sachs Global Economics,[212] vlastní úprava)

Šedé bankovnictví v Číně je vymezováno na několika úrovních. Jednou je úvěrová aktivita směrem k malým a středním podnikům a to výrazně v rukou nebankovních subjektů, stojících mimo regulaci. Že si je čínský regulátor problému vědom, dokazuje zpráva z ledna roku 2014, podle které čínský regulátor bankovního sektoru (*China Banking Regulatory Commission* – CBRC, dále jako CBRC) schválil plán, který umožní založit tři až pět soukromých bank v zájmu uvolnění prostoru pro bankovní podnikání za účelem

[212] NATHAN, A. – CUI LI – HO, K. – TILTON, A. – WEISBERGER, N. China Credit Concerns. Top of Mind. New York. Commodities and Strategy Research, Goldman Sachs, 2013, s. 11

posílení zdrojů pro malé a střední firmy[213]. Nejméně jeden z pohledů na tento krok je: když nechtěné, alespoň pod dohledem. Za relativně nevýznamný problém jsou označovány drobné půjčky a zastavárny. Výraznější skupinou jsou svěřenecké půjčky, kdy firma A půjčí firmě B skrze banku se strukturováním transakce v podobě svěřeneckého úvěru. Širší je v tomto směru aktivita trustových společností, na které již dosáhne čínský bankovní regulátor CBRC. Na pomezí šedého bankovnictví jsou v Číně řazeny také korporátní dluhopisy.

Další rovinou problému je, že na velkou část úvěrů byly poskytnuty vládní garance. V tomto směru je upozorňováno zejména na neznámý objem špatných úvěrů na úrovni lokálních vlád, které byly využity na neproduktivní investice, které nejsou schopny pokrýt vložené náklady. Zpráva, kterou na sklonku roku 2013 zveřejnila čínská státní auditorská společnost, ukázala, že místní samosprávy na konci června 2013 přímo dlužily nebo ručily za dluh v objemu 17,7 bilionu jüanů. Na konci roku 2010 tato částka přitom činila 10,7 bilionu jüanů[214].

Nyní přejděme **k souvislostem krocení čínské úvěrové expanze pro mezinárodní finanční trhy**. Jednou rovinou jsou dopady skrze vývoj v reálné ekonomice, druhou pak přímý dopad přes finanční trhy.

Utažení úvěrové expanze, které by se projevilo do zvolnění růstu ekonomiky, zasáhne zejména okolní země, pro které je Čína **významný exportní partner** (zejména korejský poloostrov). Výraznou kapitolou je **postavení Číny na komoditních trzích**. Čína je velmi racionální a pružná v tom, že ač má vlastní těžební kapacity, v případě pohybu mezinárodních cen komodit pro ni výhodným směrem je začne ve velkém nakupovat do zásoby. Jedním příkladem jsou dlouhodobě stlačené mezinárodní kontrakty na trhu s uhlím, které vedly ke strmému růstu dovozů z Austrálie, druhým případem nákupy zlata, které drahý kov pomáhají stabilizovat kolem úrovně 1200 USD/tr. unce, když se o úrovni 1100-1200 USD/tr. unce hovoří jako o hranici produkčních nákladů a po přiblížení se k ní fyzická poptávka Číny opakovaně roste. Stratégové Goldman Sachs hovoří jak o prudkém dopadu na trh s ropou, mědí a sojovými boby a v případě, že by se přísnější úvěrové podmínky staly standardem do budoucna, tak o trvalém nižším dovozu komodit celkově[215]. S tím by souvisel dopad na měny komoditních ekonomik (zejména AUD) a komoditní akcie (ETF, akcie těžařů).

I přes oblast komodit ale vede smyčka zpět k šedému bankovnictví a to zejména na úrovni financování firem. Jednou z praktik, jak obejít regulaci a získat úvěr v domácí čínské měně jüan, je získat úvěr v zahraniční měně, typicky amerických dolarech a typicky na profinancování dovozu komodity, a ten pak nebankovní cestou směnit do jüanu a

[213] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2532513/peking-chce-podporit-firemni-sektor-uvolni-prostor-az-pro-pet-soukromych-bank.html (cit. 18.1.2014)
[214] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2529332/zadluzeni-mistnich-samosprav-v-cine-prudce-roste.html (cit. 17.1.2014)
[215] NATHAN, A. – CUI LI – HO, K. – TILTON, A. – WEISBERGER, N. China Credit Concerns. Top of Mind. New York. Commodities and Strategy Research, Goldman Sachs, 2013, s. 15

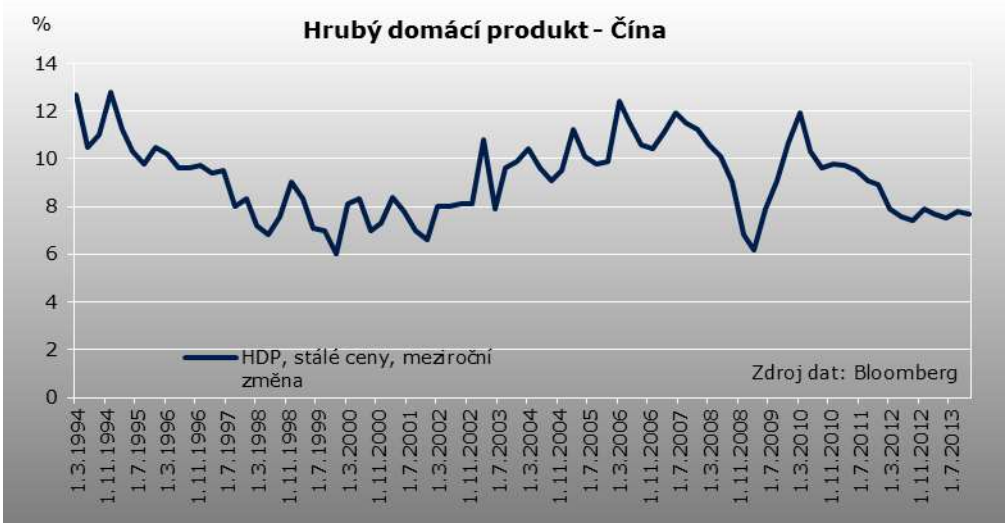
krátkodobě použít jako financování v jüanech za jiným účelem, zatímco dodávka komodity čeká. Následně je buď realizována, nebo je úvěr s úročením nižším v USD oproti jüanu vrácen.

Kanál negativních dopadů úvěrového utažení v Číně přes finanční trhy by byl tlumený o to, že ač Čína odpovídá řádově dvěma pětinám podílu na HDP rozvíjejících se trhů, kvůli restrikcím čínského kapitálového trhu podíl přílivu portfoliových investic na rozvíjející se trhy (*emerging markets*) celkově dosahuje zhruba desetiny. Globálně – zejména v případě Číny a Spojených států – pak platí, že růst rizika v Asii znamená útěk do amerického dolaru a růst akcií ve Spojených státech a naopak, eskalace napětí, plynoucího z politiky či ekonomiky ve Spojených státech, obecně k odlivu zdrojů z amerických finančních trhů do rozvíjejících se trhů, byť tento směr brzdí postavení amerického dolaru v mezinárodním finančním systému.

6.1.2. HDP a vládní cíl

Druhým nejsledovanějším ukazatelem čínské ekonomiky je **meziroční změna hrubého domácího produktu.** Ten je posuzován zejména směrem průběžného plnění vládou vytčeného ročního cíle a rovněž po linii vykazovaného růstu ekonomiky vůči vykazovanému tempu růstu úvěrů a vykazovanému tempu růstu inflace. Slovo vykazovanému je použito proto, že vůči hodnověrnosti čínských státních statistik panuje řada podezření. Někteří ekonomové například opakovaně upozorňují, že vykazovaná tempa čínského exportu nekorespondují s vývojem u hlavních obchodních partnerů země. Čína se brání metodikou statistik. V listopadu roku 2013 Čína oznámila, že chystá přechod na globální standard měření HDP do konce roku 2014.[216]

Graf 64 : Vývoj hrubého domácího produktu v Číně, stále ceny, meziroční změna



(Zdroj: vlastní zpracování)

[216] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2496079/cina-prejde-u-mereni-hdp-na-nove-globalni-standardy.html (cit. 18.1.2014)

Nový systém národních účtů, který Číně již v roce 2008 doporučila Organizace spojených národů, může vyvolat podobný efekt, který byl popsán u revize HDP Spojených států v roce 2013. Vykazovaná tempa růstu čínské ekonomiky může revize metodiky propočtu HDP zvýšit vlivem zahrnutí nové komponenty HDP v podobě výdajů na výzkum a vývoj. Změny se dle citované zprávy u Číny dotknou určování hodnoty obytných nemovitostí nebo výpočtů příjmů zemědělců a zavedena má být metoda pro měření zaměstnaneckých akciových opcí jako formy mzdy.

V listopadu roku 2013 Čína představila nejprudší celospolečenskou reformu za poslední tři desítky let. Vládní plán má zhruba šedesátku bodů. Za hlavní oblasti lze označit zejména: Uvolnění politiky jednoho dítěte. Nově mohou mít páry druhé dítě, pokud alespoň jeden z rodičů je jedináček. Důvod tohoto kroku lze spatřovat ve dvou rovinách: Čína jako jiné země bojuje se stárnutím populace a je to i krok posilující spotřebitelskou základnu a tedy transformaci země na více taženou poptávkou. Dalšími klíčovými body jsou obnovení primárních akciových emisí na lokálních burzách (už platí[217]), pozvolné upuštění od státního stanovování cen vody, elektřiny a přírodních zdrojů a poskytnutím větších práv rolníkům na venkově k půdě, na které hospodaří, aby ji mohli použít jako kolaterál či záruku proti získání financování. Urbanizace byla podpořena nárokem na veřejné služby po přestěhování do města, což je interpretováno i jako podpora migrace na trhu práce[218].

Profesor pekingské univerzity Michael Pettis, který o ekonomických trendech asijských zemí průběžně píše blog, k reformám uvádí, že po předchozí dvě dekády silného hospodářského růstu státní sektor a ekonomické elity těžily z tohoto růstu disproporčně na úkor sektoru domácností, jehož podíl na HDP dramaticky klesal. To je podle něj nutným doprovodným efektem výše popsaného modelu ekonomického růstu taženého investicemi[219].

6.1.3. Průzkumy ve výrobní sféře

Exkurs do sledování dat o vývoji čínské ekonomiky zakončíme **dvěma předstihovými ukazateli o vývoji v čínském průmyslu**, u kterých skóre relevance Bloomberg shodně dosahuje kolem hranice 80 bodů. Těsná souvislost není náhodná, jde o vládní a soukromý indikátor téhož – **průzkum mezi nákupními manažery (PMI)** ve výrobní sféře. Oba údaje jsou poskytovány ve shodný den a to první den v měsíci po měsíci sledovaném, pokud den je pracovní. Pokud tomu tak není, údaj od Markit/HSBC je opožděn do prvního následujícího pracovního dne. Publikování důležitých čínských makrodat o víkendu není výjimkou. Jak je uvedeno výše, u indexu nákupních manažerů za výrobní sféru na sezónně očištěných datech jde o první publikovaný údaj v měsíci čínským statistickým úřadem. Typicky o dva dny později proti průzkumu za výrobu přichází sesterský vládní průzkum

[217] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2529328/cina-obnovuje-primarni-emise-akcii-na-domacich-burzach.html (cit. 17.1.2014)
[218] Dostupné z: http://www.cnbc.com/id/101205322 (cit. 18.1.2014)
[219] Dostupné z: http://blog.mpettis.com/2014/01/will-the-reforms-speed-growth-in-china/ (cit. 19.1.2014)

v nevýrobní sféře a typicky se zpožděním dalšího jednoho dne index nákupních manažerů, sestavovaný za sektor služeb Markit/HSBC.

Kompozice čínského vládního PMI není nikterak výrazně odlišná od PMI popsaných dříve v této práci. Jde o dotazování mezi nákupními manažery v podnicích, zařazených do 31 divizí zpracovatelského sektoru. Dotazování bylo s lednem roku 2013 rozšířeno z 820 subjektů na přibližně 3 tisíce. Dotazník obsahuje 12 otázek, vztažených k vývoji produkce, nových objednávek, stávajících (nedokončených) objednávek, zásob dokončené produkce, dovozu, nákupních cen, surovin, celkových zásob, zaměstnanosti, dodávek a dodacích lhůt a očekávaný vývoj ohledně podnikatelských aktivit. V celkovém PMI má index nových objednávek váhu 30 %, index produkce 25 %, index zaměstnanosti 20 %, index času dodání 15 % a index surovin 10 %[220]. Na bodové škále indexu od nuly do 100 bodů je 50 bodů dělící hodnotou mezi expanzí a útlumem v odvětví. V současné době je index PMI za čínskou výrobní sféru sledován o to pozorněji, že je shora blízko hranice zlomových 50 bodů.

Graf 65 : Vývoj čínského vládního indexu nákupních manažerů (PMI) ve výrobě



(Zdroj: vlastní zpracování)

Jak je uvedeno již u indexu nákupních manažerů od Markit pro Spojené státy a eurozónu, hlavním smyslem předstihového ukazatele vývoje v daném sektoru, v tomto případě výrobě, je mezinárodní srovnatelnost, což anticipuje shodnou vypovídací schopnost indexu pro jednotlivé země a stejnou sadu otázek: pětici za hodnocení celkových provozních podmínek, nové objednávky domácí a exportní, vývoj zaměstnanosti v sektoru a dodací lhůty. V případě Číny, kde je měsíční údaj o meziročním vývoji průmyslové výroby publikován po polovině měsíce následujícího po sledovaném, je dvoutýdenní předstih HSBC/Markit průzkumu menší, než u eurozóny i Německa. Jeho význam ale naopak zvyšuje obecná nedůvěra ke spolehlivosti čínských dat. Čínský údaj není případem dřívějšího uvolňování pro Reuters, který byl diskutován v části věnované eurozóně.

[220] Zpráva s metodikou dostupná z: http://www.stats.gov.cn/enGLISH/PressRelease/201401/t20140102_493515.html (cit. 18.1.2014)

6.2. Japonsko

Japonsko je jednou z největších světových rozvinutých ekonomik a tomu odpovídá také systém ukazatelů, který jeho hospodářství popisuje. Roční ekonomický kalendář v systému Bloomberg obsahuje přes 1100 událostí, čímž se blíží Spojených státům americkým s necelými 1500 položkami a výrazně předstihuje eurozónu a Čínu. Rozvinutost sledování a odhadování blízkého vývoje japonské ekonomiky je třeba spatřovat v řadě průzkumů, které se snaží vývoj jednotlivých segmentu ekonomiky předpovídat i měr, které jsou specifické pouze pro japonský trh bez zahraničního ekvivalentu. Lokální investoři v Evropě a střední Evropě vůbec však Japonsko sledují buď pouze po linii zlomových kurzotvorných událostí, případně spíše v rovině forexového obchodování na japonském jenu, než aktivní účasti na akciovém trhu. Práce se proto v části práce věnované Japonsku zaměří spíše na nastínění aktuálního vývoje v japonské hospodářské politice na úrovni fiskální i měnové a souvislosti pro mezinárodní ekonomiku a finanční trhy.

Tabulka 29: Nejsledovanější ukazatele japonské ekonomiky

Pořadí	Český název indikátoru	Původní označení dle Bloomberg	Sektor	Skóre relevance
1	Základní měnověpolitická sazba Bank of Japan	BOJ Target Rate	Měnová politika	98,8636
2	Průmyslová produkce MoM	Industrial Production MoM	Sektor průmyslu	97,7273
3	Míra nezaměstnanosti	Jobless Rate	Trh práce	95,5909
4	HDP, mezikvartální změna, sezónně očištěno	GDP SA QoQ	Celková ekonomika	95,4545
5	Průmyslové objednávky MoM	Machine Orders MoM	Sektor průmyslu	94,3182
6	Běžný účet platební bilance	BoP Current Account Balance	Zahraniční obchod a platební bilance	93,1818
7	HDP, mezikvartální změna, sa, anualizováno	GDP Annualized SA QoQ	Celková ekonomika	92,0455
8	Vývoj sektoru služeb MoM	Tertiary Industry Index MoM	Sektor služeb	90,9091
9	Index spotř. cen bez čerstvých potravin Tokio	Tokyo CPI Ex-Fresh Food YoY	Ceny	89,7727
10	(Doslovný překlad nelze, index je obdobou PPI)	Domestic CGPI YoY	Ceny	88,6364
11	Deflátor HDP	GDP Deflator YoY	Celková ekonomika	87,5
12	Počet volných míst vůči žadatelům o práci	Job-To-Applicant Ratio	Trh práce	86,9318
13	Tankan průzkum ekonomického sentimentu BoJ	Tankan Large Mfg Index	Průzkumy/cyklické indikátory	86,3636
14	Index průmyslové aktivity MoM	All Industry Activity Index MoM	Průzkumy/cyklické indikátory	85,2273
15	Kapitálové výdaje	Capital Spending YoY	Celková ekonomika	84,0909
16	Tankan průzkum ekonomického sentimentu BoJ	Tankan Large All Industry Capex	Průzkumy/cyklické indikátory	82,9545
17	Tankan průzkum ekonomického sentimentu BoJ	Tankan Large Mfg Outlook	Průzkumy/cyklické indikátory	81,8182
18	Index spotřebitelských cen celonárodní	Natl CPI YoY	Ceny	80,6818

(Zdroj: Bloomberg, vlastní zpracování)

Výše přiložená tabulka hlavních sledovaných ukazatelů za japonskou ekonomiku dle Bloomberg neponechává prostor k pochybám, že pro finanční trhy nejsledovanějším parametrem je měnová politika, zastoupená centrální bankou a jejími mimořádnými programy boje s deflací.

Na čele vyspělým exportem tažené země dále jsou ukazatele meziměsíčního vývoje průmyslové produkce a její předstihový indikátor průmyslových objednávek, spolu s hlavním ukazatelem trhu práce v podobě míry nezaměstnanosti a pohled na celkovou ekonomiku zastoupen mezikvartální změnou hrubého domácího produktu.

6.2.1. Abenomika a japonské QE

Příběhem, ke kterému se oči investorů upínají bezvýhradně prioritně, je s příchodem nového japonského premiéra Šinzó Abého nastoupená „Abenomika“ jako komplexní program fiskální a monetární stimulace za souběžných reforem s cílem vyvlečení Japonska z po několik dekád trvající deflace.

Premiér Abé nastoupil do funkce na konci roku 2012 v situaci recese japonské ekonomiky. V dolní komoře japonského parlamentu se jeho vláda mohla opřít o zhruba dvoutřetinovou podporu, získanou z voleb, což ještě nebylo dostatečné pro prosazení reforem. V červenci roku 2013 se ale Abému podařilo ovládnout i horní komoru a cestu k hlubokým reformám si uvolnil.

Abé nastolil program vyvlečení Japonska z ekonomického útlumu a deflace, stojící na třech hlavních pilířích. Prvním je **prudká měnová expanze japonskou centrální bankou** (*Bank of Japan* – BoJ, dále jako BoJ), která není na vládě plně nezávislá. Druhým pilířem je **mohutná fiskální expanze**, vyargumentovaná obnovou země po zničujícím Tsunami v roce 2011. Třetí pilíř míří na **rozdmýchání soukromých investic**.

Do čela měnové expanze byl v březnu roku 2013 jako nový guvernér japonské centrální banky dosazen Haruhi Kuroda, exšéf Asijské rozvojové banky poté, co Abého do té doby vyvinutý tlak na BoJ vyústil ve zvýšení inflačního cíle na 2 % z 1 % v lednu roku 2013, ale odpor odcházejícího guvernéra vůči neomezeným odkupům dluhopisů. Těch je Kuroda stoupencem, takže tento „problém“ odpadl.

V úvodu dubna 2013 na prvním měnovém jednání pod vedením nového guvernéra centrální banka BoJ rozhodla o zdvojnásobení do té doby platného rozsahu odkupovaných dluhopisů na objem 7 bio JPY měsíčně a oznámila strategii na dvouletém horizontu držbu vládních dluhopisů a dalších cenných papírů ve své bilanci zdvojnásobit v zájmu dosažení 2% inflačního cíle. Aby těchto objemů byla schopna dosáhnout, zrušila do té doby platné limity pro splatnosti dluhopisů, které smí odkupovat. V této souvislosti hovoříme o japonském QE.

Toto je výhodou ale i rizikem pro úspěch plánu směrem k veřejnému zadlužení Japonska, které překračuje úroveň 200 % hrubého domácího produktu. Veřejný dluh je financován zejména dluhopisy. Měnová opatření tak přinášejí tlak na výnosy dluhopisů i úrokové sazby, které se dlouhodobě v deflačním prostředí pohybovaly velmi nízko. BoJ má kapacitu velkou část vládních dluhopisů odkoupit, různé prameny hovoří zhruba o 75 % až 85 %. Ataky v rovině ztráty nezávislosti BoJ jsou neúčelné v situaci, kdy premiér vlády a guvernér centrální banky zastávají stejnosměrný postoj.

Druhým pilířem abenomiky je fiskální expanze, podpořena argumentem obnovy a rozvoje oblastí, zasažených ničivým zemětřesením v roce 2011, do kterého následně promluvila i havárie jaderné elektrárny Fukušima. Tento „sociální“ argument je však zřejmě i dobrým ospravedlněním toho, že prudký nárůst vládních výdajů vyžaduje posílení příjmové strany rozpočtu a tedy růst daní. Ten byl již s rokem 2012 schválen u spotřebních daní o 3 % na 8

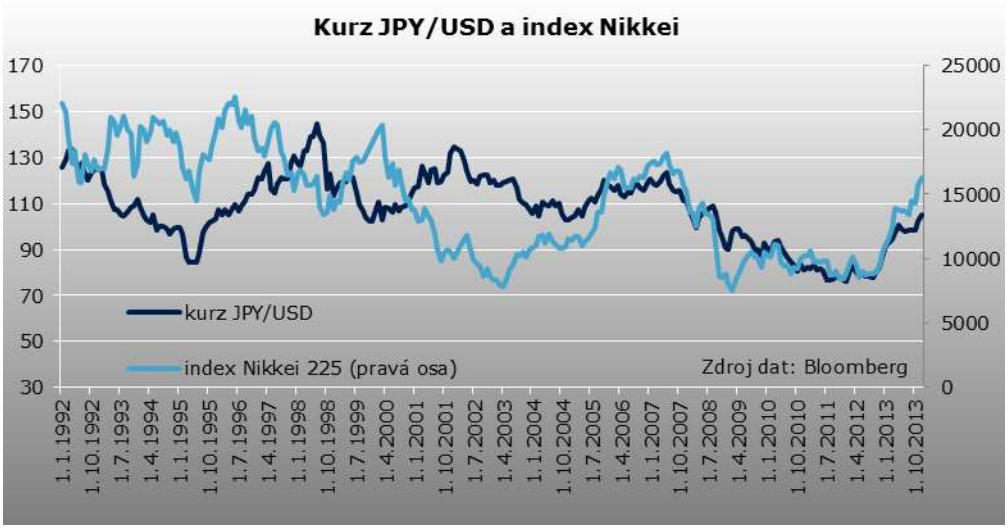
% s fiskálním rokem 2014 (od dubna) a na 10 % s fiskálním rokem 2015. Vláda však chce toto zvýšení daní, od kterého čeká roční posílení příjmů rozpočtu o 8 bio JPY, kompenzovat novým stimulačním balíkem. Byl to nicméně právě o 15 let zpět od Abého rozhodnutí přijaté poslední zvýšení spotřebních daní, které Japonsko „zabetonovalo" v deflaci. Vláda premiéra Abého si jako cíl stanovila dosažení reálného růstu ekonomiky o 2 % ročně. To při začlenění měnového cíle 2% míry inflace znamená zhruba 4% růst nominálního hrubého domácího produktu ročně. Fiskální opatření jdou vedle škod po tsunami a rozvoje regionů také do veřejných prací. To je další spojka na trh práce a snížení nezaměstnanosti.

Ta je obsahem i třetího pilíře Abého plánu reforem a tím je na jedné straně přilákání zahraničních investic rozvojem zvláštních hospodářských zón, na druhé omezení vnitřních regulací konkurence a podpora vzdělání.

6.2.2. Abenomika a finanční trhy

Nyní propojme abenomiku na trhy. Hlavní japonský akciový index Nikkei reagoval na stimulaci ekonomiky a japonské QE růstem, podobně jako Wall Street na QE v podání Fedu. Graf dokládá, že index v roce 2013 zpevnil asi o 60 %.

Graf 66 : Dlouhodobý vývoj japonského jenu k americkému dolaru a akciového indexu Nikkei



(Zdroj: vlastní zpracování)

Rovinou v Abého reformách ambiciózní vůči domácímu akciovému trhu je program NISA, kterým se snaží **popularizovat investování** na burze u široké veřejnosti. Dómenou Japonců jsou ale dosud dluhopisy. Podle lokální banky Mizuho víc než polovina z 1590 bilionů jenů, které japonské domácnosti držely k polovině roku 2013, měly na účtu v bance, zatímco jen 8 % v akciích. Dle Mizuho devět z deseti Japonců nikdy nebylo účastníky podílového fondu a čtyři z pěti nikdy nevlastnili jedinou akcii[221]. Vláda si i touto

[221] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2445964/japonska-vlada-chce-kvuli-oziveni-ekonomiky-zpopularizovat-akcie-rusi-dane-pro-drobne-investory.html (cit. 18.1.2014)

cestou může otevřít problém. **Investiční konzervativnost Japonců** dosud funguje po linii vložení úspor domácnostmi do banky a jejich investování bankou do státních dluhopisů, tím udržování domácí poptávky po státním dluhu a omezené vystavenosti zahraničním investorům, což s sebou nese vyšší riziko a volatilitu. Pokud se vládě podaří tento kanál oslabit, přijde o část poptávky po dluhopisech – které pravda teď odkupuje centrální banka.

Zřejmý je **dopad měnové expanze na oslabení japonského jenu**, zachycený rovněž v grafu výše. Od úrovní kolem 80 JPY/USD v době nástupu Abého japonská měna oslabila k USD až ke hranici 105 JPY/USD, což je bezmála o třetinu! To samozřejmě vyvolává odpor dalších světových mocností a osočování z měnových válek.

Sporný je skrze oslabování japonského jenu také **dopad přes zahraniční obchod**. Oslabení domácí měny je podporou exportu, na druhé straně je ale Japonsko závislé na dovozu energií, což může uškodit průmyslu a podrazit i spotřebitelskou poptávku. Zřejmá je podloženost této obavy například z prognózy Morgan Stanley pro japonskou ekonomiku[222]. MUFG Research z japonské odnože Morgan Stanley očekává pro kalendářní rok 2013 reálný růst HDP Japonska o 1,8 % a za fiskální rok, končící březnem 2014, o 2,5 %. U japonského vyjádření **růstu spotřebitelských cen** bez čerstvých potravin (*CPI ex. fresh foods*, nazývané „Japan-style CPI“) čeká +0,3 % na konci kalendářního a +0,7 % na konci fiskálního roku. U indexu spotřebitelských cen bez potravin a energií (*CPI ex food and energy*, pro takové vyjádření obvyklé v USA zvaný „*US-Style CPI*“) ale očekávaní jsou -0,2 % a +0,1 %. Očekávání skoku spotřebitelské hladiny u cen energií je zde zřejmé a doložit si jej můžeme i zatím posledním dostupným údajem o **bilanci zahraničního obchodu** Japonska za listopad 2013: **schodek** 1,29 bilionu jenů, **nejvyšší v dosavadní historii měření pod tlakem dovozu paliv**[223].

Největšími vývozními trhy Japonska jsou Spojené státy a Čína. Vývoz z Japonska do Číny v listopadu 2013 vzrostl meziročně o třetinu, do USA o více jak pětinu. **Efekt slabého jenu na vývoz** je také jasný. Na druhé straně ale je Čína také největším exportérem do Japonska a její cenou konkurující vývozy jsou podle řady ekonomů důvodem, který nedovolí spotřebitelským cenám v Japonsku růst.

Rizikem pro hospodářský růst Japonska v roce 2014 (kalendářním i fiskálním) je odezva na výše zmíněný růst daní. Morgan Stanley očekává, že růst spotřebních daní s očekávaným ročním výnosem cca 8 bio JPY bude doprovozen stimulačním balíkem, složeným z investic do infrastruktury, veřejných prací, podpory malých a středních podniků, úlevy firemních daní v tsunami zasažených oblastech, zvýhodnění soukromých investic do bydlení a posílení sociální podpory nízkopříjmových skupin v jednorázově schváleném rozsahu cca 6 bio JPY kolem února roku 2014[224]. Prognózou banky je růst

[222] YAMAGUCHI, T. – FELDMAN, R. A. Japan Economics Economic Outlook 2014: Crunch Year for Abenomics. Tokyo. Morgan Stanley MUFG Research Japan, 2013, s.1

[223] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2521857/schodek-zahranicniho-obchodu-japonska-prudce-vzrostl-kvuli-dovozu-paliv-po-fukusime.html (cit. 17.1.2014)

[224] YAMAGUCHI, T. – FELDMAN, R. A. Japan Economics Economic Outlook 2014: Crunch Year for Abenomics. Tokyo. Morgan Stanley MUFG Research Japan, 2013, s.2

japonského HDP o 1,3 % v kalendářním roce 2014, ale jen 0,6 % ve fiskálním do března 2015. Prognózou pro následující rok je 1,1 %, respektive 1,3 %, tedy zdaleka nedosažení kýženého 2% reálného růstu ekonomiky. Goldman Sachs nicméně očekává pokračující kladnou reakci akcií na stimulaci ekonomiky a jejím cílem pro index Nikkei na konci roku 2014 je 1450 bodů[225].

[225] Dostupné z: http://www.bloomberg.com/news/2013-11-22/goldman-sachs-boosts-japan-stock-outlook-6th-time-in-2013.html (cit. 19.1.2014)

7. Anketa

Kapitoly, věnované rozboru ekonomických ukazatelů za Spojené státy, eurozónu a německou ekonomiku a vybraným ukazatelům za Čínu a Japonsko, nabídly poměrně podrobný obraz toho, kterým ukazatelům vývoje ekonomiky přikládají finanční profesionálové, využívající služeb placených terminálů Bloomberg, nejvyšší míru pozornosti. Diskutovány byly silné a slabé stránky jednotlivých ukazatelů a odlišný pohled některých ekonomů, analytiků či institucionálních autorit na nedocenění a naopak přecenění některých ukazatelů. Tato část je věnována anketě mezi tuzemskými, zejména drobnými investory, a jejím účelem je verifikovat, nakolik stejný či naopak nakolik odlišný je pohled lokálního respondenta na to, které údaje o vývoji klíčových světových ekonomik pokládá za významné a které naopak méně či je nesleduje vůbec.

7.1. Východiska pro anketu

Uživateli placených služeb a terminálů Bloomberg nejsou pouze aktivní obchodníci na finančních trzích, ale také finanční manažeři, správci cizích prostředků, risk manažeři, někteří zaměstnanci institucí, dohlížejících na finanční trhy, či zaměstnanci bank, což ovšem souhrnně můžeme označit za profesionály, věnující se finančním trhům.

Z titulu své profese a dohody autor této práce získal možnost anketou **oslovit účastníky placeného servisu pro investory portálu Patria.cz**, spadajícího pod společnost Patria Online. Patria.cz poskytuje zejména dvě „balíčkové“ úrovně placených služeb. Služba Investor Plus poskytuje zejména data z domácích a světových burz, analytický servis, prognózy hospodářských výsledků a ukazatelů, finanční zpravodajství, cvičná portfolia, investiční nástroje a kalkulátory a mobilní služby. Cílí na individuálního investora. Patria Plus nabízí finanční řešení pro malé, střední i velké podniky. Specializuje se na podnikové finance, správu financí (např. treasury data) a strategické firemní informace. Je cílena jako nápomoc při řízení peněžních toků ve společnosti, při oceňování investičních příležitostí, při správě finančních aktiv obecně anebo tvorbě byznys plánů. Oslovuje zejména finanční profesionály ve firmách – typicky finanční ředitele, řízení rizik, controlling a podobně. Anketou byli osloveny tyto dvě skupiny tuzemského placeného informačního servisu skrze Patria Online.

Účastníci placených služeb Investor Plus a Patria Plus byli **osloveni zobrazením samostatného okna s interaktivním online dotazníkem při přihlášení do placených služeb portálu**. Technicky byl využit interní informační systém. **Dotazník byl zobrazen celkem 1000x v týdnu mezi 6. až 10. lednem roku 2014** (do vyčerpání jednoho tisíce zobrazení). Vyplnění bylo technicky zvládnutelné během 2-3 minut, očekávána byla včetně přemýšlení ztráta času do 5 minut. Při odmítnutí účasti danému uživateli nebyl dotazník podruhé zobrazen.

7.2. Otázka a počet odpovědí

Z kapitol, věnovaných USA, eurozóně a Německu a vybraným ukazatelům za Čínu a Japonsko, vyplynul důraz investičních profesionálů na předstihové ukazatele a kompozitní ukazatele, ukazující na budoucí vývoj v ekonomice. Tomuto faktu byla podřízena i skladba anketních otázek.

Do dotazníku nebyly zahrnuty otázky k Japonsku, neb z praxe je zřejmé, že v lokálním prostředí je Japonsko výrazněji sledováno minimálně a téměř není povědomí o popisu jeho ekonomiky kromě centrální banky, měnové politiky a boje s deflací. I v této práci je Japonsko zakotveno tomu úměrně a spíše okrajově.

Faktickou obtíží byla rozdílná rozvinutost portfolia ukazatelů za Spojené státy, eurozónu, Německo a Čínu. Původní myšlenkou bylo stanovit dvě otázky, z nichž první bude mířit na sledovanost těch ukazatelů, které vyšly celkově nejsledovanější za danou ekonomiku. Druhá měla cílit, v souladu se zjištěním praktické části práce, na znalost a využívanost předstihových ukazatelů za danou ekonomiku. To je obsahově nemožné pro neúměrnoust a nedostatek předstihových ukazatelů zejména za Čínu a kvůli faktu, že v Německu jsou to právě předstihové ukazatele, které jsou nejsledovanější. Zvolen proto byl následující postup.

Za každou zemi byly nominovány tři dle skóre relevance Bloomberg nejsledovanější ukazatele celkově a tři nejsledovanější ze skupiny „Cyklické ukazatele a průzkumy“, tedy předstihové. Pokud se jich nedostávalo či se překrývali, byla šestice doplněna prvním následujícím s nejvyšším skóre relevance. Zároveň byly odfiltrovány záznamy, vážící se k jednomu ukazateli (například celkový ZEW indikátor ekonomického sentimentu v Německu a jeho subindex očekávání). Ukazatel byl vždy ponechán ten s vyšším skóre relevance. Přehled dotazovaných ukazatelů shrnuje tabulka níže.

Tabulka 30: Ukazatele, zařazené do ankety

USA	Eurozóna
Změna počtu pracovních míst mimo zemědělství	Sazby ECB
Nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti	HDP mezikvartální změna
Rozhodnutí Fedu o sazbách (+QE)	Index spotřebitelských cen
Index spotřebitelské důvěry	Spotřebitelská důvěra EK
ISM index průmyslové aktivity	Index nákupních manažerů ve výrobě
Index spotřebitelské důvěry Univerzity Michigan	ZEW indikátor ekonomického sentimentu
Německo	**Čína**
ZEW indikátor ekonomického sentimentu	Index spotřebitelských cen
IFO index podnikatelského klimatu	HDP, meziroční změna
Index nákupních manažerů ve výrobě	Index cen výrobců
Průmyslová produkce	Peněžní nabídka M2 (široké peníze)
Objednávky v německém průmyslu	Index nákupních manažerů ve výrobě vládní
Nezaměstnanost	Index nákupních manažerů ve výrobě HSBC

(Zdroj: vlastní zpracování)

Otázka byla nakonec pro jednoduchost formulována jediná: **„Označte prosím až tři z šesti uvedených ukazatelů u každé ekonomiky, kterým přisuzuje nejvyšší důležitost“.**

Princip vyplnění dotazníku byl následovný: Klikem myší na zaškrtávací políčko u daného řádku označit indikátor, pole bylo možno opětovně odznačit a zvolit jiný. Při snaze označit více polí než 3 za danou zemi bylo vyobrazeno upozornění: „Již jste zvolili trojici ukazatelů. Zařadit nový můžete po odznačení některého z vybraných“. Odeslání dotazníku bylo povoleno v souladu s formulací otázky s nižším počtem zaškrtnutých odpovědí než 12. Anketa nechtěla respondenty podvědomě nutit volit ukazatel, který by svobodně nezvolili. Po volbě „Odeslat. Děkujeme!“ se **data z dotazníku propsala do databáze** a to následovně: **Za každý klik na indikátor jeden bod**. Výsledkem ankety je tedy prosté řazení podle toho, kolik bodů = kliků každý z ukazatelů obdržel a kolikrát tedy byl zvolen mezi důležité za danou ekonomiku.

Přejděme k **počtu vyplněných dotazníků**: Z 1.000 zobrazení byl dotazník v 916 případech odmítnut buď nastaveným tlačítkem „Nechci odpovídat“ nebo zavřením okna s dotazníkem. **Odpovědělo 84 respondentů.** V rámci dotazníku za ně bylo přiděleno 532 bodů. Při počtu 84 do databáze propsaných dotazníků bylo možno přidělit až 1008 bodů, dotazníky tedy byly **vyplněny z 52,78 %** (místo 12 ukazatelů zvoleno průměrně 6,33).

Toto skóre a ochotu lze považovat za solidní s ohledem na časovou vytíženost typického uživatele služeb Patria Plus/Investor Plus. Je třeba si uvědomit, že dotazována je užší a specifická komunita. Anketa byla od začátku koncipována jako snaha získat hrubý obraz a očekávána byla aktivní účast ještě nižší.

7.3. Vyhodnocení dotazníku

Z 532 bodů, udělených v dotazníku, bylo rozdělení k jednotlivým ekonomikám následující.

Tabulka 31: Statistika odpovědí v dotazníku ankety

	USA	Eurozóna	Německo	Čína
Počet odpovědí	204	132	169	27
Podíl v %	38,35	24,81	31,77	5,08

(Zdroj: vlastní zpracování)

Tabulka ukazuje první do určité míry překvapení. 38,35 % vyplněných odpovědí za Spojené státy je poměrně vysoký podíl. Můžeme diskutovat fakt, že USA byly v dotazníku na prvním místě (vlevo nahoře shodně s tabulkou výše), ale spíše to skutečně odráží několik jiných faktů: Fed a jeho měnovou politiku včetně zahájení omezování QE. Dále oživování americké ekonomiky, projevit se může právě vyspělý systém nástrojů popisu ekonomiky a na pozadí dotazované skupiny respondentů lze dodat,[226] že na skomírajícím tuzemském akciovém trhu je v posledních již řádově letech patrný citelný nárůst

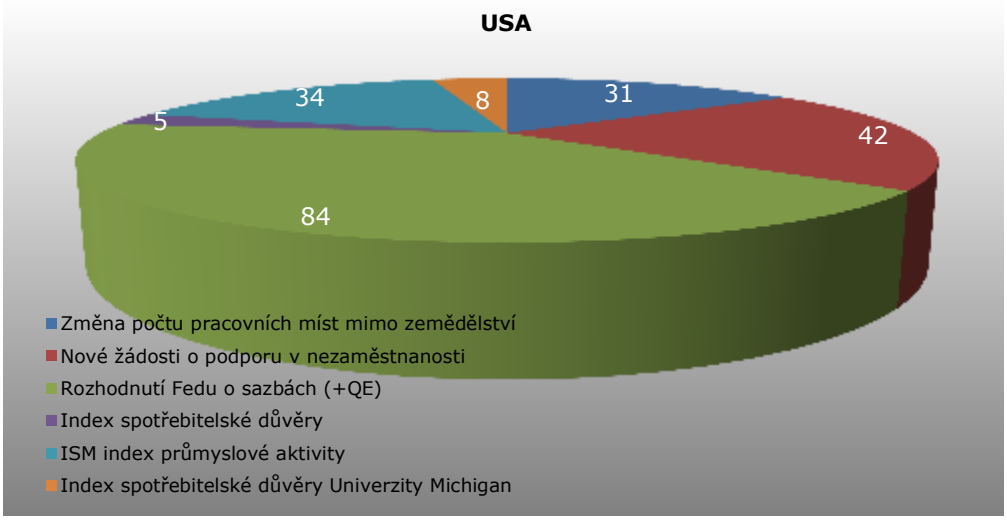
[226] Bez možnosti uvést v této práci konkrétní čísla

obchodování tuzemských klientů na amerických akciových burzách. Předpokladem je, že zde popsané je průvodním jevem.

Za přílišné překvapení naopak není považováno, že Německo v počtu odpovědí přetlačilo eurozónu. Pro český trh a českou ekonomiku zkrátka Německo je klíčové a vedle toho stojí domněnka, že statistika eurozóny není přijímána natolik „populárně“ a vykazuje vlivem agregace dat z členských států výrazně zpoždění. U vícera ukazatelů v kapitole věnované eurozóně a Německu, bylo již uvedeno, že německá data fungují jako předstihová a vypovídající pro celou eurozónu, které je německá ekonomika motorem. Jen stěží lze hodnotit, zda hodně nebo málo je oněch 27 bodů za Čínu. Statisticky je to skutečně malý počet bodů na soudy na nich stavěné.

Pojďme ke konkrétním výsledkům ankety za jednotlivé země – nejprve Spojené státy.

Graf 67 : Sledovanost amerických ukazatelů dle respondentů ankety



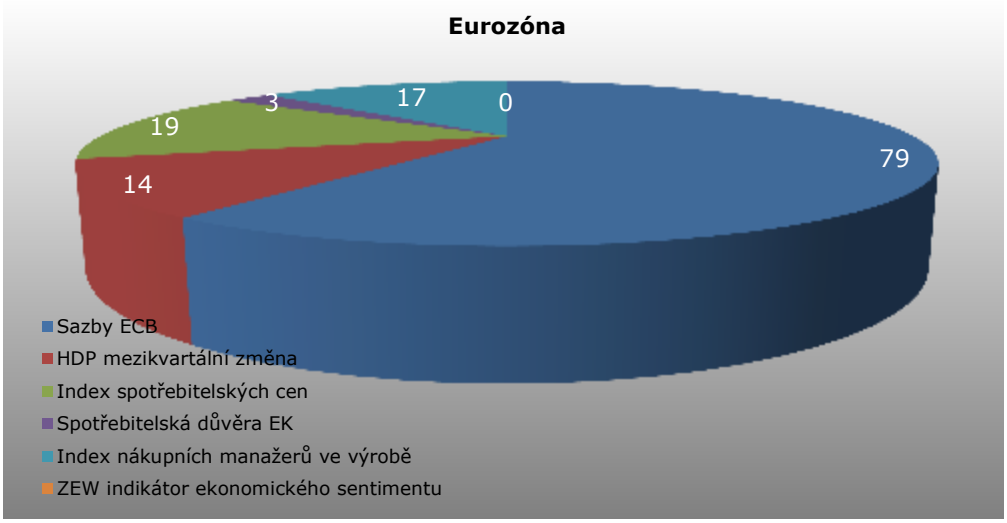
(Zdroj: vlastní zpracování)

Na grafu za Spojené státy nepřekvapuje neotřesitelná pozice Fedu. Všichni, kdo dotazník vyplňovali, označili rozhodnutí Fedu o sazbách + QE. Překvapením oproti preferencím investičních profesionálů dle Bloomberg může být podílově až čtvrté místo tvorby pracovních míst *(payrolls)*, která dle skóre relevance Bloomberg údajům za Spojené státy vládne, těsně následována novými žádostmi o podpory v nezaměstnanosti a Fedem. Lze se domnívat, že žádosti jsou pro lokálního investora či pozorovatele z řad respondentů ankety „srozumitelnější“ a také vycházejí častěji – s týdenní periodou – a tím zřejmě také známější. Z pohledu závěrů části o americké ekonomice lze kladně hodnotit solidní volbu indexu nákupních manažerů ISM v průmyslu. U respondentů ankety údaj opřený o „tvrdá data“ z firem předstihl průzkumy sentimentu mezi spotřebiteli.

U **výsledku za eurozónu** mají sazby Evropské centrální banky (a musíme říci měnová politika celkově) podobně neotřesitelnou pozici, jako Fed za USA a relativně vůči dalším datům z eurozóny za odpovědi respondentů ankety vystupují ještě více. Za zajímavé zde lze považovat dva výstupy: poměrně výrazné zastoupení indexu nákupních manažerů od Markit za průmysl a naopak potlačeno HDP. Pokud pohlédneme na následující graf, index spotřebitelských cen, index nákupních manažerů a hrubý domácí produkt jsou zhruba na

shodné úrovni sledovanosti a na tomto vzorku odpovědí mezi nimi rozlišovat nelze. Okrajového počtu tří odpovědí se dočkal indikátor spotřebitelského sentimentu Evropské komise, možná trochu překvapivě zcela nulového ZEW index pro eurozónu.

Graf 68 : Sledovanost ukazatelů eurozóny dle respondentů ankety

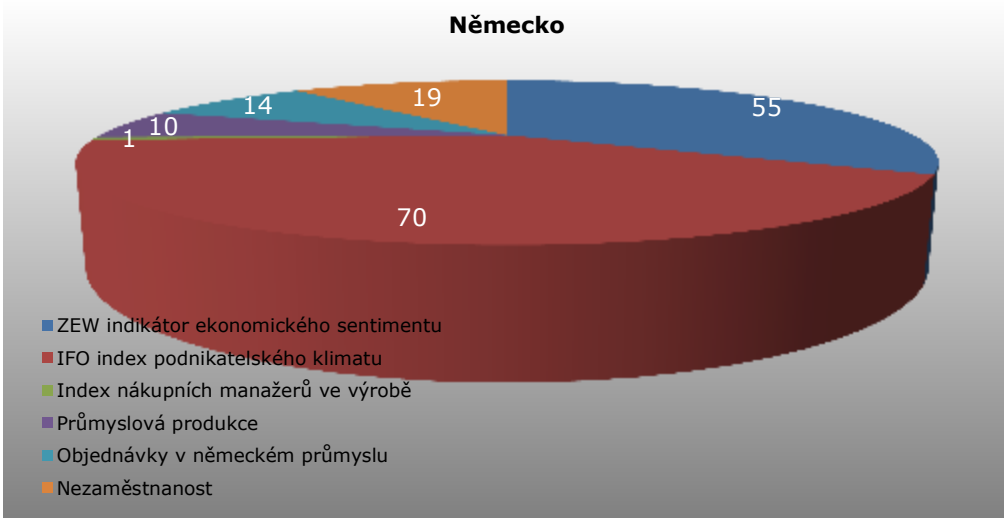


(Zdroj: vlastní zpracování)

Slabší pozice HDP mezi údaji za eurozónu vede k potvrzení úvahy, která byla popsána v části věnované eurozóně a Německu: zveřejněním údaj o HDP Německa či Francie předstihuje údaj za eurozónu a snižuje jeho sledovanost.

Postupme **k Německu**. Graf potvrzuje sdělené v části práce, následujícím ukazatelům věnované. Nejsledovanějšími daty za Německo jsou průzkumy podnikatelského klimatu Ifo a ekonomického sentimentu ZEW. Překvapivá je míra rozdílu mezi nimi.

Graf 69 : Sledovanost ukazatelů Německa dle respondentů ankety



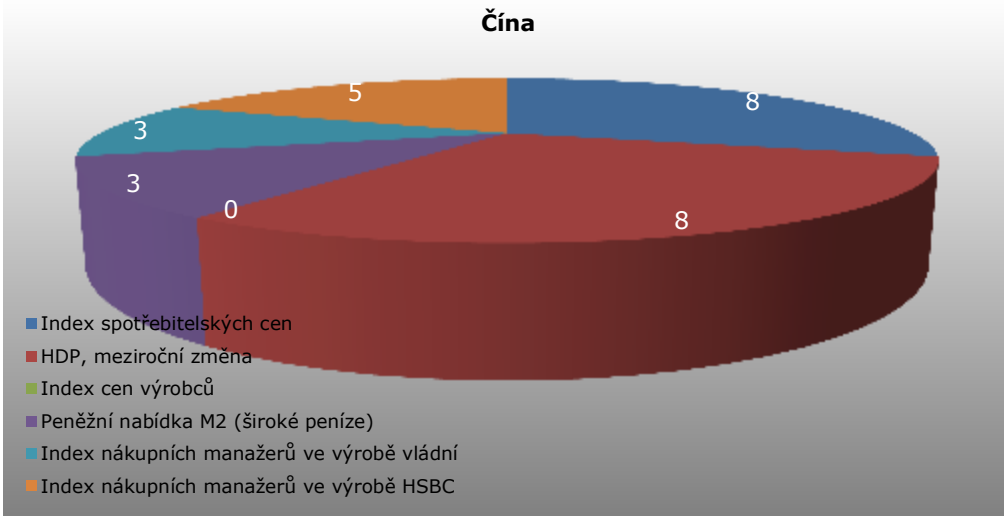
(Zdroj: vlastní zpracování)

Zatímco investiční profesionálové dle Bloomberg slyší výrazněji na ZEW, lokální respondenti ankety na Ifo. Svou povahou se ZEW blíží více „tržnímu konsensu“, zatímco Ifo průzkumům situace ve firmách „a la PMI“. Na třetím místě se v anketě za Německo udržela nezaměstnanost. Údaj pro účely ankety byl zobecněn (dle Bloomberg absolutní

změna počtu nezaměstnaných). Jak bylo v části věnované Německu ukázáno, o něco výše nad mírou nezaměstnanosti v německé ekonomice stojí absolutní změna počtu nezaměstnaných v tisících, jako podrobnější ukazatel meziměsíčního vývoje počtu lidí bez práce. I za Německo se dostává předstihový ukazatel objednávek v německém průmyslu před údaj o měsíčním vývoji průmyslové produkce. Sázet je možno opět na uvědomování si předstihové role ukazatele pro vývoj v odvětví, klíčovém pro růst celé eurozóny, nebo jen prostého faktu, že objednávky vycházejí den před měsíční zprávou za německou průmyslovou produkci. Vliv u respondentů z řad klientů Patria Plus a Investor Plus může hrát i fakt, že v rámci zpravodajství serveru jsou tyto ukazatele podrobně pokrývány. Platí to u amerického indexu nákupních manažerů ISM, ukazatelů Ifo a ZEW i pro německé průmyslové objednávky a průmyslovou produkci.

Přejděme k poslední části výsledku ankety **za Čínu**. Z 27 bodů a zhruba 5% podílu na celkovém počtu odpovědí v anketě opravdu nelze přijímat hodnotící závěry. Patrné nicméně je, že v tomto případě se odpovědi rovnoměrně rozdělily mezi růst ekonomiky a spotřebitelské inflace a s odstupem opět poměrně rovnoměrně mezi mezinárodně srovnatelný index nákupních manažerů od Markit/HSBC ve výrobě, čínský vládní PMI index ve výrobě a nabídku peněz, sledovanou kvůli vývoji úvěrové expanze v Číně.

Graf 70 : Sledovanost ukazatelů Číny dle respondentů ankety



(Zdroj: vlastní zpracování)

Z ankety **vyplývají například následující závěry**: Potvrzeno anketou bylo prioritní sledování měnové politiky vlivem mimořádných podpůrných a zároveň stabilizačních programů centrálních bank (QE, OMT). Pozitivním překvapením byla relativně vysoká sledovanost předstihových ukazatelů. Ta je patrná u USA a zejména Německa. Překvapením ankety byla dominance sledovanosti podnikatelského klimatu Ifo nad ekonomickým sentimentem ZEW. Pohled profesionálů dle Bloomberg je opačný. Celkově respondenti ankety ukázali počtem aktivních odpovědí, že sledují ekonomiku Spojených států a za Evropu se více soustředí na německé údaje, než na údaje za eurozónu jako celek. Výjimku zde logicky tvoří společná měnová politika.

8. Když chybí data: Nápověda pro vývoj ekonomiky

Po podrobném prozkoumání nástrojů a ukazatelů popisujících vývoj ekonomik blízce minulý a předpovídajícího jejich vývoj v blízké budoucnosti, chce práce ještě diskutovat situaci, kdy standardní údaje z ekonomiky, na které jsou účastníci finančních trhů zvyklí, z nějakého důvodu vycházet přestanou. Jak bylo odkázáno v části věnované Spojeným státům, kapitola bude otevřena událostmi v americké fiskální politice. Právě ty dokazují, že taková úvaha není teorií, ale skutečností. Níže budou stručně shrnuty zprávy, které na podzim roku 2013 ze Spojených států přicházely.

8.1. Americký dluh, rozpočet a zavřené úřady

Střet mezi Demokraty a Republikány o neudržitelný vývoj amerického státního dluhu a rozpočtové výdaje, ale i prostá politická bitva o zdravotní reformu „Obamacare" amerického prezidenta Baracka Obamy, dovedly Spojené státy k prvnímu říjnu loňského roku jako počátku amerického fiskálního roku k uzavření amerických vládních úřadů pro **neschopnost** či neochotu Demokratů a Republikánů na **schválení rozpočtu pro fiskální rok 2014**. Shodou na reformě zdravotního zabezpečení obě strany propuštění zákona o rozpočtu podmínily, nedošlo však na ni. Reforma naopak ke stejnému dni vstoupila v platnost.

Odmítnutí zákona o státním rozpočtu v tom momentě znamená, že Spojené státy s počátkem nového fiskálního roku nemají k dispozici finanční zdroje na krytí běžných výdajů, kam patří i provoz státních úřadů, vydávajících ekonomické statistiky. Bez omezení v takovém případě fungují pouze systémově a bezpečnostně důležité instituce a financovány jsou bezpečnostní složky a základní zabezpečení, včetně důchodů a zdravotního pojištění. Situace samozřejmě vyhrotila veřejné mínění a jako viníci vydírání v otázce mnohem vážnější (riziku platební neschopnosti země) proti té, kterou představovala snaha zastavit zdravotnickou reformu, byli spatřování Republikáni[227].

Druhou rovinou sporů, pro dopad na mezinárodní finanční trhy vážnější, je otázka **posouvání hranice dluhového stropu** jako limitu pro zadlužování vlády, respektive nárazu na něj. Po dosažení limitu, což by se dle posledních tehdejších propočtů stalo k 17. říjnu 2013[228] při Kongresem schválené výši 16,7 bio USD – se vláda nesmí dále zadlužovat, což znamená ohrožení splátek dluhu a technickou platební neschopnost. K dosahování dluhového stropu dochází průběžně následkem schodkového hospodaření a vydávání nových dluhopisů k profinancování vládních aktivit a splátek staršího dluhu. Rozpočet fiskálního roku 2013 počítal s příjmy 2,9 bio USD při výdajích 3,8 bio USD a tedy se schodkem 0,9 bio USD. Pro fiskální rok 2014 byl navržen rozpočet s příjmy 3 bio USD a výdaji 3,8 bio USD. Do roku 2011 probíhalo schvalování navyšování dluhového

[227] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2469203/za-rozpoctovou-krizi-v-usa-mohou-hlavne-republikani-soudi-v-pruzkumech-americane.html (cit. 17.1.2014)

[228] Americká vláda si je obvykle krátkodobým managementem příjmů a výdajů schopna vyzískat řádově dva týdny prostoru navíc a na tuto situaci se připravovala několik měsíců.

stropu v USA Kongresem „hladce“, v roce 2011 si ale Kongres vyžádal rozsáhlé rozpočtové škrty s tím, že pokud dohody nebude dosaženo, budou s rokem 2013 uvedeny automatické výdajové škrty.

Americkou politickou situaci na podzim roku 2013 vyhrotil časový souběh schvalování rozpočtu pro rok 2014, Obamovy zdravotnické reformy i nárazu na dluhový strop. Republikáni požadovali roční odklad zdravotnické reformy, výměnou za uvolnění státních výdajů. Prezident Obama trval na navýšení dluhového stropu i uvolnění výdajů pro vládu bez dodatečných podmínek a teprve pak zasednutí k jednacímu stolu. Demokraty ovládaná horní a Republikány dolní komora parlamentu společnou řeč včas nenašly. Došlo tedy v jedné rovině na uzávěru vládních úřadů s novým rozpočtovým rokem, ve druhé k nárazu na dluhový strop.

Těsně před naplněním limitu dluhového stropu došlo k dohodě na uvolnění financí pro vládu. Obsahem dohody z noci 16. října 2013 byl odsun dluhového stropu do 7. února 2014 a chodu vládních úřadů do 15. ledna 2014. Do poloviny prosince 2013 mělo být dosaženo dohody na komplexním řešení otázky rozpočtu i dluhu.

Před polovinou prosince 2013 byla oznámena dohoda na financování federální vlády do roku 2015 (přesněji fiskální roky 2014 a 2015). Součástí dohody je snížení schodku amerického rozpočtu o 23 mld. USD při dluhu kolem 17 bio USD. Rozpočtová dohoda má snížit v uvedených dvou letech nucené automatické škrty o 63 mld. USD[229]. Při lednovém dosažení schváleného časového odkladu dolní komora Kongresu schválila výdaje do konce září roku 2014 (konce fiskálního roku) ve výši 1,1 bio USD a norma šla do Senátu. V době psaní tohoto textu[230] schvalování normy, která má ukončit střety o rozpočet, probíhalo a otázka tak nebyla uzavřena.

8.2. Neobvyklé ukazatele vývoje ekonomiky

Vraťme se k výchozí úvaze kapitoly: Úřady máme zavřené, vládní statistiky nedostupné. Co teď? Po stálou dobu nám budou k dispozici data některých soukromých poskytovatelů: v kontaktu s americkým trhem práce zůstaneme díky společnostem ADP a Challenger, s očekáváným vývojem v průmyslu či ve službách díky sadě indexům nákupních manažerů. Vedle toho máme k dispozici pokročilé ukazatele budoucího vývoje ekonomiky, které jsou sestavovány nevládním subjektem (včetně Fedu), ale do kterého vstupují i vládní statistiky – příkladem je index předstihových ukazatelů, sestavovaný společností Conference Board nebo onen některými investičními profesionály„skrytě favorizovaný“ Chicagský index národní aktivity (CFNAI), sestavovaný regionálním Fedem. Zde se ale již kvůli návaznosti na také statistiky vládní dostaneme po měsíci až dvou do úzkých – jednou či dvakrát lze ještě některou z komponent složeného indexu nahradit odhadem, po delší době je ale vypovídací schopnost zasažena. Když nám vyprší i tato možnost, máme po ruce jen soukromý sektor.

[229] Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2515761/kongres-dohodl-financovani-americke-vlady-do-roku-2015-a-snizeni-schodku-bez-rustu-dani.html (cit. 17.1.2014)
[230] 17.1.2014

V této subkapitole práce budou zkoumány další možné ukazatele, vodítka, vzorce chování či pouhé postřehy, které nám o vývoji ekonomiky mohou něco napovědět nebo naopak ty, které jsou za to považovány, ale jejich relevance byla podloženě zpochybněna. Proti hutnému toku tvrdých dat se místy budeme tato část pohybovat v odlehčenější rovině. Cílem je odpovědět, když oficiální statistika chybí, kam je možné sáhnout a jak lze případně zapojit selský rozum.

Hojně skloňovaným údajným zrcadlem, ukazujícím na vývoj na globálním akciovém trhu a ve světové ekonomice je **Baltic Dry Index**, který je měrou nákladů na přepravu komodit mezinárodní lodní dopravou a finančními trhy je často přijímán jako seriózní indikátor vývoje ekonomiky. Indikátor vychází z myšlenky, že náklady na přepravu rostou s růstem poptávky po námořní přepravě a odrážejí oživení v mezinárodním obchodě. Zapomíná se ale někdy, že ukazatel je také logickým odrazem mezi nabídkou lodí a poptávkou po přepravě komodit. Například v roce 2010 index během měsíce klesl o tři pětiny, vztah mezi objemem obchodu a hodnotou indexu tomu ale naprosto neodpovídal.

Ceny přepravy jsou vysoce volatilní a mohou signalizovat okamžitý nedostatek, který za dva týdny nemusí být pravdou, nebo momentální nadbytek přepravních kapacit. Obsahově ale může směrovat úvahy, proč se pohnul daným směrem a v daném rozsahu. Klesají dovozy komodity z důvodu poklesu poptávky po ní? Rostou z důvodu oživení v daném segmentu, nebo klesla globální cena dané komodity a jde o masívní předzásobení například Čínou?

Zatímco dříve v této práci jsme se zaměřili na jednotlivé ekonomiky, Baltic Dry Index bývá pasován do role ukazatele, vypovídajícího směrem globálního růstu. Studie britské centrální banky,[231] která se zaměřila na korelaci globálních ukazatelů vůči mezikvartálnímu tempu růstu globálního HDP, přepočteno paritou kupní síly, však došla k závěru, že v tomto směru máme dostupné jiné ukazatele s vyšší průkazností vztahu a tedy předpovědní hodnotou. Zatímco u Baltic Dry Indexu spočetla studie korelaci na pouze 0,28, při srovnání se sledovaností dat, posouzenou v předchozích kapitolách, by nás nemělo překvapit, že horní příčky opanovala dvojice indexů nákupních manažerů, zpracovávaná s celosvětovým záběrem ve spolupráci Markit a JPMorgan. Prvním je s hodnotou korelace 0,91 **subindex exportních objednávek v rámci Indexu nákupních manažerů JPMorgan za globální zpracovatelský sektor** *(JPMorgan global manufacturing PMI – export orders index)*. Třetí příčku pak s korelací 0,83 obsadil sesterský **kompozitní index** (*JPMorgan global composite PMI* – output index). Slušnou relevanci má také **globální průzkum ekonomického klimatu**, sestavovaný německým **Ifo** institutem, s korelací 0,73.

Porovnejme ještě Baltic Dry Index s ukazatelem **letecké přepravy od asociace IATA** (*IATA air freight data)*. Baltic Dry Index odráží přepravní podmínky u obrovských nákladních lodí, určených typicky pro přepravu komodit typu uhlí, železné rudy či obilnin. Z toho vyplývá, že jde o vstupy do další výroby a zpracování. Letecká přeprava je určena

[231] Dostupné zde: http://www.businessinsider.com/what-economic-indicators-actually-matter-2013-9 (cit. 17.1.2014)

zejména pro finální výrobky a to ještě typicky s vysokou vloženou přidanou hodnotou. Oba indexy tedy ukazují na jiný segment. Souvislosti negativního vývoje Baltic Dry Indexu nám mohou naznačit budoucí negativní vývoj ve výrobě, zasažené poklesem poptávky, růstem cen vstupních komodit nebo například produkčními kapacitami. Zatracovat jej ze zřetele zcela tak není racionální.

Pohlédněme také na, ve studii BoE do popředí prosazený, **kompozitní index předstihových ukazatelů OECD** (*OECD composite leading indicator*) s korelací 0,81. OECD index pod tímto názvem sestavuje za jednotlivé členské země včetně ČR i některé nečlenské a hospodářská uskupení včetně eurozóny či amerického společenství NAFTA. Kompozice indexu není jednoduše popsatelná, protože se skladba vstupních komponent za jednotlivé země liší[232]. Sama OECD za hlavní smysl svých předstihových ukazatelů označuje předpověď obratu ve vývoji celkové ekonomiky.

Velkou skupinu nevšedních ukazatelů (a někdy možná i bulvárně nahlížených) tvoří různé ukazatele, stojící na chování spotřebitele. Část z nich je jednoduše odrazem racionální reakce spotřebitelů na příznivý či nepříznivý vývoj ekonomiky, kterou nějaká statistika dokáže podchytit daty, část je třeba brát s určitou rezervovaností v roli spíše marketingového a mediálního ukazatele.

Poněkud specifickým indexem, usilujícím o srovnání, zda je určitá měna proti americkému dolaru podhodnocena či nadhodnocena, je ***Big Mac Index***[233], sestavovaný jednou ročně časopisem The Economist. Podstatou indexu je, že používá přepočet paritou kupní síly pro dolarovou cenu Big Macu a HDP na hlavu. Sám Economist ale doznává kritiku, zejména za citelný rozdíl v nákladech na práci v jednotlivých zemích.

Zaměřme se na samotné **chování spotřebitelů**. Začneme-li ze strany ušetřit u průměrným až chudších spotřebitelů, různými způsoby zachycováno je **využívání slev a kupónů** na zboží zdarma spotřebiteli. Východiskem úvahy je, že s poklesem ekonomiky narůstá důsledné vyhledávání příležitostí ulevit osobnímu či rodinnému rozpočtu. Ve Spojených státech jsou sledována například data společnosti Inmar, zpracovatele těchto kupónů a poskytovatele logistických služeb řetězcům. Zajímavé je, že nyní, kdy americká ekonomika mnoha souběžnými ukazateli potvrzuje obrat k lepšímu, podle zdrojů Reuters[234] vlastník Inmaru, kterým je New Mountain Capital, chystá prodej této firmy. Fakt, že vyhledávání slev je seriózně sledováno, stvrdil guvernér České národní banky Miroslav Singer. Ve své prezentaci z 20. listopadu 2013 při komentáři ke spuštění

[232] Metodika pro jednotlivé země dostupná z: http://www.oecd.org/std/leading-indicators/CLI-components-and-turning-points.pdf (cit. 19.1.2014)
[233] Propočet dostupný z: http://www.economist.com/content/big-mac-index (cit. 18.1.2014)
[234] Listopadová zpráva dostupná z: http://www.reuters.com/article/2013/11/19/inmar-sale-idUSL2N0J000Q20131119 (cit. 18.1.2014)

devizových intervencí ČNB a akcentu na deflační riziko použil argument prudkého nárůstu vyhledávání letáků přes Google[235].

Úsměv může vzbuzovat **sledování prodejů dětských jednorázových plenek**, ale už ne tolik, pokud jej zasadíme do souvislostí. Společnosti typu Procter & Gamble potvrzují, že v obdobích ekonomických obtíží klesají prodeje jednorázových plen mezi zbožím denní potřeby, pokud je u spotřebitele opravdu zle – natolik, že šetří na tom, co je ve většině případů v jeho životě nejcennější – a souběžně roste spotřeba dětskou pokožku ošetřujících krémů. Jednoduchý a lidsky citlivý indikátor toho, že se nemáme dobře. Výzkumná agentura SymphonyIRI, která se zaměřuje na průzkumy mezi spotřebiteli a v maloobchodu (typicky nákupního chování) sestavuje „*Diaper Rash Index*" s využitím dat od Deutsche Bank. SymphonyIRI tak například reportovala, že prodeje dětských plen výrazně propadly v roce 2009 (připomeňme recesi americké ekonomiky 1Q08-2Q09) a ještě v roce 2010 klesaly trojnásobkem demografií daného tempa poklesu počtu malých dětí[236]. Pro zasazení do lokálních reálií zde budiž uvedeno, že tuzemská a na pražské burze obchodovaná společnost Pegas Nonwovens je klíčovým dodavatelem prodejců dětských plen Procter & Gamble (P&G) i Kimberly Clark (K-C) v evropském měřítku a do výrobních závodů v České republice. Americká K-C na konci roku 2012 oznámila, že se z většiny trhů v Evropě kvůli prohranému boji své značky Huggies se značkou Pampers, patřící P&G, po dvou desítkách let stahuje. Tuzemské aktivity, výrobu a byznys ve středoevropském regionu včetně vazby na Pegas Nonwovens zachovala[237].

Pokud Miroslav Singer v prezentaci promluvil o vyhledávání slev spotřebiteli, bývalý guvernér Fedu Alan Greenspan v roce 2009[238] za relevantní označil jeden za maloobchod sledovaný segment, někdy opět s úsměvem, a tím jsou **nákupy pánského spodního prádla**. Úvaha opět stojí na selské logice: prodeje v tomto segmentu jsou poměrně stabilní, protože „když chlap potřebuje, tak jde a koupí" a když nepotřebuje, tak nekupuje (případně když žena vidí, že muž má prádlo zničené, jde a koupí nové). Začnou-li tedy klesat prodeje v tomto segmentu, je to bráno jako špatný signál pro spotřebitelské výdaje. Po bok těchto indikací můžeme zařadit i spotřebitelské služby. Ve špatných ekonomických časech citelně klesají výdaje za čistírny, prádelny (není typické u nás, ale v USA, západní Evropě ano) oblečení či kadeřnictví.

Odrazem škrcení výdajů spotřebitele je i zábava, kultura, sport. Za cenově dostupný substitut proti prestižnější kultuře či hodinové sazbě za sportování ve špatných

[235] Prezentace Miroslava Singera dostupná z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20131120_olomouc.pdf, slide 34 (cit.18.1.2014)
[236] Zpráva k tématu zde: http://www.businessinsider.com/the-diaper-rash-economic-indicator-2011-9 (cit. 18.1.2014)
[237] Zpráva na Patria.cz zde: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2183207/ve-velke-casti-evropy-konci-plenky-huggies-dale-posili-pampers-co-to-znamena-pro-pegas-nonwovens-jako-dodavatele-komentar.html (cit. 18.1.2014)
[238] Vyjádření dostupné zde: http://www.npr.org/blogs/bryantpark/2007/09/robert_krulwich_exposes_greens_1.html (cit. 18.1.2014)

ekonomických dobách jsou označovány **návštěvy kin**. I v teoretické části práce byli zařazeni poskytovatelé levnější zábavy mezi anticyklická odvětví. Americké i britské zábavní společnosti zaznamenaly opakovaně zvýšené nárůsty návštěv kin v období ekonomického útlumu nebo přímo recese – Velká Británie roku 2008, Spojené státy roku 2009, ale podle Motion Picture Association of America i v období Velké Deprese 30. let minulého století, letech 1973-74 a letech 1981-82[239]. Do této skupiny patří i návštěvy ZOO a další cenově dostupné zábavy.

S obdobím slabé ekonomiky nutně souvisejí také úspory u bohatších spotřebitelů a pokles v segmentu luxusu - **úspory výdajů na luxusní a zbytné zboží** a služby. Tam, kde jsou například data od asociací poskytována, začínají být v seriózní rovině sledovány tržby za **plastické operace.** V roce 2008 celkové výdaje Američanů na plastické operace meziročně klesly o 9 % k 10,3 mld. USD a liposukcí o 19 % dle dat Americké asociace plastických chirurgů (*The American Society of Plastic Surgeons*), která se odvolávala jednoznačně na špatnou ekonomiku. Přiřadit se sem dají i návštěvy dentistů, vztažené spíše k běžnému, než bohatému spotřebiteli. Typicky ve Spojených státech, ale nejen tam, brzy na svých tržbách nástup horších časů pociťují[240] **krokodýlí farmy** jako zdroj kůže pro luxusní obuv či módní doplňky. Za poněkud obskurní je označován index, na který vsadil Richard Aboulafia, analytik Teal Group. Index, který pojmenoval „Zbraně versus Kaviár" *(„Guns-to-Caviar")*[241] poměřuje **globální výdaje na bojová letadla versus soukromé výdaje na privátní letadla**. O indexu tvrdí, že v dobách politického napětí a konfliktů mezi zeměmi roste[242] a naopak v období důvěry v rozmach ekonomiky a rozvoj obchodních vztahů klesá. Toto nicméně musí být sledovatelné v rámci průmyslových objednávek.

Mezi ukazatele, ukazujícími na budoucí potíže v ekonomice, bývá jmenováno také sledování **produkce kartonových obalů**. Myšlenka je jednoduchá: většina spotřebního zboží je balena k přepravě právě tímto způsobem a pokles objednávek či zhoršení provozní i čisté úrovně hospodaření výrobců kartonových obalů bývá interpretováno jako odraz zhoršení podmínek ve výrobě a nejistoty ohledně budoucího odbytu.

Svou relevanci mají také statistiky železniční přepravy, konkrétněji pak za segment **svozu odpadu**. Ekonomové Bloomberg Michael McDonough a Bob Willis přišli v červnu roku 2010 se zprávou[243], podle které železniční přeprava odpadů rostla nejvýrazněji za posledních 16 let a meziročně o 45 % dle dat Asociace amerických železnic (AAR, dále jako AAR). Nadto provedli korelační analýzu, ze které vyplynula z pohledu druhu přepravovaného obsahu nejvyšší kladná korelace vůči vývoji HDP právě za odpady s 82

[239] Zpráva The Guardian dostupná z: http://www.theguardian.com/world/2009/feb/02/usa-mediabusiness (cit. 19.1.2014)
[240] Zpráva New York Times dostupná z: http://www.nytimes.com/2009/11/30/us/30gator.html?_r=0 (cit. 18.1.2014)
[241] Pojednání Slate o indexu zde: http://www.slate.com/articles/business/moneybox/2006/12/obscure_economic_indicator_the_gunstocaviar_index.html (cit. 18.1.2014)
[242] A to i s předstihem, neboť naplnění objednávky bojového letounu trvá řádově dva roky.
[243] Dostupná z: http://www.bloomberg.com/insight/trash-gdp-indicator.html (cit. 18.1.2014)

procenty, následované přepravou kovů se 79 procenty. Sledování hospodářských výsledků zpracovatelů odpadu patří na jedné straně k relevantním ukazatelům o vývoji u spotřebitelů, pro Spojené státy jsou pak data o přepravě na železnici relevantní a řadou ekonomů označována za včasný indikátor kondice americké ekonomiky. Analogický indikátor je sledován také za **americkou silniční nákladní dopravu** v podobě *Ceridian-UCLA Pulse of Commerce Indexu*. Jeho podstatou je sběr dat o tankování vozidel kamionové přepravy včetně druhu převážené komodity, z čehož získává obraz o intenzitě a skladbě přepravy po Spojených státech, tedy podobnou výpověď za silnice, jakou dávají data AAR za železnici[244].

8.3. Výsledky firem jako barometr ekonomiky

Poslední oblastí, u které se tato práce zastaví, jsou informace, průběžně získávané od firem, s potenciálem ukázat na vývoj v určitém segmentu ekonomiky či teritoriálně na některém trhu.

Finanční trhy v tomto směru sledují zejména firmy, které jsou kotované na burzách a jejich akcie jsou obchodovány. Právě na tyto firmy se vztahuje informační povinnost a celkově jsou otevřenější v komunikaci směrem k investorům. Komplexní rozpracování této otázky by vydalo na samostatnou práci, níže se proto zaměříme na vyzvednutí několika segmentů s vypovídací silou směrem k vývoji ekonomiky.

8.3.1. Maloobchod

Zejména pro zboží běžné spotřeby za potraviny a nepotravinářské zboží jsou indikací pro oficiální statistiky maloobchodu a spotřebitelských výdajů měsíční vybrané provozní ukazatele velkých maloobchodních řetězců, kótovaných na burzách. Mezi takové patří Wal-Mart, Best Buy, Sears, Target, Kroger, Safeway či Supervalu, v Evropě známé Carrefour, Tesco, Ahold, Delhaize, Metro či Rewe. Řetězce obvykle s počátkem následujícího měsíce oznamují základní údaj o měsíčním vývoji tržeb, specificky tržeb za srovnatelné obchody (očištěným o přínos prodejen, otevřených méně než jeden rok). Ve sváteční sezóně je pak reportován týdenní vývoj. Komplexnější pohled na obsahovou a teritoriální skladbu tržeb pak nabízejí čtvrtletní, pololetní, mezitímní a výroční zprávy. Po bok maloobchodních řetězců sem pro doplnění pohledu můžeme přiřadit hobby markety (například Home Depot, Lowe's, Wolseley, IKEA) a producenty zboží denní potřeby (Procter & Gamble, Johnson & Johnson, Kimberly-Clark). Spadají sem také provozovatelé řetězců s elektronikou a zapomenout nesmíme na online prodejce (Amazon, eBay, Yahoo).

K maloobchodu se váží informace od zpracovatelů karetních transakcí MasterCard, Visa, American Express a dalších o objemu transakcí, průměrné útratě. Poskytována je typicky dynamika objemů plateb za jednotlivé regiony (USA, západní Evropa, CEE, Asie a Pacifik).

[244] O indexu například zde: http://usatoday30.usatoday.com/money/economy/2010-02-10-truckers10_ST_N.htm (cit. 19.1.2014)

Samostatně sem můžeme přiřadit i tabákový průmysl. Také výroční zprávy a jejich mezitímní zprávy za první až třetí čtvrtletí roku vedoucích tabákových producentů obsahují jednak údaje zejména o vývoji prodejů a tržního podílu, ale i cenové struktuře trhu (v posledních letech typický přesun spotřebitelů k levnějším značkám) a vlastní průzkumy pro vývoj celkového cigaretového trhu.

U uvedených firem a segmentů jsou pak indikací blízkého vývoje konsensy firem pro celoroční hospodaření – typicky tržby a zisk na akcii – plus komentáře managementu k průběžnému plnění celoročních cílů.

8.3.2. Autoprůmysl

Klíčové světové automobilky ohlašují měsíční dynamiku prodejů za uplynulý měsíc a od počátku roku s počátkem následujícího měsíce. Za Spojené státy jsou to zejména General Motors, Ford, Toyota a Chrysler, následovány dalšími značkami Honda, Nissan, Hyundai, Kia a Volskwagen. Za Evropu pak zejména skupina Volkswagen a její jednotlivé značky, koncern PSA, Renault a japonské a korejské značky. Tyto údaje analytici a ekonomové bedlivě sledují a promítají do konsensů pro vývoj průmyslu a na druhé straně statistiky o prodejích nových a dovezených aut (registracích vozů) do očekávání na straně spotřebitele.

Prodeje aut jsou vylučovány jako zvláštní složka dat z maloobchodu pro jejich volatilitu. Jsou to pak právě prodeje aut, které jsou časným ukazatelem, že spotřebitelé i firmy začaly omezovat své výdaje. Ve Spojených státech jsou v tomto směru také bedlivě sledovány marže konečných prodejců, respektive diskonty u jimi prodávaných vozů. Snaha o prudký výprodej skladových zásob na úrovni maloobchodu u prodejů aut byla jedním z časných signálů nástupu americké ekonomiky do recese[245].

8.3.3. Globální průmysl a ekonomika

Schopnost nápovědy pro globální vývoj můžeme zahájit u spedičních a přepravních firem. Objemy přepravených zásilek oznamují pravidelně (obvykle měsíčně) vedoucí přepravci typu FedEx, UPS či DHL, výsledkové zprávy pak napovědí o přepravených zásilkách za jednotlivé trhy a struktuře přepravy. Jsou indikací obchodní aktivity na daném trhu, jejího zesílení či útlumu. Mít na paměti je třeba faktor konkurence a sledovat vývoj jejího hospodaření, případně klíčových obchodních kroků (cenová politika, vývoj zákaznické báze).

Podobně, jako byl výše pojednán Baltic Dry Index jako odraz budoucí výrobní aktivity (jelikož vypovídá o vstupech komodit do výroby, případně dalšího zpracování), je mezi globálními korporacemi řada společností, které obsahem svého podnikání mohou napovědět o budoucí hospodářské aktivitě. Takovým příkladem jsou společnosti Deere a Caterpillar, mnohdy přezdívané „barometr globální ekonomiky“. O čem jejich výroční a průběžné zprávy o provozním hospodaření vypovídají, si **ukažme na příkladu**:

[245] Komentář New York Times zde: http://www.nytimes.com/2009/01/05/business/05auto.html?_r=0 (cit. 19.1.2014)

V průběhu roku 2013 jsme byli svědky postupného zvolňování dynamiky růstu čínské ekonomiky. Celoroční růst byl nejslabší za posledních 14 let a poslední čtvrtletí postupně přineslo zvolnění tempa růstu průmyslové produkce, investic i vývozu. Celoroční cíle (a hodnoty nastavených tržních konsensů) sice byly v zásadě splněny, ale v průběhu roku docházelo na jejich postupné snižování. Hospodářské výsledky společnosti **Caterpillar** již za 2Q13 skončily mrazivě: čtvrtletní zisk meziročně klesl na polovinu, celoroční cíle pro zisk na akcii i celkové tržby firma snížila oproti vlastnímu do té doby platnému výhledu a pod úrovně tržního konsensu, tedy ekonomové a analytici s tak negativní zprávou nepočítali[246]. Caterpillar v této výsledkové zprávě uvedl, že ve světové ekonomice dál počítá s nízkým růstem, vysokou nezaměstnanosti a neznatelnou inflací a jen chabým oživením poptávky po komoditách ve druhé polovině roku 2013, konkrétně stagnaci cen železné rudy, pokračující nízké ceny termálního uhlí zejména za Asie a Austrálii o třetinu pod loňským průměrem a stagnaci cen mědi. Generální ředitel společnosti Oberhelman pak poskytl komentář, že průzkumné práce v těžebním sektoru prakticky stojí a firmy čekají prudké odpisy investic. To je ukázka výhledu, který si může ze své pozice dovolit a poskytuje největší světový dodavatel stavební a těžební techniky. Říjnová čtvrtletní mezitímní zpráva za 3Q13[247] přinesla opět zaostání za konsensem a nové zhoršení celoročních výhledů. Firma uvedla, že globální prodeje strojů klesaly deset měsíců v řadě v čele s regionem Asie a Pacifik. Cateprillar o zhruba 2,5 procenta snížil ve 3Q13 zaměstnanost ve firmě a rozhodl o uzavření některých továren. Jeho pohledem tedy vyhlídky blízkého globálního oživení ekonomiky, těžby a průmyslové produkce nejsou nejlepší. Nápovědou v tomto směru je i snižování zásob u dealerů jakožto odraz lokální poptávky na tom kterém trhu.[248] Generální ředitel Caterpillaru nicméně v průběhu roku 2013 hovořil o tom, že si firma uvolňuje prostor pro oživení poptávky, které čeká v průběhu roku 2014. Firma po 3Q13 potvrdila výhled hospodaření v roce 2014 u tržeb o v zásadě stabilních v koridoru plus minus 5 %. To je ale negativní zpráva, protože u cíle hospodaření a tržeb roku 2013 došlo opakovaně na snižování po 2Q i 3Q.

O trochu jiném segmentu a s pro globální vývoj nižším významem, ale přeci, vypovídají výsledky **Deere**. Zatímco Caterpillar je více vystaven těžbě (ve smyslu opravdu těžkých těžebních strojů), u Deere je to spíše stavařství a lesnictví na straně jedné a zemědělská plus menší zahradní technika na straně druhé. Akcie Deere tak výrazněji reagují na vývoj v zemědělství a stavebnictví, zatímco zahradní technika a produkce, související s životním stylem a volným časem (firma je mimo jiné výrobcem strojů na úpravu golfových hřišť) míří na situaci u spotřebitele. Caterpillar má těžiště v průmyslu a těžbě. Deere dle výroční

[246] Zpracovaná výsledková zpráva za 2Q13 dostupná z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2390706/globalni-barometr-caterpillar-ukazuje-mraz-slaby-vyhled-pro-ekonomiku-i-komodity-zisk-i-trzby.html (cit. 19.1.2014)

[247] Výsledková zpráva za 3Q13 dostupná z: http://www.caterpillar.com/cda/files/4509584/7/3Q13%20Caterpillar%20Inc.%20Results.pdf (cit. 19.1.2014)

[248] Údaje jsou dostupné z: http://www.caterpillar.com/investors/financial-information/dealer-statistics (cit. 19.1.2014)

zprávy za F4Q13,[249] tedy celý fiskální rok, čeká pro fiskální rok 2014 pokles tržeb meziročně o 3 % a stabilní až nižší ceny komodit proti roku 2013. Tedy ani očekávání Deere nejsou nikterak oslnivá. Ve výsledcích za fiskální 3Q[250] přitom Deere zvýšila celoroční odhady, když se rekordní kvartální výsledek opíral zejména o rekordní produkci sojových bobů v Brazílii, která tamní farmáře přinutila k nákupům techniky. I podle tamní oborové asociace ANFAVEA nákupy traktorů v zemi od počátku roku dosud do července meziročně stouply o 26 %, v samotném červenci o 17 %. To nám znovu ukazuje jinou vypovídací linii Deere vůči Caterpillar. Z pohledu komodit je Caterpillar odrazem těžby typicky průmyslových komodit, Deere pak zemědělských komodit. Také Deere poskytuje měsíčně informaci o maloobchodních prodejích v podobě audiozáznamu.[251]

8.3.4. Finanční sektor

Jako poslední ze sektorů práce vyzvedne banky. K rovině měnové politiky a celkového nastavení měnového uvolnění či restrikce centrálními bankami jsou výroční a čtvrtletní mezitímní zprávy bank důležitou informací o toku financí do různých segmentů ekonomiky. V době psaní této práce je na vrcholu americká výsledková sezóna za 4Q13 a čtvrtletní výsledky reportují klíčová jména Wall Street, jako jsou banky Bank of America, Goldman Sachs, Citigroup, JPMorgan, Morgan Stanley či Wells Fargo. Americký bankovní svět je vůči evropskému modelu mnohem více vystaven investičnímu bankovnictví a příjmům z obchodování a úpisu cenných papírů. Také americký spotřebitel má proti evropskému a jak bylo zmíněno výše, i japonskému, mnohem vyšší podíl svého majetku v akciích[252], což je rozhodující i pro nástroje Fedu. Podrobná pozornost je u amerických bank věnována vývoji hypotečního financování s ohledem na zdroj finanční krize na americkém realitním trhu, oživení trhu s bydlením jako součásti udržitelného oživení americké ekonomiky i z pohledu dopadu měnové politiky Fedu a nadcházející série kroků k pozvolnému opouštění mimořádných stimulačních nástrojů, prozatím QE, na dostupnost hypotečního financování skrze tržní sazby na dlouhém konci výnosové křivky.

Kontinentální evropský bankovní model je tradičně konzervativní a je více orientovaný na vztah depozit a úvěrů. Základními parametry směrem k vývoji ekonomiky zde, stejně jako

[249] Zpráva za fiskální 4Q13 dostupná z: http://www.deere.com/en_US/docs/Corporate/investor_relations/pdf/financialdata/reports/2013/2013_fourthquarter.pdf (cit. 19.1.2014)
[250] Zpracovaná výsledková zpráva dostupná z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2407067/deere-po-rekordnim-zisku-zvysuje-vyhled-pomohla-rekordni-uroda-v-brazilii.html (cit. 19.1.2014)
[251] Příklad za prosinec 2013 dostupný z: http://www.deere.com/media/player/player_en_us.html?src=s/flash/deerecompany/investors/jdretailsalesdec2013_h.mp3&autostart=true&type=audio&r-1?src=s/flash/deerecompany/investors/jdretailsalesdec2013_h.mp3&autostart=true&type=audio&r-1 (cit. 19.1.2014)
[252] Podle souhrnné zprávy U.S. Census Bureau k roku 2010 celkem 17,9 % v korporátních akciích, 9,9 % ve vzájemných fondech, 13,1 % v akciích mimo firemní sektor. Dostupné zde: http://www.census.gov/compendia/statab/2012/tables/12s1170.pdf (cit. 19.1.2014)

ve výsledcích amerických bank za daný segment, je vývoj celkové dynamiky úvěrů, rozčleněn na velké a malé a střední firmy na straně jedné a privátní financování na straně druhé se zřetelem na financování realit (hypoteční úvěry, v ČR stavební spoření). Důležitý je vývoj spotřebitelských půjček včetně kreditních karet jako odraz ochoty spotřebitele utrácet a na druhé straně úspor. Zdrojem výpovědi o zhoršování či zlepšování finanční situace mezi firmami a spotřebiteli pak jsou delikvence úvěrů a vývoj míry úvěrů v selhání (NPL), opět za jednotlivé segmenty úvěrové činnosti.

Banky, opírající se o širokou základnu firemní i soukromé klientely, nezbytně potřebují a také investorské komunitě či veřejnosti uvolňují své vlastní prognózy pro vývoj reálné ekonomiky globální a jednotlivé klíčové ekonomiky či pouze trhy, na kterých působí. Zároveň jejich analytické týmy zpracovávají prognózy vývoje jednotlivých druhů aktiv a segmentů finančního trhu, které po boku s dalšími odhady konkurenčních analytiků a ekonomů vstupují do tržních očekávání (konsensů).

9. Závěr

Hlavním cílem práce bylo sestavit a poskytnout obraz o tom, přes jaká publikovaná data a ukazatele v aktuální praxi finanční trhy čtou a vyhodnocují vývoj hlavních světových hospodářství z pohledu sledovanosti těchto dat a ukazatelů sestupně. Při skládání tohoto obrazu byl průběžně plněn vedlejší cíl práce a popisována a diskutována typická odezva trhů na kladný či záporný vývoj daného indikátoru.

V úvodu práce byla stanovena hypotéza o shodě či blízkosti v obecné a teoretické rovině vymezeného pohledu na základní ukazatele ekonomiky a praktického přístupu finančních trhů v tom, na které ukazatele při posuzování současného a předvídání blízce budoucího vývoje ekonomiky kladou důraz profesionálové, aktivní na finančních trzích.

Práce přinesla široký obraz o ukazatelích, na které je finančními profesionály kladen nejvyšší důraz za ekonomiky Spojených států, eurozóny jako celku s důrazem na národní ekonomiku Německa a po linii vlivů a dopadů na mezinárodní finanční trhy a globální ekonomiku pak za Čínu a Japonsko. Jako východisko bylo využito skóre relevance Bloomberg, profesionální platformy pro přístup k datům z finančních trhů a ekonomiky, sloužící téměř výhradně právě investičním profesionálům.

Sestavení tohoto obrazu přineslo vyvrácení úvodní hypotézy a zjištění, že důraz finančních trhů na informace o vývoji ekonomiky se upíná výraznou měrou k jiným ukazatelům, než těm, které obvykle v teoretické rovině bývají vymezovány jako základní. Teoretickému pohledu vládne jako ukazatel výkonu celkové ekonomiky HDP. Ten doplňují hlavní statistické ukazatele za jednotlivé oblasti: průmyslová výroba, stavební výroba, maloobchodní tržby, míra nezaměstnanosti či obchodní bilance. Pohled praxe finančních trhů ukázal, že ty, samy vůči celkovému vývoji ekonomiky v předstihové pozici, kladou důraz na ukazatele a svou konstrukcí složitější indikátory, které dokáží předpovědět blízký vývoj ekonomiky (tedy charakterem předstihové ukazatele), případně na ty, které podávají o určité oblasti ekonomiky nejrychlejší relevantní informaci.

Pohledem finančních trhů se do popředí dostaly, a nejvýrazněji to je patrné na ekonomikách Spojených států a Německa, průzkumy spotřebitelského sentimentu, vypovídající o očekáváních spotřebitelů, průzkumy mezi nákupními manažery, vypovídající o podmínkách ve firmách, průzkumy celkového ekonomického klimatu a nálady mezi podnikateli. Za průmysl je pak důraz spíše než na průmyslovou výrobu kladen na průmyslové objednávky, jako ukazatel budoucího vývoje v odvětví.

Ve druhé rovině práce odhalila, že shodně za Spojené státy, eurozónu, Čínu i Japonsko v aktuální praxi investiční profesionálové stavějí do čela sledovanosti měnovou politiku. Dáno je to rolí centrálních bank při řešení finanční krize a následné hluboké a vleklé recese ekonomik počínaje lety 2007 až 2008 a faktem, že to byly právě centrální banky, kdo učinil klíčové zásahy na uhašení krize na trzích akciových, dluhopisových, měnových i

swapů úvěrového selhání. Při těchto zásazích centrální banky přistoupily k použití nestandardních nástrojů měnové politiky. Nyní se finanční trhy upínají k indiciím, které jim centrální bankéři poskytnou o pozvolném opouštění těchto mimořádných opatření s ohledem na dopady procesu na utahování měnových podmínek a dostupné likvidity.

Za ekonomiku Spojených států práce odhalila v absolutním čele sledovanosti dva povahou předstihové ukazatele trhu práce: změnu počtu pracovních míst mimo sektor zemědělství a nové žádosti o podporu v nezaměstnanosti. V jedné rovině jde o důležité ukazatele, vypovídající o oživení americké ekonomiky. Druhá ale vede právě k měnové politice. Zřejmá je návaznost na cíl Fedu, který stanovil pokles míry nezaměstnanosti k 6,5 % a udržitelné oživení trhu práce jako klíčový moment pro přehodnocení měnové politiky a pozvolné opouštění mimořádných opatření včetně QE.

Do popředí sledovanosti ukazatelů americké ekonomiky se následně dostaly předstihové ukazatele spotřebitelské důvěry, průzkumy mezi nákupními manažery, objednávky zboží dlouhodobé spotřeby či žádosti o hypoteční úvěr, které jsou nejčasnějším, nejčastěji publikovaným a také volatilním ukazatelem za americký realitní trh. Za ten dále v popředí stojí ukazatel zahájené výstavby a prodejů nových domů.

Vedlejším cílem práce bylo diskutovat relevanci jednotlivých sledovaných ukazatelů a zejména za ukazatele předstihové jejich vypovídací schopnost směrem k budoucímu vývoji ekonomiky. Zkoumání, které bylo prováděno postupně u jednotlivých ukazatelů, vede ke dvěma závěrům.

Finanční trhy při kladení důrazu na časnost ukazatele někdy přeceňují rychle dostupné údaje, které ale následně podléhají silným revizím. Mezi ty patří údaje o tvorbě nových pracovních míst *(payrolls)*, které jsou přitom absolutně nejsledovanějším ukazatelem z americké ekonomiky. Dále sem je řazen vývoj celkových průmyslových objednávek a také první údaj o HDP a celkově HDP z důvodu vlivu revizí i změn metodik výpočtu i zpětně hledící povahy. Z důvodu opírání se spíše o „dojmy a pocity“, než racionální úsudek a schopnost předpovědi jsou částí ekonomů odsuzovány také průzkumy mezi spotřebiteli.

Ve druhé rovině v práci provedená diskuse došla k závěru, že profesionálové na finančních trzích, opět v rámci tlaku na rychle dostupný a souběžně snadno čitelný údaj, inklinují k preferenci jednodušších a rychlejších, ale tím také chybovějších ukazatelů. To se na straně přeceňování týká rovněž ukazatelů uvedených v odstavci výše. Na straně nedocenění předpovědní hodnoty pak zejména ještě většího důrazu na průzkumy ve firmách (průzkumy nákupních manažerů) které jsou na rozdíl od „dojmů“ spotřebitelů opřeny o „tvrdá data“ o zakázkách, objednávkách či zaměstnanosti ve firmách. Jako spíše podceňované se vůči své schopnosti předpovědět budoucí vývoj americké ekonomiky v práci vyjevily regionální indexy průmyslové aktivity za distrikty Fedu a zejména Index národní aktivity chicagského Fedu (CFNAI), jako robustní nástroj odhadu budoucího vývoje americké ekonomiky, opřený o 85 vstupujících zejména předstihových složek.

U ekonomiky eurozóny jako celku byl prací prokázán důraz investorů na měnovou politiku ECB a ukazatele ji doprovázející (vývoj inflace, nabídky peněz). Za národní ekonomiku Německa jako největší národní ekonomiku eurozóny a její průmyslový motor, byl prokázán důraz investorů opět na předstihové ukazatele vývoje ekonomiky a to s důrazem na průmysl. V absolutním čele sledovanosti finančními trhy stojí za německou ekonomiku průzkum ekonomické nálady ZEW, následován průzkumem podnikatelského klimatu Ifo a indexem nákupních manažerů v průmyslu a za průmysl dále ukazateli produkce i objednávek. ZEW jako „hlas trhu“ (průzkum opřený o finanční experty) doplňuje Ifo jako „hlas firem“ a také důvěra GfK jako „hlas spotřebitelů.“

U Číny práce prokázala vyšší důraz investorů na sledování HDP. To je spojeno se sledováním plnění vytčeného vládního cíle. Dále práce prokázala důraz na sadu kolem měnové politiky „kroužících“ ukazatelů spotřebitelské a produkční inflace na úrovni CPI a PPI a nabídky širokých peněz M2. To se váže také k obavě o nadměrnou úvěrovou expanzi a vývoj špatných úvěrů v zemi, reakci hospodářské politiky a dopadů na mezinárodní finanční trhy. Důraz na sledování vývoje v čínském průmyslu pak potvrdily dva předstihové ukazatele v podobě vládního a privátně sestavovaného indexu nákupních manažerů v průmyslu.

U Japonska práce potvrdila nejvyšší důraz na kroky japonské centrální banky v oblasti měnové politiky a celkově diskutovala ambiciózní program vyvlečení Japonska z deflace, který započal premiér Abé ve spolupráci s dosazeným guvernérem centrální banky Kurodou.

Smyslem v rámci této práce zpracované ankety bylo srovnání pohledu tuzemských, převážně drobných investorů, s postojem investičních profesionálů v jejich pohledu na ekonomiku. Anketa za sledování ekonomiky českými drobnými investory potvrdila důraz na měnovou politiku i předstihové ukazatele. U USA byl jako nesledovanější anketou vymezen Fed, následován žádostmi o podporu v nezaměstnanosti a indexem nákupních manažerů v průmyslu od ISM. Za Německo respondenti ankety vyzdvihli Ifo index podnikatelského klimatu před ZEW indikátor ekonomického sentimentu. To je opačné pořadí proti postoji investičních profesionálů dle Bloomberg. U eurozóny jako celku důraz, zjištěný anketou, padl drtivě na Evropskou centrální banku. Počet odpovědí pro Čínu byl nízký na činění širších závěrů. Respondenti ankety celkovým počtem reakcí položili důraz na ekonomiku Spojených států a v Evropě na pro českou ekonomiku významnou ekonomiku Německa, kterou počtem odpovědí do ankety k jednotlivým ukazatelům předřadili eurozóně jako celku.

Použitá literatura a zdroje

Seznam literatury:

- ALDRIDGE, I. *High-Frequency Trading: A Practical Guide to Algorithmic Strategies and Trading Systems*, 2nd Edition. Hoboken. Wiley, 2013. ISBN: 978-1-118-34350-0.
- BARNES, P. *Stock market efficiency, insider dealing and market abuse*. Farnham. Gower, 2012. ISBN: 978-1-4094-5870-8.
- BURTON, E. - SHAN, S. *Behavioral Finance: Understanding the Social, Cognitive, and Economic Debates*. Hoboken. Wiley, 2013. ISBN: 978-1-118-30019-0
- CLAYTON, G. E. - GIESBRECHT, M. G. - GUO, F. *A guide to everyday economic statistics*. New York. McGraw-Hill Higher Education, 2010. ISBN 978-0-07-352319-4.
- DRASNAR, G. *Hazardní hry: úvod do spekulace s cennými papíry*. Praha. Academia, 1995. ISBN 80-200-0510-2
- HATZIUS, J. *Economic Outlook: Moving Over the Hump*. New York. Goldman Sachs. Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research, 2013.
- HOLMAN, R. a kol. *Dějiny ekonomického myšlení*. 3. vyd. Praha. C.H. Beck, 2005. ISBN 80-7179-380-9
- JÍLEK, J. *Akciové trhy a investování*. 1. vyd. Praha. Grada, 2009. ISBN 978-80-247-2963-3
- JÍLEK, J. *Finanční trhy a investování*. 1. vyd. Praha. Grada, 2009, ISBN 978-80-247-1653-4
- JORGENSON, D. – LANDEFELD, S. – NORDHAUS, D. *New architecture for the U.S. national accounts*. Chicago. University of Chicago Press, 2006. ISBN: 0-226-41084-6.
- KUBÍČEK, Jan a kol. *Hospodářská politika*. Plzeň. Aleš Čeněk, 2006. ISBN 80-86898-99-7
- LE BON, G. *Psychologie davu*. Praha. Kra, 1997. ISBN: 80-901527-8-3.
- LEPPER, M.R. – ROSS, L. –LAU, R.R. *Persistence of inaccurate beliefs about the self: Perseverance effects in the classroom*. Journal of Personality and Social Psychology, Vol 50 (3), s. 482-491, March 1986,
- LIEBERMAN, M. - HALL, R. E. *Principles & applications of macroeconomics*. Mason. South-Western Cengage Learning, 2010. ISBN 978-1-4390-4028-7.
- MOORE, D. – HEALY, P.J. *The Trouble with Overconfidence*. Psychological Review, 115(2), s. 502 -517, April 2008
- NATHAN, A. – CUI LI – HO, K. – TILTON, A. – WEISBERGER, N. *China Credit Concerns. Top of Mind, Issue 15*. New York. Goldman Sachs. Economics, Commodities and Strategy Research, 5.8.2013.
- OWAD, T. *Confirmation bias: A ubiquitous phenomenon in many guises*. Review of General Psychology 2(2), s. 175-220, January 2006,
- REINHART, V. *US Economics US 2014 Outlook: Growth Pickup is Delayed, not Derailed*. New York. Morgan Stanley & Co. LLC, 2013.
- ROSE, B. 2014 *US Rates Outlook, Beyond Base Camp*. Citi Research Rates, 2013.
- SLANÝ, A. a kol. *Makroekonomická analýza a hospodářská politika*. Praha. Beck, 2003. ISBN 80-7179-738-3
- SCOTT, J. - STRUMPP M. - XU P. *Behavioral Bias, Valuation, and Active Management*. Financial Analysts Journal, vol. 55, no. 4, s. 49-57, July/August 1999
- STOLPER, T. – KRECETOVS, A. *FX Volatility and Macro Forecast Disagreements*. New York. Goldman Sachs. Goldman Sachs Global Economics, Commodities and Strategy Research, 2013.
- VESELÁ, J. *Analýzy trhu cenných papírů. Díl I*. 2. vyd. Praha. Vysoká škola ekonomická, 1999. ISBN 80-7079-563-8
- VESELÁ, J. *Analýzy trhu cenných papírů. Díl II, Fundamentální analýza*. Praha. Vysoká škola ekonomická, 2003. ISBN 80-245-0506-1
- YAMAGUCHI, T. – FELDMAN, R. A. *Japan Economics Economic Outlook 2014: Crunch Year for Abenomics*. Tokyo. Morgan Stanley MUFG Research Japan, 2013.
- ZACKS, L. *The handbook of equity market anomalies: translating market inefficiencies into effective investment strategies*. Hoboken. Wiley, 2011. ISBN: 978-0-470-90590-6.

Analýzy, články a stati:

- BAUM, C. *Fed Leak Should Raise Questions Not Accusations*. Bloomberg.com, 11.4.2013, (cit. 12.1.2014).Dostupné z: http://www.bloomberg.com/news/2013-04-11/fed-leak-should-raise-questions-not-accusations.html
- BOESLER, M. *GOLDMAN: 'Payrolls, Shmayrolls' — Investors Are Being Fooled By The Jobs Report*. Business Insider , 10.8.2013, (cit. 11. 1. 2014). Dostupné z: http://www.businessinsider.com/goldman-payrolls-shmayrolls-2013-8
- BOESLER, M. *Goldman Identifies Which Economic Indicators Really Matter*. Business Insider, 20.5.2012, (cit. 11.1.2014). Dostupné z: http://www.businessinsider.com/goldman-identifies-which-economic-indicators-really-matter-2012-5
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Press Release, For immediate release.* FED, 12.12.2012, (cit. 3.12.2013). Dostupné z: http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20121212a.htm
- BOARD OF GOVERNORS OF THE FEDERAL RESERVE SYSTEM. *Press Release, For immediate release.* FED, 12.12.2007, (cit. 28.12.2013). Dostupné z: http://www.federalreserve.gov/newsevents/press/monetary/20071212a.htm
- BUNKLEY, N. *Auto Industry Still Coming to Grips With the Damage of 2008.* The New York Times, 4.1.2009, (cit. 19.1.2014). Dostupné z: http://www.nytimes.com/2009/01/05/business/05auto.html?_r=0
- BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS. *Personal Income and Outlays, November 2013.* Bureau of Economic Analysis, 23.12.2013, (cit. 25.12.2013). Dostupné zde: http://www.bea.gov/newsreleases/national/pi/pinewsrelease.htm
- BBVA RESEARCH. *US WEEKLY FLASH. ECONOMIC ANALYSIS.* 29.7.2013, (cit. 29.12.2013). Dostupné z: http://www.bbvaresearch.com/KETD/fbin/mult/130729_WeeklyEEUU_390_tcm348-397784.pdf
- CATERPILLAR INC. *3Q 2013 Earnings Release, Caterpillar Reports Third-Quarter Results, Provides Updated 2013 Outlook and Preliminary 2014 Outlook*, 23.10.2013, (cit. 19.1.2014). Dostupné z: http://www.caterpillar.com/cda/files/4509584/7/3Q13%20Caterpillar%20Inc.%20Results.pdf
- CLARK, A. *Moviegoers set US box office record in effort to escape recessionary gloom*. The Guardian, 2.2.2009, (cit. 19.1.2014). Dostupné z: http://www.theguardian.com/world/2009/feb/02/usa-mediabusiness
- ČTK. *Je třeba opatrný ústup od stimulace, ukázal zápis z jednání Fedu*, 9.1.2014, (cit.10.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2534651/je-treba-opatrny-ustup-od-stimulace-ukazal-zapis-z-jednani-fedu.html
- ČTK. *Peking chce podpořit firemní sektor, uvolní prostor až pro pět soukromých bank*, 6.1.2014,(cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2532513/peking-chce-podporit-firemni-sektor-uvolni-prostor-az-pro-pet-soukromych-bank.html
- ČTK. *Zadlužení místních samospráv v Číně prudce roste*, 31.12.2013, (cit. 17.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2529332/zadluzeni-mistnich-samosprav-v-cine-prudce-roste.html
- ČTK. *Čína přejde u měření HDP na nové globální standardy*, 19.11.2013, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2496079/cina-prejde-u-mereni-hdp-na-nove-globalni-standardy.html
- ČTK. *Za rozpočtovou krizi v USA mohou hlavně republikáni, soudí v průzkumech Američané*, 23.10.2013, (cit. 17.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2469203/za-rozpoctovou-krizi-v-usa-mohou-hlavne-republikani-soudi-v-pruzkumech-americane.html
- DURDEN, T. *Goldman: Forget (Plunging) GDP As A Tracker Of US Growth, Meet Goldman's Current Activity Indicator (TM)*. Zero Hedge, 15.4.2011, (cit. 11. 1. 2014). Dostupné z: http://www.zerohedge.com/article/goldman-forget-plunging-gdp-tracker-us-growth-meet-goldmans-tm-current-activity-indicator

- DEER. *News Release.Deere Announces Record Fourth-Quarter Earnings of $807 Million,* zpráva za fiskální 4Q 2013, Moline 20.11.2013, (cit. 19.1.2014). Dostupné z: http://www.deere.com/en_US/docs/Corporate/investor_relations/pdf/financialdata/reports/2013/2013_fourthquarter.pdf
- DEUTSCHE BUNDESBANK. *Monatsbericht. Dezember 2013. Perspektiven der deutschen Wirtschaft – Gesamtwirtschaftliche Vorausschätzungen für die Jahre 2014 und 2015*. S. 13-27, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.bundesbank.de/Redaktion/DE/Downloads/Veroeffentlichungen/Monatsberichtsaufsaetze/2013/2013_12_perspektiven.pdf?__blob=publicationFile
- EUREPEAN CENTRAL BANK, EUROSYSTEM. *PRESS RELEASE, MONETARY DEVELOPMENTS IN THE EURO AREA: NOVEMBER 2013*. 3.1.2014, (cit. 13.1.2014). Dostupné z: http://www.ecb.europa.eu/press/pdf/md/md1311.pdf
- EUREPEAN CENTRAL BANK, EUROSYSTEM. *PRESS RELEASE,6 September 2012 - Technical features of Outright Monetary Transactions,* (cit. 12.1.2014). Dostupné z: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2012/html/pr120906_1.en.html
- EUROPEAN COMMISSION. *Business and Consumer Survey Results. December 2013.* 21 s., (cit. 14.1.2014). Dostupné z: http://ec.europa.eu/economy_finance/db_indicators/surveys/documents/2013/esi_2013_12_en.pdf
- EUROSTAT, M e t h o d o l o g i e s a n d Working papers. *Compendium of HICP reference documents. 2013 edition.* 152 s., (cit. 14.1.2014). Dostupné z: http://epp.eurostat.ec.europa.eu/cache/ITY_OFFPUB/KS-RA-13-017/EN/KS-RA-13-017-EN.PDF
- FED. *Minutes of the Federal Open Market Committee, March 19–20, 201.* 11 s., *Summary of Economic Projections of the Meeting of March 19-20,2013*, 13 s., Washington D.C., (cit. 12.1.2014). Dostupné z: http://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20130320.pdf
- FEDERAL HOUSING FINANCE AGENCY. *NEWS RELEASE. FHFA House Price Index Up O,5 Percent in October.* 24.12.2013, (cit. 5.1.2014). Dostupné z: http://www.fhfa.gov/webfiles/25916/MonthlyHPIOct122413Final.pdf
- FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK: *Empire State Manufacturing Survey, (*cit. 9.12.2013). Dostupné z: http://www.newyorkfed.org/survey/empire/empiresurvey_overview.html
- FEDERAL RESERVE BANK OF CHICAGO. *CHICAGO FED:NATIONAL ACTIVITY INDEX, INDEX SHOWS ECONOMIC GROWTH PICKED UP IN NOVEMBER.* 23.12.2013, (cit. 12.1.2014). Dostupné z: http://www.chicagofed.org/digital_assets/publications/cfnai/2013/cfnai_december2013.pdf
- GFK MARKTFORSCHUNG. *SURVEYING AND CALCULATION METHODS USED IN PRODUCING THE GFK CONSUMER CLIMATE INDICATOR.* 4 s., (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.gfk.com/imperia/md/content/presse/090727_consumer_climate_methodology.pdf
- GROSS, D. *Obscure Economic Indicator: The Guns-to-Caviar Index*. Slate.com, 14.12.2006, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.slate.com/articles/business/moneybox/2006/12/obscure_economic_indicator_the_gunstocaviar_index.html
- INTERNATIONALY MONETARY FUND. *World Economic Outlook Database, October 2013*, (cit.2.1.2014). Dostupné z: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2013/02/weodata/weorept.aspx?sy=2011&ey=2018&scsm=1&ssd=1&sort=country&ds=.&br=1&pr1.x=41&pr1.y=5&c=946%2C137%2C122%2C181%2C124%2C918%2C138%2C964%2C182%2C960%2C423%2C935%2C128%2C939%2C936%2C961%2C172%2C132%2C184%2C134%2C174%2C144%2C944%2C178%2C136%2C112%2C941&s=NGDPD%2CPPPPC&grp=0&a=
- ISM. *The Institute for Supply Management™ Manufacturing and Non-Manufacturing Report on Business®*. ISM Report, (cit. 28.12.2013). Dostupné z: http://www.ism.ws/ISMReport/content.cfm?ItemNumber=10743&navItemNumber=12944
- ISM. *December 2013 Manufacturing ISM Report On Business®.* ISM Report, 2.1.2014, (cit. 3.1.2014). Dostupné z: http://www.ism.ws/about/MediaRoom/newsreleasedetail.cfm?ItemNumber=24001

- JAVERS, E. *News organizations respond to Fed lockup questions*. CNBC.com, 24.9.2013,(cit. 12.1.2014). Dostupné z: http://www.cnbc.com/id/101056168
- JAVERS, E. *Thomson Reuters Gives Elite Traders Early Advantage*. CNBC.com, 12.6.2013,(cit. 27.12.2013). Dostupné z http://www.cnbc.com/id/100809395
- KAHNEMAN, D. – TVERSKY, A. *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. New York. Econometrica, 47 (2), s 263-291, březen 1979, (cit. 17.1.2014). Dostupné z: http://www.princeton.edu/~kahneman/docs/Publications/prospect_theory.pdf
- KATZ, I. *Foreign Buying of U.S. Portfolio Assets Gains on Asia Demand*. Bloomberg.com , 18.11.2013, (cit. 12.1.2014) .Dostupné z: http://www.bloomberg.com/news/2013-11-18/foreign-net-buying-of-u-s-portfolio-assets-gains-on-asia-demand.html
- KITANAKA, A. – HASEGAWA, T. *Goldman Sachs Boosts Japan Stock Outlook 6th Time in 2013*. Bloomberg.com , 22.11.2013, (cit. 19.1.2014). Dostupné z: http://www.bloomberg.com/news/2013-11-22/goldman-sachs-boosts-japan-stock-outlook-6th-time-in-2013.html
- KREJČÍ, R. *Fed překvapivě nesnižuje nákupy dluhopisů, akcie rostou, dolar padá*. Patria.cz, 18.9.2013, (cit. 11.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2435745/fed-prekvapive-nesnizuje-nakupy-dluhopisu-akcie-rostou-dolar-pada.html
- KRUGER, A. *Comprehensive GDP Revision and Advance Estimate for the Second Quarter of 2013*. The White House Blog, 31.7.2013, (cit. 25.12.2013). Dostupné z: http://www.whitehouse.gov/blog/2013/07/31/comprehensive-gdp-revision-and-advance-estimate-second-quarter-2013
- LUBIN, G. *The Diaper Rash Economic Indicator*. Business Insider, 6.9.2011, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.businessinsider.com/the-diaper-rash-economic-indicator-2011-9
- MarketWatch. *Why the claim of the Fed leak is not likely to be right*,. The Wall Street Journal, 23.9.2013, (cit. 11.1.2014) . Dostupné z: http://blogs.marketwatch.com/thetell/2013/09/23/why-the-claim-of-the-fed-leak-is-not-likely-to-be-right/
- MARKIT. *Markit Germany Services PMI® – final data (with Composite PMI®data).German private sector expands at robust pace in December. Service providers report fastest rate of job creation for two years.* 3.s., 6.1.2014, (cit. 14.1.2014). Dostupné z: http://www.markiteconomics.com/Survey/PressRelease.mvc/8990b59b325c4908ab9750fb9e59b018
- MARKIT. *Markit Eurozone Manufacturing PMI®– final data. Eurozone manufacturing records strongest growth in over two-and-a-half years*. 3 s., 2.1.2014, (cit. 14.1.2014). Dostupné z: http://www.markiteconomics.com/Survey/PressRelease.mvc/b2dfe04a4c1e4e71802d7338b698602f
- MCDONOUGH, M. – WILLIS, B. *Waste on Freight Cars Gains Most Since ´94 Confirming Rebound*. Bloomberg.com , 9.6.2010, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.bloomberg.com/insight/trash-gdp-indicator.html
- MORTGAGE BANKERS ASSOCIATION. *Press Release – Weekly Application Survey. Mortgage Application Decrease in Latest MBA Weekly Survey*. Washington D.C.,24.12.2013, (cit. 5.1.2014). Dostupné z: http://www.mortgagebankers.org/NewsandMedia/PressCenter/86649.htm
- MORTGAGE BANKERS ASSOCIATION. *Press Release – Weekly Application Survey. Mortgage Application Decrease in Latest MBA Weekly Survey*. Washington D.C.,18.12.2013, (cit. 4.1.2014). Dostupné z: http://www.mortgagebankers.org/NewsandMedia/PressCenter/86575.htm
- NANEX RESEARCH. *Nanex ~ 24-Sep-2013 ~ CIA and The Fed, Covert Information Asymmetry*, aktualizováno 25.9.2013, (cit. 11.1.2014). Dostupné z: http://www.nanex.net/aqck2/4437.html
- NATIONAL ASSOCIATION OF REALTORS. *Existing-Home Sales Decline in November, but Strong Price Gains Continue.* Washington 19.12.2013, (cit. 4.1.2014). Dostupné z: http://www.realtor.org/news-releases/2013/12/existing-home-sales-decline-in-november-but-strong-price-gains-continue
- NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA. *China's PMI Was 51.0 Percent in December*. 2.1.2014, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.stats.gov.cn/enGLISH/PressRelease/201401/t20140102_493515.html
- NATIONAL BUREAU OF STATISTICS OF CHINA. *Consumer Prices for December 2013*. 9.1.2014, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.stats.gov.cn/enGLISH/PressRelease/201401/t20140109_497457.html

- NĚMEČEK, J. *Draghi (ECB) nakopl euro: Pro záchranu učiníme, co bude třeba, a věřte mi, bude to stačit. Eurodolar míří výše, dluhopisy se klidní.* Patria CZ, 26.7.2012, (cit. 12.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2116730/draghi-ecb-nakopl-euro-pro-zachranu-ucinime-co-bude-treba-a-verte-mi-bude-to-stacit-eurodolar-miri-vyse-dluhopisy-se-klidni.html
- NĚMEČEK, J. *Maďarské banky varují: Půjde-li vláda na hypotéky silou, zboří finanční trh i forint (+komentáře)*. Patria.cz, 20.9.2013, (cit. 16.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2438111/madarske-banky-varuji-pujde-li-vlada-na-hypoteky-silou-zbori-financni-trh-i-forint-komentare.html
- NĚMEČEK, J. *Maďarská vláda vykoupí dluh municipalit a prodlouží pomoc dlužníkům FX hypoték*. Patria.cz, 4.11.2013, (cit. 16.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2481601/madarska-vlada-vykoupi-dluh-municipalit-a-prodlouzi-pomoc-dluznikum-fx-hypotek.html
- NĚMEČEK, J. *Ferrari není pro každého. HFT strategie začínají být, ztrácejí úspěch*. Patria.cz, 20.7.2011, (cit. 13.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/1863418/ferrari-neni-pro-kazdeho-hft-strategie-zacinaji-byt-ztraceji-uspech.html
- NĚMEČEK, J. *10 vyvolených splatilo TARP, jejich akcie klesly až o 3 %*. Patria.cz, 18.6.2009, (cit. 7.12.2013). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/1435715/10-vyvolenych-splatilo-tarp-jejich-akcie-klesly-az-o-3-.html
- NĚMEČEK, J. *Americké úřady šetří manipulace bank s hypotečními papíry po finanční krizi. Zajímá je i TARP.* Patria.cz, 8.1.2014, (cit. 9.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2534494/americke-urady-setri-manipulace-bank-s-hypotecnimi-papiry-po-financni-krizi-zajima-je-i-tarp.html
- NĚMEČEK, J. *Fed vyšetřuje: Někdo na trhu věděl o ponechání QE předčasně a využil to*. Patria.cz, 24.9.2013, (cit. 12.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2440982/fed-vysetruje-nekdo-na-trhu-vedel-o-ponechani-qe-predcasne-a-vyuzil-to.html
- NĚMEČEK, J. *Šéf GS Blankfein: Směr trhům po Fedu dá meta 10 miliard. V čele chci Yellenovou, zlato klesne*. Patria.cz , 18.9.2013, (cit. 11.1.2014).Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2435703/sef-gs-blankfein-smer-trhum-po-fedu-da-meta-10-miliard-v-cele-chci-yellenovou-zlato-klesne.html
- NĚMEČEK, J. *Řecko obdrželo od EU první část nouzové pomoci v objemu 14,5 mld. EUR, třetinou se podílely Itálie a Španělsko*. Patria.cz , 18.5.2010, (cit. 14.12.2013).Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/1622127/recko-obdrzelo-od-eu-prvni-cast-nouzove-pomoci-v-objemu-145-mld-eur-tretinou-se-podilely-italie-a-spanelsko.html
- NĚMEČEK, J. *Ve velké části Evropy končí plenky Huggies, dále posílí Pampers. Co to znamená pro Pegas Nonwovens jako dodavatele? (+komentář*). Patria.cz , 26.10.2012, (cit. 18.1.2014).Dostupné z: zde: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2183207/ve-velke-casti-evropy-konci-plenky-huggies-dale-posili-pampers-co-to-znamena-pro-pegas-nonwovens-jako-dodavatele-komentar.html
- NĚMEČEK, J. *Globální barometr Caterpillar ukazuje mráz: Slabý výhled pro ekonomiku i komodity, zisk i tržby*. Patria.cz , 24.7.2013, (cit. 19.1.2014).Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2390706/globalni-barometr-caterpillar-ukazuje-mraz-slaby-vyhled-pro-ekonomiku-i-komodity-zisk-i-trzby.html
- NĚMEČEK, J. *Deere po rekordním zisku zvyšuje výhled. Pomohla rekordní úroda v Brazílii*. Patria.cz, 14.8.2013 , (cit. 19.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2407067/deere-po-rekordnim-zisku-zvysuje-vyhled-pomohla-rekordni-uroda-v-brazilii.html
- OECD. *OECD Composite Leading Indicators: Turning Points of Reference Series and Component Series.* Leden 2014, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.oecd.org/std/leading-indicators/CLI-components-and-turning-points.pdf
- PACHNER, J. *Thomson Reuters' Eikon fails to unseat Bloomberg*. Canadian Business , 14.2.2012, (cit. 8.12.2013). Dostupné z: http://www.canadianbusiness.com/business-strategy/thomson-reuters-eikon-fails-to-unseat-bloomberg/

- PANDL, Z. *Why GDP Deserves Less Attention*. Columbia Management, Global Perspectives, 2013 (14.8.2013), s.6-7, 2013 Columbia Management Investment Advisers, LLC. 225 Franklin St., Boston, MA 02110 columbiamanagement.com , (cit. 24.12.2013). Dostupné z: https://www.columbiamanagement.com/content/columbia/pdf/WEEKLYPERSPECTIVES_ENDING_AUG12_2013.PDF
- PARKIN, B. – DONAHUE, P. *IMF Backs U.S. Treasury in Criticizing German Exports*. Bloomberg.com, 1.11.2013, (cit. 16.1.2014). Dostupné z: http://www.bloomberg.com/news/2013-10-31/germany-strikes-back-at-u-s-criticism-over-economic-policy.html
- PASHMAN, D. *Krulwich Exposes Greenspan's Underwear Secret*. NPR, 20.9.2007, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.npr.org/blogs/bryantpark/2007/09/robert_krulwich_exposes_greens_1.html
- PATTERSON, S. – STRASBURG, J. – PLEVEN L. *High-Speed Traders Exploit Loophole*. The Wall Street Journal, 1.5.2013, (cit. 14.1.2013). Dostupné z: http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424127887323798104578455032466082920
- PETTIS, M. *Will the reforms speed growth in China*? Michael Pettis' China Financial Markets, 5.1.2014, (cit. 19.1.2014). Dostupné z: http://blog.mpettis.com/2014/01/will-the-reforms-speed-growth-in-china/
- PROJECT GROUP JOINT ECONOMIC FORECAST. *Autumn 2013 Joint Economic Forecast: Economy Picking Up – Put Budget Surpluses To Good Use.* Completed in Essen on 15 October 2013. 17.10.2013, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.iwh-halle.de/e/publik/sonst/gd/2013h/gd_lang.pdf
- RANASINGHE, D. *China's economic reforms: What you need to know*. CNBC.com, 17.11.2013, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.cnbc.com/id/101205322
- REDAKCE PATRIA ONLINE. *Putin: BRICS založí vlastní měnový fond, stále může propuknout nová krize*. Patria CZ, 5.9.2013, (cit. 12.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2424141/putin-brics-zalozi-vlastni-menovy-fond-stale-muze-propuknout-nova-krize.html
- REDAKCE PATRIA ONLINE. *523 bank dostalo 3leté úvěry ECB za bezmála 500 miliard eur. Dodala i dolary. Euro po růstu padá*. Patria CZ, 21.12.2011, (cit. 17.12.2013). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/1974991/523-bank-dostalo-3lete-uvery-ecb-za-bezmala-500-miliard-eur-dodala-i-dolary-euro-po-rustu-pada.html
- REDAKCE PATRIA ONLINE. *O tříleté úvěry zažádalo v druhé vlně LTRO 800 bank, ECB jim půjčí 530 miliard eur*. Patria CZ, 29.2.2012, (cit. 12.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2019053/o-trilete-uvery-zazadalo-v-druhe-vlne-ltro-800-bank-ecb-jim-pujci-530-miliard-eur.html
- REDAKCE PATRIA ONLINE. *Fed oznámil neomezenou stimulaci: Zítra spustí QE3, a sazby nechá nízko další 3 roky. Trhy tleskají, komodity rostou a dolar nad 1,30*. Patria CZ, 13.9.2012, (cit. 7.12.2013). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2149125/fed-oznamil-neomezenou-stimulaci-zitra-spusti-qe3-a-sazby-necha-nizko-dalsi-3-roky-trhy-tleskaji-komodity-rostou-a-dolar-nad-130.html
- REDAKCE PATRIA ONLINE. *Čína obnovuje primární emise akcií na domácích burzách*. Patria CZ, 31.12.2013, (cit. 17.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2529328/cina-obnovuje-primarni-emise-akcii-na-domacich-burzach.html
- REDAKCE PATRIA ONLINE. *ECB se sazbami nepohnula, Draghi oznámil neomezené sterilizované intervence. Akcie reagují silnou rally*. Patria CZ, 6.9.2012, (cit. 12.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2144052/ecb-se-sazbami-nepohnula-draghi-oznamil-neomezene-sterilizovane-intervence-akcie-reaguji-silnou-rally.html
- REDAKCE PATRIA ONLINE. *Kongres dohodl financování americké vlády do roku 2015 a snížení schodku bez růstu daní.* Patria CZ, 11.12.2013, (cit. 17.1.2014). Dostupné z: :
- http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2515761/kongres-dohodl-financovani-americke-vlady-do-roku-2015-a-snizeni-schodku-bez-rustu-dani.html
- REDAKCE PATRIA ONLINE. *Schodek zahraničního obchodu Japonska prudce vzrostl kvůli dovozu paliv po Fukušimě*. Patria CZ, 18.12.2013, (cit. 17.1.2014). Dostupné z:

http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2521857/schodek-zahranicniho-obchodu-japonska-prudce-vzrostl-kvuli-dovozu-paliv-po-fukusime.html

- REUTERS. *REFILE-Thomson Reuters suspends early distribution of consumer data*. Reuters com, 8.7.2013, (cit. 21.12.2013). Dostupné z: http://www.reuters.com/article/2013/07/08/thomsonreuters-consumerdata-idUSL1N0FE04S20130708
- RO, S. *UBS Debunks That Popular Treasury List Of America's Big Creditors*. Business Insider, 3.9.2013, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.businessinsider.com/treasury-tics-report-problems-2013-9
- ROBERTSON, C. *As Sales Vanish, Skins Stay on Alligators*. The New York Times, 29.11.2009, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.nytimes.com/2009/11/30/us/30gator.html?_r=0
- ROUMELIOTIS, G. – KIM, S. *U.S. coupon processor Inmar on the block –sources*. Reuters.com, 19.11.2013, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.reuters.com/article/2013/11/19/inmar-sale-idUSL2N0J000Q20131119
- S&P DOW JONES. *PRESS RELEASE. Home Prices Stage Advance. According to the S&P/Case-Shiller Home Price Indices*. New York 31.12.2013, (cit. 5.1.2014). Dostupné z: https://www.spice-indices.com/idpfiles/spice-assets/resources/public/documents/71337_cshomeprice-release-1231.pdf?force_download=true
- SEWARD, Z. M. *This is how much a Bloomberg terminal costs*. QUARTZ, 15.5.2013 (cit. 18.12.2013). Dostupné z: http://qz.com/84961/this-is-how-much-a-bloomberg-terminal-costs/
- SIDDIQUI, A. *Low latency from execution to data – Reuters to add Markit's PMI news*. ForexMagnates.com , 28.11.2011, (cit. 14.1.2014). Dostupné z: http://forexmagnates.com/latency-execution-data-reuters-add-markits-pmi-news/
- SINGER, M. *Aktuální vývoj v české ekonomice a měnová politika ČNB.* Právnická fakulta Univerzity Palackého Olomouc, 20.11.201, 37 s., (cit.18.1.2014). Dostupné z: http://www.cnb.cz/miranda2/export/sites/www.cnb.cz/cs/verejnost/pro_media/konference_projevy/vystoupeni_projevy/download/singer_20131120_olomouc.pdf,
- SPICER, J. – YOUNGLAI, R. *Single trade helped spark May's flash crash*. Reuters, 1.10.2010,(cit. 8.1.2014). Dostupné z: http://www.reuters.com/article/2010/10/02/us-flash-idUSTRE69040W20101002
- STIGLITZ, J. E. *Asymetrie informací a ekonomické politiky*, Project Syndicate, 2001, 4.12.2001, (cit. 17.1.2014). Dostupné z: http://www.project-syndicate.org/commentary/asymmetries-of-information-and-economic-policy/czech
- THE CONFERENCE BOARD. *Consumer Confidence Survey Technical Note – February 2011*. The Conference Board, Inc., 2011, 7 s., (cit. 25.12.2013). Dostupné z: http://www.conference-board.org/pdf_free/press/TechnicalPDF_4134_1298367128.pdf
- THE ECONOMIST. *Interactive currency-comparison tool.The Big Mac index. Global exchange rates, to go.*, (cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.economist.com/content/big-mac-index
- THE PEOPLE´S BANK OF CHINA. *Financial Statistics 2013*. 16.1.2014, (cit. 17.1.2014). Dostupné z: http://www.pbc.gov.cn/publish/english/955/2014/20140116163127964237407/20140116163127964237407_.html
- THOMSON REUTERS. *Markit Economics PMI Indices – How to Order*, 3 s., (cit. 14.1.2014). Dostupné z: http://extranet.datastream.com/data/Economics/Documents/Markit%20PMI%20Pass%20Through%20Service%20Datastream.doc
- TREJBAL, V. *Japonská vláda chce kvůli oživení ekonomiky zpopularizovat akcie. Ruší daně pro drobné investory*. Patria.cz , 30.9.2013,(cit. 18.1.2014). Dostupné z: http://www.patria.cz/zpravodajstvi/2445964/japonska-vlada-chce-kvuli-oziveni-ekonomiky-zpopularizovat-akcie-rusi-dane-pro-drobne-investory.html
- U.S. CENSUS BUREAU. *Statistical Abstract of the United States: 2012, Banking, Finance, and Insurance s. 733*,(cit. 19.1.2014). Dostupné z: http://www.census.gov/compendia/statab/2012/tables/12s1170.pdf

- WEISENTHAL, J. *Here's A Great Guide To Which Economic Indicators Actually Matter*. Business Insider, 17.9.2013 , (cit. 17.1.2014). Dostupné z: http://www.businessinsider.com/what-economic-indicators-actually-matter-2013-9
- WEISENTHAL, J. – BOESLER, M. *DAVID ROSENBERG: Here's Your Big Red Flag That We Could Be Heading For Recession*., Business Insider, 10.10.2012, (cit. 29.12.2013). Dostupné z: http://www.businessinsider.com/david-rosenberg-year-over-year-change-in-the-3-month-moving-average-of-core-capex-orders-2012-10
- WELLS FARGO SECURITIES. *Economics Group. Durable Goods Orders Fall on Board-Based Weakness.* 27.11.2013, (cit. 29.12.2013). Dostupné z: : http://www.realclearmarkets.com/docs/2013/11/Durables_11272013.pdf
- WILE, R. *BlackRock's Guide To The Most Overrated And Underrated US Economic Indicator*. Business Insider, 27.8.2012, (cit. 19.12.2013). Dostupné z: http://www.businessinsider.com/blackrock-overrated-underrated-economic-indicators-infographic-2012-8
- WISEMAN, P. *New Ceridian-UCLA Pulse of Commerce Index sees gloom*. USA Today , aktualizováno 10.2.2010, (cit. 19.1.2014). Dostupné z: http://usatoday30.usatoday.com/money/economy/2010-02-10-truckers10_ST_N.htm
- WISHART, I. *EU Criticizes Spending Plans of Biggest Euro-Area Nations*. Bloomberg, 15.11.2013, (cit. 16.1.2014). Dostupné z: http://www.bloomberg.com/news/2013-11-15/eu-criticizes-spending-plans-of-biggest-euro-area-nations.html
- ZEW. *Financial Market Survey: Results December 2013*, (cit. 14.1.2014). Dostupné z: http://download.zew.de/e_12_2013_table.pdf

Internetové zdroje:

- www.autosap.cz
- www.bankofengland.co.uk
- www.bbvaresearch.com
- www.bea.gov
- www.bloomberg.com
- www.bls.gov
- www.bundesbank.de
- www.businessinsider.com
- www.canadianbusiness.com
- www.caterpillar.com
- www.census.gov
- www.cesifo-group.de
- www.ceskenoviny.cz
- www.cnb.cz
- www.cnbc.com
- www.columbiamanagement.com
- www.conference-board.org
- www.czso.cz
- www.destatis.de
- http://download.zew.de
- www.ecb.europa.eu
- http://www.economist.com/content/big-mac-index
- http://epp.eurostat.ec.europa.eu
- http://extranet.datastream.com
- www.federalreserve.gov

- www.fhfa.gov
- http://forexmagnates.com
- www.ft.com
- www.gfk.com
- www.challengergray.com
- www.chicagofed.org
- www.deere.com
- www.hypoindex.cz
- www.hyposvet.cz/hb-index
- www.imf.org
- www.ism.ws
- www.iwh-halle.de
- www.markiteconomics.com
- http://blogs.marketwatch.com
- www.mortgagebankers.org
- http://blog.mpettis.com
- http://portal.mpsv.cz
- www.nanex.net
- www.newyorkfed.org
- www.newworldresources.eu
- www.npr.org
- www.nytimes.com
- www.oecd.org
- www.gz.com
- www.patria.cz
- www.pbc.gov.cn
- www.phil.frb.org
- www.rbc.com
- www.realclearmarkets.com
- www.realtor.org
- www.reuters.com
- www.slate.com
- www.spice-indices.com
- www.stats.gov.cn
- http://stats.oecd.org
- www.theguardian.com
- http://usatoday30.usatoday.com
- www.whitehouse.gov
- http://data.worldbank.org
- www.wsj.com
- www.zerohedge.com

Seznam tabulek:

Tabulka 1: Řazení ukazatelů české ekonomiky dle skóre relevance Bloomberg 27
Tabulka 2: Nejsledovanější ukazatele americké ekonomiky (relevance Bloomberg nad 60b.) 28
Tabulka 3: Ukazatele amerického trhu práce 29
Tabulka 4: Základní sledovaný údaj měnové politiky v americké ekonomice 39
Tabulka 5: Ukazatele cen v americké ekonomice 43
Tabulka 6: Ukazatele vývoje americké ekonomiky 51
Tabulka 7: Ukazatele americké ekonomiky za jednotlivce a domácnosti 55
Tabulka 8: Průzkumy a cyklické ukazatele v americké ekonomice 58
Tabulka 9: Ukazatele realitního trhu a stavebnictví v americké ekonomice 70
Tabulka 10: Ukazatele průmyslu v americké ekonomice 77
Tabulka 11: Ukazatele maloobchodu a velkoobchodu v americké ekonomice 84
Tabulka 12: Ukazatele zahraničního obchodu a platební bilance USA 86
Tabulka 13: Nejsledovanější ukazatele ekonomiky eurozóny (relevance Bloomberg nad 60b.) 90
Tabulka 14: Nejsledovanější ukazatele německé ekonomiky (relevance Bloomberg nad 60b.) 91
Tabulka 15: Sledované ukazatele měnové politiky za eurozónu 93
Tabulka 16: Sledované ukazatele za ekonomiku eurozóny jako celek 97
Tabulka 17: Sledované ukazatele za ekonomiku Německajako celek 99
Tabulka 18: Sledované ukazatele vývoje cen za ekonomiku eurozóny 101
Tabulka 19: Sledované ukazatele vývoje cen za německou ekonomiku 102
Tabulka 20: Sledované průzkumy a cyklické ukazatele za eurozónu 103
Tabulka 21: Sledované průzkumy a cyklické ukazatele za Německo 107
Tabulka 22: Sledované ukazatele trhu práce za eurozónu 109
Tabulka 23 : Sledované ukazatele trhu práce za Německo 110
Tabulka 24: Sledované ukazatele maloobchodu za eurozónu 111
Tabulka 25: Sledované ukazatele maloobchodu za Německo 113
Tabulka 26: Sledované ukazatele průmyslu za eurozónu 114
Tabulka 27: Sledované ukazatele průmyslu za Německo 115
Tabulka 28: Nejsledovanější ukazatele čínské ekonomiky 117
Tabulka 29: Nejsledovanější ukazatele japonské ekonomiky 125
Tabulka 30: Ukazatele, zařazené do ankety 131
Tabulka 31: Statistika odpovědí v dotazníku ankety 132

Seznam grafů:

Graf 1: Podíl vysokofrekvenčního obchodování na akciových transakcích v USA a Evropě v % 23
Graf 2: Vývoj počtu připojených terminálů Bloomberg a nákladů na jejich pořízení 26
Graf 3: Změna počtu pracovních míst a míra nezaměstnanosti v USA 30
Graf 4: Nové a pokračující žádosti o dávky v nezaměstnanosti v USA 31
Graf 5: Nové žádosti o dávky v nezaměstnanosti a 4týdenní klouzavý průměr - USA 32
Graf 6: Míra nezaměstnanosti versus míra podzaměstnanosti – USA 33
Graf 7: Změna zaměstnanosti v soukromém sektoru USA dle ADP 34
Graf 8 : Vývoj trhu práce v USA dle Challenger 35
Graf 9 : Základní úroková sazba amerického Fedu 39
Graf 10 : Index spotřebitelských cen v USA, meziměsíční změna 43
Graf 11: Index spotřebitelských cen v USA, meziroční změna 44
Graf 12 : Index cen výrobců v USA, meziměsíční změna 44
Graf 13 : Index cen výrobců v USA, meziměsíční změna 45
Graf 14 : Index cen výdajů na osobní spotřebu v USA, meziměsíční změna 46
Graf 15 : Index cen výdajů na osobní spotřebu v USA, meziroční změna 46
Graf 16: Objemy obchodů s futures na burze v Chicagu dne 18.9.2013 kolem rozhodnutí Fedu 48
Graf 17 : Objemy obchodů na trhu NMS dne 18.9.2013 kolem rozhodnutí Fedu 49
Graf 18 : Hrubý domácí produkt USA a spotřeba domácností, kvartální změna, anualizováno 52
Graf 19 : Hrubý domácí produkt USA a spotřeba domácností, meziroční změna 53
Graf 20 : Osobní příjmy a výdaje v USA, meziměsíční změna 56
Graf 21 : Osobní příjmy a výdaje v USA, meziroční změna. Úspory 56
Graf 22 : Indexy spotřebitelské důvěry USA od Conference Board a michiganské unverzity 59
Graf 23 : Indexy nákupních manažerů v průmyslu a nevýrobním sektoru v USA 62
Graf 24 : Chicagský index nákupních manažerů 64
Graf 25: Předstihový index Conference Board ekonomiky USA 65
Graf 26 : Regionální indexy průmyslové aktivity v USA 66
Graf 27 : Index národní aktivity chicagského Fedu 67
Graf 28 : Historický vývoj Indexu národní aktivity chicagského Fedu a HDP – USA 69
Graf 29 : Týdenní změna žádostí o hypoteční úvěr v USA dle MBA, mezitýdenní změna 71
Graf 30 : Prodeje nových a existujících domů v USA, anualizováno 72
Graf 31 : Stavební povolení a zahájená výstavba v USA, anualizováno 73
Graf 32 : Výdaje ve stavebnictví v USA, meziměsíční a meziroční změna 74
Graf 33 : S&P/Case-Shillerův index cen domů 76
Graf 34 : Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v USA, meziměsíční změna 78
Graf 35 : Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby v USA, meziroční změna 79
Graf 36 : Korelace CFNAI, PMI a Durable Goods Orders vůči americkému HDP 79
Graf 37: Očištěné objednávky kapitálového zboží v USA versus HDP ve stálých cenách 80
Graf 38 : Očištěné objednávky kapitálového zboží v USA versus HDP v běžných cenách 81
Graf 39: Průmyslové objednávky v USA, meziměsíční změna 81
Graf 40 : Průmyslové objednávky v USA, meziměsíční změna 82
Graf 41 : Průmyslová výroba USA, meziměsíční změna 82
Graf 42 : Průmyslová výroba USA, meziroční změna 83
Graf 43 : Využití kapacit, průmysl a zpracovatelský průmysl - USA 83
Graf 44 : Maloobchodní tržby v USA, meziměsíční změna 85
Graf 45: Maloobchodní tržby v USA, meziroční změna 85
Graf 46 : Zahraniční obchod USA, meziměsíční změny vývozu a dovozu 87
Graf 47 : Zahraniční obchod USA, meziroční změny vývozu a dovozu a saldo 88
Graf 48 : Čistý příliv kapitálu, celkem a dlouhodobý kapitál - USA 88
Graf 49 : Vývoj základní úrokové sazby ECB a Fed 94
Graf 50: HDP eurozóny, mezikvartální a meziroční změna 98
Graf 51 : HDP Německa, mezikvartální a meziroční změna 99
Graf 52 : Harmonizovaný index spotřebitelských cen v eurozóně 101
Graf 53 : Harmonizovaný index spotřebitelských cen Německa 102
Graf 54 : Index nákupních manažerů v průmyslu za eurozónu, Německo a Francii 105
Graf 55: ZEW Indikátor ekonomického sentimentu – očekávání a současné podmínky – Německo 107
Graf 56 : Ifo Index podnikatelského klimatu + očekávání a současné podmínky – Německo 108
Graf 57 : Vývoj míry nezaměstnanosti v eurozóně a EU 110
Graf 58 : Vývoj maloobchodních tržeb v eurozóně a EU, meziměsíční změna 112

Graf 59 : Vývoj maloobchodních tržeb v eurozóně a EU, meziroční změna 112
Graf 60 : Vývoj průmyslové výroby v eurozóně a EU, meziměsíční změna 113
Graf 61 : Vývoj průmyslové výroby v eurozóně a EU, meziroční změna 114
Graf 62 : Vývoj indexu spotřebitelských cen v Číně, meziroční změna 118
Graf 63 : Vztahy mezi oficiálním a šedým bankovním systémem v Číně 120
Graf 64 : Vývoj hrubého domácího produktu v Číně, stále ceny, meziroční změna 122
Graf 65 : Vývoj čínského vládního indexu nákupních manažerů (PMI) ve výrobě 124
Graf 66 : Dlouhodobý vývoj japonského jenu k americkému dolaru a akciového indexu Nikkei 127
Graf 67 : Sledovanost amerických ukazatelů dle respondentů ankety 133
Graf 68 : Sledovanost ukazatelů eurozóny dle respondentů ankety 134
Graf 69 : Sledovanost ukazatelů Německa dle respondentů ankety 134
Graf 70 : Sledovanost ukazatelů Číny dle respondentů ankety 135

Přílohy:

Příloha 1: Vyobrazení relevance ukazatelů v terminálu Bloomberg*



<HELP> for explanation.

1) Calendars 2) Settings 3) Alerts 4) Export 10) Feedback — Economic Calendars

European Union | 0) Browse | 12:22:53 | 01/21/14 - 01/28/14

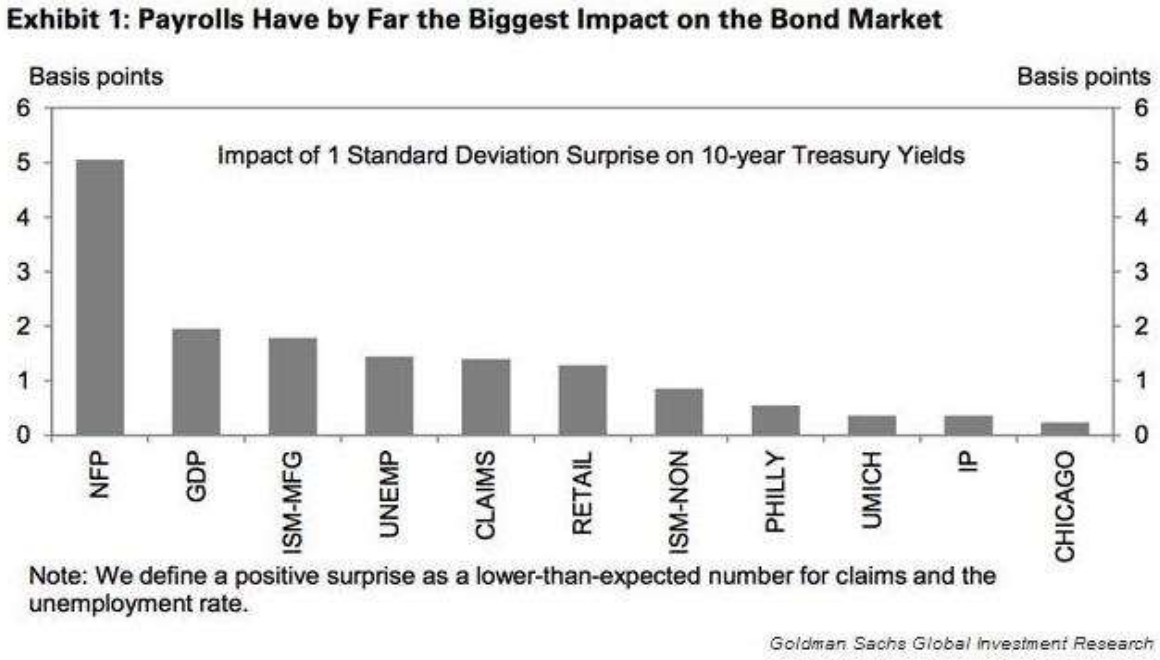
Economic Releases | ALL | View: Agenda / Weekly

	Date Time	C	A	M	R	Event	Period	Surv(M)	Actual	Prior	Revised
21)	01/21 08:00	FI				Unemployment Rate	Dec	7.4%	7.9%	7.9%	--
22)	01/21 09:30	NE				Consumer Confidence Index	Jan	-14	-12	-16	-17
23)	01/21 09:30	NE				House Price Index MoM	Dec	--	0.5%	-0.3%	--
24)	01/21 09:30	NE				House Price Index YoY	Dec	--	-3.7%	-4.7%	--
25)	01/21 10:30	SV				PPI MoM	Dec	--	0.0%	-0.1%	--
26)	01/21 10:30	SV				PPI YoY	Dec	--	-0.5%	-0.7%	--
27)	01/21 11:00	GE				ZEW Survey Current Situation	Jan	35.0	41.2	32.4	--
28)	01/21 11:00	GE				ZEW Survey Expectations	Jan	64.0	61.7	62.0	--
29)	01/21 11:00	EC				ZEW Survey Expectations	Jan	--	73.3	68.3	--
30)	01/21 12:00	UK				CBI Trends Total Orders	Jan	10	-2	12	--
31)	01/21 12:00	UK				CBI Trends Selling Prices	Jan	12	20	11	--
32)	01/21 12:00	UK				CBI Business Optimism	Jan	25	21	24	--
33)	01/21 14:00	PD				Sold Industrial Output MoM	Dec	-6.3%	--	-6.2%	--
34)	01/21 14:00	PD				Sold Industrial Output YoY	Dec	10.4%	--	2.9%	--
35)	01/21 14:00	PD				PPI MoM	Dec	-0.2%	--	-0.3%	--
36)	01/21 14:00	PD				PPI YoY	Dec	-1.1%	--	-1.5%	--
37)	01/21 14:00	HU				Central Bank Rate Decision	Jan 21	2.90%	--	3.00%	--
38)	01/20 01/24	BP				Unemployment Rate	Dec	--	--	11.5%	--
39)	01/20 01/27	HU				Economic Sentiment	Jan	--	--	-2.9	--

Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 3048 4500 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2014 Bloomberg Finance L.P.
SN 496567 CET GMT+1:00 H385-5589-0 21-Jan-2014 12:22:53

(Zdroj: Bloomberg Professional) *sloupec zvýrazněný červeně

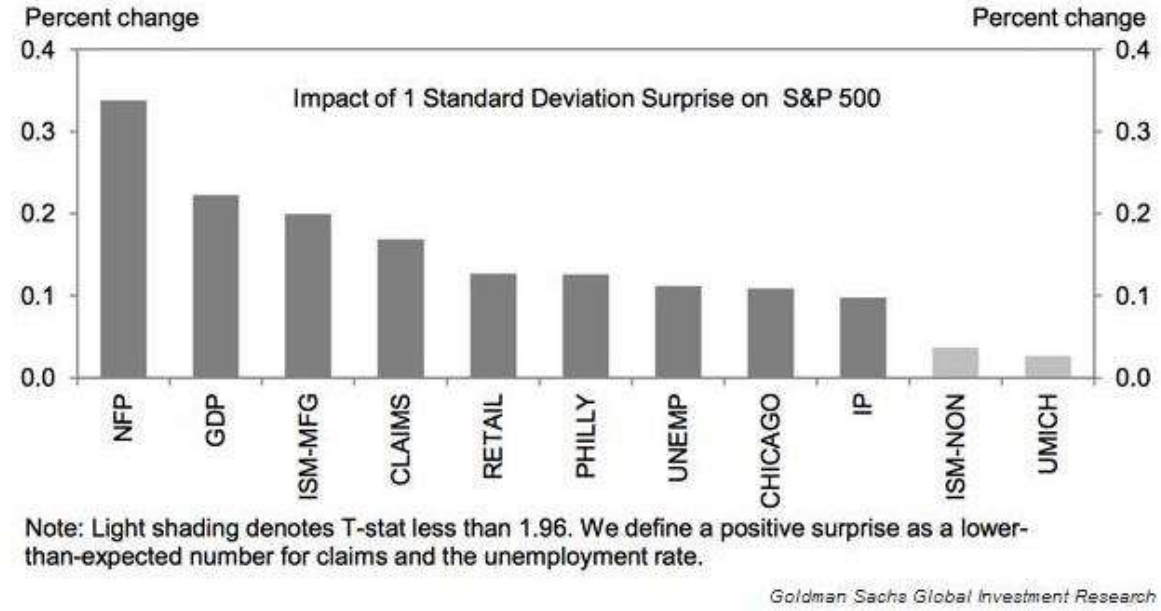
Příloha 2: Pozitivní překvapení ukazatelů americké ekonomiky a trh dluhopisů



(Zdroj: Goldman Sachs)

Příloha 3: Pozitivní překvapení ukazatelů americké ekonomiky a index S&P 500

Exhibit 2: Payrolls Also Most Powerful for Stocks, But It's a Closer Call



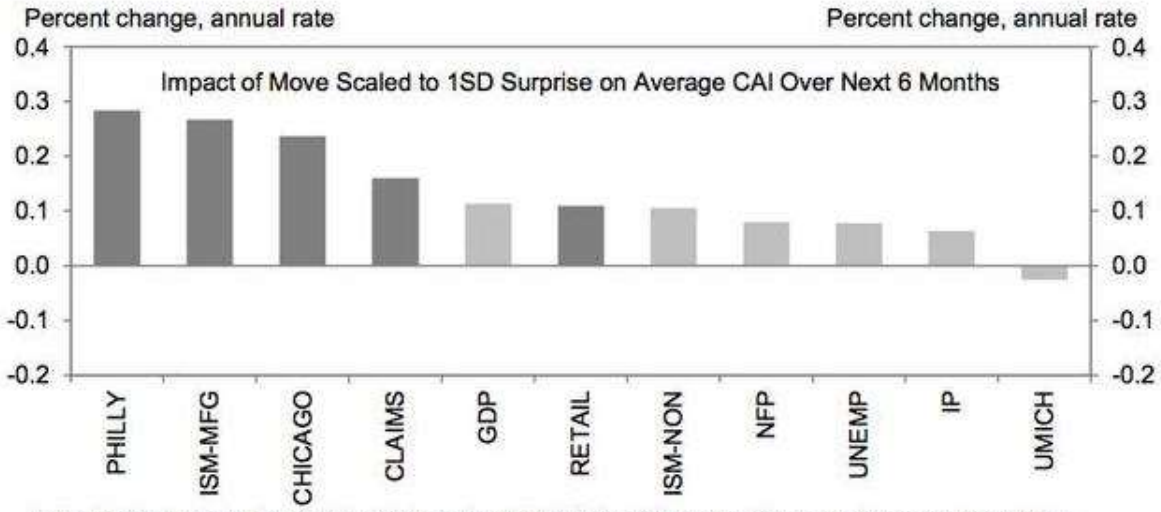
Note: Light shading denotes T-stat less than 1.96. We define a positive surprise as a lower-than-expected number for claims and the unemployment rate.

Goldman Sachs Global Investment Research

(Zdroj: Goldman Sachs)

Příloha 4: Pozitivní překvapení ukazatelů americké ekonomiky a CAI index

Exhibit 4: Predictive Power for the CAI



Note: Light shading denotes T-stat less than 1.96. We define a positive surprise as a lower-than-expected number for claims and the unemployment rate.

Goldman Sachs Global Investment Research

(Zdroj: Goldman Sachs)

Příloha 5: CFNAI, vstupující ukazatele

CFNAI - Vstupy za produkci a příjmy

Table 3: Chicago Fed National Activity Index component data series

Haver Mnemonic	Scaled Eigenvector	Transformation*	Description
		Production and Income	
IPMFG	0.021	DLN	Industrial Production: Manufacturing SA, 2002=100
IP	0.021	DLN	Industrial Production Index SA, 2002=100
IPDG	0.020	DLN	Industrial Production: Durable Manufacturing SA, 2002=100
CUMFG	0.020	DLN	Capacity Utilization: Manufacturing SA, Percent of Capacity
IPTP	0.019	DLN	Industrial Production: Final Products and Nonindustrial Supplies SA, 2002=100
IPDM	0.019	DLN	Industrial Production: Materials: Durable SA, 2002=100
IP54	0.019	DLN	Industrial Production: Nonindustrial Supplies SA, 2002=100
IP53	0.018	DLN	Industrial Production: Materials SA, 2002=100
IPFP	0.018	DLN	Industrial Production: Final Products SA, 2002=100
NAPMC	0.017	LV	ISM Manufacturing: PMI Composite Index SA, 50+=Econ Expand
NAPMOI	0.017	LV	ISM Manufacturing: Production index SA, 50+ = Econ Expand
IP52001	0.017	DLN	Industrial Production: Business Equipment SA, 2002=100
IPND	0.016	DLN	Industrial Production: Nondurable Manufacturing SA, 2002=100
IP51	0.014	DLN	Industial Production: Consumer Goods SA, 2002=100
IP5102	0.014	DLN	Industrial Production: Durable Consumer Goods SA, 2002=100
IPNM	0.013	DLN	Industrial Production: Materials: Nondurable SA, 2002=100
YPLTPMH	0.011	DLN	Real Personal Income Less Transfer Payments SAAR, Bil. Chn. 2005$
IP51021	0.008	DLN	Industrial Production: Nondurable Consumer Goods SA, 2002=100
CONSTPV	0.006	DLN	Private nonresidential construction, SAAR Mil$, Chained/2005$
IPMIN	0.005	DLN	Industrial Production: Mining SA, 2002=100
YPDHM	0.005	DLN	Real Disposable Personal Income SAAR, Bil. Chn. 2005$
CONSTPU	0.002	DLN	Public construction, SAAR Mil$, Chained/2005$ (constructed)
IPUTI	0.001	DLN	Industrial Production: Electric and Gas Utilities SA, 2002=100
Sum of Abs† Values	**0.323**		

*For a series y_t, the transformations $x_t = f(y_t)$ are: LV: $x_t = y_t$; DLV: $x_t = \Delta y_t$; LN: $x_t = \log(y_t)$; DLN: $x_t = \Delta \log(y_t)$

†The scaled eigenvector is constructed to sum to one in absolute value over all four categories.

(Zdroj: Federal Reserve Bank of Chicago)

CFNAI – vstupy za oblast zaměstnanosti

Haver Mnemonic	Scaled Eigenvector	Transformation	Description
		Employment, Unemployment, and Hours	
LAPRIVA	0.021	DLN	All Employees: Private Nonfarm Payrolls SA, Thousands
LAGOODA	0.021	DLN	All Employees: Goods-Producing Industries SA, Thousands
LANAGRA	0.020	DLN	Employees on Nonfarm Payrolls SA, Thousands
LAMANUA	0.020	DLN	All Employees: Manufacturing SA, Thousands
LADURGA	0.019	DLN	All Employees: Durable Goods Manufacturing SA, Thousands
LASERPA	0.017	DLN	All Employees: Service-Producing Industries SA, Thousands
LATRDA	0.016	DLN	All Employees: Retail and Wholesale Trade SA, Thousands
LANDURA	0.016	DLN	All Employees: Nondurable Goods Manufacturing SA, Thousands
LASRVSA	0.016	DLN	All Employees: Services SA, Thousands (constructed)
LHELPR	0.015	DLN	Ratio: Help-Wanted Advertising/JOLTS: Job Openings to Number Unemployed SA,
NAPMEI	0.015	LV	ISM Manufacturing: PMI Employment Index
LACONSA	0.015	DLN	All Employees: Construction SA, Thousands
LR	-0.015	DLV	Civilian Unemployment Rate SA, Percent
LENA	0.014	DLN	Civilian Employment: Nonagricultural Industries SA, Thousands
LE	0.014	DLN	Civilian Employment: Sixteen Years & Over SA, Thousands
LRM25	-0.013	DLV	Civilian Unemployment Rate: Men, 25-54 Years SA, Percent
LAFIREA	0.012	DLN	All Employees: Finance, Insurance and Real Estate SA, Thousands
LHELP	0.012	DLN	Index of Help-Wanted Advertising/JOLTS: Job Openings SA
LCUN	-0.010	DLN	Weekly Initial Claims For Unemployment Insurance SA, Thousands
LATPUTA	0.010	DLN	All Employees: Transportation and Public Utilities SA, Thousands (constructed)
LRMANUA	0.009	DLV	Average Weekly Hours: Manufacturing SA, Hours
LOMANUA	0.008	DLV	Average Weekly Overtime Hours: Manufacturing SA, Hours
LAMINGA	0.003	DLN	All Employees: Mining SA, Thousands
LAGOVTA	0.001	DLN	All Employees: Government SA, Thousands
Sum of Abs* Values	**0.331**		

*The scaled eigenvector is constructed to sum to one in absolute value over all four categories.

(Zdroj: Federal Reserve Bank of Chicago)

CFNAI – vstupy za osobní spotřebu a bydlení

Haver Mnemonic	Scaled Eigenvector	Transformation	Description
Personal Consumption and Housing			
HST	0.013	LN	Housing Starts SAAR, Thousands of Units
HPT	0.013	LN	Housing Units Authorized by Building Permits SAAR, Thousands of Units
HSTW	0.012	LN	Housing Starts: West SAAR, Thousands of Units
HSTS	0.012	LN	Housing Starts: South SAAR, Thousands of Units
HSTMW	0.012	LN	Housing Starts: Midwest SAAR, Thousands of Units
HSTNE	0.011	LN	Housing Starts: Northeast SAAR, Thousands of Units
HSM	0.009	LN	Manufacturers' Shipment of Mobile Homes SAAR, Thousands of Units
CBHM	0.008	DLN	Personal Consumption Expenditures SAAR, Bil./Chained/2005$
RSH	0.008	DLN	Real Retail Sales SA, Millions/Chained/2005$
RSDH	0.007	DLN	Real Retail Sales: Durable Goods SA, Mil./Chained/2005$
CDBHM	0.006	DLN	Personal Consumption Expenditures: Durable Goods SAAR, Bil./Chained/2005$
CSBHM	0.006	DLN	Personal Consumption Expenditures: Services SAAR, Bil./Chained/2005$
CNBHM	0.005	DLN	Personal Consumption Expenditures: Nondurable Goods SAAR, Bil./Chained/2005$
RSNH	0.005	DLN	Real Retail Sales: Nondurable Goods SA, Mil./Chained/2005$
CDVHM	0.004	DLN	Personal Consumption Expenditures: Motor vehicles SAAR, Bil./Chained/2005$
Sum of Abs[a] Values	**0.131**		

[a]The scaled eigenvector is constructed to sum to one in absolute value over all four categories.

(Zdroj: Federal Reserve Bank of Chicago)

CFNAI - vstupy za prodeje, objednávky a zásoby

Haver Mnemonic	Scaled Eigenvector	Transformation	Description
Sales, orders and Inventories			
NAPMNI	0.017	LV	ISM Manufacturing: Diffusion Index
TSTH	0.016	DLN	Real Manufacturing and Trade: Sales SA, Mil./Chained/2005$
TSMH	0.014	DLN	Sales: Manufacturing SA, Mil./Chained/2005$
TSMDH	0.014	DLN	Sales: Manufacturing: Durable Goods SA, Mil./Chained/2005$
TSWDH	0.013	DLN	Sales: Wholesale: Durable Goods SA, Mil./Chained/2005$
MOCGMC	0.013	DLN	New Orders: Consumer Goods & Materials SA, Mil./Chained 2005$
TRMH	-0.012	DLV	Inventory/Sales Ratio: Manufacturing SA, Chained/2005$
TRTH	-0.012	DLV	Real Manufacturing & Trade: Inventory/Sales Ration SA, Chained/2005$
TSWH	0.011	DLN	Sales: Merchant Wholesalers SA, Mil./Chained/2005$
NAPMII	0.010	LV	ISM Manufacturing: Inventories Index
NAPMVDI	0.010	LV	ISM Manufacturing: Suppliers Deliveries Index
MDOQ	0.010	DLN	Real Manufacturers' New Orders: Durable Goods Industries, Bil./Chained/2005$
TSMNH	0.010	DLN	Sales: Manufacturing: Nondurable Goods SA, Mil./Chained/2005$
TIRH	0.009	DLN	Inventories: Retail Trade EOP, SA, Mil./Chained/2005$
TITH	0.009	DLN	Real Manufacturing & Trade Inventories EOP, SA, Mil./Chained/2005$
TRWH	-0.008	DLV	Inventory/Sales Ratio: Merchant Wholesalers SA, Chained/2005$
TSWNH	0.005	DLN	Sales: Wholesale: Nondurable Goods SA, Chained/2005$
TIWH	0.005	DLN	Inventories: Merchant Wholesalers EOP, SA, Mil./Chained/2005$
TIMH	0.005	DLN	Inventories: Manufacturing EOP, SA, Mil./Chained/2005$
MOCNC	0.004	DLN	Real Manufacturers' New Orders: Nondefense Capital Goods Industries
TIMDH	0.004	DLN	Inventories: Manufacturing: Durable Goods EOP, SA, Mil./Chained/2005$
TIMNH	0.003	DLN	Inventories: Manufacturing: Nondurable Goods EOP, SA, Mil./Chained 2005$
TRRH	-0.002	DLV	Inventory/Sales Ratio: Retail Trade SA, Chained/2005$
Sum of Abs[a] Values	**0.213**		

[a]The scaled eigenvector is constructed to sum to one in absolute value over all four categories.

(Zdroj: Federal Reserve Bank of Chicago)