

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Dočasnost inflace v EMU a její možné dopady na měnovou politiku

ČR Inflace bude v 1. čtvrtletí vrcholit, ČNB připravuje další zvyšování sazeb.

EMU Nálada spotřebitelů zůstává relativně dobrá navzdory omikronu a rostoucí inflaci.

USA Fed začne patrně zvedat sazby v březnu.

únor 2022

Magdalena Středová, Luboš Mokráš

www.ppfbanka.cz



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

Inflace se stala jedním z hlavních celosvětových ekonomických témat. Centrální banky napříč zeměmi zvyšují sazby, nebo přinejmenším jejich zvýšení plánují. Výjimku představuje ECB, která stále věří, že inflační tlaky v eurozóně jsou dočasné. Jak dlouho ještě může držet nulovou základní sazbu?

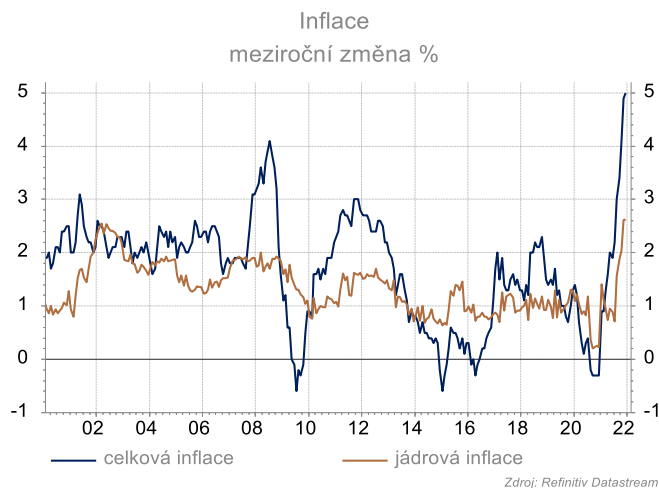
Je inflace v eurozóně pouze dočasná? Nebo bude muset ECB na její zkrocení zvyšovat sazby dříve?

Inflace v eurozóně láme historické rekordy, ale ECB stále, a v poslední době už poměrně osamoceně, trvá na dočasnosti inflačních tlaků a o růstu sazeb v letošním roce neuvažuje. Program kvantitativního uvolňování ovšem výrazně redukuje a nastavení měnových podmínek bude na konci 3. čtvrtletí již stejné jako před pandemií. Kdy začne ECB se zvyšováním sazeb, bude záležet na vývoji inflace, který je velmi nejistý. Očekáváme, že nejbližší termín zvýšení sazeb může být v 1. čtvrtletí roku 2023.

Inflaci v loňském roce výrazně ovlivnily ceny energií, ale i distorze způsobené lockdowny v pandemickém roce 2020

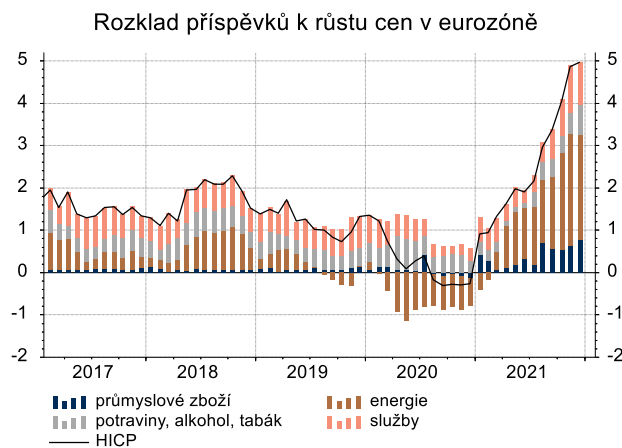
V prosinci inflace v eurozóně opět pokořila další historické maximum, když se vyšplhala až na 5 %, což je 3 pb nad inflačním cílem. Inflace setrvale rostla celý minulý rok, ale ECB trvá na svém stanovisku o dočasnosti inflačních tlaků.

Inflace v eurozóně strmě roste vzhůru.



Detailní pohled na inflaci ukazuje, že hlavním tahounem růstu cen jsou ceny energií, na které měnová politika nemá vliv. Roste ale i jádrová inflace. Přestože je inflační cíl ECB definován celkovou inflací, jádrová inflace, která neobsahuje volatilní položky, jako jsou ceny energií nebo potravin, je důležitým ukazatelem při stanovování měnové politiky. Jejím růst by tak mohl centrální bankéře přeci jen znepokojovat. Aktuální jádrová inflace je ovlivněna distorzemi z pandemického roku 2020. Velkou váhu zde má krátkodobé snížení DPH z 19 na 16 % a ze 7 na 5 % od července do prosince 2020 v Německu. Odhady ukazují, že

Ceny energií významně podporují růst spotřebitelských cen.



snížení DPH bylo do cen promítnuto zhruba ze 70 % a přispělo k poklesu cen o 1,3 %. Opětovné navýšení DPH od loňského ledna naopak ceny zvýšilo a díky významnosti německé ekonomiky v eurozóně se tento efekt projevil v cenovém indexu za celou EMU. Další distorze přinesla změna vah ve spotřebitelském koši. Eurostat váhy každoročně aktualizuje a podle spotřebitelského chování v jednom roce počítá index cen v roce následujícím. Tyto pravidelné změny obvykle nepřítahují pozornost, protože se jedná jen o marginální úpravy, ale v případě šoku, jakým bezpochyby pandemie byla, kdy domácnosti byly nuceny změnit své spotřebitelské chování, nemusí být loňský cenový index reprezentativním měřítkem růstu cen. Například služby v oblasti turismu, které nebyly nabízeny v době nejtvrdějších lockdownů, by měly mít v loňském spotřebním koši mnohem větší váhu. Vzhledem k růstu cen služeb v tomto odvětví by tedy skutečná inflace měla být naopak o něco vyšší. U jiných druhů zboží je situace opačná a mohou uměle inflaci snižovat, ale i zvyšovat. Navíc některé ceny v době pandemie prakticky neexistovaly, protože se dané zboží nebo služby vůbec nenabízely, a musely být tedy odhadovány většinou ze starých ceníků.

Dalším zdrojem distorzí byla i sezónnost. Načasování slev kvůli lockdownům bylo v roce 2020 jiné než obvykle, což v roce 2021 často vedlo k výkyvům v meziročním srovnání cen. Tento fakt potvrdila i prosincová inflace, kde se o vyšší než očekávanou jádrovou inflaci postaraly hlavně ceny oblečení, které jsou výrazně ovlivněny distorzemi v sezónních slevách.

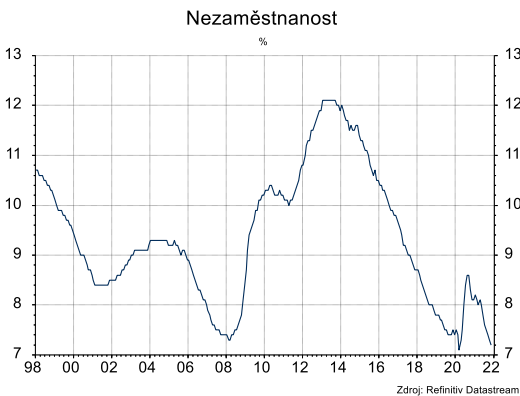


Hrozí v eurozóně po několikaletém období supernízké inflace roztočení inflační spirály?

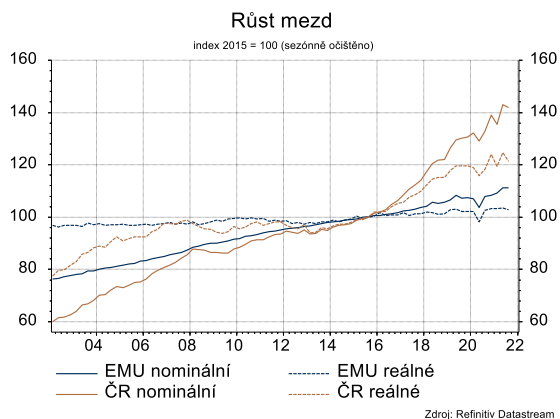
Inflace se zřejmě dostala v prosinci na svůj vrchol a v lednu lze s velkou pravděpodobností očekávat její pokles. Již v lednu vypadne efekt srovnávací základny kvůli snížení DPH v Německu, což bude mít vliv jak na jádrovou, tak na celkovou inflaci. Postupně by mělo z inflace vypadávat i výrazné zvýšení cen energií. Jak to ale bude s ostatními složkami inflace? Nehrozí sekundární efekty? To je velká neznámá nejen pro ECB. Klíčový je v tomto ohledu trh práce. Roztáčení mzdově-inflační spirály bylo hlavním důvodem vysoké inflace v 70. letech.

Epidemie covidu-19 nepřinesla díky vládním opatřením výrazný nárůst nezaměstnanosti. Mírný vzestup nastal, ale velice rychle se míra nezaměstnanosti dostala zpět a aktuálně je dokonce pod předpandemickými úrovněmi. V prosinci nezaměstnanost v eurozóně zaznamenala historicky nejnižší hodnotu 7,2 %, pokud nepočítáme krátké období v roce 2020, kdy kvůli lockdownům lidé nemohli hledat aktivně práci, a byli tak vyřazeni z evidence nezaměstnaných. Tehdy se nezaměstnanost krátce dostala až na 7,1 %. Pokles nezaměstnanosti ale, zdá se, zatím negeneruje mzdové tlaky, jak je to patrné například v České republice.

Epidemie nepřinesla výrazný nárůst nezaměstnanosti, naopak nezaměstnanost je aktuálně na historicky nejnižších hodnotách.

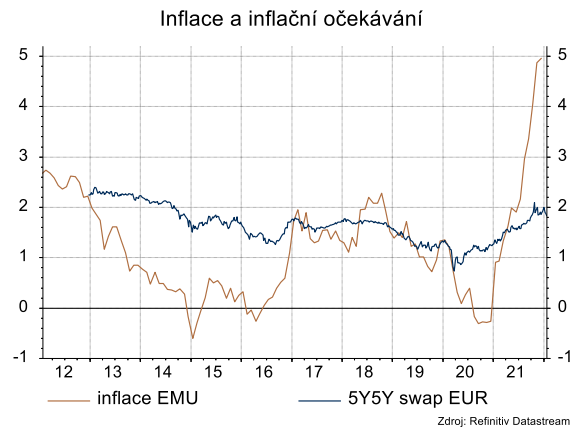


Nízká nezaměstnanost prozatím negeneruje mzdové tlaky.



Dalším ukazatelem hrozby akcelerující inflace jsou inflační očekávání. Ta se snadno mohou stát sebenaplňujícím proroctvím a roztočit inflační spirálu. Preferovaný index inflačních očekávání je pro ECB 5Y5Y swap. Podle tohoto ukazatele inflační očekávání sice výrazně vzrostla, ale z extrémně nízkých hodnot a na konci loňského roku se ustálila kolem 2 %. Tedy na cíli ECB.

Tržní inflační očekávání zůstávají ukotvená okolo 2 % navzdory rychle rostoucí inflaci.



Inflační očekávání se měří i dotazníkovým šetřením mezi spotřebiteli. Toto šetření ovšem neodpovídá na otázku, jak vysoká inflace v dalších 12 měsících bude, ale pouze

Inflační očekávání v prosinci opustila historická maxima.

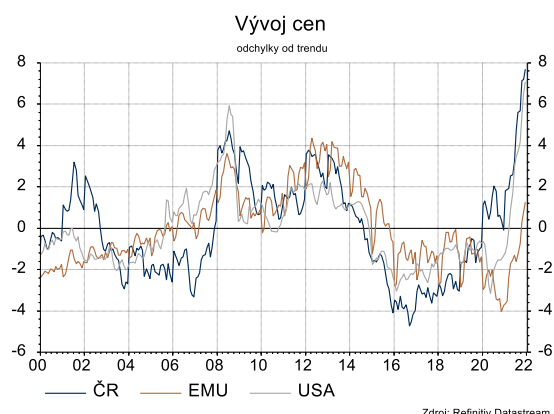


ukazuje směr, kam dle mínění spotřebitelů budou ceny v dalších 12 měsících mířit. Roste počet lidí věřících, že inflace buď zrychlí nebo zůstane stejná jako v předchozích 12 měsících, ale zároveň se nezdá, že by se inflační očekávání výrazněji vymykala kontrole. Naopak v prosinci došlo k určitému poklesu.

Zajímavý je také pohled na vývoj odchylky inflace od trendu. I ten jednoznačně ukazuje, že v porovnání s USA nebo i Českou republikou situace v eurozóně není tak jednoznačná, aby ECB riskovala příliš brzké zvyšování sazeb, které by mohlo ohrozit křehké hospodářské oživení.



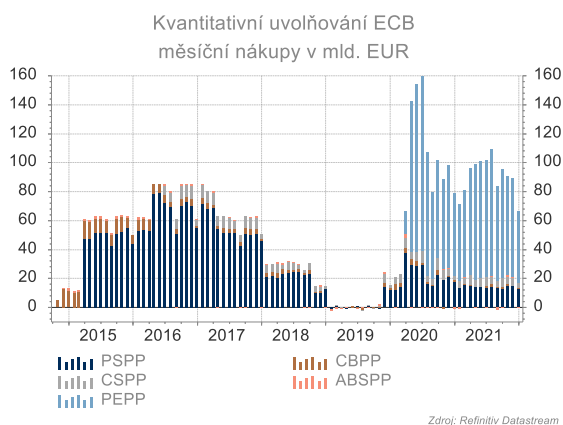
Inflace v eurozóně se od trendu zdaleka neodchyluje tolik jako v USA nebo ČR.



Reakce měnové politiky na rostoucí inflaci

Učebnicovou reakcí na zvyšující se inflaci je zvyšování sazeb. Přesně tak se chová Česká národní banka, která nepřestává trhy překvapovat razancí svých zásahů. Ostatní centrální banky jsou ale mnohem zdrženlivější. Proč ECB stále s utahováním měnové politiky otálí? Když už i Fed začal snižovat objemy nákupů dluhopisů a avizuje i zvyšování sazeb?

ECB ukončí kvantitativní uvolňování zavedené kvůli pandemii již v březnu.



ECB nepřehlídí zvyšující se inflaci, která přichází s ekonomickým oživením, ale z výše uvedených důvodů považuje faktory stojící za vyšší inflací za dočasné. I tak ale přistupuje k normalizaci měnové politiky. Od začátku ledna začíná utlumovat program PEPP, v jehož rámci během pandemie nakoupila dluhopisy za 1,6 biliónu EUR (do prosince 2021) a který v březnu skončí. Částečně jeho funkci převezme program APP, ale nákupy dluhopisů v rámci tohoto programu budou navýšeny pouze na druhé a třetí čtvrtletí, od října pak nákupy dluhopisů v rámci APP budou pokračovat v objemech 20 mld. EUR. Tím se měnová politika vrátí prakticky do předpandemického

nastavení. Zároveň však zatím nebyl stanoven horizont na ukončení zbytku kvantitativního uvolňování.

Se zvyšováním sazeb ale ECB nespěchá. A nemění rétoriku měnově-politických zasedání, že „...základní úrokové sazby ECB zůstanou na současné nebo nižší úrovni do doby, než zaznamená trvalejší dosahování 2% inflace výrazně před koncem horizontu projekcí...“.

Navzdory těmto ujištěním trhy očekávají zvyšování sazeb již v září tohoto roku. To je podle našeho názoru velice nepravděpodobné, a to z několika důvodů.

ECB začne zvedat sazby až po ukončení kvantitativního uvolňování. Kdy přesně celý program kvantitativního uvolňování skončí, je nejisté a bude záležet na přicházejících datech. Poslední dobou se z Rady guvernérů začínají ozývat hlasy, že k ukončení kvantitativního uvolňování by mohlo dojít již na konci letošního roku a ke zvýšení sazeb pak v 1. čtvrtletí roku 2023. V oficiálním prohlášení ECB ale datum ukončení kvantitativního uvolňování nefiguruje a bude závislé především na vývoji inflace. Vzhledem k akceleraci inflačních tlaků v globální ekonomice je realistické očekávat zvýšení sazeb ECB již v 1Q 2023. Jak rychlé bude zvyšování sazeb v průběhu roku, bude záviset na vývoji inflace.

ECB naposledy zvyšovala sazby v roce 2011 ve dvou krocích po 25 bb kvůli obavám z rostoucí inflace, která dosáhla maxima 3 % v listopadu 2011. Za toto utahení měnové politiky byla ECB hojně kritizována, protože základní repo sazbu udržela ECB na hodnotě 1,5 % pouze 3 měsíce a již v listopadu 2011 byla nucena kvůli obavám z recese sáhnout ke snižování sazeb. Takovému scénáři by se ECB tentokrát chtěla vyhnout. S normalizací měnové politiky tak bude velice opatrná.

Náš základní scénář počítá s tím, že pokud budou pokračovat inflační tlaky i růst ekonomiky, sazby by se na konci roku 2023 mohly pohybovat okolo 0,75 %.

A nakonec rizika...

Nejistoty inflačních předpovědí jsou v současné době značné. Velkou neznámou není jen vývoj pandemie, ale také fungování dodavatelsko-odběratelských řetězců, jejichž narušení výrazně přispělo k růstu cen vstupů. Riziko představují i ceny komodit nebo snaha o ekologičtější hospodářství, která s sebou ponese tlak na růst cen. Zároveň se eurozóna již před pandemií potýkala s poměrně nízkým růstem a velice nízkou až zápornou inflací, tedy nadměrná poptávka by neměla být po uklidnění situace velkým proinflačním rizikem.



Inflace zůstává hlavním ekonomickým tématem. Nejistoty predikcí jsou výrazné a s nimi i výhled na sazby ČNB. Náš základní scénář počítá s vrcholem sazeb na 4,5 %, ale rizika jsou vychýlena směrem vzhůru. Nelze vyloučit základní repo sazbu až 5 % již v 1. čtvrtletí letošního roku.

Ekonomická aktivita

Měsíční statistiky potvrzují oživení české ekonomiky ve 4. čtvrtletí loňského roku. Průmyslová výroba v listopadu předčila očekávání, když vzrostla o 1,6 % y/y.

V meziměsíčním vyjádření dosáhl růst 4,9 %, což představuje po dubnu druhý nejsilnější měsíc loňského roku. Zásahu na lepším než očekávaném výsledku měl zejména automobilový průmysl a výroba strojů. Optimismus do dalších měsíců podporují i nové zakázky, které vzrostly o 9,3 % y/y.

Také listopadové maloobchodní tržby překvapily vyšším než očekávaným růstem. Reálné zvýšení maloobchodních tržeb bez aut očištěné o kalendářní a sezónní vlivy o 12,3 % bylo výrazně ovlivněno nízkou srovnávací základnou. V meziměsíčním srovnání došlo k poklesu reálných tržeb o 1,0 %. Naopak poptávka po službách setrvale roste. V meziměsíčním srovnání služby vzrostly v listopadu o 2,2 %, a tržby ve službách se tak dostaly na předpandemické úrovně. V letošním roce počítáme s tím, že na silnou domácí poptávku dolehnou vyšší inflace, která sníží reálnou kupní sílu domácností. To se již nyní ukazuje na sentimentu domácností. Podle Českého statistického úřadu se nálada spotřebitelů v listopadu propadla a od té doby se výrazněji nezlepšila, přičemž zůstává v blízkosti pandemických minim.

Inflace a centrální banka

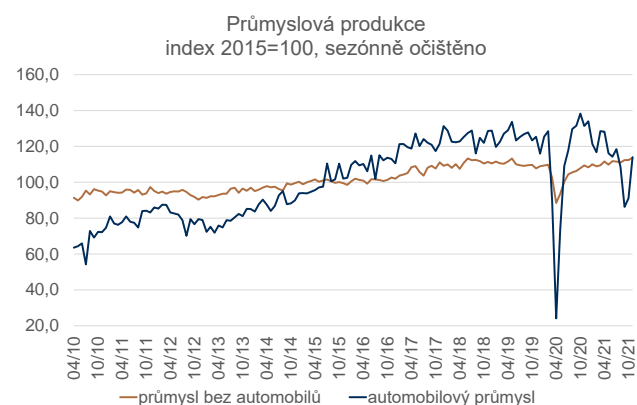
Inflace se v posledním měsíci minulého roku vyšplhala na 6,6 %, což je nejvýše od července 2008 i vysoko nad prognózou ČNB, která počítala s růstem spotřebitelských cen o 5,6 %. Stejně jako v listopadu bylo zvyšování cen víceméně rovnoměrně rozloženo mezi jednotlivé sledované

oddíly. Oproti minulému měsíci k růstu cen přispěly více ceny potravin a alkoholických nápojů (0,7, resp. 0,6 pb). Oddíl bydlení, voda, energie a paliva v prosinci k růstu cen přispěl 1,3 pb. Kromě nákladů vlastnického bydlení vzrostlo nájemné, opravy bytů nebo vodné a stočné. Naopak ceny elektřiny byly v meziročním srovnání o 15 % nižší. To se ale v lednu změní, protože se DPH na elektřinu vrátí na původní výši. Začátek letošního roku tak bude ve znamení zvyšování cen energií. Tento cenový skok mohou firmy promítnout do svých nových ceníků, a navíc budou proinflačně působit i potraviny. Inflace tak v 1. čtvrtletí zřejmě přesáhne 8 %. Jak rychle se z takovýchto hodnot může dostat zpět na inflační cíl? I kdyby se růst cen od února zastavil, byla by inflace na konci roku okolo 3,5 %. Realističtější scénáře s meziměsíčním růstem cen o 0,2 %, resp. 0,4 % počítají s inflací na konci roku 6 %, resp. 8 %. S takto vysokou inflací bude ČNB letos hledat jen těžko důvody ke snížení sazeb. Naopak únorová prognóza zřejmě ukáže nutnost dalšího poměrně razantního zvyšování sazeb. V tomto smyslu se vyjadřovali již někteří centrální bankéři. K jak razantnímu zvýšení sazeb nakonec na svém únorovém zasedání (3. 2.) sáhnou, bude záležet především na nové prognóze. Kromě dvou členů bankovní rady Oldřicha Dědka a Aleše Michla jsou ostatní pro razantní boj proti inflaci a budou hlasovat v souladu s doporučeními, která vyplynou z nové prognózy. Ta by měla výrazně vzhůru přehodnotit výhled inflace. Náš základní scénář počítá se zvýšením sazeb o 50 bb ale nelze vyloučit ani razantnější krok.

Rizika

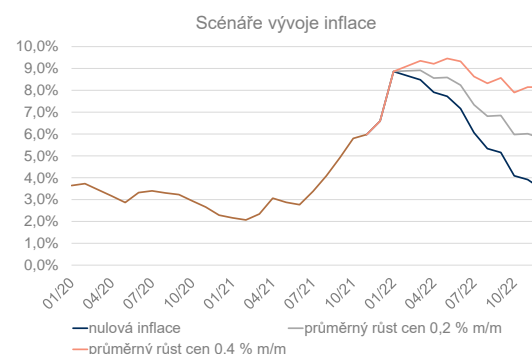
I když epidemie ještě neskončila, zdá se, že riziko ekonomických ztrát v důsledku pandemie slábne. Naopak roste riziko rychlejšího cenového růstu, a to jak v ČR, tak v okolních zemích, které by naši inflaci mohlo dále popohnat. Vyšší inflace s sebou nese riziko razantnějšího zvyšování sazeb i následného výrazného zpomalení růstu ekonomiky.

Výroba automobilů byla zdrojem lepších než očekávaných výsledků celého průmyslu.



Zdroj: ČSÚ

Skokový nárůst cen na konci loňského roku a na počátku tohoto roku se bude do meziročních změn cen promítat po celý letošní rok.



Zdroj: ČSÚ, PPF banka



Ekonomiky eurozóny pokračují v oživení. Nová epidemická vlna v podobě varianty omikron se nepodepsala výrazně negativně na důvěře domácností, a spotřeba by tak měla i v letošním roce pomoci k dalšímu růstu. Situace se zlepšuje také v dodavatelsko-odběratelských řetězcích, kde se postupně zmírňují problémy s nedostatkem některých komponent. S růstem ekonomiky roste též inflace tažená řadou jednorázových vlivů, ale nabírají na síle obavy, že se nejedná o dočasný fenomén.

Ekonomická aktivita

Varianta omikron se šíří Evropou, ale zdá se, že její ekonomické dopady nebudou významné vzhledem k tomu, že restrikcí spíše ubývá, než přibývá. Omikron se tak podle všeho neprojevuje na spotřebitelské náladě. Ta podle průzkumu Evropské komise v lednu poklesla jen velmi mírně o 0,2 bodu na 8,5. Celkově je sice nálada spotřebitelů horší než loni v létě, ale ve srovnání s předpandemickými hodnotami je pouze marginálně horší. Maloobchodní tržby by tak měly pokračovat v rostoucím trendu. Poslední zveřejněná listopadová čísla překonala očekávání 7,8% meziročním růstem, přičemž trh očekával růst o 5,6 %. V porovnání s předpandemickými hodnotami jsou maloobchodní tržby o 6 % vyšší. Chuť spotřebitelů utrácet podporuje i trh práce, kde se nezaměstnanost dostala na historická minima.

Na rozdíl od maloobchodních tržeb průmyslová výroba ožívá zřetelně pomaleji. V listopadu sice meziměsíčně vzrostla o 2,3 %, ale tento růst byl výrazně ovlivněn daty za Irsko, která jsou tradičně velice volatilní. V porovnání s předpandemickými hodnotami zůstává průmyslová výroba o 0,5 % níže. Zajímavý je vývoj v automobilovém průmyslu, který byl hlavním důvodem zaostávání celé průmyslové výroby. Ten podle posledních údajů začíná

ožívat. V listopadu vzrostl o 4,8 % m/m, ale stále zůstává 30 % pod úrovněmi výroby z předpandemického období. Data německého Sdružení automobilového průmyslu VDA ukazují na další růst automobilové výroby v prosinci.

O zlepšující se situaci ve zpracovatelském průmyslu svědčí i předstihové indikátory. PMI ve zpracovatelském průmyslu vzrostl v lednu na pětiměsíční maximum, 59 bodů. Na náladě v průmyslu se projevilo pozitivně především zlepšení dodávek některých nedostatkových komponent. Naopak růst brzdil především nedostatek pracovníků. Omikron se však projevuje negativně v sektoru služeb, kde PMI poklesl na devítiměsíční minimum. Hodnota 51,2 ale stále svědčí o pokračování růstu.

Inflace a centrální banka

Inflace v prosinci loňského roku vzrostla na 5 %, čímž opět překonala historická maxima. Za růstem cen z velké části stály ceny energií. Ale oproti očekávání se nesnížila jádrová inflace, která zůstala na 2,6 %. Zvýšené inflační tlaky vyvolávají spekulace na trzích o dřívějším zvyšování sazeb. Trh očekává zvyšování sazeb již v září letošního roku. Posun je znát i z vyjádření některých členů Rady guvernérů, ale většina v čele s prezidentkou zůstává velmi opatrná a stojí za hypotézou o dočasnosti inflačních tlaků. V letošním roce čekáme pouze utlumování a možná i ukončení programu kvantitativního uvolňování. Za nejbližší možný termín zvyšování sazeb lze podle našeho názoru považovat 1. čtvrtletí příštího roku.

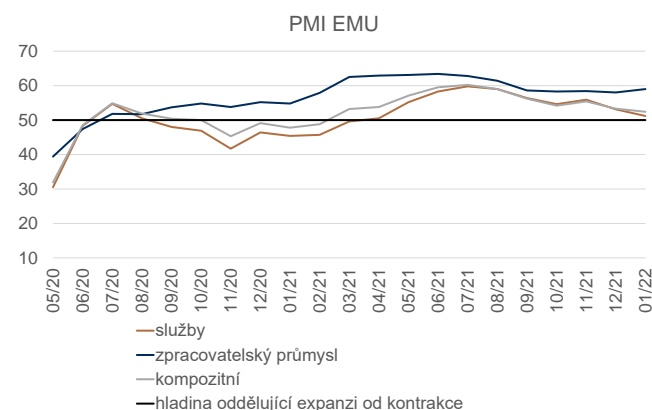
Rizika

Zdá se, že hlavní riziko se přesunulo od pandemie směrem k inflaci. I když inflaci zvyšují do značné míry jednorázové faktory, sekundární efekty vyloučit nelze. Případné vyšší inflační tlaky by mohly vést k přehodnocení měnové politiky více na jestřábí stranu. Další riziko je geopolitické a týká se vztahů s Ruskem, jejichž výrazné zhoršení by mělo pro státy eurozóny jednoznačně negativní ekonomické dopady.

V porovnání s předpandemickými hodnotami je nálada spotřebitelů jen marginálně horší.



Předstihové indikátory PMI přes mírné zhoršení ukazují na pokračování růstu ekonomik eurozóny.



V lednu podle všeho v USA vyvrcholila vlna varianty covidu-19 omikron. Přes velmi vysoké denní počty diagnostikovaných nebyla přijata zásadnější omezující opatření a naštěstí ani denní počty úmrtí výrazněji nestoupily. Zveřejňována byla makroekonomická data za předchozí měsíc, takže na plné vyhodnocení ekonomických dopadů si budeme muset počkat, ale soudě podle konjunkturálních indikátorů nebyly silné. Trh práce zůstává přehřátý, jak ukazuje kombinace rychlého poklesu míry nezaměstnanosti a vysokého počtu nabízených pracovních míst. Inflace je nadále vysoká, což vedlo k dalšímu posunu jestřábím směrem v komunikaci Fedu. Ke zvýšení sazeb tak dojde pravděpodobně už na březnovém zasedání FOMC.

Ekonomická aktivita

Počet nově vytvořených pracovních míst opět zaostal za očekáváním a na vině byl podle všeho zase nedostatek volné pracovní síly a přehřátý trh práce. Nasvědčuje tomu další rychlý pokles míry nezaměstnanosti (z 4,2 % na 3,9 %), která se tak už blíží úrovni před pandemií (3,5 %). Trvale velmi vysoký zůstává také počet nabízených pracovních míst. Růst hodinových mezd se zatím drží pod úrovní inflace, nepřímé ukazatele ale naznačují sílící mzdově inflační tlaky. Maloobchodní tržby v prosinci zklamaly. Příčinami byly nástup vlny pandemie způsobené variantou covidu omikron a předzásobení v listopadu. Průmyslovou produkci v prosinci však covid viditelně neovlivnil, její výkonnost byla srovnatelná s předchozími měsíci. Výrazně v pásmu expanze zůstaly konjunkturální indexy za prosinec, přestože mírně poklesly. V lednu se však omikron už podle předběžných indexů PMI projevil citelně, a to především ve službách, kde index klesl

nečekaně z 57,6 na 50,9. Výrobní index klesl jen mírně z 57,7 na 55,0.

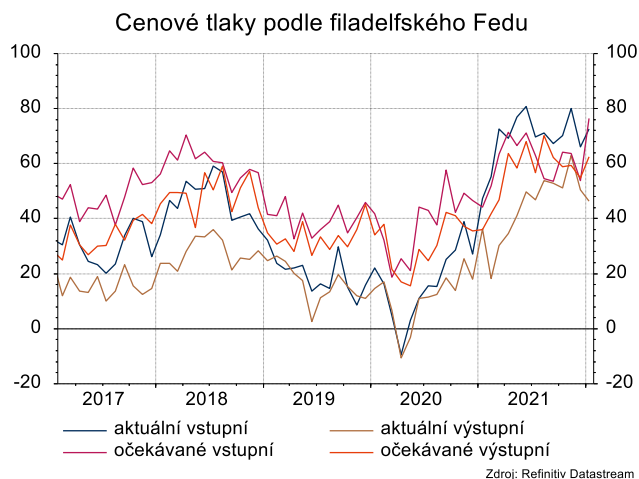
Inflace a centrální banka

I v prosinci pokračovalo zrychlování růstu cen. Struktura inflace se zatím příliš nemění. V celkové inflaci hrají významnou roli potraviny a energie, u jádrové jsou stále důležité jednorázové vlivy pandemie a bazický efekt. Vedle toho však už viditelně začíná zrychlovat růst nájmu, který je důležitou položkou zejména u jádrové inflace. Pro Fed to však nemusí být zásadní problém, protože v jeho preferovaném inflačním ukazateli (PCE cenový index) mají nájem podstatně menší váhu než v klasickém CPI. Pro další vývoj měnové politiky bude klíčových několik následujících měsíců, ve kterých by měly slábnout jak bazický efekt, tak jednorázové vlivy. Fed však především kvůli problémům nabídkové strany ekonomiky přirostuje rétoriku a podle vystoupení svých mluvčích počítá se zvýšením sazeb už v březnu, zatímco ještě relativně nedávno pro letošek se zvyšováním sazeb nepočítal.

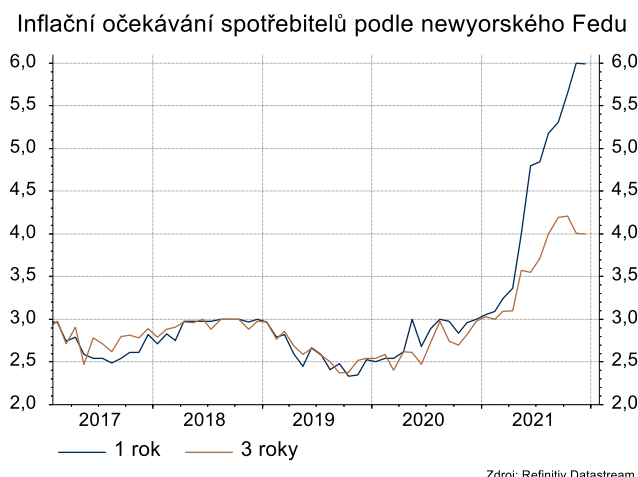
Rizika

Varianta covidu-19 omikron by mohla umožnit díky mírnějšímu průběhu normálnější fungování společnosti i ekonomiky, stále to však není jisté a nadále hrozí rozšíření nějaké podstatně horší varianty. Pandemie tedy stále zůstává rizikem. Rizikem je i napětí mezi Ruskem a NATO kvůli Ukrajině. Vyloučit nelze ozbrojený konflikt, který by mohl jednak zasáhnout aktiva citlivá na riziko a destabilizovat rovnováhu na trzích, jednak dlouhodobě vážně narušit vztahy mezi NATO a Ruskem, což by mělo svoje ekonomické dopady. Týkalo by se to sice hlavně Evropy, ale zprostředkované dopady lze čekat i u USA. Nejvýraznějším rizikem pro nejbližší měsíce je možnost, že inflace nebude zpomalovat a Fed bude přinucen k razantnímu obratu, aby zamezil vzniku inflační spirály. Nejhorší by bylo, kdyby se několik těchto rizik realizovalo najednou.

Cenové tlaky zůstávají silné.



Inflační očekávání silně narostla.



EUR/USD

Z fundamentálního hlediska přetrvávaly v průběhu ledna faktory podporující silnější dolar. O to překvapivější byla poměrně prudká korekce, která následovala po zveřejnění údajů o vývoji inflace v USA. Podle našeho názoru tento výkyv nedával z fundamentálního hlediska smysl, a šlo tedy nejspíše o technickou korekci překoupeného dolaru. Ta brzy skončila a dolar se poměrně rychle vrátil na úroveň před korekcí. Na konci měsíce potom ještě přehnaně reagoval na zasedání FOMC a dále rychle posílil. Pro další vývoj kurzu zůstávají klíčové politiky ECB a Fedu. U Fedu je prostor pro další posun jestřábím směrem, u ECB to zatím vypadá na setrvalé holubičí postoj. To by mělo podporovat dolar. Proto předpokládáme v měsíčním horizontu tlak na jeho posilování, ale obchodování může být značně volatilní kvůli dalším faktorům, které jsou ve hře. Jde především o napětí mezi NATO a Ruskem kvůli Ukrajině a stále nevypočitatelný covid-19.

EUR/CZK

Česká koruna začala nový rok dalším posilováním. Během první poloviny ledna ještě výrazně rozšířila své zisky z konce roku 2021. K loňským ziskům připsala v první polovině ledna další 2,5 %, ale přes hladinu 24,25 EUR/CZK se již nedostala a své zisky částečně korigovala. Kurz EUR/CZK se na konci ledna vrátil k 24,50 EUR/CZK.

Další vývoj koruny je nejistý. Korunu podporuje především zvětšující se úrokový diferenciál, který ČNB bude dále rozšiřovat. S tím ale trh již víceméně počítá, proto se domníváme, že další prudké posilování koruny, jakého jsme byli svědky na konci loňského a na začátku letošního roku, již není velmi pravděpodobné. Naopak může dojít v souvislosti se změnou měnové politiky Fedu k určité stabilizaci. Úrokový diferenciál by ale měl během roku stále zůstat roztažený, ke konci letošního roku by tak mohla koruna po zvolna posilovat ke 24 EUR/CZK.

Dluhopisy

Výnosová křivka státních dluhopisů i swapová křivka se v USA v průběhu ledna posunuly zřetelně výše. Posun byl poněkud výraznější na krátkém konci, takže křivky lehce zploštlily. Příčinou byla především více jestřábí rétorika mluvčích Fedu, konkrétně jasné náznaky, že by ke zvýšení sazeb mohlo dojít už v březnu. S tím se pojí i očekávání většího počtu zvýšení sazeb v letošním roce. Desetiletý výnos rychle narostl z 1,5 % na začátku ledna až na 1,9 %, následně prošel korekcí, která ho vrátila k 1,7 %. Podle našeho názoru existuje prostor pro jeho další růst. Ještě větší prostor pro růst mají výnosy na krátkém konci křivky. O tom, jak velký další růst bude, nakonec rozhodne jednak vývoj inflace, jednak akce Fedu. Pokud by inflace

překvapovala směrem nahoru a Fed reagoval nedostatečně razantně, mělo by to vést k vyšším střednědobým a dlouhodobým inflačním očekáváním, a tedy všeobecnému výraznému růstu výnosů. Vyšší inflace a razantní Fed by vedly k růstu výnosů na krátkém konci křivky a stabilitě nebo i poklesu na dlouhém konci, což by v extrému mohlo způsobit až inverzi křivky. Vývoj inflace v souladu s očekáváním, tedy její postupný pokles, by znamenal zhruba stabilitu výnosů. Ve hře jsou i geopolitické faktory a riziková averze. Geopolitická nestabilita nebo nestabilita finančních trhů by vedly k odlivu prostředků do státních dluhopisů, a tedy k poklesu výnosů.

Nahoru se posunuly i výnosy evropských státních dluhopisů a eurové swapové sazby. Posun byl však zřetelně mírnější než v USA, což je dáno podstatně odlišným chováním ECB ve srovnání s Fedem. Výnos německého desetiletého státního dluhopisu v první polovině ledna vyrostl až k nule, dokonce se na chvíli dostal nad ni, ale potom se vrátil mírně do minusových hodnot, kde setrval. Výnosy v Evropě by mohly být taženy dále nahoru případným růstem výnosů v USA, ale následovat by měly jen částečně. Výrazněji by trh měl reagovat na případnou změnu názoru ECB na vývoj inflace. Tuto eventualitu ale v měsíčním horizontu nepokládáme za pravděpodobnou. Podobně jako v USA by se naopak dolů mohla posunout zvýšená riziková averze.

Stejně jako v USA a EMU i v ČR rostly jak výnosy státních dluhopisů, tak swapové sazby. Na rozdíl od USA však v ČR rostl o něco rychleji dlouhý konec křivek, takže mírně zploštlily. Dlouhý konec jednak doháněl předchozí růst krátkého konce, který předtím reagoval na ČNB, jednak také reagoval na vývoj ve světě. Stále existuje prostor pro další růst výnosů. Podnětem může být vývoj na hlavních světových trzích a také domácí vývoj inflace a reakce ČNB. Na rozdíl od hlavních trhů by růst výnosů mohla přinést i výrazně zvýšená riziková averze, protože z hlediska zahraničních investorů jsme stále rozvíjejícím se them.

Akcie

Lednový efekt se letos nekonal, akciové trhy naopak procházejí silnou korekcí. Nejvíce jsou postiženy tituly, které byly v předchozím období nejvýkonnější, prioritně tedy růstové technologické společnosti. Proto nejvíce klesal index obchodní platformy NASDAQ, jenž je na technologie bohatý. Podle našeho názoru je základním důvodem poklesu očekávání růstu sazeb a s ním související přehodnocování vyhlídek a ohodnocení společností. K tomu se přidal zesilující faktor začátku roku, tedy období, kdy bývají správci aktiv neaktivnější z hlediska změn svých investičních politik. Další zesílení poklesu pak přinesly obvyklé technické faktory typu stoploss, margin call a následně i psychologie v podobě panikaření částí investorů. Prostor pro pokles se podle našeho názoru v lednu nemusel úplně vyčerpat. Před světovou



ekonomikou stojí letos řada výzev, jejichž nevládnutí může zhoršovat výkonnost společností. To se při jejich stále vysokém ohodnocení může promítat do vývoje cen jejich akcií. Síla tlaků na další pokles bude záviset na tom, jak rychle se bude zotavovat nabídková strana ekonomiky, přičemž tempo jejího zotavování bude hodně záviset na rychlosti obnovování dodavatelsko-odběratelských vztahů. Důležité to bude mimo jiné i pro inflaci, a tedy pro vývoj měnové politiky hlavních centrálních bank. Kartami stále může míchat covid-19, který může komplikovat zotavování světové ekonomiky. A averzi vůči riziku mohou zvyšovat i geopolitické krize. Letošní rok tak pro akcie na první pohled vypadá nevábně. Negativní výhled bude pravděpodobně převládat v prvních měsících letošního roku, ale pokud se situace ve světové ekonomice nebude výrazněji komplikovat, mohly by akcie projít dnem poměrně rychle a ve zbytku roku by se spolu se zotavující se ekonomikou mohly postupně opět vracet do formy.

Leden 2022 se zapíše do historie. Po dlouhých letech jsme nebyli svědky lednového efektu, právě naopak. Leden nám ukázal, jak s jídlem (rizikem) roste chuť, a naopak. Defenzivní (bez technologií) pražský index PX poklesl jen o -0,52 %, index DOW o -5,97 %, index S&P o -8,73 % a nejrizikovější NASDAQ o -13,44 %.

Je poměrně těžké predikovat jak, se budou akcie posouvat dále, přesto je jasné, že centrální banky a především Fed mění nastavená pravidla hry a na trh přijde přizpůsobení nové situaci, a to nejen u akcií.

Pražská burza si minulý rok vedla mimořádně dobře. Složení indexu je defenzivní, velká expozice bankovních titulů je výhodou, jelikož růst úrokových sazeb je pro banky pozitivní. Silné zastoupení ČEZu bude další stabilizující prvek, protože růst cen energií podporuje silný fundament energetické firmy. Proto vnímáme českou burzu jako spíše bezpečnější oproti americké Wall Street.

Další směr, a nejen českých akcií, může udat také výsledková sezóna, která aktuálně probíhá v plné síle na US trhu, v ČR to pak bude s mírným zpožděním.

Rok 2022 bude nelehký, volatilní a plný příležitostí. V nejjistě době jsou většinou správnou volbou dividendové, cash flow silné a stabilní firmy.

Kredit

Inverzní tvar křivky zásadním způsobem ovlivňuje očekávání emitentů i investorů. V takovém prostředí je složitější nalézt rovnováhu mezi nabídkou a poptávkou, jak dokazují i tři lednové aukce uspořádané Českou národní bankou. Aukce pokladničních poukázek neměla vítěze, jelikož se žádná z nabídek nepotkala s očekáváním MFČR. Po dlouhé době tak v kolonce uspokojený objem svítíla čistá nula. Na druhém konci křivky už byla situace o poznání veselejší, a podařilo se tak umístit cca 19 mld. CZK do dluhopisů se splatností 7 až 10 let i takřka 5 mld. CZK pro splatnosti nad 15 let.

Začátkem roku byly oznámeny zajímavé transakce také v oblasti korporátních dluhopisů. Na evropském trhu se činil jeden z největších evropských majitelů logistických celků, který svoje první halý stavěl v České republice. Společnosti CTP se podařilo umístit v pořadí již osmou emisi dluhopisů, tentokrát s kreditní marží 95 bps při splatnosti 4 roky a celkovém objemu 700 mil. EUR. Především s ohledem na rostoucí výnosy na západních trzích se tak CTP nadmíru vydařilo zahájení třetího roku, kdy investorům nabízí výlučně zelené dluhopisy. Všechny vydané dluhopisy totiž splňují kritéria pro ekologické financování mezinárodní organizace pro kapitálový trh (tzv. ICMA).

To hlavní distributor elektřiny v oblasti kolem Černého moře, česká společnost Energo-Pro, se v nabídce dluhopisů neomezil pouze na eurové investory a v rámci dual-tranche nabízí i dolarové dluhopisy. Společnosti se podařilo včas připojit vodní elektrárnu Alpaslan 2 do distribuční sítě Turecka, a měla by tak i přes nelichotivý rating na úrovni B+ přilákat dostatečný zájem investorů. Výsledek se dozvíme v průběhu února, stejně jako v případě dluhopisů MONETA Money Bank. Prostřednictvím J. P. Morgan bude nabízet až 200 mil. EUR šestiletého dluhopisu, jemuž přisoudila agentura Moody's rating A3, tedy ještě o jeden „notch“ nad aktuální rating samotné Monety.

Uvedené cizoměnové transakce cílí prakticky výlučně na institucionální investory. Oproti tomu korunové transakce z poslední doby se snaží oslovit především retail. Jak ukázala výjimečně úspěšná emise protiinflačního dluhopisu republiky z posledních dní loňského roku, dokáží tuzemské domácnosti absorbovat i dříve nevídané objemy. Považte, když jen v tomto jednom upisovacím období této jedné emise umístilo ministerstvo dluhopisy v celkovém objemu převyšujícím 40 mld. CZK. Není se tak co divit, že na české domácnosti (i kvůli zvyšující se averzi institucí financovat těžbu ropy) cílí s nabídkou pětiletého dluhopisu společnost MND. V polovině března plánuje vydat či vyměnit za současné dluhopisy až 2,2 mld. CZK. Stejný segment investorů pak oslovil i developer Trigema, kterému se podařilo umístit 500 milionů CZK se splatností 3 roky při relativně nízké marži 230 bps. A shodou okolností přesně ve stejný den měla datum emise i „dábelská“ emise České zbrojovky. Vydávala totiž přesně 666 kusů sedmiletého dluhopisu v celkovém objemu 1,998 mld. CZK s kreditní marží 140 bps nad 6M PRIBOR.

Komodity

Ceny ropy v první polovině ledna prodloužily svůj růstový trend, který začal před loňskými Vánoce, přičemž cena se přiblížila až k 90 USD/brl. Ve druhé polovině měsíce cena částečně zkorigovala, ale na jeho konci se opět vrátila k 90 USD/brl. Motivací růstu byly především obavy z nedostatečné produkce, což signalizoval pokles zásob v USA. Situaci komplikuje napětí mezi Ruskem a NATO kvůli

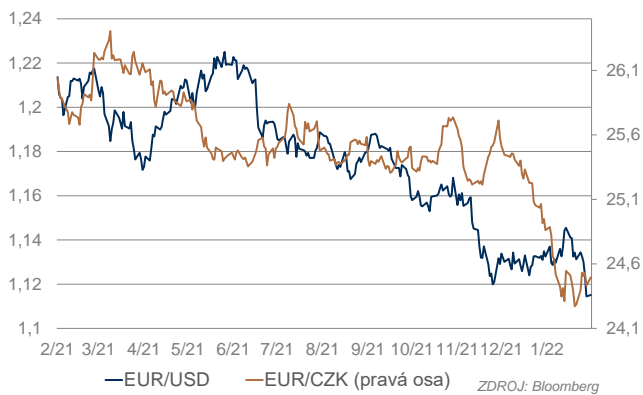


Ukrajíně, protože Rusko je jedním ze tří klíčových producentů ropy. Roli mohla hrát i energetická krize v Evropě, i když ta se týká primárně zemního plynu. Trh se po prvotním panickém výprodeji zjevně rychle přestal obávat výpadku spotřeby kvůli variantě covidu-19 omikron. Ani potíže čínské ekonomiky neměly na cenu znatelný vliv. Výrazněji nepomohlo ani uvolnění části strategických rezerv některými státy. V lednovém růstu ceny ropy mohl hrát roli i přesun části prostředků z akcií do komodit. Podle našeho názoru vyhlídky vývoje poptávky a nabídky pro nejbližší měsíce nepředstavují důvod pro udržení vysoké ceny, protože se předpokládá, že vrátí zhruba v rovnováze. Je třeba počítat s vysokou volatilitou, ale růst sazeb v USA by měl obecně způsobit pokles ceny komodit. Vedle toho zůstane rizikem výkonnost a stabilita čínské ekonomiky. Čína je jak velkým spotřebitelem, tak především nejdůležitějším zdrojem přírůstků spotřeby, proto má vývoj její spotřeby na cenu ropy významný vliv.

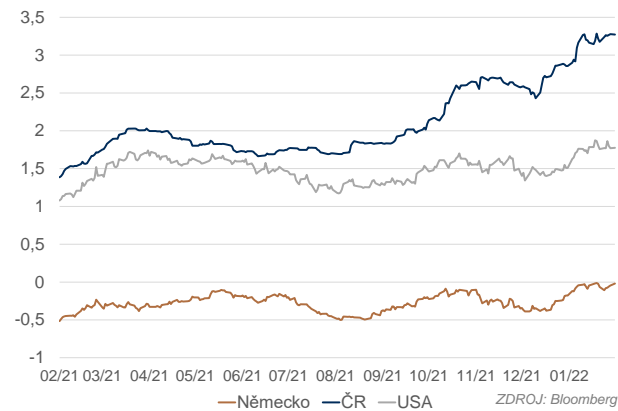
Cena zlata byla v lednu ve velmi mírně rostoucím trendu při poměrně vysoké volatilitě. Zlatu podle všeho pomáhá vysoká nejistota a řada rizik, což některé investory vede k umístění části svých prostředků do reálného aktiva. V lednu mohl být konkrétním motivem propad cen akcií. Tento motiv podle všeho momentálně převažuje nad vyšší atraktivitou úročených bezpečných aktiv. Další osud zlata se tak bude odvíjet zejména od toho, jak se budou vyvíjet hlavní zdroje nejistoty. Důležitý tak bude další vývoj inflace a následně měnové politiky centrálních bank, stále covid-19, rychlost stabilizace světové ekonomiky a v neposlední řadě geopolitická rizika. Pokud by se situace vyvíjela příznivě a různá napětí se mírnila, mělo by zlato poměrně výrazně ztrácet, a naopak.



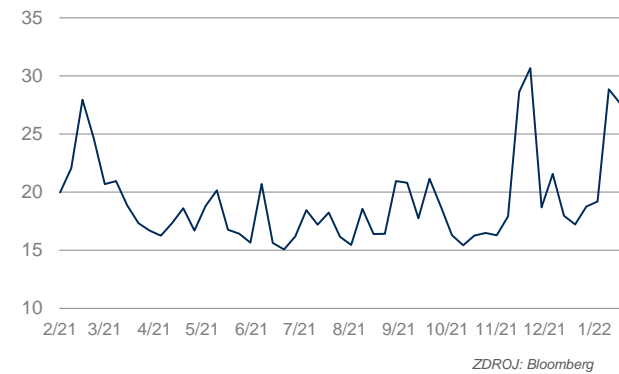
Devizové kurzy



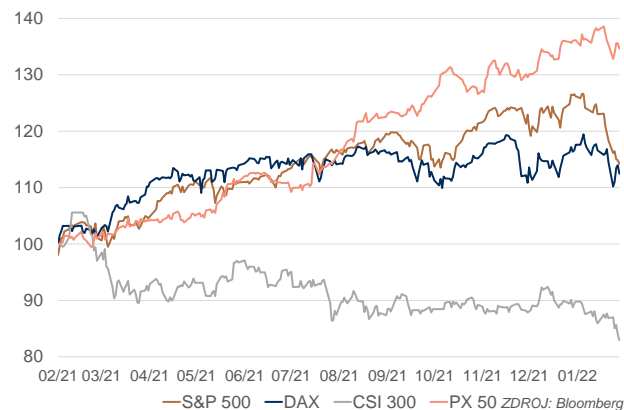
Dluhopisy (10 let)



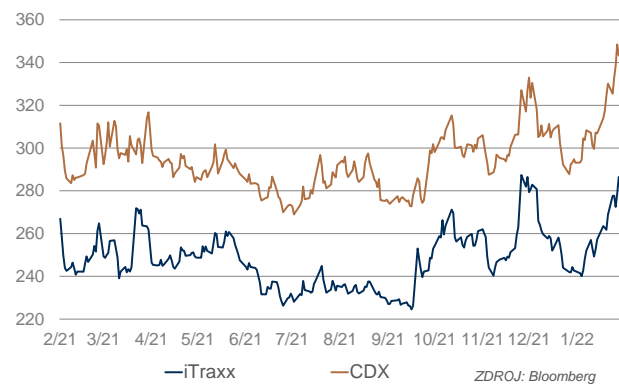
Index volatility VIX



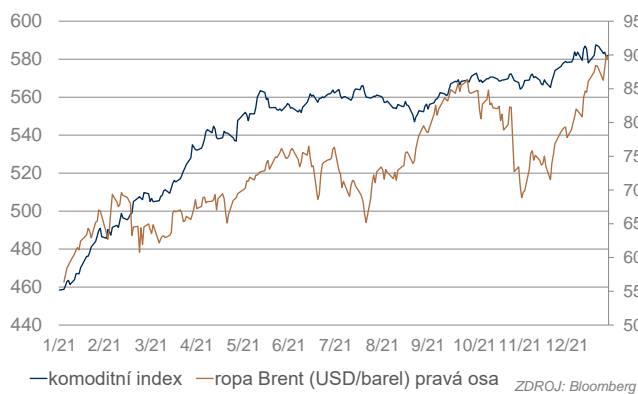
Akciové indexy (1. 1. 2021 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index CRB



	SOUČASNÁ HODNOTA			3 M		6 M		12 M	
	M-12	M-1		ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	0 - 0,25	0 - 0,25	0 - 0,25	0 - 0,25	→	0,75 - 1,00	↑	1,25 - 1,50	↑
ECB	0	0	0	0	→	0	→	0	→
ČNB	0,25	2,75	3,75	4,5	↑	4,5	→	3	↓
KURZY									
EUR/USD	1,21	1,14	1,12	1,11	↑	1,12	↑	1,15	↑
EUR/CZK	25,9	24,9	24,4	24,4	→	24,2	↓	24,0	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	0,11	0,73	1,20	1,4	↑	1,6	↑	2	↑
US dluhopis 10y	1,07	1,51	1,78	1,9	↑	2,2	↑	2,5	↑
Něm. dluhopis 2y	-0,73	-0,62	-0,56	-0,5	↑	-0,4	↑	0	↑
Něm. dluhopis 10y	-0,52	-0,18	-0,01	0,0	↑	0,1	↑	0,3	↑
České dluhopisy 2y	0,28	3,54	3,90	4,50	↑	4,5	↑	3,7	↓
České dluhopisy 10y	1,40	2,85	3,25	3,3	↑	3,5	↑	3,5	→
KREDIT									
USA CDX 5y	311,6	293,1	343,3	350,0	↑	325	↓	310	↓
EMU iTraxx 5y	266,9	242,4	285,5	325,0	↑	300	↓	280	↓
AKCIE									
S&P 500	3 714	4 766	4 431					4 500	↑
Eurostoxx 50	3 481	4 298	4 179					4 200	→
DAX	13 432	15 884	15 489					16 000	↑
CSI 300	5 352	4 940	4 563					4 500	↓
PX 50	1 017	1 426	1 421					1 350	↓

* Změna oproti předchozímu období (šipka dole u kurzu znamená změnu v prognóze směrem k silnějším hodnotám USD resp. CZK)
 ZDROJ: Bloomberg, Reuters, ČNB, PPF banka a.s.



Hlavní makroekonomické ukazatele

Česká republika

	2021				2022*				2020	2021*	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-2,5	8,5	3,3	2,6	3,8	4,1	4,0	5,1	-5,8	3,0	4,2	3,5
soukromá spotřeba	-6,6	8,1	6,4	7,0	9,4	4,2	2,3	4,0	-5,2	2,0	3,3	4,0
vládní spotřeba	3,6	2,7	3,6	0,7	1,5	1,7	1,1	1,0	2,0	0,0	1,0	1,0
investice	-4,3	1,6	0,7	3,0	3,0	1,0	1,0	1,0	-7,7	1,5	1,5	5,0
dovoz	4,1	31,8	8,2	6,0	4,4	0,5	3,0	3,3	-6,7	9,0	4,0	4,0
vývoz	2,7	30,9	-2,3	-2,0	3,7	4,4	3,6	4,2	-7,0	11,0	3,0	5,0
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,3	4,0	3,6	3,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,6	3,5
inflace (% y/y)	2,2	2,9	4,1	6,4	9,7	8,5	6,9	5,8	3,2	3,8	8	2,5
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	1,0	0,5	1,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,6	-7,2	-4,8	-3,9
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	43,1	45,3	46,0

Evropská měnová unie

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-1,1	14,4	3,9	4,7	5,4	4,3	3,0	3,3	-6,8	5,1	4,0	2,5
soukromá spotřeba	-5,6	12,2	2,5	6,1	9,0	6,3	3,2	3,4	-8,1	3,5	5,5	2,2
vládní spotřeba	2,8	7,8	2,6	2,1	3,0	1,3	1,2	1,1	0,7	3,8	1,5	0,9
investice	-6,0	18,5	3,1	1,6	2,8	2,8	4,3	4,0	-9,3	3,6	3,4	3,4
dovoz	-5,7	21,6	9,7	6,0	6,0	4,3	4,6	5,0	-9,9	7,1	5,7	3,8
vývoz	-0,1	25,9	9,4	5,9	5,8	4,6	4,3	4,9	-10,6	9,6	5,5	4,0
nezaměstnanost (%)	8,1	8,0	7,6	7,4	0,0	0,0	0,0	0,0	8,0	7,7	7,3	7,1
inflace (% y/y)	1,0	1,8	2,9	4,4	4,1	3,7	3,0	1,8	0,3	2,6	3,1	1,6
jádrová inflace (% y/y)	0,4	0,7	1,4	2,4	2,2	2,0	1,9	1,9	0,8	1,3	1,9	1,7
běžný účet (% HDP)	2,6	2,8	2,8	2,5	2,0	2,2	2,3	2,6	2,1	2,7	2,3	2,3

Spojené státy americké

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,5	12,2	4,9	5,5	4,4	3,7	4,0	3,2	-3,4	5,6	3,9	2,5
soukromá spotřeba	2,1	16,2	7,1	7,1	5,4	4,0	4,4	3,3	-3,8	8,0	3,8	2,5
vládní spotřeba	1,3	-0,1	0,6	0,0	0,5	1,0	1,1	1,0	2,5	0,7	1,4	1,5
investice	3,2	20,8	7,1	8,6	2,2	2,7	3,7	3,4	-5,5	7,9	5,7	3,7
dovoz	6,2	30,6	12,6	9,6	4,6	4,1	3,9	3,9	-8,9	13,3	4,8	4,1
vývoz	-7,4	18,6	4,9	5,3	4,7	6,6	10,4	9,2	-13,6	5,6	4,8	2,5
nezaměstnanost (%)	6,2	5,9	5,1	4,3	3,8	3,7	3,5	3,5	8,1	5,4	3,9	3,5
inflace (CPI % y/y)	1,9	4,9	5,4	6,6	6,8	5,3	4,3	3,1	1,2	4,7	4,4	2,4
jádrová inflace (PCE % y/y)	1,7	3,4	3,6	4,4	5,3	4,3	3,4	2,6	1,4	3,3	3,3	2,3
běžný účet (% HDP)	-3,1	-3,2	-3,4	-3,4	-3,5	-3,4	-3,3	-3,3	-3,0	-3,4	-3,0	-3,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-16,8	-14,0	-12,0	-9,0	-8,0	-6,6	-5,7	-5,4	-15,6	-12,4	-6,4	-4,7
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	100,1	101,2	101,6	101,1

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

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

Ľuboš Mokráš

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

Pavel Němejč

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 747
pnemejc@ppfbanka.cz

Tomáš Krejčí

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

Dušan Jalový

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

Miroslav Tutter

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

UPOZORNĚNÍ

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

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

