

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Vývoj základní inflace

ČR Spotřebitelské ceny v březnu rostly nejvíce za posledních 24 let

EMU Předstihové indikátory zůstávají překvapivě optimistické

USA Fed přiostrňuje svoji rétoriku

www.ppfbanka.cz

květen 2022

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

Inflace zůstává tématem číslo jedna z hlediska ekonomického vývoje. Na začátku roku jak u nás, tak v klíčových světových ekonomikách pokračovalo její zrychlování. Analýzou ukazatelů základní inflace se snažíme odhalit, zdali se jedná o krátkodobý výkyv, nebo dlouhodobější trend.

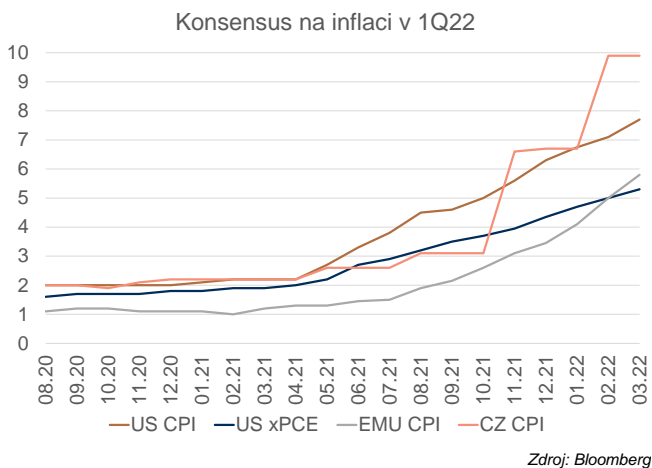
Vývoj základní inflace

Inflace byla jedním z klíčových témat loňského roku a letos tomu nejenže nebude jinak, ale spíše její důležitost ještě naroste, protože bude určovat, jak moc a jak rychle budou centrální banky utahovat měnovou politiku. Kvůli tomu zůstává inflace důležitým tématem. Náš text navazuje na březnový měsíčník loňského roku: „Vrátí se inflace?“ Řečnickou otázku čas zodpověděl kladně, inflace se nepochybně vrátila. Tentokrát se budeme věnovat zhodnocení situace s ohledem na to, nakolik je aktuální výše inflace přechodná a nakolik hrozí její udržení nebo dokonce další trendový růst a riziko vzniku inflační spirály. Jako nástroj využijeme ukazatele vývoje dlouhodobějších inflačních trendů neboli základní inflace.

Jak moc jsou inflační tlaky trvalé?

Loni v březnu jsme byli optimističtí. Se zvýšením inflace kvůli efektu základny, přechodnému zrychlení růstu HDP nad potenciál a strukturálním škodám způsobeným pandemií jsme ovšem počítali, že tyto faktory budou pouze

Očekávání analytiků začala růst kolem loňského pololetí.



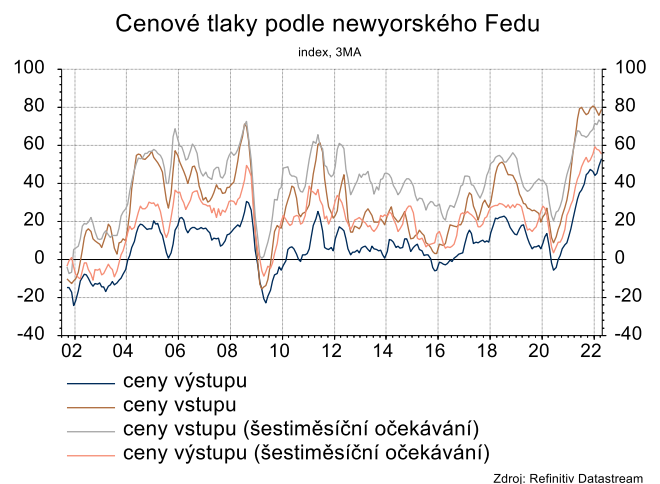
přechodné a relativně krátkodobé a díky tomu se inflace začne poměrně rychle (druhé pololetí minulého roku) vracet na nižší úroveň. To se však nestalo. Inflace nejenže koncem minulého roku nezačala zpomalovat, ale naopak stále zrychluje. Primární příčinou jsou mnohem větší strukturální škody, než jsme očekávali. V jejich důsledku dochází k nabídkovým inflačním tlakům, které byly především v prvním pololetí minulého roku ještě zesíleny zvýšenou poptávkou související s kombinací rozpočtových

Dlouhodobá tržní a spotřebitelská inflační očekávání rostou už od roku 2020.



stimulů, uspokojováním odložené poptávky a rozpouštěním úspor akumulovaných v období silných restrikcí volného pohybu. Situaci nyní ještě zhoršilo vypuknutí války na Ukrajině, což podstatně přispělo k dalšímu růstu cen řady komodit a dále zkomplikovalo situaci nabídkové strany ekonomiky. Inflační impuls je natolik silný, že dochází k růstu inflačních očekávání a v situaci utažených trhů práce může následně hrozit vznik mzdově-inflační spirály. Tyto faktory už plně reflektoval americký Fed, ovšem většina bankovní rady ECB je stále přesvědčena o přechodnosti inflačních tlaků. Klíčovou otázkou aktuálně tedy je, nakolik je inflace pouze přechodná a nakolik už inflační impuls vyprodukoval sekundární efekty, které by ji mohly držet nad cíli centrálních bank dlouhodobě.

Cenové tlaky zůstávají silné.

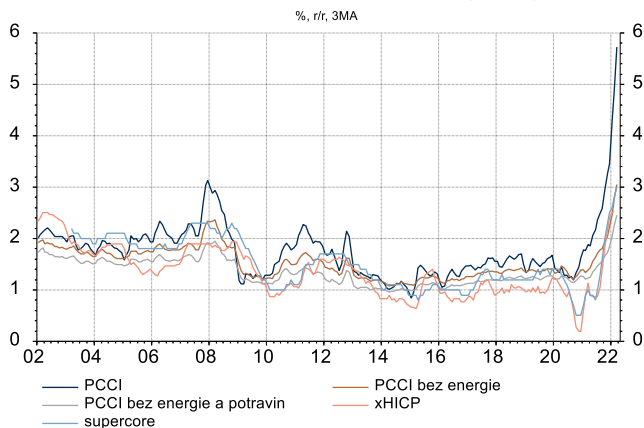


Trochu teorie

Soustředíme na ukazatele inflace, které by měly měřit její dlouhodobý trendový vývoj, neboli na takzvanou základní inflaci. Základní inflace se vyznačuje setrvačností, to znamená, že se její tempo mění jen pozvolna. Typickým představitelem tohoto typu míry inflace je jádrová inflace, která je široce používána. Existuje však ještě několik dalších způsobů, jak měřit základní inflaci. Jádrovou inflaci měříme na spotřebním koši, z něhož jsou odstraněny typické volatilní položky, tedy potraviny a energie. Na podobném principu jsou založeny i další ukazatele základní inflace. Trimovaná inflace se počítá tak, že se seřadí meziměsíční změny pro jednotlivé položky inflačního koše a definované procento (například 16 %) největších poklesů a růstů se vypustí. Dalším způsobem měření základní inflace je použití váženého mediánu namísto běžně používaného váženého průměru. Medián je podstatně méně citlivý na odlehle hodnoty než průměr. Poslední způsob, kterým se měří základní inflace, (příkladem jsou PCCI v EMU a UIG v USA) využívá metodu hlavních komponent, pomocí níž se extrahují položky vystihující na jedné straně dlouhodobý základní trend a na druhé straně specifické krátkodobé šumy.

Evropa

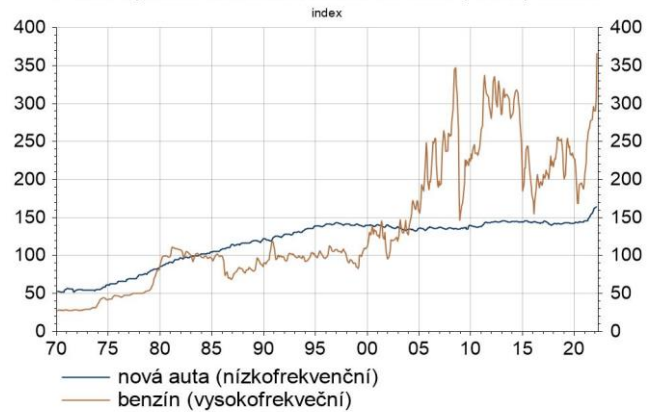
Trvalá a společná složka inflace (PCCI)



Prvním ukazatelem je PCCI (Persistent and Common Component of Inflation)¹. V grafu jsou tři varianty tohoto inflačního indexu (celkový, bez energie, bez energie a potravin) porovnány s jádrovou inflací HICP a s takzvanou superjádrovou inflací (stanovuje se ze složek inflačního koše, které jsou citlivé na změnu mezery výstupu). PCCI se počítá pomocí dynamické faktorové analýzy z HICP dat dvanácti států eurozóny. Cílem je zachytit nízkofrekvenční komponentu² ze všech inflačních řad, a tím identifikovat společný základní trend inflace pro celou eurozónu.

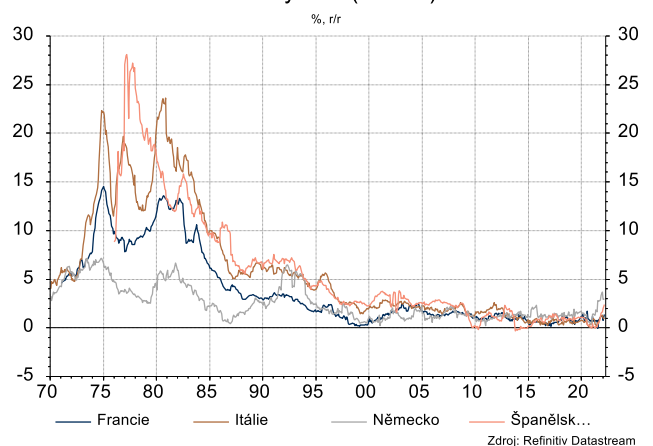
¹ <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecb.sps38--ce391a0cb5.en.pdf>

Příklad vysokofrekvenční a nízkofrekvenční položky inflace



Pro ještě lepší vystižení základního trendu jsou v grafu použity tříměsíční klouzavé průměry u všech indexů. Z grafu je patrné, že základní inflace skutečně výrazně zrychluje, ale problém je, že jde o zrychlování po desetiletém období mimořádně stabilní a nízké inflace. Akcelerace jádrových složek PCCI je stále poměrně hodně pozvolná a úrovně jsou momentálně ještě srovnatelné s obdobím mezi lety 2002 až 2008. Graf jen potvrzuje, že inflace v Evropě je aktuálně především záležitostí energie a v menší míře potravin. Zatím tedy jde stále jednoznačně o nabídkový šok. Vznik klasické inflační spirály je dosud ještě jen rizikem, byť nezanedbatelným. Z tohoto úhlu pohledu je pochopitelný spíše opatrný postoj většiny bankovní rady ECB a pouze relativně (vzhledem k aktuální úrovni celkové inflace) velmi pomalé utahování měnové politiky (ukončení kvantitativního uvolňování). Celková inflace by se měla v nejbližších měsících dostat na vrchol a poté začít postupně klesat. Chování základní inflace pak určí, nakolik závažné jsou inflační tlaky v eurozóně. Tempo jejího poklesu by mělo být pozvolnější než tempo poklesu celkové inflace. Pokud by se základní inflace držela na vyšších úrovních i při poklesu celkové inflace, znamenalo by to zvýšené riziko vzniku inflační spirály, a tedy potenciálně značný problém pro ECB.

Jádrový CPI (OECD)



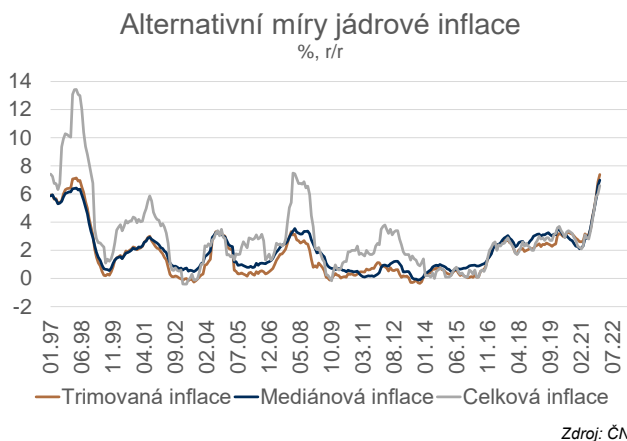
² Nízkofrekvenční komponenta je, zjednodušeně řečeno, pomalu se měnící část inflace. (Příkladem pomalu se měnící složky inflace jsou ceny aut.)



PCCI data pro eurozónu jsou k dispozici pouze od jejího vzniku, takže nezahrnují období vysoké inflace na přelomu sedmdesátých a osmdesátých let. S ohledem na širší kontext současné situace proto přidáváme graf jádrových inflací pro čtyři největší ekonomiky eurozóny od roku 1970. Graf ukazuje, jak velký byl inflační problém v sedmdesátých a osmdesátých letech a proč je na aktuální růst inflace obzvlášť citlivé Německo – v sedmdesátých a osmdesátých letech byla jeho jádrová inflace podstatně nižší než u ostatních velkých evropských ekonomik, zatímco aktuálně je nejvyšší.

ČR

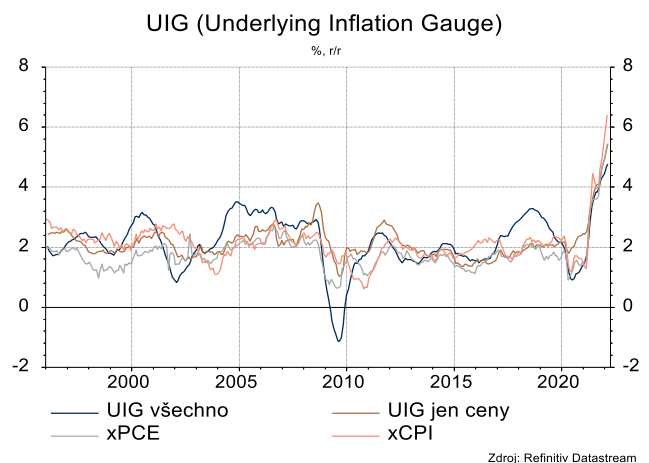
V České republice počítá alternativní míry jádrové inflace ČNB. Jde o trimovanou a mediánovou inflaci. Graf ukazuje, že česká základní inflace je aktuálně nejvyšší od konce devadesátých let, kdy se ekonomika zotavovala z následků



měnové krize. Důležité je, že česká základní inflace začala zrychlovat už poměrně dlouho před vypuknutím pandemie (zhruba od roku 2016) a že v posledních šesti letech jsou hodnoty základní a celkové inflace podobné. Obvykle bývá celková inflace kvůli krátkodobým šumům vyšší, podobnost základní a celkové inflace naznačuje menší váhu šumů, a tedy široce založený růst cen. Základní inflace se už v roce 2016 držela mírně nad 2 %, tj. inflačním cílem ČNB. Vypuknutí pandemie ji sice krátkodobě přibrzdilo, ale to nestačilo ani na návrat pod 2 %. Protože změny v základní inflaci jsou typicky pozvolnější než v celkové inflaci, znamená její současná výše pomalejší návrat k cíli ČNB. Rozdíl proti vývoji v eurozóně, kde se základní inflace držela pod cílem ECB nepřetržitě od roku 2010, je podstatný. Z již poměrně dlouhé doby setrvání inflace nad inflačním cílem následovaného jejím dalším strmým růstem plyne podstatně větší riziko ztráty kredibility ČNB a následně trvalého posunu inflačních očekávání na úroveň citelně nad inflačním cílem. Proto je pochopitelné, že ČNB ve snaze zamezit tomuto vývoji přistoupila k dramatickému zvýšení sazeb.

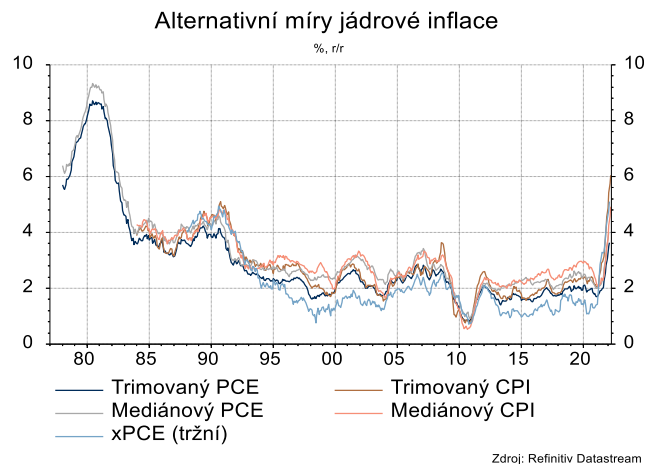
USA

U Spojených států se nejprve podíváme na UIG (Underlying Inflation Gauge)³, což je míra základní inflace počítaná newyorským Fedem. Metodologicky je UIG podobný PCCI. Také využívá dynamickou faktorovou analýzu, čímž extrahuje základní složku inflace. Na rozdíl od PCCI však ve své plné formě nevyužívá pouze data o vývoji cen, ale také řadu dalších makroekonomických indikátorů. Existuje i redukováná varianta založená čistě na cenových ukazatelích. Graf ukazuje srovnání vývoje UIG s vývojem klasických jádrových indexů. UIG je na jednu



stranu vysoko nad průměrem posledních dvaceti let i nad inflačním cílem Fedu, na druhou stranu celkový index ukazuje pokles dynamiky a dává tedy naději, že se bude základní inflace brzy stabilizovat a následně dojde k poklesu.

V USA je k dispozici i trimovaná a mediánová inflace, u nichž existuje podstatně delší historie, takže lze aktuální situaci porovnat se sedmdesátými lety (pro mediánovou PCE inflaci). Z grafu je vidět, že aktuální základní inflace je pro tento ukazatel na zhruba poloviční úrovni proti maximu z přelomu sedmdesátých a osmdesátých let. Nyní bychom přitom měli být na maximu aktuální inflační vlny. Pokud tomu tak skutečně je, nemusí Fed zvedat sazby tak



³ https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr672.pdf?la=en

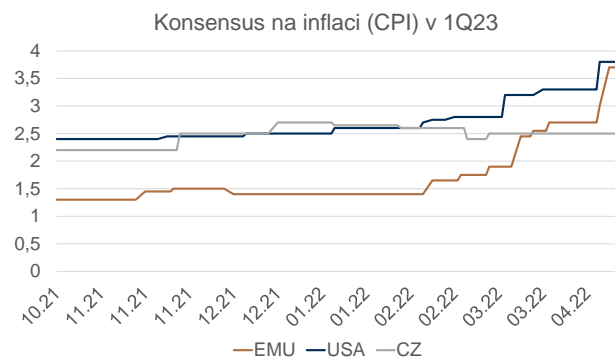


dramaticky jako na konci sedmdesátých let. Utažení měnové politiky je ovšem nutné. I po zkrácení nejhorší inflační vlny sedmdesátých let se základní inflace držela poblíž 4 % až do konce osmdesátých let a ke 2 % se dostala až v polovině devadesátých let. To názorně ilustruje, jaké dlouhodobé náklady jsou spojeny s nutností krotit inflaci usazenou nad inflačním cílem. Pokud by nyní Fed spoléhal na to, že inflace klesne samovolně, riskoval by její usazení na úrovních zřetelně nad svým cílem, a tedy ztrátu kredibility s negativním dopadem na inflační očekávání a v důsledku další upevnění vyšší inflace nebo i riziko přechodu do inflační spirály. Náklady na nápravu takové situace by byly mnohem vyšší (v podobě vysokých sazeb po delší dobu), než zasáhne-li razantně ihned, i pokud by to vedlo k výraznému zpomalení ekonomiky až recesi.

Závěr

Pohled na různé míry základní inflace v různých regionech ukazuje, že jsme v situaci, ve které jsme nebyli několik posledních desítek let. Vysokou inflaci už rozhodně nelze považovat za krátkodobý výkyv, jenž samovolně odezní bez zásahu do měnové politiky. Výrazně a jednoznačně to

Odhady budoucí inflace od ekonomů stále rostou.



Zdroj: Bloomberg

platí především pro ČR a USA, u EMU jsou sice ukazatele základní inflace také zvýšené, ale situace není tak jednoznačná. Na druhou stranu ve srovnání se situací ze sedmdesátých let je současný stav podstatně lepší. Centrální banky nemusejí srážet inflaci z tak vysokých úrovní jako tehdy, takže nebudou muset zvedat úrokové sazby tak vysoko a na tak dlouho jako tehdy. Situace tedy není příznivá, ovšem měla by být zvládnutelná bez podstatných problémů, zvláště když si jak ČNB, tak Fed uvědomují potenciální vážnost situace a chovají se podle toho.



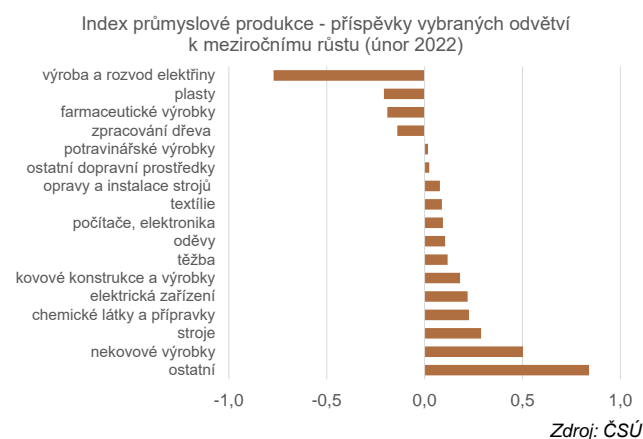
Česká ekonomika v 1. čtvrtletí meziročně vzrostla o 4,6 %, více než očekával trh. Spolu s ekonomikou nad očekávání rostla i cenová hladina. ČNB stojí před dilematem jak moc ještě zvedat sazby, aby příliš netlumila ekonomiku, kterou bude brzdit jak válka na Ukrajině, tak nižší kupní síla obyvatel. Hlasy z ČNB nevyznívají jednotně. My očekáváme květnové zvýšení sazeb o 50 bb.

Ekonomická aktivita

Poslední zveřejněné statistiky ohledně reálné ekonomiky jsou z měsíce února, a nejsou tedy ještě ovlivněny válkou na Ukrajině. Přesto čísla poněkud zklamala. Za očekáváním zaostala jak průmyslová výroba, tak maloobchodní tržby. Průmyslová výroba v únoru poklesla meziročně o 0,3 %, což bylo po lednovém růstu určitým zklamáním. Za poklesem průmyslu ale stála zejména automobilová výroba, kde přetrvával nedostatek polovodičů. Z celkového růstu průmyslu ubrala 0,7 pb výroba a rozvod elektřiny v důsledku mimořádně teplého února, který byl o 3,2 °C teplejší, než je dlouhodobý průměr, zatímco loňský únor byl naopak oproti normálu chladnější o 0,4 °C. Výsledky ostatních průmyslových odvětví ukazují na pokračování v oživení. Pozitivně vyzněly také výsledky stavebnictví, které meziročně vzrostlo o 18,9 %, na což ovšem měla vliv jak nízká srovnávací základna, tak neobvykle teplé počasí.

Maloobchodní tržby zklamaly: Vzrostly o 4,6 % y/y, zatímco trhy očekávaly, že meziroční růst překoná 5 %. Na maloobchodní tržby v současné době působí dva protichůdné efekty. Na jedné straně by poptávku měly podporovat naakumulované úspory ještě z dob covidu, které stále rostou, na druhé straně rychle rostoucí ceny sráží důvěru spotřebitelů. Zdá se, že inflace a její vliv na poptávku domácností má aktuálně navrch a vzhledem k vývoji inflace lze očekávat další zpomalování dynamiky maloobchodních tržeb.

Průmyslovou výrobu táhla dolů výroba aut a rozvod a výroba elektřiny.



Inflace a centrální banka

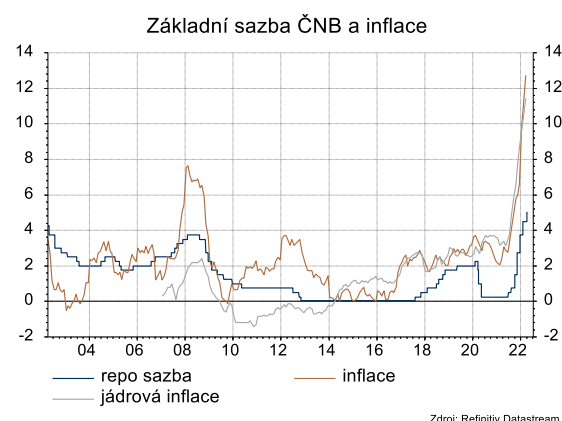
Spotřebitelské ceny v březnu vzrostly o 12,7 %. Jedná se o nejrychlejší meziroční nárůst za posledních 24 let. Nejvíce k růstu přispěl oddíl bydlení, voda, energie, paliva (4,7 pb) kvůli růstu cen energií (elektřina 24,7 % y/y, zemní plyn 37,7 % y/y) a oddíl doprava (2,2 pb) v důsledku růstu cen pohonných hmot (50,6 % y/y). Rostly ale i ostatní položky spotřebního koše.

Inflace v březnu překonala prognózu ČNB o 2,9 pb. Vzhledem k tomu, že aktuální prognóza ČNB byla zveřejněna na začátku února před ruskou agresí vůči Ukrajině, nepočítal s vyšší inflací jen trh, ale i samotná ČNB. Detaily inflace potvrdily, že hlavní příčinou vyšší než prognózované inflace byly ceny pohonných hmot, které bezprostředně zasáhla válka. Zároveň ale rostla o poznání svižněji, než ČNB očekávala, i jádrová inflace (11,4 % oproti očekávaným 10,4 %). Právě rychlý růst položek v jádrové inflaci bude zřejmě nejdůležitějším argumentem pro zvyšování sazeb na dalším zasedání, jež proběhne 5. května. Očekáváme 50 bb, ale možné je i razantnější zvýšení sazeb. Ze zápisu ze zasedání ČNB z 31. března vyplynulo, že ČNB stále vnímá cenovou stabilitu jako zásadní, a to i v současné době, kdy hrozí riziko stagflace a některé cenové šoky mají exogenní nabídkový charakter. Použití kurzu pro stabilizaci cenové hladiny je sice předmětem diskuze, ale zdá se, že většina členů bankovní rady preferuje úrokové sazby jako primární nástroj měnové politiky. V lednu a v únoru ČNB prodala výnosy ze svých devizových rezerv v hodnotě 122 mil. EUR. V březnu ČNB tyto prodeje přerušila a krátce intervenovala. Velikost intervencí zatím není známa. Podle informací z ČNB ale intervence nepokračují a ČNB znovu obnovila prodeje části výnosů z devizových rezerv.

Rizika

Jednoznačně nejvýznamnější riziko plyne z války na Ukrajině. Pokud by se EU odhodlala k odstřižení dodávek surovin z Ruska, česká ekonomika by se mohla letos propadnout do recese.

Inflace dále roste a ČNB bude nucena ještě více utáhnout měnové podmínky.



Navzdory pokračující válce předstihové indikátory zůstávají překvapivě optimistické. Vysoké cenové tlaky ale mohou tento optimismus brzy změnit. Inflace se v březnu vyšplhala na nová historická maxima a v ECB sílí jestřábí hlasy. První zvyšování sazeb tak může přijít již letos.

Ekonomická aktivita

V 1. čtvrtletí letošního roku rostla eurozóna podle prvních odhadů o 5 % y/y. Vysoký meziroční růst je ovšem dán nízkou srovnávací základnou. Mezičtvrtletní údaje ukazují na zpomalování dynamiky oživení (0,2% q/q), na kterém se zatím neprojevila válka na Ukrajině, ale jsou důsledkem problémů v dodavatelsko-odběratelských řetězcích z počátku letošního roku. Dopady války eurozóna pocítí až v dalších čtvrtletích. Jak velké dopady budou, je velice obtížné odhadnout.

Prozatím navzdory válce i hrozícímu embargu na dovoz některých nerostných surovin z Ruska, na kterých je Evropa významně závislá, zůstávají předstihové indikátory překvapivě optimistické. Indexy nákupních manažerů PMI nejenže zůstávají v rostoucím teritoriu, ale v dubnu dokonce kompozitní index vzrostl na nejvyšší hodnotu za posledních 7 měsíců, 55,8. Nálada se zlepšuje především v sektoru služeb, které těží z příznivé epidemické situace, a PMI ve službách se tak vyšplhal na nejvyšší hodnoty za posledních 22 měsíců. Sektor zpracovatelského průmyslu jde sice opačným směrem, ale dubnová hodnota 55,3 naznačuje pokračování slušného růstu. Společné pro oba sektory jsou cenové tlaky, jež by do budoucna mohly nastartované oživení přinejmenším zpomalit.

Inflace a centrální banka

Inflace v dubnu opět překonala jak očekávání, tak historická maxima. Meziroční růst cen o 7,5 % eurozóna za dobu trvání své existence ještě nezažila. Inflaci táhnou

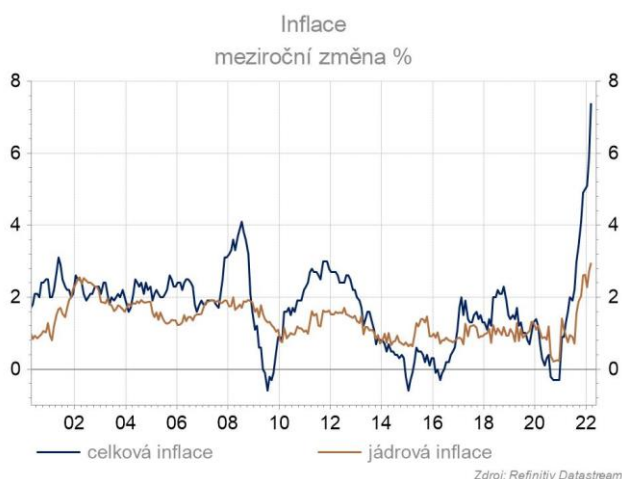
vzhůru především ceny energií, které v dubnu vzrostly o 38 % y/y. Za více než polovinou inflace tak stojí rostoucí ceny energií. Ale i jádrová inflace vzrostla na historické maximum 3,5 %. To ukazuje, že cenové tlaky vznikají i mimo energetický sektor. Z detailních inflačních čísel vyplývá, že cenové tlaky vyplývající z problémů na nabídkové straně ekonomiky kvůli protipandemickým restrikcím již nejsou tak silné, ale cenové tlaky zůstávají v sektoru služeb. Sekundární cenové dopady růstu cen energií by měly být ve spotřebitelských cenách viditelné až s časovým odstupem.

Poslední inflační čísla ukazují na značné riziko, že inflace bude znatelně vyšší, než očekává ECB. Její aktuální březnová prognóza počítá s letošní inflací 5,1 %. Tuto předpověď velmi pravděpodobně bude revidovat již další prognóza, která bude zveřejněná v červnu. Na posledním dubnovém zasedání Rada guvernérů nastavení měnové politiky neměnila a v platnosti zůstává postupné snižování objemů nákupů v rámci programu kvantitativního uvolňování (40 mld. EUR v dubnu, 30 mld. EUR v květnu a 20 mld. EUR v červnu). Jeho úplný konec nebyl pevně stanoven, ale podle slov prezidentky Lagarde Rada guvernérů posílila očekávání, že ukončí kvantitativní uvolňování ve 3. čtvrtletí letošního roku. Zvyšování sazeb může přijít ale s odstupem týdnů nebo i měsíců. Vzhledem k aktuálnímu vývoji inflace se domníváme, že ECB by mohla začít se zvyšováním sazeb již v posledním čtvrtletí tohoto roku a pokračovat v příštím roce.

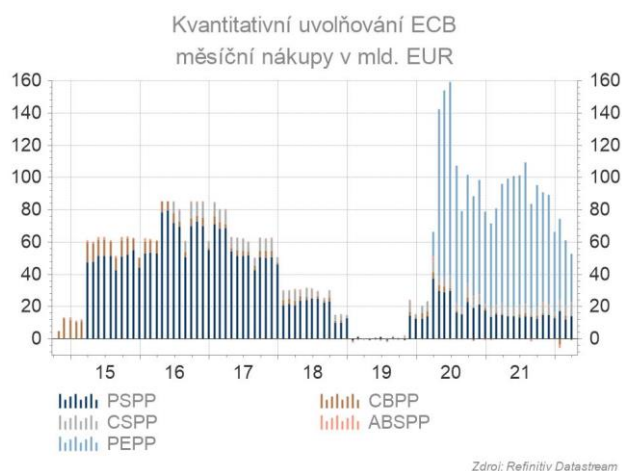
Rizika

Největší riziko pro eurozónu představuje výpadek dodávek surovin z Ruska. Sankce zatím na suroviny necílí, kromě uhlí, které EU přestane odebírat v srpnu. Závislost na ropě a plynu je ale výrazně větší a jejich výpadek by znamenal podstatný zásah do růstu ekonomik eurozóny.

Inflace trhá historické rekordy.



ECB pozvolna ukončuje program kvantitativního uvolňování, v březnu naposledy probíhaly nákupy v programu PEPP.



Pozornost se v průběhu dubna stále více přesunovala ke květnovému (5. 5.) zasedání FOMC. Hlavním důvodem byla přiosťující se rétorika Fedu a rostoucí pravděpodobnost razantního začátku cyklu růstu úrokových sazeb. Zdá se, že členové FOMC si už naplno připustili vážnost situace a riziko, že prodlužující se období vysoké inflace může vést nejen k druhotným inflačním tlakům, ale především ke ztrátě kredibility Fedu. Pokud by k tomu došlo, musel by ji Fed získávat zpět za cenu vysokých nákladů, podobně jako tomu bylo na konci sedmdesátých let.

Ekonomická aktivita

Většina růstových ukazatelů zveřejněných v průběhu dubna zůstala silná. Týká se to konjunkturálních indikátorů (ISM, PMI), průzkumů regionálních Fedů i „tvrdých“ dat o vývoji maloobchodních tržeb a průmyslové produkce. Určité známky ochlazování se projevují na trhu s rezidenčními nemovitostmi, který ale byl přehřátý, takže jde o vítaný vývoj. HDP v prvním čtvrtletí však navzdory dobrým růstovým ukazatelům klesl, a to kvůli vysokému deficitu zahraničního obchodu a pomalejšímu růstu zásob.

Konečná spotřeba však proti minulému čtvrtletí zrychlila na 2,6 % mezičtvrtletně anualizovaně. Problematický zůstává stav trhu práce. Prezident Fedu potvrdil, že trh práce zůstává přehřátý, a že tedy hrozí riziko vzniku mzdově-inflační spirály. Tempo růstu mezd sice postupně zrychluje, ale stále zaostává za výší inflace. To při trvajícím nedostatku volné pracovní síly, kdy přetrvává převaha nabízených pracovních míst nad počtem registrovaných nezaměstnaných, může lehkou vést k tlaku na růst mezd, ať už přes zvýšenou mobilitu (přetahování pracovní síly), nebo přes výrazné zrychlení růstu mezd u stávajících zaměstnanců.

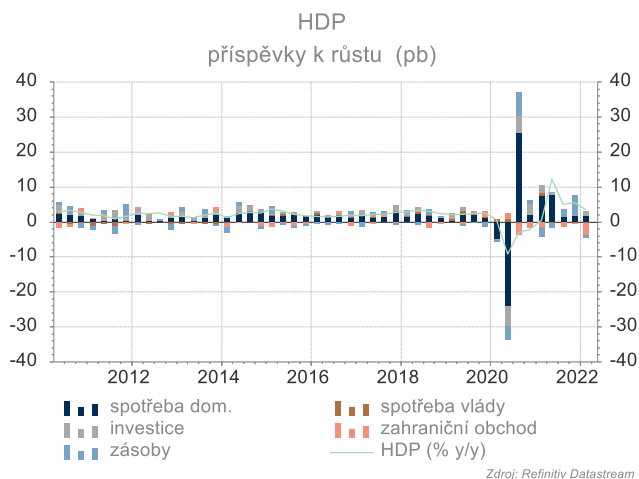
Inflace a centrální banka

Samotná data o inflaci přinesla v dubnu spíše úlevu díky tomu, že nepřekonala očekávání a u jádrové inflace za ním dokonce mírně zaostala. Potvrzuje se tak, že inflace aktuálně prochází vrcholem a v příštích měsících by měla začít zpomalovat. Další vývoj inflace bude klíčový pro měnovou politiku Fedu. Jeho mluvčí v průběhu dubna výrazně přiosťili svoji rétoriku, takže na konci měsíce už trh počítal se čtyřmi po sobě jdoucími zvýšeními sazeb o 50 bb. Zvýšení sazeb o 50 bb na květnovém zasedání je vysoce pravděpodobné, ale další postup bude silně záviset na vývoji inflace, a to nejen na její velikosti, ale také na její struktuře. Kvůli bazickému efektu by měla inflace zpomalovat, ovšem především zpočátku velmi pomalu. Pokud se tento hlavní scénář naplní, je pravděpodobný rychlý růst sazeb nad 2 % a jejich posun na nebo mírně nad neutrální úroveň v příštím roce. Možný je však také rychlejší pokles inflace, zejména pokud by výrazněji klesaly některé specifické položky související s pandemií (především ojetiny) a pokud by došlo k poklesu cen energií. Pak by byl růst sazeb pomalejší a pouze by se přiblížily k neutrální úrovni. Naopak kdyby se výrazněji začaly projevovat sekundární dopady inflace, Fed by zvyšoval sazby ostře a zřetelně nad neutrální úroveň.

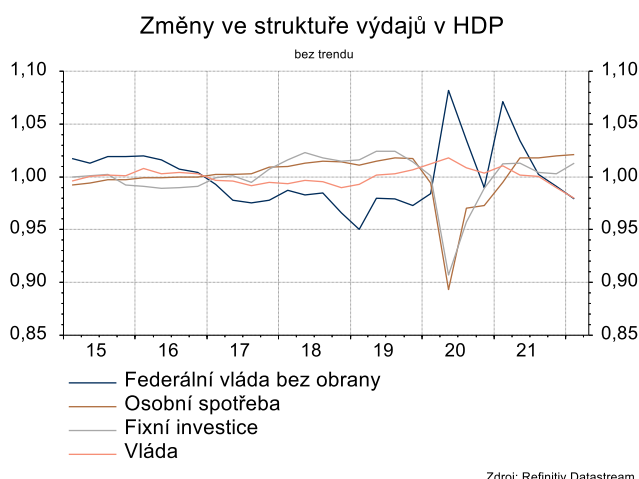
Rizika

Největším rizikem je aktuálně inflace a na ni vázaný růst sazeb. V extrémním případě by rychlý a výrazný růst sazeb mohl vést až k recesi, ale k té by mohlo dojít nejdříve v příštím roce. Válka na Ukrajině má na USA pouze malý bezprostřední dopad, rizika sekundárních dopadů jsou však nezanedbatelná. Jde především o růst cen komodit, narušení dodavatelsko-odběratelských řetězců a dopady možného zpomalení růstu v Evropě, zejména pokud by problémy s dodávkami energie trvaly delší dobu. Negativní dopady může mít i epidemie v Číně a s ní související výpadky výroby.

HDP negativně ovlivnily zahraniční obchod a zásoby.



Osobní spotřeba a fixní investice ale zůstaly silné.



EUR/USD

Kurz dolaru k euru v průběhu dubna výrazně posílil. Může za to kombinace přostřující se rétoriky Fedu, naopak stále sveřepě holubičí ECB a rizika negativních dopadů války na Ukrajině na evropské ekonomiky. Ke konci měsíce došlo k proražení hladin definovaných předchozími lokálními minimy a silněji se uplatnily i technické a psychologické faktory, což vedlo k rychlému a výraznému pohybu kurzu. Technický charakter rychlého pohybu z konce měsíce s sebou nese vysoké riziko prudké korekce přestřeleného posílení dolaru, až se vyčerpá aktuálně silné momentum. Silný dolar by však měl přetrvávat i nadále kvůli faktorům zmíněným výše, tedy očekávatelnému rychlému růstu sazeb v USA, naopak pomalému v Evropě a rizikům plynoucím z konfliktu na Ukrajině pro Evropu. Pokud by ECB začala měnit rétoriku a více reagovat na inflační rizika, mělo by to vést k rychlé a výrazné změně trendu.

EUR/CZK

Česká koruna jakoby si na válku zvykla a její kurz vůči euru se po většinu dubna ustálil na hodnotách okolo 24,4. Na počátku měsíce měnový pár EUR/CZK posílil k 24,3, ale korekce přišla záhy. Ke stejnému posílení pak došlo i na konci dubna, ovšem zdá se, že navzdory vysokému úrokovému diferenciálu koruna nemá sílu hranici 24,3 prorazit. Navíc zprávy o přerušení dodávek plynu do Polska na konci dubna poslaly korunu k 24,5. Další zvyšování sazeb, a tudíž i další rozšíření úrokového diferenciálu se čeká již na květnovém zasedání ČNB. Trh ale se zvýšením sazeb počítá, a k posílení koruny by tak došlo pouze v případě, že by ČNB přistoupila k razantnějšímu než 50bodovému zvýšení sazeb. Takovýto scénář není vyloučený a někteří centrální bankéři po něm volají. Navíc je velmi pravděpodobné, že nová prognóza přehodnotí výhled inflace výrazně směrem vzhůru a model ČNB bude požadovat razantnější zvyšování sazeb. Na druhou stranu ČNB nebude chtít zvyšování sazeb přestřelit, aby zbytečně neutlumila ekonomický růst kvůli inflaci, která je částečně způsobena výrazným zvýšením cen energií, komodit a potravin, na než nemá měnová politika vliv.

Dluhopisy

V dubnu pokračoval ostrý růst výnosů započatý v březnu. Desetiletý americký výnos se přiblížil k 3 % a tam přešel do konsolidace. Růst výnosů byl převážně dán zvyšováním růstu reálného výnosu (nominální růst výnosů byl podstatně rychlejší než růst inflačních očekávání). Reálný výnos počítaný z inflačně jistěných dluhopisů je sice stále záporný, ale v dubnu se krátce dotkl nuly. Tržní inflační očekávání měřená inflačními swapy se přitom i u deseti let drží lehce nad třemi procenty, tedy vysoko nad inflačním cílem Fedu. Z toho se dá usuzovat, že trh momentálně nevěří, že se Fedu podaří v dohledné budoucnosti zkotřit

inflaci. V aktuálním nastavení trhu je v podstatě započteno, že se Fed dostane na neutrální úroveň sazeb a nepůjde dále nad ni. To je podle našeho názoru omyl, který bude časem napraven. Navíc se Fed chystá k poměrně hodně razantnímu snížení svojí rozvahy, tedy ke kvantitativnímu utahování. Z toho vychází naše přesvědčení, že existuje další významný prostor pro růst výnosů. Další posun směrem nahoru ovšem nemusí být okamžitý a rychlý. Hodně bude záležet na rétorice Fedu, především na výhledu sazeb (dot plot). Pokud se Fedu podaří trh přesvědčit, že je kvůli stabilizaci inflace ochoten jít nad neutrální úroveň sazeb, případně dokonce výrazně nad tuto úroveň, mělo by to vést k přechodu výnosů do reálného plusu.

V Evropě byl velmi podobný vývoj jako v USA. Také zde pokračoval růst výnosů zahájený v první polovině března. Výnos německého desetiletého dluhopisu se dostal k jednomu procentu a podobně jako americký desetiletý výnos přešel do konsolidace. Podstatný rozdíl mezi Německem a USA je však v reálném výnosu. Zatímco v USA se reálný výnos dostal k nule, německý desetiletý reálný výnos je stále -2,5 %. ECB sice momentálně nadále není ochotna připustit, že inflace může být dlouhodobým problémem, a chovat se podle toho, ale pokud se na podzim probudí, podobně jako loni Fed, otevře se pro evropské výnosy prostor k razantnímu růstu. Eurová swapová sazba a výnosy periferních dluhopisů (Itálie, Španělsko, Řecko, Portugalsko) rostou zřetelně rychleji, a rozšiřuje se tedy rozdíl mezi nimi a německým výnosem. ECB se sice chystá ve třetím čtvrtletí ukončit kvantitativní uvolňování, o snižování svojí rozvahy se však nezmiňuje. Další vývoj na evropském dluhopisovém trhu tedy bude klíčově záviset na dvou věcech: datech o inflaci a vývoji postojů ECB. Čím déle bude trvat vysoká inflace, tím je pravděpodobnější, že ECB bude nucena obrátit svoji politiku, a tím je pravděpodobnější, že se výnosy v Evropě posunou razantně nahoru.

Ani český dluhopisový trh nebyl výjimkou a také u nás pokračoval růst výnosů z března. Na konci února se výnos desetiletého dluhopisu ještě pohyboval pod třemi procenty, na konci dubna se už přiblížil k 4,5 %. Také důvody růstu výnosů byly stejné jako na světových trzích – vysoká inflace kombinovaná s pesimismem trhu ohledně jejího dalšího vývoje a posun maximální úrovně sazeb centrální banky a doby setrvání sazeb na vysokých úrovních. Na rozdíl od sazeb hlavních světových centrálních bank, které v případě Fedu teprve začínají růst a u ECB možná porostou koncem roku, je ČNB blízko vrcholu cyklu růstu sazeb. Proto by měl teoreticky být prostor pro další růst sazeb spíše omezený. Ve hře je ovšem několik faktorů, které mohou vést k prodloužení růstové trajektorie. Důležitější jsou především možnosti zhoršení vyhlídek vývoje inflace a výraznější posun výnosů na evropských trzích směrem nahoru. V měsíčním horizontu je ještě pravděpodobný růst výnosů, i když spíše mírný. V horizontu několika měsíců už



by mohlo dojít ke stabilizaci a koncem roku, bude-li vývoj inflace příznivý, i k jejich poklesu.

Akcie

Po prudkém růstu ve druhé polovině března se v dubnu akcie dostaly opět do poklesu a vydržely v něm celý měsíc. Výrazné výkyvy akciových trhů v letošním roce souvisí s měnicími se názory investorů. Finanční trhy procházejí sérií šoků (pandemie, obrat Fedu, válka na Ukrajině), které podstatně mění relativní atraktivitu jak u jednotlivých investic, tak mezi jednotlivými investičními možnostmi uvnitř tříd aktiv. Výhled je navíc mimořádně nejasný. Pro rizikové aktivum, jako jsou akcie, jejichž fundamentální ocenění je silně závislé na faktorech, které se nyní rychle mění (bezriziková sazba, riziková prémie, odhady budoucích hotovostních toků), je obzvláště obtížné rychle odhadnout měnící se atraktivitu jednotlivých titulů i trhu jako celku a rychle a správně reagovat. V takové situaci má trh víc než kdy jindy tendenci chovat se stádně. Tomu odpovídají náhlé zvraty nálady na trhu, pro které většinou není dostatečné vysvětlení. Z toho vychází i naše očekávání dalšího vývoje. Podle našeho názoru bude vysoká volatilita s náhlými zvraty nálady pokračovat i v dohledné budoucnosti. Riziko je na straně hlubšího poklesu. Vyvolat ho mohou aktuálně slabší data vzbuzující obavy o růst, obavy z recese, další růst inflačních tlaků vzbuzující obavy z výrazného růstu sazeb, nestabilita v Číně a samozřejmě další komplikace kolem konfliktu na Ukrajině.

Pražská burza předvedla v dubnu celkem příjemný výkon (zejména ve srovnání s vyspělými trhy). Po šoku ze situace na Ukrajině na konci února si polepšila a přidala necelé procento. Za růstem stojí především akcie ČEZu, které atakují historická maxima a v dubnu překonaly magickou hranici 1000 CZK. Důvody jsou všem jasné a lze čekat, že jízda ČEZu ještě nekončí. Slušným růstem +4,6 % se prezentovala i MONETA. Naopak nejhůře dopadly akcie společnosti Pilulka. Oba zmiňované pohyby jsou reakcí na zveřejněné firemní výsledky. Akcie KB skončily v záporu, ale jen kvůli tomu, že se na konci dubna obchodovalo bez nároku na dividendu.

V dalším období nás čeká sada hospodářských výsledků a komentářů k dopadům ukrajinské krize na hospodaření. U bank se bude čekat na to, zda ekonomické oslabení a případné odpisy budou mít větší nebo menší vliv na výsledky, hlavně zisk, který banky generují z nádherné výše repo sazby od ČNB. Sazby vydrží vyšší po delší dobu, což dává bankám výhodu po delší období, než si investoři původně mysleli.

Zajímavým příběhem si prošla akcie České zbrojovky (dnes už COLT CZ). Akcie v reakci na ukrajinskou krizi vystřelily na svoje historická maxima přes 620 CZK. Toho následně využili většinou akcionáři a přes ABB prodali významnější blok akcií přímo do trhu. Dlouhodobě je to pozitivní – bude větší likvidita, na druhou stranu bude

chvilku trvat, než se objem do trhu absorbuje a akcie znovu začne posilovat.

Kredit

Segment korporátních dluhopisů v regionu střední a východní Evropy je od začátku ruské invaze fakticky ochromen. Rostoucí inflační očekávání zvyšují sázky na růst úrokových sazeb, a investoři tak přirozeně požadují vyšší kreditní marže. I takto neklidná doba však skýtá odvážným emitentům příležitost k vydání nových dluhopisů. V minulém měsíčníku jsme již psali o úspěšné emisi 600 milionů EUR energetické společnosti ČEZ, jejíž dluhopisy se i díky ekologickému závazku takřka měsíc po emisi obchodují na cenách těsně kolem emisního kurzu.

Prvním skutečně privátním korporátním emitentem se 7. dubna stala společnost CETIN Group ze skupiny PPF. Do distribuce pětiletého dluhopisu bylo v různých fázích postupně zapojeno 12 finančních skupin, kterým se podařilo umístit celých 500 milionů EUR a díky výraznému převisu poptávky i stlačit kreditní marži na finálních 210 bb.

O poslední dubnovou transakci se postarala státem vlastněná společnost ČD Cargo, která od roku 2011 vydala úctyhodných 10 emisí dluhopisů. Svou jedenáctou emisi v objemu 40 milionů EUR prodala formou neveřejné nabídky omezenému počtu investorů v čele s pražskou pobočkou Všeobecné úvěrové banky. Tyto na míru šité emise (tzv. private placement) umožňují daleko lépe reflektovat požadavky investorů. Nepřekvapí tak, že dluhopis s pevným úrokovým výnosem 1,92 % p.a. je splatný přesně 6 let, 8 měsíců a 11 dní po datu emise.

Komodity

Břežnová volatilita pokračovala i v dubnu, přestože výkyvy ceny ropy byly poněkud menší. V první polovině dubna se cena ropy dostala k 95 USD/brl, což souviselo se snahou americké vlády ulevit trhu s ropou uvolněním strategických rezerv. Efekt tohoto opatření však poměrně rychle vypřchal a obavy z dopadů války na Ukrajině vrátily cenu ropy ke 110 USD/brl. Trend se od této hladiny odrazil a vrátil se k poklesu, který byl motivován obavami z pomalejšího růstu světové ekonomiky kvůli pandemii v Číně a zvedání sazeb v USA. Ke konci měsíce situaci ještě zkomplikoval výpadek těžby v Libyi. Rozkolísanost trhu s ropou by měla pokračovat i v květnu. Vyšší riziko však vidíme pro pokles ceny, především pokud budou přicházet další negativní zprávy z Číny a pokud bude trh více započítávat dopady růstu sazeb v USA na globální ekonomiku.

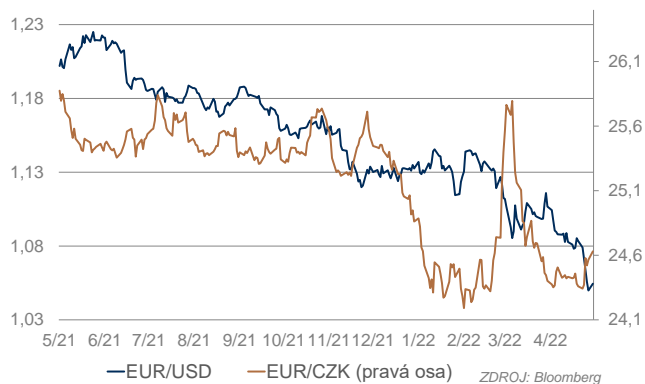
Cena zlata v dubnu kolísala mezi 1900 a 2000 USD/oz. Do poloviny měsíce rostla, ve zbytku klesala. Růst patrně souvisel především se sázkami na další eskalaci konfliktu na Ukrajině. Pokles je dán tím, jak si trh na novou situaci zvyká, a především aktuálním i očekávaným růstem sazeb. Ke konci měsíce proti zlatu působil i sílící dolar. Vyhlídky zlata nejsou podle našeho



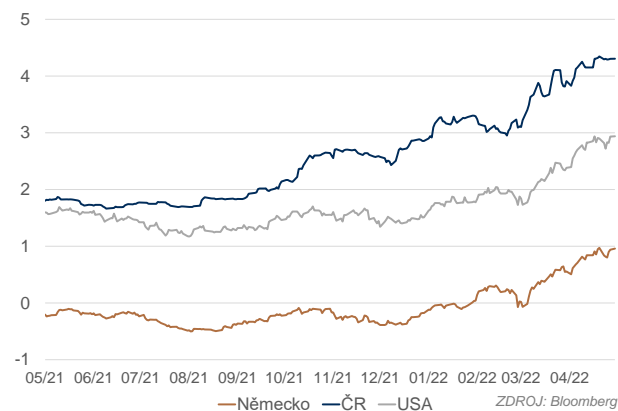
názoru dobré. Rostoucí sazby budou jeho atraktivitu snižovat i nadále, což se podle nás dříve nebo později výrazně projeví na jeho ceně. Krátkodobě jsou nadějí pro zlato geopolitické komplikace nebo finanční nestabilita (Čína).



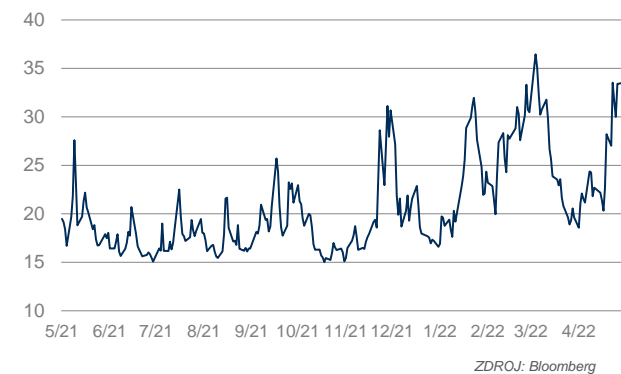
Devizové kurzy



Dluhopisy (10 let)



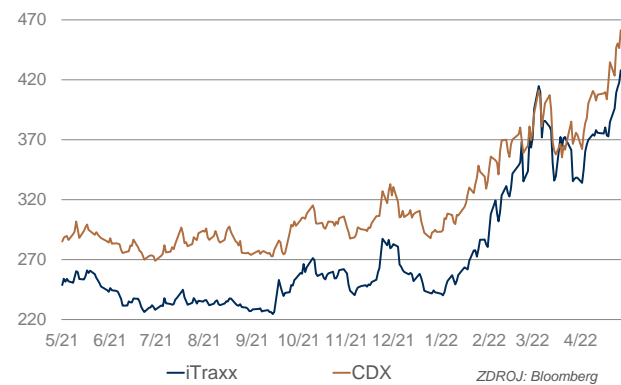
Index volatility VIX



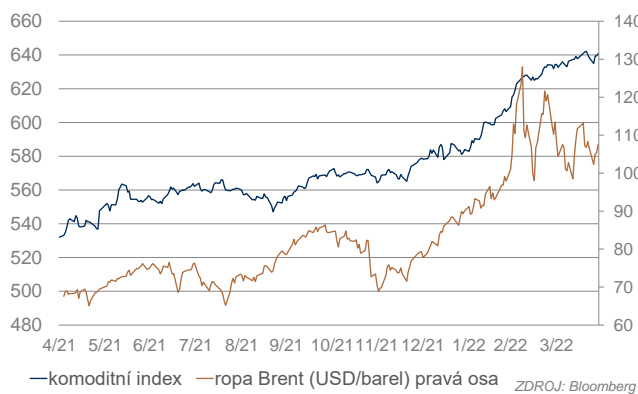
Akciové indexy (1. 4. 2021 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



			SOUČASNÁ HODNOTA	3 M		6 M		12 M	
	M-12	M-1		ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	0 - 0,25	0 - 0,25	0,25 - 0,50	1,25 - 1,50	↑	2,25 - 2,5	↑	3,0 - 3,25	↑
ECB	0	0	0	0	→	0,25	↑	0,5	↑
ČNB	0,25	4,5	5	5,5	↑	5,5	→	4,5	↓
KURZY									
EUR/USD	1,21	1,10	1,05	1,07	↑	1,10	↑	1,12	↑
EUR/CZK	25,8	24,4	24,6	24,6	→	24,5	↓	24,0	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	0,16	2,46	2,73	2,9	↑	2,9	→	2,5	↓
US dluhopis 10y	1,63	2,38	2,94	3,1	↑	3,1	→	2,3	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,68	-0,07	0,27	0,3	↑	0,5	↑	0,6	↑
Něm. dluhopis 10y	-0,20	0,56	0,96	1,1	↑	1,2	↑	1	↓
České dluhopisy 2y	1,04	3,98	5,12	5,30	↑	5,4	↑	4,5	↓
České dluhopisy 10y	1,80	3,86	4,19	4,2	↑	4	↓	3,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	285,1	362,2	461,3	470,0	↑	420	↓	370	↓
EMU iTraxx 5y	248,7	334,0	428,9	450,0	↑	480	↑	420	↓
AKCIE									
S&P 500	4181,2	4545,9	4131,9					4300	↑
Eurostoxx 50	3974,7	3918,7	3740,0					4000	↑
DAX	15135,9	14446,5	13978,1					15000	↑
CSI 300	5123,5	4276,2	4016,2					4600	↑
PX 50	1100,3	1373,3	1331,3					1375	↑

* 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)	-2,3	8,7	3,6	3,6	4,6	2,2	0,9	0,9	-5,8	3,3	2,0	3,5
soukromá spotřeba	-6,2	8,5	6,5	9,3	10,0	3,0	-0,5	1,8	-6,8	4,4	3,7	3,0
vládní spotřeba	2,8	1,1	7,0	1,0	3,8	4,9	-1,7	1,2	3,4	3,0	2,8	1,0
investice	-4,5	2,0	2,0	3,0	3,0	1,0	1,0	1,0	-7,5	0,6	1,5	5,0
dovoz	4,5	32,1	8,7	4,0	3,1	-1,5	2,2	3,5	-6,9	11,5	2,2	2,6
vývoz	2,8	31,0	-2,1	-5,7	-1,3	-0,9	7,0	6,0	-6,9	5,1	3,1	5,4
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	6,1	11,2	13,5	11,0	10,0	3,2	3,8	11,4	3,7
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	0,5	0,5	1,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,6	-5,9	-4,8	-2,7
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	43,1	47,0	49,0

Evropská měnová unie

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-0,9	14,6	4,0	4,6	5,0	3,1	1,6	2,0	-6,8	5,2	2,8	2,4
soukromá spotřeba	-5,6	12,3	2,9	5,4	8,2	4,7	1,0	2,2	-8,1	3,5	3,7	2,2
vládní spotřeba	2,6	7,9	2,6	2,5	3,4	1,4	1,5	1,1	0,7	3,8	1,9	1
investice	-5,9	18,6	3,0	4,0	4,7	3,8	5,8	3,0	-9,3	3,6	4,1	3,5
dovoz	-5,6	21,8	10,6	10,7	10,1	7,3	7,0	3,4	-9,9	7,1	7,2	3,95
vývoz	0,1	26,7	10,6	9,0	8,6	6,4	5,4	3,2	-10,6	9,6	6,3	3,6
nezaměstnanost (%)	8,2	8,0	7,5	7,1	6,9	6,9	7,0	7,0	8,0	7,7	6,9	6,9
inflace (% y/y)	1,0	1,8	2,9	4,7	6,1	7,4	7,0	5,9	0,3	2,6	6,5	2,4
jádrová inflace (% y/y)	0,4	0,7	1,4	2,4	2,5	3,0	3,0	2,5	0,8	1,3	2,8	1,8
běžný účet (% HDP)	2,6	2,8	2,8	2,6	1,4	0,7	0,8	1,3	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	5,6	3,6	3,3	3,3	2,3	-3,4	5,7	3,2	2,1
soukromá spotřeba	2,1	16,2	7,1	7,1	4,7	2,6	2,8	2,7	-3,8	7,9	3,1	2,3
vládní spotřeba	1,3	-0,1	0,6	0,1	-1,6	-0,3	-0,1	0,7	2,5	0,5	0,4	1,5
investice	3,2	20,8	7,1	8,6	10,8	3,4	4,5	4,9	-5,5	9,8	6,8	3,2
dovoz	6,2	30,6	12,6	9,6	11,7	7,5	7,0	3,2	-8,9	14,0	7,1	3,5
vývoz	-7,4	18,6	4,9	5,3	4,1	4,7	8,5	5,1	-13,6	4,6	5,8	4,7
nezaměstnanost (%)	6,2	5,9	5,1	4,2	3,8	3,6	3,5	3,4	8,1	5,4	3,6	3,5
inflace (CPI % y/y)	1,9	4,9	5,4	6,7	8,0	7,6	6,8	5,7	1,2	4,7	6,9	3,0
jádrová inflace (PCE % y/y)	1,7	3,4	3,6	4,6	5,4	4,9	4,6	4,1	1,4	3,3	4,7	2,8
běžný účet (% HDP)	-3,1	-3,2	-3,4	-3,4	-3,8	-3,7	-3,7	-3,6	-3,0	-3,6	-3,7	-3,5
rozpočtový deficit (% HDP)	-16,8	-14,0	-12,2	-10,8	-7,2	-5,9	-4,3	-4,8	-15,6	-10,8	-5,3	-4,3
vládní dluh (% HDP)	-	-	102,0	98,8	99,3	98,7	98,9	99,0	100,3	99,7	99,0	101,0

* 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 Němejc

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.

