

Analytický měsíčník

www.ppfbanka.cz

Téma měsíce

Hrozí eurozóně recese?

ČR Poslední zasedání bankovní rady pod vedením guvernéra Rusnoka přineslo další razantní zvýšení sazeb

EMU ECB v červenci poprvé po 11 letech zvýší úrokové sazby

USA Fed zrychlil tempo zvyšování sazeb

červenec 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.

Otázka recese je velice aktuální, ale její předpověď složitá. Zatímco podle akciových trhů recese hrozí každou chvíli, renomované instituce jsou zdrženlivější, nikoliv však úspěšnější. MMF od roku 1991 správně předpověděl jen čtvrtinu recesí ve sledovaných zemích. Přesto monitorování některých signálů naznačujících obrat v ekonomickém cyklu může být poučné.

Data z ekonomik eurozóny zatím recesi nenasvědčují

Ještě na počátku letošního roku převažoval názor, že odeznění covidu přinese i uklidnění situace v dodavatelsko-odběratelských řetězcích a nadprůměrný ekonomický růst. Těmto optimistickým předpovědím nastavila stopku ruská agrese vůči Ukrajině a s ní spojené striktní sankce. Vidina nadprůměrného ekonomického růstu se rozplynula. Hrozí ale recese? Obavy z recese v USA spustil náznak posunu výnosové křivky do inverze, který je obecně považován za dobrý indikátor blížící se recese. Evropa je ale válce vystavena mnohem více. Pokud by se Rusko rozhodlo zastavit dodávky plynu do Evropy (od dovozu ropy se Evropa plánuje odstříhnout dobrovolně z velké části do konce letošního roku), recese by byla zřejmě nevyhnutelná. Riziko ale představují i samotné inflační tlaky, na které musí reagovat centrální banky zpřísněnou měnovou politikou, jež negativně působí na reálnou ekonomiku.

Recese a její důsledky

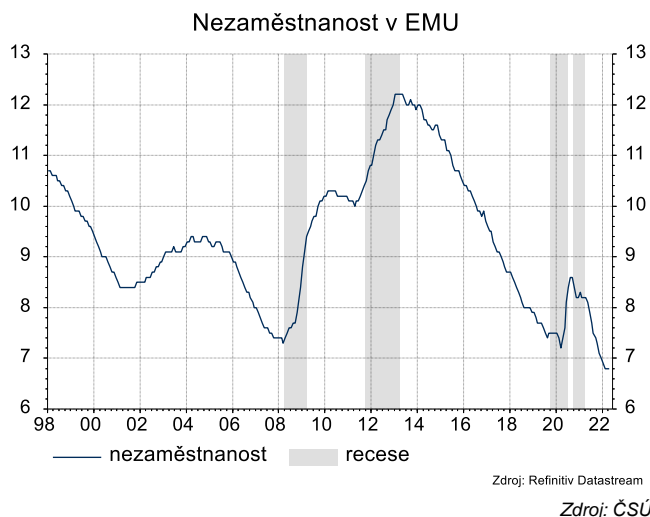
I když definic recese existuje více, nejběžnější a obecně uznávanou definicí recese jsou dva po sobě jdoucí mezičtvrtletní poklesy HDP. Rozdíl mezi ekonomickým zpomalením a recesí je ale značný. Jednoduše řečeno pro spotřebitele ekonomické zpomalení znamená menší přírůstek příjmů, v recesi se jedná o pokles životní úrovně. Ekonomická recese je téměř vždy poznamenána výrazným poklesem poptávky spotřebitelů kvůli slabé důvěře

v obnovení růstu. Tento pokles v poptávce po zboží a službách obvykle vede k poklesu produkce a následně ke zvýšené nezaměstnanosti. A to je velký rozdíl proti pouhému zpomalení ekonomiky, kdy není takový tlak na propouštění. Obecně platí, že najímání nových zaměstnanců je zdoluhavý a drahý proces a k masivnímu propouštění se zaměstnavatelé uchylují až ve chvíli výraznějšího poklesu ekonomiky, nikoli pouze při zpomalení růstu. Nezaměstnanost ale neznamená jen okamžitou ztrátu příjmu: má dlouhodobější dopady v podobě sociálních problémů, ztráty lidského kapitálu nebo sociální soudržnosti. V podnikovém sektoru dopadá recese na zisky firem a s tím souvisí zvýšené riziko defaultu. Z těchto důvodů obnova ekonomiky po recesi obvykle trvá déle (několik čtvrtletí nebo i let), zatímco obnova růstu po zpomalení ekonomiky je výrazně rychlejší bez dlouhodobých dopadů.

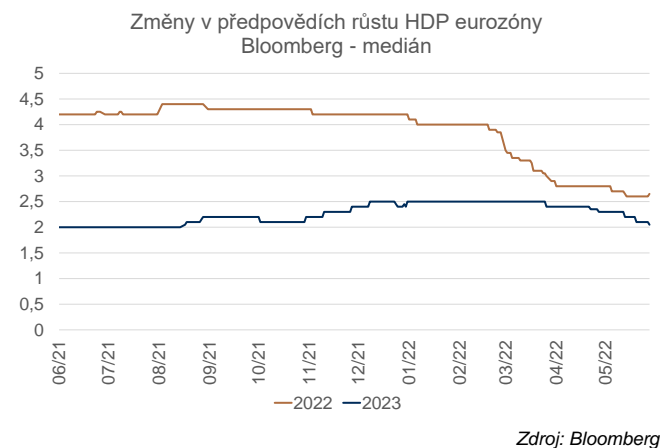
Předpovědi růstu jsou revidovány směrem ke zpomalení růstu, nikoliv recesi

Rozdíl mezi předpověďmi růstu pro letošní rok před válkou a nyní je poměrně markantní, ale mediánová předpověď analytiků přispívajících do průzkumů agentury Bloomberg vychází na 2,6 %, tj. stále výše než průměrný růst posledních let. Tento meziroční růst je ale tažen zejména dobrými výsledky prvního čtvrtletí (5,4 % y/y) a v dalších čtvrtletích bude minimálně zpomalovat. Také předpovědi ECB ohledně růstu reálné ekonomiky byly postupně revidovány směrem dolů, ovšem stále se jedná pouze o zpomalení růstu, nikoliv pokles.

V recesi prudce roste nezaměstnanost.



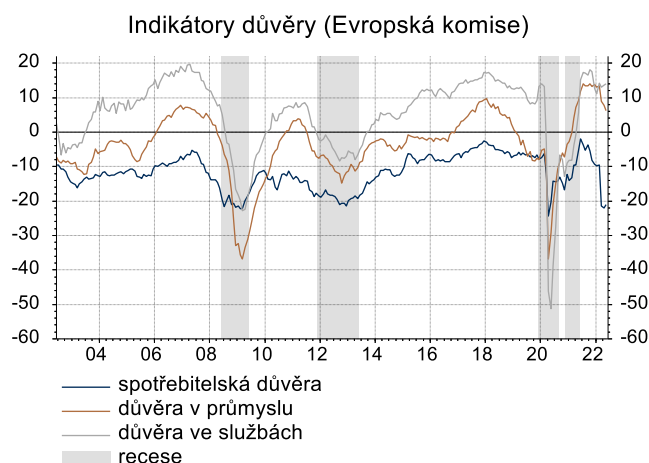
Změny v předpovědích růstu eurozóny od agentury Bloomberg ukazují na zpomalování růstu, nikoliv recesi.



Ani data z reálné ekonomiky, ani předstihové indikátory aktuální riziko recese nesignalizují

U předstihových indikátorů, kromě důvěry spotřebitelů, převažuje optimismus. Indexy PMI se stále drží nad hodnotou 50, ukazující na expanzi ekonomiky, nicméně poslední zveřejněná čísla za červen ukazují, že optimismus

Kromě spotřebitelů zůstává nálada v ekonomice překvapivě optimistická.

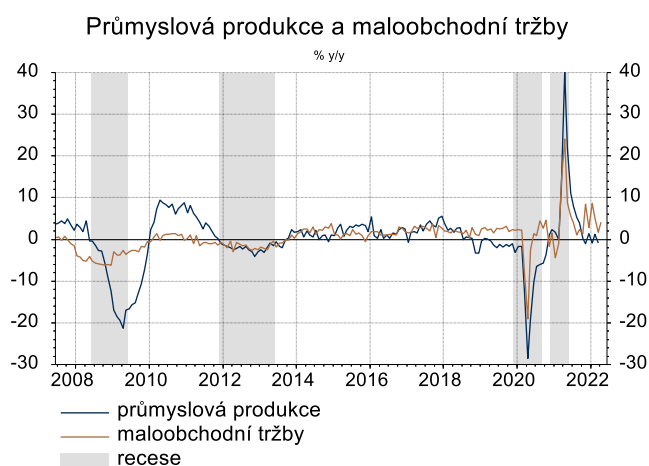


Zdroj: Refinitiv Datastream

se začíná vytrácet, a to i ve službách. Také ostatní průzkumy od Evropské komise ukazují, že důvěra v průmyslu i ve službách zůstává nad dlouhodobým průměrem. Obavy však budí nálada spotřebitelů, která se propadla na hodnoty obvyklé pro recesi. Zároveň data z reálné ekonomiky ukazují určitý nesoulad mezi pesimistickou náladou a stále relativně silnou spotřebou.

Data z reálné ekonomiky přicházejí se zpožděním, aktuálně jsou k dispozici dubnová čísla, která již ukazují na zhoršení ekonomické situace, ale nikoli na propad do recese. Maloobchodní tržby v dubnu meziročně vzrostly o 3,9 %, což bylo ale ovlivněno nízkou srovnávací základnou. Meziměsíčně došlo k poklesu o 1,3 %. To bylo

Data z reálné ekonomiky ukazují na zpomalení ve 2. čtvrtletí.



Zdroj: Refinitiv Datastream

sice určitým zklamáním, ale za propadem stály zejména tržby v německém maloobchodě, které jsou tradičně velmi rozkolísané a u nichž navíc často dochází k výrazným revizím. Také průmyslová výroba v Německu zaostávala za ostatními zeměmi eurozóny kvůli přetrvávajícím problémům v automobilovém průmyslu, ale i tak meziměsíčně průmyslová výroba stále rostla, přestože nijak závratným tempem (0,4 % m/m).

Malé dopady války do reálné ekonomiky korespondují s malým vzájemným obchodem s Ruskem. Podíl Ruska na zahraničním obchodu eurozóny se pohybuje okolo 2,2 %.

Rostoucí ceny komodit i širší inflační tlaky spolu s utaženější měnovou politikou nutně zasáhnou reálnou ekonomiku

Od počátku konfliktu na Ukrajině ceny ropy a plynu zažily strmý růst a postupně se tento nárůst propal i do cen energií pro domácnosti. Díky regulaci byl dopad na domácnosti zpožděný, ale nakonec se projevil v cenách domácností ve všech zemích. Samotný růst cen energií zvyšuje náklady domácností a snižuje jejich disponibilní příjem. Podle simulací ECB mělo téměř trojnásobné, ale krátkodobé zvýšení cen plynu snížit růst HDP od základního scénáře o přibližně 0,2–0,3 pb.

Výzkumy zaměřené na efekty růstu cen ropy na reálnou ekonomiku se ve svých závěrech liší. Velmi záleží na důvodu růstu cen. Zda se jedná o rostoucí poptávku, která reflektuje rostoucí prosperitu země, nebo naopak nedostatečnou nabídku, jež může ohrozit ekonomický růst. Současný případ kombinuje oba faktory. Můžeme tedy velmi hrubě odhadovat, že dopad permanentního růstu cen ropy o 10 % bude mít negativní efekt na reálnou ekonomiku okolo 0,1 pb ročně po dobu 3 let. Aktuální ceny ropy, které vzrostly o 60 %, mohou snížit ekonomický růst o 0,6 pb. Počítáno ovšem bez efektu reakce měnové politiky.

Za těchto předpokladů by růst eurozóny zpomalil maximálně o procentní bod v porovnání se základním scénářem, který počítal s růstem eurozóny v roce 2022 o 4,2 % – jednalo by se tedy o zpomalení růstu, nikoliv recesi. To je ovšem za předpokladu, že se rostoucí ceny energií nepromítnou do širších inflačních tlaků. Scénář o dočasnosti inflačních tlaků se zdá být překonán. K růstu cen energií se přidaly potraviny, ale i další zboží a služby a ECB byla nucena přehodnotit svůj přístup superuvolněné měnové politiky. Od 1. července ukončuje program kvantitativního uvolňování (reinvestice maturujících dluhopisů v bilanci ECB budou i nadále pokračovat) a v červenci začne také cyklus zvyšování úrokových sazeb, přičemž už nyní ECB přiznává, že v září může být zvýšení sazeb razantnější, pravděpodobně o 50 bb. Utahování měnové politiky tak bude dalším faktorem, který přispěje k utlumení ekonomické aktivity. Tento nový přístup zvyšuje riziko recese.



Tentokrát je to jiné...

Rostoucí ceny bezpochyby působí na domácí poptávku, vyšší úrokové sazby budou zvyšovat náklady na financování a působit negativně na ekonomickou aktivitu, existují ale faktory, které by proces zpomalování růstu a zvýšenou pravděpodobnost recese měly snižovat. Mezi tyto faktory patří například snahy vlád napříč zeměmi potlačovat dopady zvýšených cen energií na domácnosti, což by do určité míry mělo tlumit dopady na spotřebu. Růst by měly zároveň podporovat zvýšené výdaje spojené s uprchlíky z Ukrajiny. Příjezd 4 milionů ukrajinských uprchlíků by podle odhadů Evropské komise měl zvýšit spotřebu v letošním roce o 0,5–1 pb. Dalším impulsem pro růst budou i zvýšené výdaje na zbrojení (například německá vláda plánuje balíček na modernizaci armády v objemu 100 mld. EUR), ale také výdaje spojené s přípravou na nezávislost na ruských komoditách, jako je například stavba terminálů na zkapalněný zemní plyn. Vliv bude mít i uspokojování nevyřízených objednávek, které se hromadily po pandemii a jež firmy nestačily plnit.

V neposlední řadě může pomoci rovněž relativně nízká míra nezaměstnanosti a velká poptávka po nových pracovnících. Ta by měla podporovat poptávku spotřebitelů. Také naakumulované úspory z dob covidu by měly spotřebitelskou poptávku zvyšovat, i když distribuce těchto úspor není rovnoměrně rozložená a existují důvodné obavy, že naakumulované úspory mají většinou domácnosti s vyššími příjmy, a tedy nižším sklonem ke spotřebě.

Tyto faktory by měly přispět k tomu, že by se eurozóna mohla recesi vyhnout. Rizika jsou ale značná.

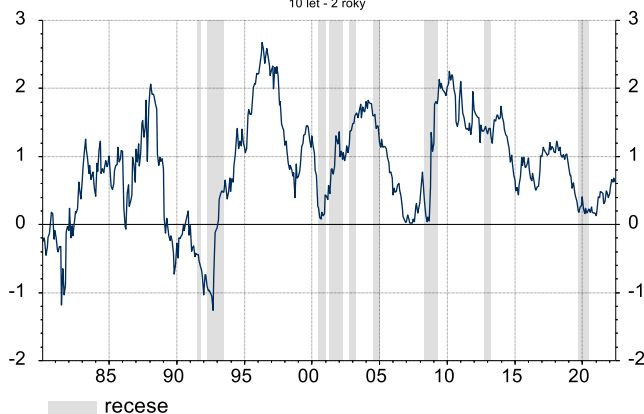
Riziko recese v roce 2023 trvá

I když bezprostřední riziko recese, zdá se, nehrozí, situace může být odlišná v příštím roce. Předpověďt blížící se recesi není jednoduché. V USA poměrně dobře funguje výnosová křivka, jejíž inverze často spolehlivě recesi předpovídá. Výnosové křivky v eurozóně takovýmto spolehlivým indikátorem nikdy nebyly a ve spojení

Německá výnosová křivka není dobrým předstihovým indikátorem recese.

Rozdíl výnosů německých státních dluhopisů

10 let - 2 roky

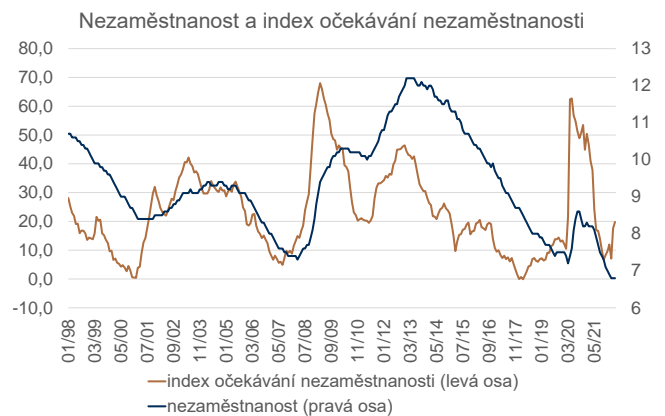


Zdroj: Refinitiv Datastream

s ukončením kvantitativního uvolňování, které tlačí na růst výnosů, to platí dvojnásob.

Důležitým indikátorem recese je situace na trhu práce. Prozatím se zdá, že situace na trhu práce zůstává dobrá. Nezaměstnanost se pohybuje okolo historických minim, zatímco zaměstnanost stále trhá historické rekordy. Trh práce je důležitým faktorem ovlivňujícím spotřebu domácností, která představuje více než 50 % HDP

Očekávání nezaměstnanosti bývá dobrým předstihovým indikátorem vývoje na trhu práce.



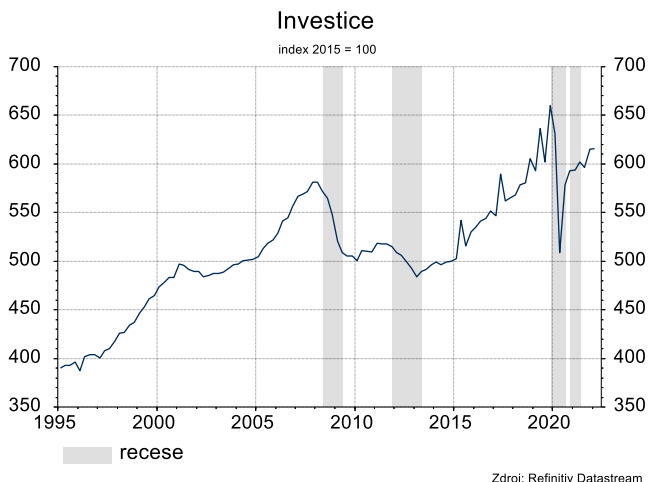
Zdroj: Evropská komise

a historicky se příspěvek spotřeby domácností k růstu HDP pohyboval v průměru okolo 1 bb. V poslední recesi způsobené covidem-19 hrála spotřeba klíčovou roli. Nezaměstnanost je sice dobrým indikátorem recese, ale projevuje se se zpožděním. Průzkumy mezi domácnostmi se ukazují jako poměrně dobrý předstihový indikátor růstu nezaměstnanosti a většinou nedávají falešné signály. Aktuálně průzkum Evropské komise ukazuje, že lidé stále více očekávají růst nezaměstnanosti. Zároveň je třeba si uvědomit, že nezaměstnanost se drží na historických minimech a její růst tak nutně nemusí znamenat recesi, ale pouze zpomalení růstu.

Důležitým indikátorem blížící se krize jsou investice, které obecně přispívají k budoucímu růstu. Jejich růst po strmém propadu během pandemie byl výrazný, ale v prvním čtvrtletí letošního roku již investiční aktivita ve srovnání s koncem loňského roku stagnovala. Pokud by investiční aktivita začala klesat, znamenalo by to zvýšenou pravděpodobnost recese.



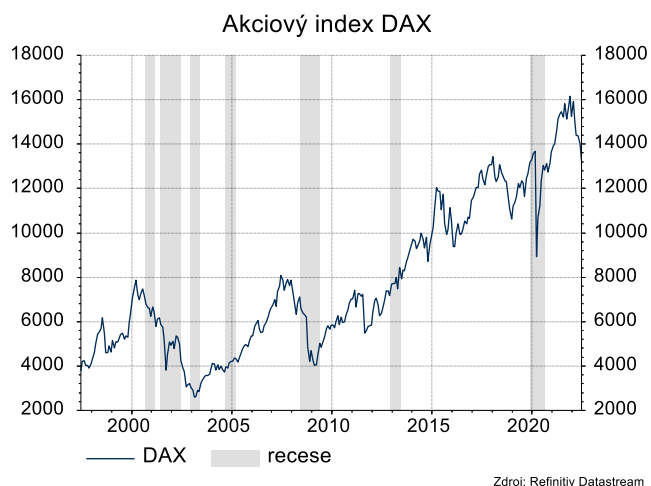
Zpomalování investiční aktivity může být signálem přicházející recese.



Signály blížící se recese může vydávat také akciový trh, který ovšem často generuje i mylné signály. Pohled na graf akciového indexu DAX dává za pravdu vtipu, že akciové trhy předpověděly 10 z posledních 5 recesí.

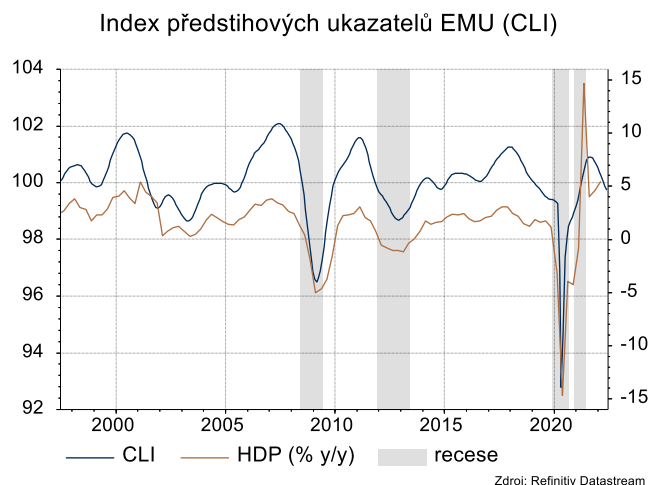
Snaha předvídat recesi stála za sestavením indexu předstihových indikátorů, které mimo jiné konstruuje ekonomové OECD na základě indikátorů důvěry, nových objednávek, registrací aut a dalších. Indikátor CLI pro eurozónu od října loňského roku klesá a v dubnu letošního roku se dostal pod svůj dlouhodobý průměr. CLI by měl predikovat vývoj ekonomiky na šest až devět měsíců

Akciové trhy často vysílají falešné signály.



dopředu. Riziko recese v roce 2023 je tedy reálné, zároveň ale komentář OECD upozorňuje na to, že zvýšená nejistota kvůli válce na Ukrajině způsobuje větší než obvyklé fluktuace v jednotlivých komponentech CLI, a proto je potřeba interpretovat signály CLI s rezervou.

Válka způsobuje větší než obvyklé fluktuace v komponentech CLI.



Závěr

Eurozóna zažila za dobu své existence od roku 1999 pouze tři recese, definované jako dva po sobě jdoucí mezičtvrtletní poklesy HDP: finanční krizi v letech 2008–2009, dluhovou krizi v letech 2011–2013 a třetí velmi krátkou, ale hlubokou recesi v roce 2020 způsobenou covidem-19.

Tentokrát se recesi může vyhnout. Data z reálné ekonomiky recesi nenasvědčují a předstihové indikátory, kromě důvěry spotřebitelů, vyznívají velice optimisticky. Rizik ale existuje celá řada. Recesi by bezpochyby způsobilo náhlé zastavení dodávek plynu nebo ropy z Ruska. To je scénář, který začíná být stále pravděpodobnější. Pokles ekonomické aktivity ovšem může způsobit i rostoucí inflace, která sníží kupní sílu obyvatel, a tedy poptávku. Rychlé utahování měnových podmínek bude pokles podporovat. Přestože bezprostřední riziko recese se v letošním roce zřejmě nenaplní, v příštím roce se může situace změnit. Předpovídat recesi je ale velmi obtížné. Signály o hrozícím zhoršení stavu by měly být patrné z měkkých indikátorů, ovšem také ze zhoršování situace na trhu práce nebo poklesu investic.

I když dostupná data neukazují na blížící se recesi, rizik je celá řada. Nejviditelnějším je válka na Ukrajině, která může vést až k přerušení dodávek ropy a plynu. Další rizika nemusí nutně s válkou souviset. Riziko covidu může i nadále působit problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích, green deal bude podporovat růst cen energií a inflace může tlačit na utahování měnové politiky. Recese tak i přes optimistická data není zdaleka vyloučená.



Navzdory pesimismu spotřebitelů, který ukazují měkké indikátory, zůstává poptávka domácností silná. To se projevuje i na inflaci, jež nepřestává překvapovat vyššími hodnotami. ČNB i v červnu reagovala na vývoj cen razantním zvýšením sazeb, nová bankovní rada ale zřejmě ukáže dalšímu většímu zvyšování sazeb stopku.

Ekonomická aktivita

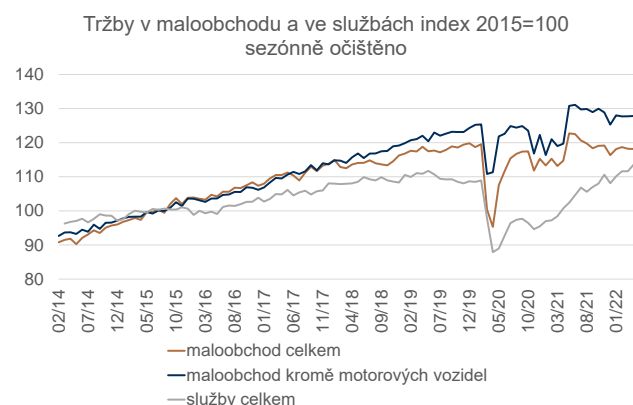
Poslední data z reálné ekonomiky byla poněkud v protikladu k předstihovým indikátorům. Zatímco nálada v průmyslu zůstává stále dobrá, průmyslová výroba v dubnu poklesla více, než se čekalo (-3,2 % y/y), a březnová data byla navíc revidována směrem dolů téměř o 2 pb (z 0,8 % y/y na -0,9 % y/y).

Naproti tomu nálada spotřebitelů, která se aktuálně pohybuje na nejnižších úrovních od dluhové krize v roce 2012, se na tržbách v maloobchodě ještě neprojevila. Maloobchodní tržby bez prodejí motorových vozidel vzrostly po sezónním očištění o 6,4 %, což bylo sice dáno do značné míry nízkou srovnávací základnou, ale i v meziměsíčním vyjádření se držely na relativně vysoké úrovni. Oproti březnu vzrostly o 0,1 %. Navzdory spotřebitelskému pesimismu se dařilo i sektoru služeb, který není v maloobchodních tržbách zahrnut. Tržby ve službách meziměsíčně vzrostly o 1,8 % a aktuálně se pohybují 4 % nad předpandemickými úrovněmi. I když k dobrému výsledku maloobchodu mohly do jisté míry přispět nákupy uprchlíků, zdá se, že se pesimismus spotřebitelů v jejich nákupech zatím výrazněji neprojevil.

Inflace a centrální banka

V květnu spotřebitelské ceny vzrostly o 16 % – o 1,1 pb více, než očekávala prognóza ČNB. Stejně jako v dubnu nejvíce k růstu cen přispěl oddíl bydlení, voda, energie, paliva (5,7 pb). Oproti dubnu ale došlo ke zrychlení tempa růstu cen potravin. Ty se meziročně zvýšily o 15,1 %, a přispěly tak k růstu inflace o 2,6 pb. Ne vše lze ale přičítat

Pesimismus spotřebitelů se zatím na chuti utrácet významně neprojevil.



Zdroj: ČSÚ

externím faktorům, které bezpochyby působí na růst cen energií a potravin. Ceny rostly napříč spotřebitelským košem. Zjevný byl vyšší růst cen oděvů a obuvi, než by odpovídalo sezónním vzorcům, a stále svižně rostou ceny ve stravování a ubytování, ale i v ostatních službách.

ČNB vyhodnotila vyšší než očekávanou inflaci jako proinflační riziko jak vůči základnímu scénáři, tak vůči scénáři s prodlouženým horizontem měnové politiky. V souladu s tímto hodnocením na svém červnovém zasedání zvýšila dvoutýdenní repo sazbu o 1,25 pb na 7,00 %, tedy více než by odpovídalo alternativnímu scénáři, ale méně než ukazuje základní scénář. Se základním scénářem je konzistentní další strmý nárůst úrokových sazeb a bankovní rada vyhodnotila rizika a nejistoty jako výrazně proinflační a působící ve směru potřeby dalšího znatelného zpřísnění měnové politiky.

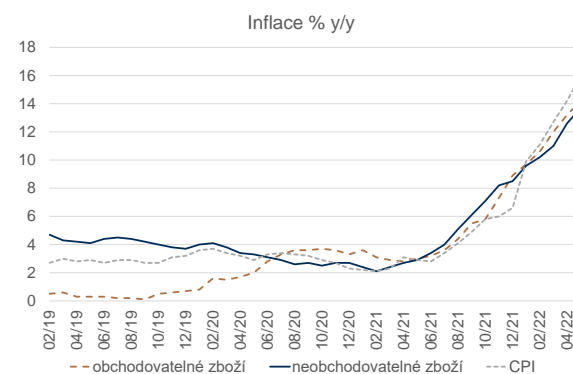
Na tiskové konferenci guvernér Rusnok potvrdil přítomnost ČNB na devizovém trhu, která je na týdenních schůzkách potvrzována a prodlužována.

Jak bude postupovat nová bankovní rada (Rusnoka, Bendu a Nidetzkého vystřídá Zamrazilová, Kubelková a Frait), je těžké odhadovat. Nová prognóza (4. 8.) zřejmě posune výhled inflace i sazeb ještě směrem vzhůru. Přesto bude Aleš Michl hlasovat pro stabilitu sazeb. Hlasování ostatních členů bankovní rady není jasné. Na jednu stranu rostoucí inflace bude vzbuzovat obavy z roztočení inflační spirály, na druhou stranu nadměrné zvýšení sazeb by mohlo příliš utlumit ekonomiku. Další razantní zvýšení sazeb tak považujeme za vysoce nepravděpodobné, ale jemné ladění se vyloučit nedá. Náš základní scénář počítá se stabilitou sazeb ve zbytku letošního roku.

Rizika

Hlavním rizikem pro ekonomiku zůstávají výpadky v dodávkách komodit. Riziko vidíme i v neukotvenosti inflačních očekávání, pokud by nová bankovní rada přešla na příliš holubičí směr.

Inflaci táhnou ceny nejen obchodovatelného, ale i neobchodovatelného zboží. Domácí poptávkové tlaky jsou silné.



Zdroj: ČNB



ECB opouští rétoriku o dočasnosti inflačních tlaků a připravila trh na zvyšování sazeb. Současně řeší problém, jak zamezit přílišnému rozšiřování spreadů výnosů státních dluhopisů. Zároveň sílí obavy z přerušení dodávek plynu z Ruska, které by očekávané ekonomické zpomalení změnilo v recesi.

Ekonomická aktivita

Revize růstu HDP v 1Q 2022 z 5,1 % na 5,4 % byla jednou z mála pozitivních červnových zpráv. Další data vesměs přinášela negativní překvapení. Průmyslová výroba v dubnu poklesla o 2,1 % y/y. Maloobchodní tržby sice meziročně kvůli nízké srovnávací základně ještě rostly, ale meziměsíčně poklesly o 1,3 %, což bylo značným zklamáním.

Ani předstíhové indikátory nepotěšily. Indexy PMI v červnu sice zůstaly pořád nad hladinou 50 oddělující expanzi od kontrakce, ale jejich pokles byl zklamáním. Nálada se zhoršila jak ve zpracovatelském průmyslu, tak ve službách. Celkově kompozitní index PMI poklesl z květnových 54,0 na 51,9. Indexy tak vysílají jednoznačný signál, že ekonomika eurozóny zpomaluje. Vzhledem k vývoji situace na trhu s plynem a sílícím obavám ze zastavení dodávek plynu z Ruska do Evropy se dá očekávat, že se nálada bude zhoršovat.

Inflace a centrální banka

ECB podle očekávání na červnovém zasedání ukončila program kvantitativního uvolňování. Od 1. července již nebude zvyšovat svou bilanci, ale bude stále reinvestovat maturojící dluhopisy. To znamená, že měnová politika i nadále zůstává velice uvolněná.

Překvapivě konkrétní bylo tiskové prohlášení ohledně nastavení sazeb. ECB plánuje na příštím zasedání 21. 7. zvýšit sazby o 25 bb. Další zvyšování sazeb plánuje na

září. Podle tiskového prohlášení ECB bude toto zvýšení razantnější, pokud inflační výhled zůstane stejný, nebo se zhorší. Vzhledem k sílícím inflačním tlakům je vysoce pravděpodobné, že zvýšení sazeb na zářijovém zasedání bude 50 bb.

Rada guvernérů měla k dispozici i novou prognózu, která nepřekvapivě oproti březnové prognóze zvyšuje výhled inflace a snižuje výhled růstu HDP pro roky 2022 a 2023.

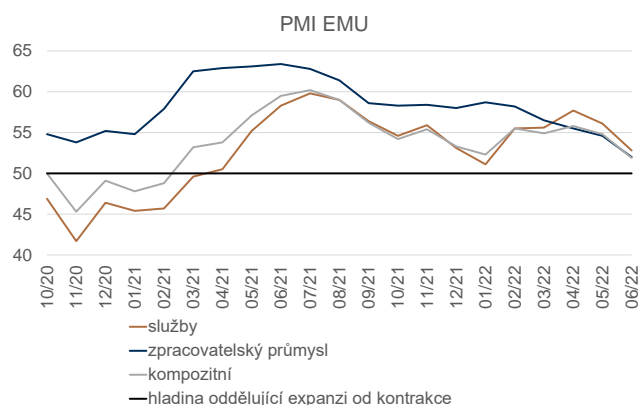
Krátkodobý výhled sazeb ECB je tak poměrně jasný: zvýšení sazeb v červenci o 25 bb a v září pravděpodobně o 50 bb. Jaký bude další vývoj, už jisté není. Inflační tlaky ale sílí, očekáváme tedy, že další zvýšení sazeb může být i ve 4. čtvrtletí letošního roku.

V červnu ECB zasedala mimořádně dvakrát. Po měnově-politickém zasedání se sešla ještě jednou nad tématem fragmentace neboli zvyšování spreadů německými a zejména italskými výnosy. Z této schůzky bohužel konkrétní návrhy řešení tohoto problému nevzešly. Je ale zřejmé, že flexibilita při reinvestování maturojících dluhopisů stačit nebude. Expertní tým má přijít s novým plánem. Nabízí se řešení z let 2010–2012, kdy ECB spustila Securities market program (SMP), v jehož rámci nakupovala dluhopisy některých zemí. Aby nedošlo k nárůstu likvidity a uvolnění měnových podmínek, sterilizovala operace nabízením termínovaných depozit. Otázkou je, zda rozšiřování spreadů neodráží jen větší rizikovost daných zemí a ECB nefinancuje jejich dluhy. V letech 2010–2012 nakoupila italské dluhopisy za 10 mld. EUR. Pro srovnání, v rámci PEPP to bylo 280 mld. EUR.

Rizika

Aktuálně je největším rizikem přerušení dodávek plynu. Německo již vyhlásilo stav výstrahy (druhý stupeň po včasném varování vyhlášeném v březnu) a chystá se vrátit do provozu uhelné elektrárny. Z toho vyplývá, že zastavení dodávek plynu je reálnou možností.

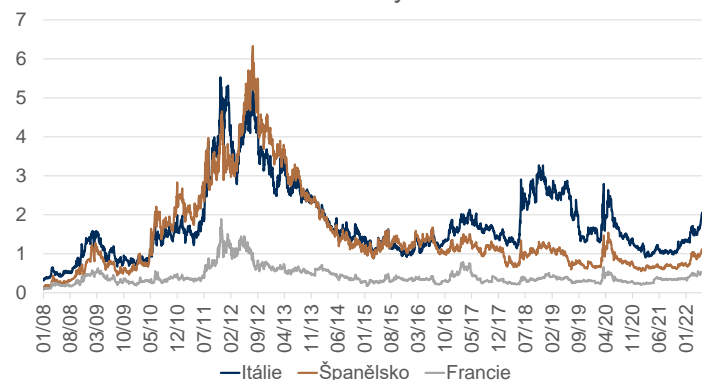
Indexy PMI v červnu zklamaly, stále zůstávají nad 50, ukazující na pokračující ekonomický růst.



Zdroj: Bloomberg

Spread y mezi německými a italskými výnosy se rozšiřují.

Spready 10letých státních dluhopisů proti německým



Zdroj: Bloomberg

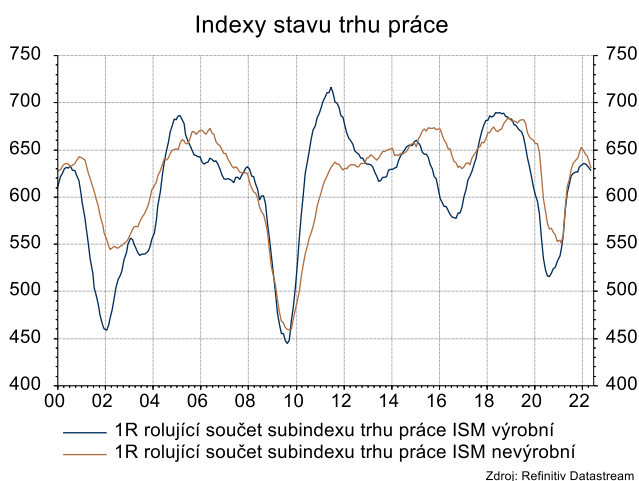


Fed na svém červnovém zasedání očekávaně pokračoval v utahování měnové politiky. Zasedání však také přineslo další podstatný posun jestřábím směrem. Sazby byly poprvé od roku 1994 zvýšeny o 75 bb a navíc Powell indikoval možnost růstu o 75 bb i na dalším zasedání. Důvodem přístředí postoje Fedu je nepříznivý vývoj inflace. Celková inflace především kvůli růstu cen ropy dále zrychlila, což přispívá ke zvýšení rizika sekundárních efektů a vzniku inflační spirály. Začínají se projevovat první náznaky zpomalování ekonomiky, ale její celková výkonnost je zatím stále poměrně dobrá.

Ekonomická aktivita

Trh práce stále zůstává celkově silný. Míra nezaměstnanosti se drží na dlouhodobých minimech a trvá velmi vysoká poptávka po pracovní síle. Zároveň se však začínají projevovat první náznaky obratu. Jde především o počet žádostí o podporu v nezaměstnanosti za týden, který se sice drží pod klíčovou hranicí 300 000, ale od trendu k poklesu přešel do konzistentního trendu k růstu. Náznak obratu je vidět také u složek konjunkturálních indexů ISM mapujících trh práce. Je patrný rovněž pokles tempa nabírání nových pracovníků v kategorii zábava a volný čas, ve které byla poptávka po pracovní síle dosud nejsilnější. Maloobchodní tržby sice zůstávají poměrně silné, ale rovněž zde je zřetelně vidět náznaky ochlazování. Důvodem je částečně posun od nákupu předmětů dlouhodobé spotřeby ke službám. Vzhledem k tomu, že v řadě kategorií zboží dlouhodobé spotřeby byly nákupy v době epidemie a po ní extrémně silné, lze nyní očekávat poměrně výrazný propad kvůli saturaci poptávky. Problémem jsou i vysoké ceny benzínu, které nutí domácnosti měnit strukturu spotřeby. Osobní spotřeba by však celkově měla zpomalovat jen postupně a mírně díky aktuálně velmi silnému trhu práce a ještě stále

Trh práce vykazuje náznaky přechodu k chladnutí.



nevyčerpaným úsporám z dob restrikcí pohybu. Průmysl se zatím drží svého tempa, ale předběžný PMI za červen ukázal zpomalení. Index předstihových ukazatelů (meziroční změna) a týdenní index aktivity newyorského Fedu sice zůstávají v plusu, ale také v ostrém klesajícím trendu.

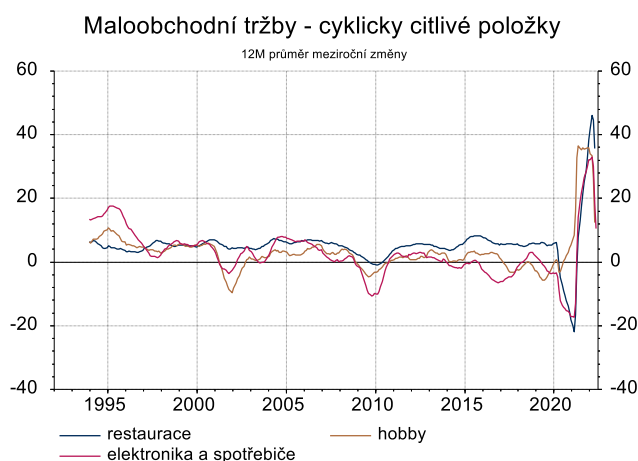
Inflace a centrální banka

Celková inflace se především kvůli růstu cen benzínu dostala na nová lokální maxima, což vyvolalo negativní reakci trhu. Jádrová inflace sice zpomaluje, ale méně než se čekalo. Problémem jsou kromě benzínu ještě potraviny a nájmy, ovšem růst cen zůstává široce založený. Jádrové inflaci pomohl k poklesu hlavně bazický efekt u cen ojetin, i ty se však meziměsíčně překvapivě vrátily k růstu. Aktuální situace je tedy neradostná a hlavně u potravin a nájmu bude trvat i nadále. Ceny benzínu závisí na cenách ropy, kde se dá očekávat silné kolísání, ale riziko dalšího růstu je také poměrně vysoké. A roste riziko sekundárních efektů a růstu inflačních očekávání (což se už děje). Fed si nechal inflaci utéct a nyní ji musí agresivně honit. To by mělo vést k rychlému růstu sazeb, který by měl skončit někde mezi 3,5–4,0 % na začátku příštího roku. Pokud však inflace nebude vykazovat známky ochlazování, může se cyklus růstu sazeb prodloužit a jejich strop může být i citelně výše.

Rizika

Pozornost investorů se hodně přesouvá k riziku recese. Přestože tomu aktuální data příliš nenasvědčují, obává se řada investorů recese už v letošním roce. Podle našeho názoru hrozí vyšší riziko recese v příštím roce, ale stále se nedá vyloučit ani to, že se Fedu podaří měkce přistát. Bližícím se rizikem jsou i volby do Kongresu v polovině prezidentského mandátu a s nimi zřetelně rostoucí politické napětí. Tato situace jednak může omezit akceschopnost Kongresu, jednak odvádí pozornost od řešení akutních problémů a navíc rovněž zvyšuje riziko populistického chování demokratů, kterým hrozí porážka a ztráta většiny.

Dynamika maloobchodních tržeb se patrně bude zhoršovat.



EUR/USD

Pohyb kurzu v červnu byl prakticky zrcadlovým obrazem květnového pohybu. Zatímco v květnu trh reagoval posílením eura na jestřábí obrát ECB, v červnu reagoval na vyšší inflaci a další jestřábí posun Fedu. ECB se už neposunula nikam, držela se v zásadě na květnových pozicích. To umožnilo dolaru rychlý návrat na lokální minima z května. Ty se ovšem dolaru překonat nepodařilo a kurz končil měsíc v korekci. Kurz by i nadále měl reagovat především na výhled vývoje sazeb centrálních bank a na makroekonomické parametry (především inflaci), které s nastavením jejich měnové politiky souvisí. V měsíčním horizontu vidíme riziko spíše na straně silnějšího dolaru kvůli větší ochotě Fedu ostře utahovat měnovou politiku. V delším horizontu bude hodně záležet na tom, jak rychle bude díky bazickému efektu zpomalovat inflace, případně jak silné budou sekundární dopady vysokých cen energií.

EUR/CZK

Stabilita české koruny během června silně kontrastovala s vývojem ostatních regionálních měn. Zatímco jak polský zlotý, tak maďarský forint oslabovaly v souvislosti s nárůstem rizikové averze, korunu před oslabováním ochránily devizové intervence ČNB. V jakých objemech ČNB intervenovala v červnu, bude zveřejněno až na počátku srpna.

Bankovní rada se schází na pravidelných týdenních schůzkách, na kterých intervence průběžně prodlužuje. Domníváme se, že tato praxe bude uplatňována i nadále navzdory personální změně bankovní rady. Podle našeho názoru bude nová bankovní rada rovněž používat kurz jen jako doplňkový nástroj a nebude chtít kurz výrazně posilovat, aby aktivně kurzem snižovala inflaci. Kurz koruny vůči euru by se tak i nadále měl pohybovat ve velice úzkém pásmu okolo 24,7.

Dluhopisy

Výnosy amerických dluhopisů strávily první polovinu června v ostrém růstovém trendu. Souvisel s kombinací obav z dalšího vývoje inflace a technicko-psychologických faktorů. Ty způsobily přestřelení trendu, což vedlo ve druhé polovině měsíce nejprve ke konsolidaci a poté ke korekci. Korekci a pokles výnosů podpořil růst důvěry ve schopnost Fedu zvládnout inflaci, ale také zvýšení rizikové averze a útek do bezpečí dluhopisů z rizikových aktiv. Podle našeho názoru budou tržní výkyvy pokračovat, to znamená, že aktuální pokles výnosů by měl být pouze dočasný. Riziko vidíme jednoznačně na straně vyšších výnosů. Pokud by se projevovala tendence ke vzniku inflační spirály nebo pokud by trh pochyboval o odhodlání Fedu zkrátit inflaci, mohl by být růst výnosů i výrazný. Výnosová křivka

je téměř plochá, zesílení obav z recese by ji mohlo dostat do inverze.

Vývoj na evropských trzích byl v zásadě podobný jako v USA. Také zde výnosy rychle rostly v první polovině měsíce, přičemž jejich růst byl relativně ještě ostřejší než v USA. Druhou polovinu měsíce strávil trh v konsolidaci s tendencí k poklesu výnosů na jeho konci. První polovina měsíce přinesla také rozšiřování rozdílu mezi německými výnosy a tzv. periferními výnosy (státy na jihu Evropy). Poté, co výnos italského desetiletého dluhopisu překročil 4 % a nezdálo se, že by další růst zastavily pouhé slovní intervence jejích představitelů, zareagovala ECB svoláním mimořádného zasedání měnové výboru, kde bylo řešeno přijetí opatření proti tzv. fragmentaci neboli růstu rozdílů ve výnosech jednotlivých státních dluhopisů. Slib zaúčinkoval a alespoň prozatím zklidnil trh, což vedlo k návratu italských výnosů na nižší úroveň. Díky zásahu ECB byl růst italských výnosů za celý měsíc menší než růst německých. Evropské výnosy sice mají ještě prostor pro růst v delším časovém horizontu, ale po jejich skokovém zvýšení v průběhu června očekáváme v měsíčním horizontu spíše jejich stabilizaci s možným posunem na nižší úroveň.

Chování českého dluhopisového trhu bylo silně ovlivněno reakcí na vývoj měnové politiky ČNB a na změny v její bankovní radě. Částečně působil i vliv hlavních trhů. Očekávaný další růst sazeb vedl k výraznému růstu výnosů na krátkém konci výnosové křivky. Růst výnosů na jejím dlouhém konci byl podstatně pomalejší. Příčinou byl očekávaný odklon od jestřábí měnové politiky končícího složení bankovní rady k očekávané více holubičí politice nové bankovní rady. Dlouhý konec křivky však ještě může projít zajímavým vývojem. Zatím není úplně jasné, jaký postoj zaujmou tři noví členové bankovní rady: jednoznačně holubičí postoj zaujímal dosud jen nový guvernér Michl a ze zůstávajících členů bankovní rady Dědek. Druhým problémem může být vývoj inflace. Bazický efekt by sice měl vést k jejímu výraznému zpomalení v průběhu příštího roku, ale tento předpoklad může narušit další růst cen energií nebo roztáčení inflační spirály, tedy růst inflačních očekávání, tlak na růst mezd s cílem kompenzovat pokles reálných příjmů a rychlé přenášení růstu produkčních nákladů do koncových cen. Pokud by byla bankovní rada jako celek více jestřábí, než nyní trh očekává, nebo pokud by se inflaci nedařilo zkrátit, znamenalo by to podstatné přehodnocení předpokladů a návrat k růstu výnosů především na dlouhém konci křivky. Na druhou stranu je současná úroveň výnosů z dlouhodobého hlediska už hodně atraktivní, takže v případě zklidnění trhů je možné očekávat silný zájem o nákup českých státních dluhopisů. Tento souhrn protichůdných faktorů vytváří značně nestabilní situaci a předpoklad pro výrazné výkyvy.



Akcie

Růst obav z recese rozhodně nepomáhá akciím. V červnu silně narostly obavy z recese v USA v souvislosti s nepříznivými daty o vývoji inflace a s výrazným jestřábím posunem Fedu. Akciové trhy na to reagovaly ostrým poklesem, který ve druhé polovině měsíce přešel do rozkolísané konsolidace. Psychologicky zapůsobilo i překročení hranice 20 % poklesu z vrcholu cyklu, tedy přechod do medvědího trhu. Kombinace hrozící recese a medvědího trhu rozhodně nevytváří příznivé předpoklady pro vývoj cen akcií. Situaci v nejbližší době může komplikovat i prázdninová sezóna, a tedy nižší likvidita. Trh podle našeho názoru ještě ani zdaleka nepřešel fázi kapitulace, výprodeje a paniky. Dno cyklu tedy může být ještě řadu měsíců daleko.

Pražská burza v průběhu června mírně klesla, čímž pokračovala v letošním neradostném trendu. Vývoj byl podobný jako na hlavních světových trzích, i když pokles v průběhu měsíce byl mírnější než například v sousedním Německu. Prim hrál finanční sektor ovlivňovaný specifickými faktory. U Monety, která jako jediný člen indexu PX rostla, převažoval vliv ukončené fúze s Air bankou a zájem některých dalších investorů (J&T banka koupila podíl Petrus Advisers). Banky byly obecně ovlivněny spekulacemi o sektorové dani a negativním vývojem finančního sektoru v rámci EU. Erste Bank se na poklesu indexu PX podílela nejvíce, v závěsu za ní byla Komerční banka. K poklesu přispěl i ČEZ, který je rovněž negativně ovlivňován spekulacemi na sektorovou daň.

Kredit

Nerovný souboj, který svádí centrální bankéři s inflací, se zrcadlí v nejhorším poklesu korporátních dluhopisů za posledních několik dekád. Ať už se podíváme na dobu, po kterou dochází k výprodejům, nebo například na rychlost, s níž rostou výnosy, jsme svědky vskutku historického propadu korporátních dluhopisů. Komplexní index Evropských dluhopisů s investičním ratingem (Bloomberg Pan-European Corporate Bond Index) propadl za poslední rok o 12,9 % s nepřetržitým poklesem v posledních 7 měsících. Oba uvedené pohyby jsou nejhorším výsledkem indexu od jeho založení v roce 1998. Primárním důvodem pro takto dramatický obrat je rychlý odklon od kvantitativního uvolňování, které okamžitě nahrazuje striktní utahování měnových politik. Investoři se marně snaží odhadnout, kolik zvýšení úrokových sazeb je již promítnuto v cenách dluhopisů i jak dlouho může ještě současný debakl korporátních dluhopisů pokračovat.

Období těsně před začátkem léta bývá společně s koncem roku nejneproduktivnějším na nové emise. Letos se ale nebývale velké množství emitentů se zlou potázalo. Private placement společnosti Notino v objemu až 700 milionů korun musel být odvolán s tím, že se společnost pokusí vrátit s nabídkou až v momentě, kdy se trh uklidní. Stejný osud pak potkal i několik dní odkládanou emisí zeleného

sedmiletého dluhopisu Českých drah, kterému nepomohla ani velice atraktivní indikace kreditního spreadu +275 bb. K posunu této nabídky došlo i přesto, že podle zpráv agentury Bloomberg objem objednávek překročil plánovaných 500 milionů EUR. V průběhu července bychom se měli dozvědět, jak dopadly dvě aktuálně probíhající tuzemské nabídky dluhopisů zdravotnické společnosti EUC či developera HB Reavis.

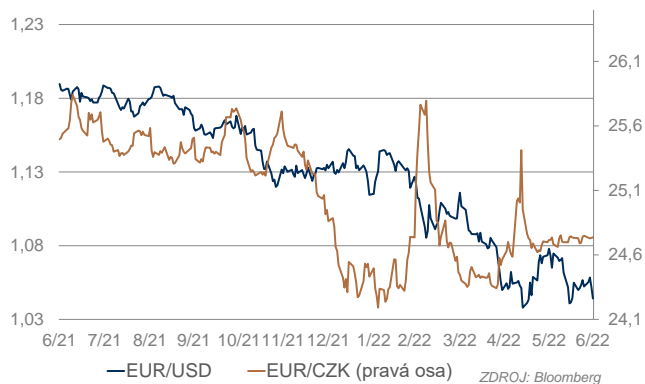
Komodity

Ropu nadále ovlivňují dva klíčové faktory: na jedné straně obavy z dopadů války na Ukrajině, konkrétně obavy z dopadů na ruskou produkci. Na druhé straně obavy o tempo růstu světové ekonomiky (utahování měnové politiky v USA, covid v Číně, negativní vliv inflace na růst), a tedy spotřebu ropy. V červnu zpočátku pokračoval růstový trend z května motivovaný obavami z dopadů snahy EU úplně zastavit dovoz ruské ropy. Zasedání Fedu a následně zesílení obav z recese v USA a výrazného zpomalení globální ekonomiky trend zvrátily a vedly k rychlému návratu cen na nižší úroveň. V dalších měsících bude pokračovat podobný vývoj jako dosud: střídání střednědobých trendů motivovaných aktuálním vývojem. V delším horizontu vidíme riziko spíše na straně růstu ceny, a to nejen kvůli válce, ale také kvůli snaze eliminovat fosilní paliva, která má negativní dopad na investice do těžby a zpracování ropy.

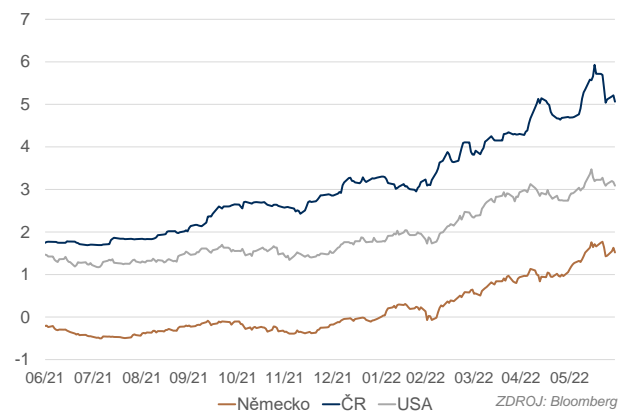
Trh se zlatem byl na rozdíl od většiny ostatního finančního trhu v červnu poměrně klidný. Cena zlata sice mírně klesla (ze zhruba 1860 k 1820 USD/oz), ale její výkyvy byly jen mírné. Zlato i nadále podporuje silná nejistota, a tedy jeho atraktivita jakožto fyzické komodity a ultimátního bezpečného přístavu. Zároveň se však zhoršuje jeho pozice jakožto investice kvůli růstu výnosů bezpečných státních dluhopisů a kvůli růstu sazeb centrálních bank. Výhled neměníme: podle našeho názoru je pravděpodobný pokles ceny zlata s tím, že zklidňování situace by mohlo tento pohyb výrazně zrychlit. Komplikování situace by mohlo zlatu přechodně pomoci, ale pokud nepočítáme s vyloženě katastrofickým vývojem, pak jakýkoliv růst zlata bude jen přechodný.



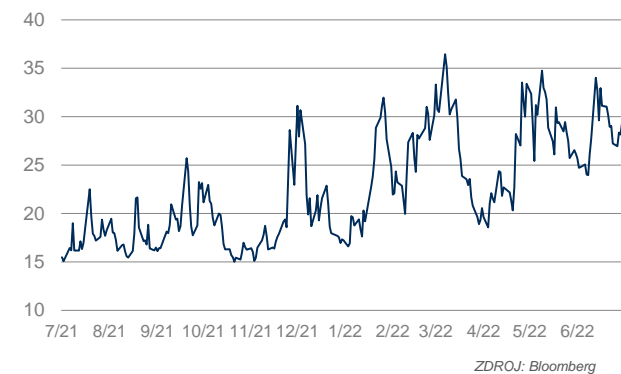
Devizové kurzy



Dluhopisy (10 let)



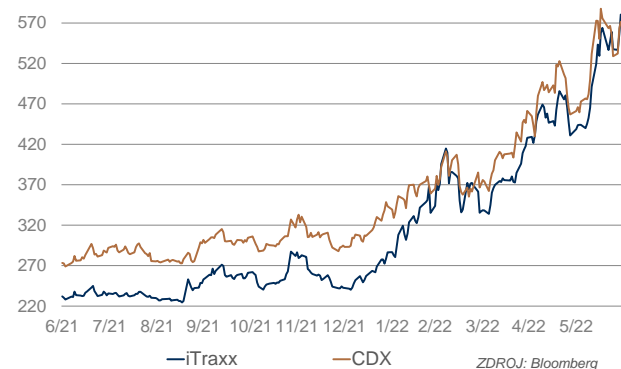
Index volatility VIX



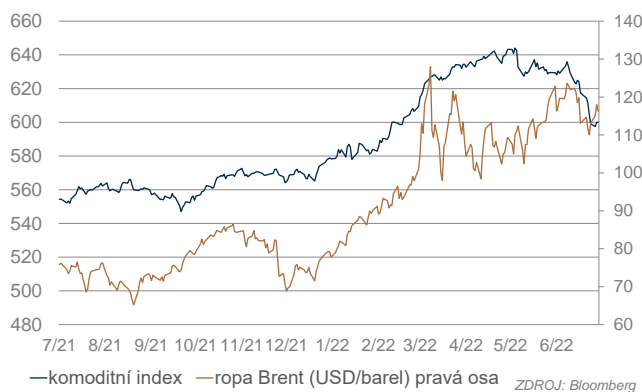
Akciové indexy (1. 6. 2021 = 100)



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	0,75-1,00	1,50-1,75	2,75-3,00	↑	3,50-3,75	→	3,50-3,75	↑
ECB	0	0	0	0,25	↑	0,75	↑	1,5	↑
ČNB	0,5	5,75	7	7	→	7	→	4,5	↓
KURZY									
EUR/USD	1,19	1,07	1,05	1,08	↑	1,10	↑	1,13	↑
EUR/CZK	25,5	24,7	24,7	24,7	→	24,5	↓	24,0	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	0,25	2,48	3,00	3,0	↑	3,0	→	2,5	↓
US dluhopis 10y	1,47	2,74	3,06	3,2	↑	3,1	↓	2,3	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,66	0,45	0,73	0,8	↑	1,0	↑	1,5	↑
Něm. dluhopis 10y	-0,21	1,06	1,44	1,5	↑	1,5	→	1,5	→
České dluhopisy 2y	1,37	5,12	5,51	5,30	↓	5,3	→	4,5	↓
České dluhopisy 10y	1,75	4,19	4,63	4,5	↓	4	↓	3,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	273,4	461,1	571,5	550,0	↓	490	↓	420	↓
EMU iTraxx 5y	231,9	438,8	596,1	580,0	↓	510	↓	370	↓
AKCIE									
S&P 500	4204,1	4131,9	4158,2					4300	↑
Eurostoxx 50	4070,6	3802,9	3848,1					4000	↑
DAX	15520,0	14097,9	14574,7					15000	↑
CSI 300	5321,1	4016,2	4029,0					4600	↑
PX 50	1163,5	1333,6	1319,2					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	4,9	2,0	0,2	0,0	-5,8	3,3	1,5	2,5
soukromá spotřeba	-6,2	8,5	6,5	9,3	7,3	1,8	-1,5	0,7	-6,8	4,4	3,7	3,0
vládní spotřeba	2,8	1,1	7,0	1,0	2,9	3,9	1,3	1,4	3,4	3,0	2,8	1,0
investice	-4,5	2,0	2,0	3,0	6,8	1,0	1,0	1,0	-7,5	0,6	1,5	5,0
dovoz	4,5	32,1	8,7	4,0	4,1	-1,1	2,2	3,5	-6,9	11,5	2,2	2,6
vývoz	2,8	31,0	-2,1	-5,7	-0,3	-0,4	7,0	6,0	-6,9	5,1	3,1	5,4
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,1	3,7	3,6	3,4	3,6	3,7	3,7	3,6	3,5	3,8	3,7	3,7
inflace (% y/y)	2,2	2,9	4,1	6,1	11,2	14,0	13,0	11,0	3,2	3,8	12,3	4,5
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	0,5	0,5	1,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,8	-5,9	-5,2	-4,5
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	37,7	41,9	44,2	46,0

Evropská měnová unie

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-0,9	14,7	4,0	4,7	5,4	3,1	1,3	1,4	-6,3	5,4	2,8	2,0
soukromá spotřeba	-5,4	12,4	2,9	5,8	7,5	4,1	-0,1	0,6	-7,8	3,9	3,3	1,9
vládní spotřeba	2,9	8,0	2,7	2,5	2,3	1,1	1,2	1,0	2,8	2,5	1,6	1,2
investice	-5,9	18,2	3,0	3,7	3,7	3,7	5,2	2,1	-10,1	3,7	3,8	3,2
dovoz	-5,7	22,2	10,7	10,8	9,1	6,7	5,9	1,7	-9,0	9,6	6,3	3,5
vývoz	-0,1	26,9	10,6	8,9	8,4	6,2	5,1	2,8	-9,2	11,6	5,7	3,5
nezaměstnanost (%)	8,2	8,1	7,5	7,1	6,8	6,9	6,9	6,9	8,0	7,7	6,9	6,9
inflace (% y/y)	1,0	1,8	2,9	4,7	6,1	7,8	8,0	7,0	0,3	2,6	7,2	3,0
jádrová inflace (% y/y)	0,4	0,7	1,4	2,4	2,5	3,0	3,7	3,6	0,8	1,3	3,3	2,8
běžný účet (% HDP)	2,6	3,0	2,9	2,4	1,8	0,0	0,5	1,1	1,9	2,4	1,9	2,0

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	3,5	2,7	2,7	1,5	-3,4	5,7	2,6	1,9
soukromá spotřeba	2,1	16,2	7,1	7,1	4,8	3,1	3,2	3,1	-3,8	7,9	3,2	2,1
vládní spotřeba	1,3	-0,1	0,6	0,1	-1,2	-0,8	-0,7	0,0	2,5	0,5	-0,7	1,4
investice	3,2	20,8	7,1	8,6	1,9	1,7	2,4	2,7	-5,5	9,8	6,6	2,6
dovoz	6,2	30,6	12,6	9,6	11,8	12,2	11,8	8,0	-8,9	14,0	9,9	2,8
vývoz	-7,4	18,6	4,9	5,3	4,2	5,1	9,3	5,5	-13,6	4,5	4,3	4,1
nezaměstnanost (%)	6,2	5,9	5,1	4,2	3,8	3,6	3,5	3,5	8,1	5,4	3,6	3,6
inflace (CPI % y/y)	1,9	4,9	5,4	6,7	8,0	8,1	7,6	6,5	1,2	4,7	7,5	3,0
jádrová inflace (PCE % y/y)	1,7	3,4	3,6	4,6	5,2	4,8	4,6	4,1	1,4	3,3	4,7	2,9
běžný účet (% HDP)	-3,1	-3,2	-3,4	-3,4	-3,9	-3,9	-3,9	-3,8	-3,0	-3,7	-3,9	-3,7
rozpočtový deficit (% HDP)	-16,8	-14,0	-12,2	-10,8	-7,2	-5,1	-4,3	-4,4	-15,6	-10,8	-4,6	-4,2
vládní dluh (% HDP)	-	-	102,0	98,8	98,6	98,7	98,6	98,5	100,3	99,7	97,3	97,0

* 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 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.

