

Analytický měsíčník

www.ppfbanka.cz

Téma měsíce

Důsledky výpadku plynu pro ČR

ČR Inflace pokračuje v rychlém růstu

EMU ECB překvapila zvýšením sazeb o 50
bazických bodů

USA První odhad HDP za druhé čtvrtletí ukazuje na
technickou recesi

srpen 2022

Magdalena Středová, Luboš Mokráš

Odstávka plynovodu Nord Stream 1 nakonec skončila a dodávky plynu byly obnoveny. Ceny plynu začaly klesat. To ale neznamená, že je riziko přerušení nebo zastavení dodávek plynu z Ruska zažehnané. Pro EU je stále aktuální a pro některé země jako Česká republika představuje značnou hrozbu.

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

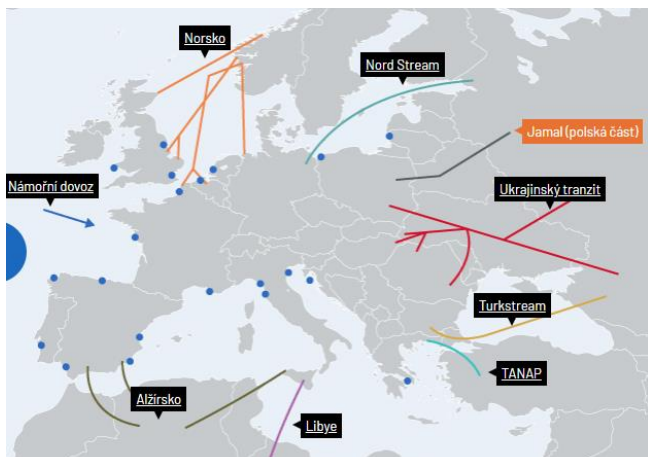
Česká ekonomika je jednou z nejcitlivějších na zastavení dodávek ruského plynu

Evropa je výrazně závislá na dodávkách plynu z Ruska a Česká republika v této závislosti vyniká. Okamžité ukončení dodávek plynu by mělo nemalé ekonomické následky a prakticky jistě by znamenalo recesi. Zemní plyn se využívá především na přímé vytápění, výrobu tepelné a elektrické energie, ale i jako surovina v chemickém průmyslu. Podle plánu Evropské komise bude v případě nedostatku plyn směřovat prioritně na vytápění domácností, omezování by se týkalo některých průmyslových provozů.

Hrozba přerušení dodávek plynu z Ruska trvá navzdory aktuálně obnoveným dodávkám přes plynovod Nord Stream 1

Dne 11. července začala pravidelná odstávka plynovodu Nord Stream 1, kterým v minulosti proudila asi pětina ruského zemního plynu do Evropy. Tentokrát odstávka vzbuzovala obavy, zda jako obvykle skončí po 10 dnech, nebo zda Rusko dodávky plynu neobnoví. Navíc plynovodem Jamal již od začátku dubna neproudí do Německa žádný ruský plyn. Zůstávají tak již jen dvě cesty, kterými se plyn do Evropy dostává – ukrajinské tranzitní plynovody, jimiž ale aktuálně proudí asi 15 % maximálního přepraveného objemu, a plynovod TurkStream vedoucí pod Černým mořem do Turecka a odtud do Bulharska. I když k obnovení dodávek nakonec došlo v daném termínu, riziko zastavení dodávek plynu z Ruska do Evropy stále

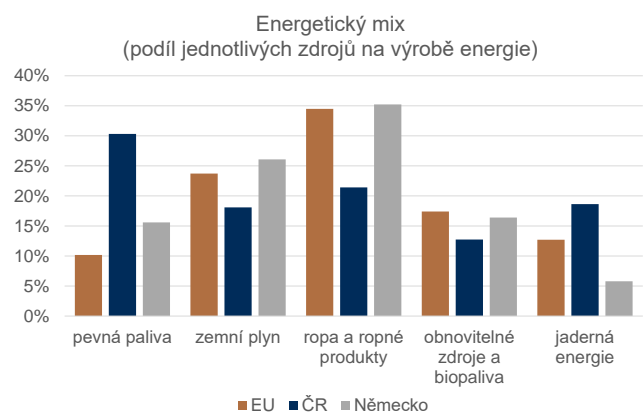
Rusko již od dubna omezuje dodávky plynu do Evropy přes plynovod Jamal. Zastavení plynovodu Nord Stream 1 by znamenalo vážný problém.



trvá. Gazprom ve středu 27. 7. opět snížil dodávky plynu na pětinu kapacity plynovodu.

Evropa je klíčově závislá na dovozu svých nejdůležitějších zdrojů energie, mezi které plyn patří. (Z plynu se vyrábí téměř čtvrtina energie v EU.) EU dováží 80 % své spotřeby plynu a z toho 40 % právě z Ruska. Podle nejnovějších odhadů Evropské komise by přerušení

Zemní plyn je klíčový zejména pro Německo.



Zdroj: Eurostat

dodávek ruského plynu do EU znamenalo snížení HDP o 1,5 %. To nám připadá jako poměrně optimistický výhled, protože sekundární dopady nedostatku plynu zejména ve formě dopadu na spotřebu domácností mohou být výraznější. Otázkou ale také zůstává, jak velký bude přímý dopad do průmyslu a jak moc budou domácnosti ochotny vzdát se svého komfortu (snížení teploty vytápěných domácností bude záležet na vůli domácností, zatímco vytápění veřejných prostor může být sníženo direktivně) ve prospěch zachování některých průmyslových provozů. Šetření energiemi v domácnostech samozřejmě recesi neodvrátí, ale může zmírnit její hloubku.

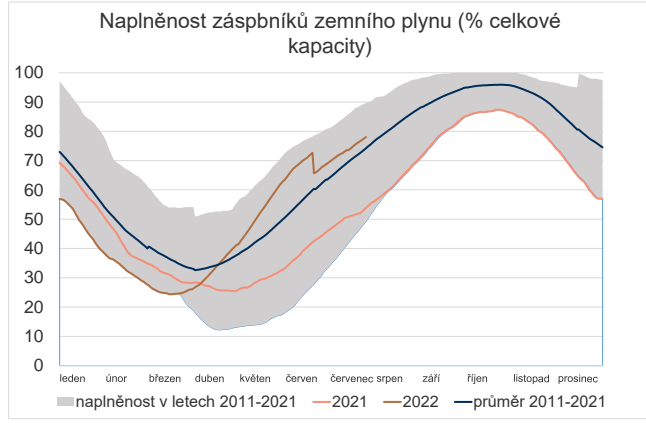
Česká ekonomika je jednou z nejvíce citlivých zemí na výpadky dodávek plynu

I když by se na první pohled mohlo zdát, že Česká republika se svým energetickým mixem, kde významnou roli hrají pevná paliva a jaderná energie, nebude jednou z nejpostiženějších zemí EU, opak je pravdou. ČR je totiž na dovozu plynu z Ruska závislá téměř ze 100 %. Navíc plyn v zásobnících, které vlastní soukromé firmy RWE Storage a MND (stát nouzové zásoby nemá), mají kapacitu 3 mld. m³, tedy asi třetinu spotřeby ČR v roce 2021. Vnitrozemská poloha neumožňuje České republice vybudovat terminály na LNG, přestože jednání o spolupráci s Nizozemskem v tomto ohledu pokročila. Podíl na



plovoucím importním LNG terminálu by měl pokrýt zhruba třetinu spotřeby.

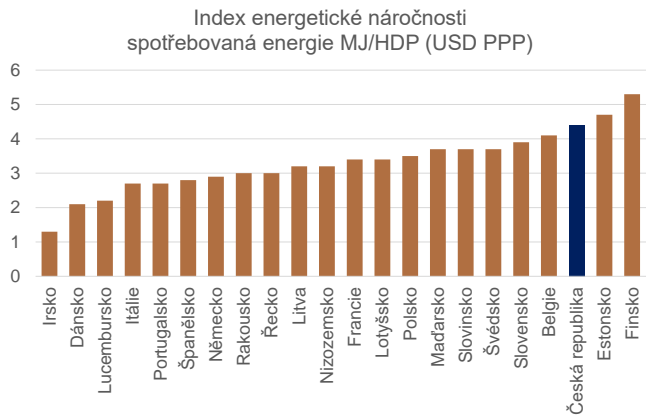
Naplněnost zásobníků je na 78 %, ale na pokrytí potřeb ČR by zdaleka plyn bez dalších dodávek nestačil.



Zdroj: GIE databáze

Česká republika se navíc vyznačuje větší energetickou náročností než průměr zemí EU a vyšším podílem průmyslu závislého na plynu.

Česká republika se vyznačuje vysokou energetickou náročností.



Zdroj: IEA

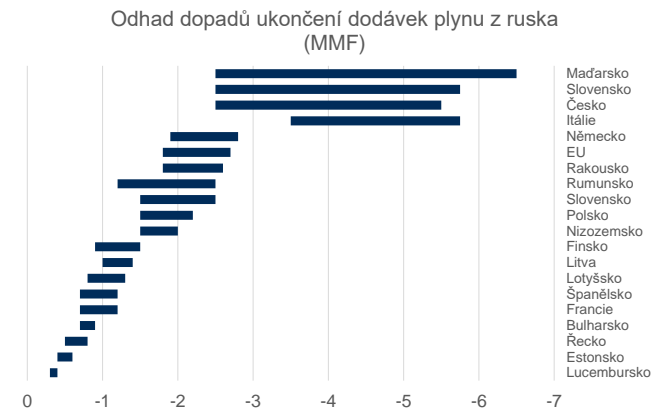
Makroekonomický dopad výpadků dodávek plynu na českou ekonomiku

Dopady případných výpadků dodávek plynu na českou ekonomiku by se projevily jak přímo nutností omezovat výrobu závislou na plynu (nabídkový šok), tak i nepřímo v navazujících odvětvích, ale rovněž přes sníženou spotřebu domácností a zvýšenou nejistotu, která obecně negativně ovlivňuje investice. Jak velký bude konečný efekt případných výpadků dodávek plynu, je velice nejisté a do značné míry závislé i na načasování. Čím později k přerušení nebo dokonce ukončení dodávek plynu z Ruska dojde, tím více času bude Česká republika mít na dojednání alternativních dodavatelů.

Nepřímý efekt zvyšování cen nejen energií se projevuje nižším disponibilním důchodem domácností a snížením konečné spotřeby. Poslední čísla z maloobchodu ukazují, že poptávka domácností již opravdu začíná zpomalovat a konjunkturální indikátory ukazují spotřebitelskou náladu v blízkosti historických minim, kde se pohybovala jak při pandemii v roce 2020, tak při dluhové krizi v roce 2012. Propad spotřeby, jakého jsme byli svědky během pandemie, kdy spotřeba v meziročním srovnání poklesla ve 2. čtvrtletí 2020 o více než 10 %, neočekáváme. Pokles spotřeby by se mohl podobat spíše situaci při dluhové krizi, tedy okolo 1 % y/y. Kvantifikace dopadů do konečné spotřeby je nicméně složitá. Lze s velkou pravděpodobností očekávat, že dopady vysokých cen energií na domácnosti budou do jisté míry tlumeny fiskální politikou. Spotřebu domácností by také měla v ČR podporovat přetrvávající dobrá situace na trhu práce, kde počet nabízených míst stále vysoce převyšuje počet nezaměstnaných. V neposlední řadě naakumulované úspory v době covidu by také měly tlumit efekt vysokých cen, i když tyto úspory nejsou ve společnosti rozloženy rovnoměrně a nízkopříjmové domácnosti je zpravidla nemají.

Podle odhadů IMF by dopad ukončení dodávek plynu z Ruska do ČR (bez přerozdělování v rámci EU) způsobil propad českého HDP až o 5,5 %.

Výpadky dodávek plynu by měly rozdílný dopad na různé země. Česká republika by byla jednou z nejzasáženějších.



Zdroj: MMF

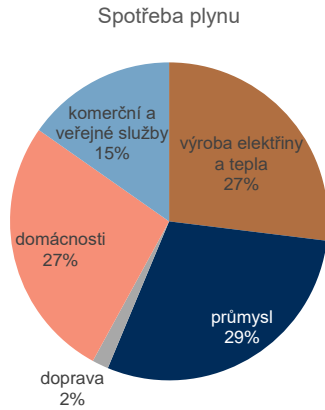
Přímé dopady výpadků dodávek plynu by nejvíce pocítila výroba nekovových minerálů, potravinářský a chemický průmysl

V České republice 27 % zemního plynu odebírají domácnosti na vytápění a dalších 27 % připadá na teplárny a elektrárny. Komerční a veřejné služby spotřebovávají 15 % plynu a 29 % průmysl. V případě výpadků dodávek by byly prioritně zajištěny právě dodávky plynu do domácností a krátily by se především dodávky do průmyslu. Největší



podíl na spotřebě zemního plynu má kromě tepláren výroba nekovových minerálů, jako jsou například sklo, cement, vápno či omítky, výpadkem plynu by tak byl

Na průmyslovou výrobu připadá téměř 30 % celkové spotřeby zemního plynu.



Zdroj: ČSÚ

bezespory zasažen i stavební průmysl. Dalším významným odvětvím je výroba potravin nebo chemický a petrochemický průmysl. Pokud by výroba v 10 nejvíce náročných odvětvích na plyn s výjimkou potravinářského průmyslu a výroby tepla (zde můžeme předpokládat, že by dodávky plynu přerušeny nebyly) poklesla o ¼, HDP České republiky by poklesl o 2,5 %. Tento zjednodušený pohled ukazujeme jen pro hrubou představu. Celkové dopady by mohly být větší kvůli nepřímým dopadům do dalších odvětví, ale i menší v případě, že by došlo ke snížení spotřeby plynu například u domácností nebo byly zajištěny dodávky z alternativních zdrojů.

Největší spotřebu plynu vykazuje kromě tepláren výroba nekovových minerálů, potravinářský a chemický průmysl.



Zdroj: ČSÚ

Výpadek dodávek plynu by v některých činnostech mohl být s většími či menšími náklady nahrazen elektrickou energií, její cena by ale v případě odstávek plynu zcela jistě dále vzrostla. Výpadky energií se jeví jako velmi málo

pravděpodobné. Plyn se na výrobě elektřiny podílí zhruba 4 %.

Kde vzít plyn pro Evropu, když ne z Ruska?

Krátkodobě výpadek dodávek plynu z Ruska způsobí české ekonomice i celé EU ztráty, kterým do jisté míry nelze zabránit. Velkou roli budou hrát úspory (snižování teploty vytápěných budov, ale i omezování některých průmyslových provozů) a také částečné navýšení importu pomocí stávající infrastruktury (z Kataru a Egypta (LNG) i Alžírsku (plynovod)). Aktuální plán Evropské komise počítá s nahrazením 2/3 importů z Ruska (100 mld. m³) do konce tohoto roku (z toho 60 mld. m³ připadá na navýšení dodávek LNG).

Z dlouhodobého pohledu se nabízí otázka, do jaké míry nahradit plyn alternativními zdroji energie a do jaké míry hledat nové dodavatele plynu včetně možnosti budování nových plynovodů. Do roku 2030 EU plánuje zvýšit podíl obnovitelných zdrojů na výrobě energie ze současných 17 % na 45 %, tento nárůst ovšem nebude nahrazovat pouze plyn, ale zejména uhlí, které v energetickém mixu EU zabírá stále kolem 10 %, a v případě Německa i uzavírané jaderné elektrárny. Navíc plynové elektrárny mají výhodu flexibility a umožňují pružně reagovat na odběrové špičky. Plyn tedy bude i nadále součástí energetického mixu.

Snižit dodávky plynu lze také úsporami. Úspory ve spotřebě plynu lze v delším horizontu dosáhnout i méně nepříjemným způsobem než snižováním teploty v budovách, tedy jejich renovací. Plán EU je snížit spotřebu energií do roku 2030 o 9 %.

Z dlouhodobého pohledu šance na ukončení závislosti na Rusku bezespory existuje. EU bude nucena v tomto směru jednat koordinovaně. I když lze v některých případech plyn nahradit jinými zdroji energie, jinde může být náhrada neefektivní, příliš drahá nebo nemožná. Odkud tedy může EU dovážet plyn? Zajisté by diverzifikace měla být jednou z hlavních charakteristik nového uspořádání, tzn. výstavba LNG terminálů v kombinaci s plynovody i hledáním alternativních zdrojů energie.

Přestože Evropa bude hledat alternativní zdroje energie, je vysoce nepravděpodobné, že by se plynu vzdala úplně. Místo Ruska tak bude muset shánět nové dodavatele. Největší ložiska plynu má po Rusku Irán, Katar, Saúdská Arábie nebo Turkmenistán. Ze západního pobřeží Kaspického moře již existuje infrastruktura plynovodů vedoucích do Evropy, chybí ale plynovod z Turkmenistánu přes Kaspické moře, který by mohl dopravovat zásoby turkmenského plynu do Evropy. Budování nového plynovodu je jednou z alternativ, jak se zbavit závislosti na Rusku, otázkou ale je, zda autoritativní turkmenský režim může být solidním dodavatelem plynu pro Evropu.



Maloobchodní tržby klesají, ale poptávka po službách zůstává silná. Zároveň průmyslová produkce i stavebnictví pokračují v růstu a situace je příznivá také na trhu práce. Má se ČNB obávat, že krocení inflace pomocí dalšího zvýšení úrokových sazeb by ekonomiku poslalo do recese? Zdá se, že nová bankovní rada tyto obavy má.

Ekonomická aktivita

Dynamika maloobchodních tržeb v květnu viditelně zeslábla. Meziroční pokles o 6,9 % byl sice ovlivněn vysokou srovnávací základnou loňského května, kdy po uvolnění pandemických opatření docházelo k realizaci odložené spotřeby, ale ztráta dynamiky je vidět i na meziměsíčních číslech. Meziměsíční pokles o 2,3 % znamená návrat pod předpandemické hodnoty. Zdá se, že vysoká inflace a snížená spotřebitelská důvěra se postupně začínají projevovat i v reálné spotřebě. Pesimismus ohledně domácí spotřeby tlumí výsledky sektoru služeb, kde poptávka zatím neklesá. Meziměsíčně tržby ve službách stagnovaly, meziročně vzrostly o téměř 12 % a drží se 4 % nad předpandemickými hodnotami. I přes slabší květnový maloobchod výsledky HDP za 2.čtvrtletí byly nad očekávání. Meziroční růst 3,6 % táhly zejména spotřeba domácností a investice.

Květnové statistiky průmyslu a stavebnictví vyzněly vesměs pozitivně. Meziroční růst o 3,3 % pro průmysl znamená, že i přes trvající problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích se pohybuje 1 % nad úrovní roku 2019. Také stavebnictví pokračuje v růstu, a to jak díky pozemnímu stavitelství (3,5 % y/y), tak díky inženýrskému stavitelství (2,8 % y/y). Zajímavé byly i statistiky o počtu nově zahájených bytů, které překračují historické rekordy, zatímco dokončené byty zatím zaostávají. A právě dokončování nových bytů by mohlo v prostředí chladnoucí ekonomiky vytvářet postupně tlak na pokles cen nemovitostí.

Počet zahájených bytů trhá historické rekordy.



Inflace a centrální banka

Meziroční růst spotřebitelských cen nadále zrychluje. V červnu dosáhl 17,2 %. Nejvíce k meziročnímu růstu cen opět přispěl oddíl bydlení, voda, energie, paliva (6,1 pb). Značným dílem přispěly i potraviny (3,1 pb) nebo doprava (2,4 pb). Cenové tlaky jsou ale patrné napříč spotřebitelským košem. Inflace sice v nejbližších měsících ještě poroste, ale tempo růstu by měl tlumit efekt srovnávací základny i obavy z recese, které mohou přispět ke korekci nedávno zvýšených cen. Naopak ceny energií budou i nadále působit proinflačním směrem.

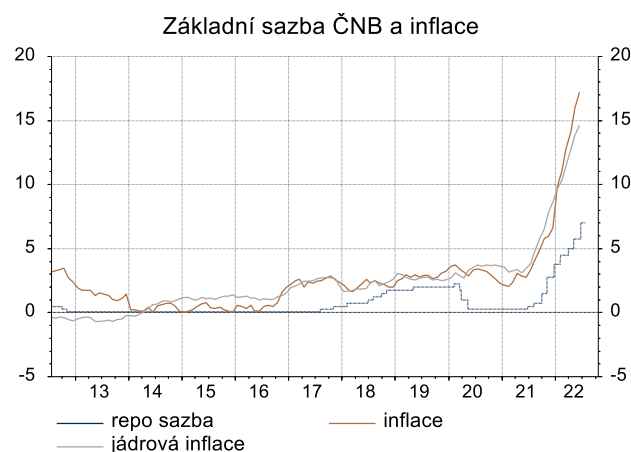
Jaká bude reakce nové bankovní rady na vyšší inflaci lze těžko odhadovat. Nová prognóza, kterou bude mít bankovní rada k dispozici na zasedání 4.8. zřejmě přehodnotí výhled inflace směrem nahoru a spolu s ním i doporučení na další zvyšování sazeb. Argumentovat ve prospěch stabilních sazeb bude velice obtížné, ovšem tento scénář s novou bankovní radou není vyloučený. Aleš Michl s Oldřichem Dědkem pro stabilní sazby hlasovat budou. Tomáš Holub a Marek Mora budou hlasovat pro zvýšení sazeb. Rozhodující budou hlasy 3 nových členů bankovní rady. Poslední vystoupení viceguvernerky Evy Zamrazilové vyznělo spíše v holubičím duchu a stejně opatrně se vyjadřoval i Jan Frait. My očekáváme na srpnovém zasedání stabilitu sazeb.

Zároveň bude ČNB pokračovat v intervencích na koruně. I přes masivní intervence je ale koruna stále slabší, než odhadovala poslední prognóza (24,6 vs. 23,90 EUR/CZK), a aby se kurz promítl do cenové hladiny, muselo by být posílení znatelnější. Bývalý guvernér Rusnok odhadoval, že posílení koruny o 10 % sníží inflaci o 1–2 pb, což by znamenalo posílení ke 22 EUR/CZK.

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.

Sazby ČNB jsou v reálném vyjádření stále negativní.



Předstihové indikátory se zhoršují, nálada spotřebitelů klesá, ale inflace stále roste. Za těchto podmínek přichází ECB s prvním zvýšením sazeb o 50 bazických bodů.

Ekonomická aktivita

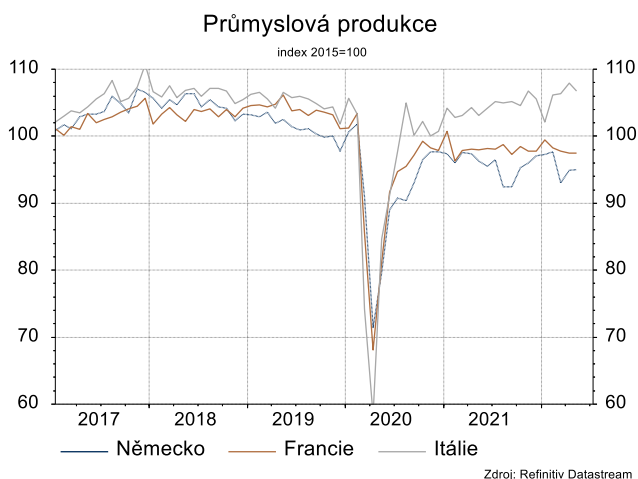
Průmyslová výroba v květnu meziročně vzrostla o 1,6 %. To na první pohled nevypadá jako špatný výsledek, ale detailnější pohled ukazuje, že za polovinou růstu stojí Irsko s tradičně volatilními průmyslovými statistikami, zatímco klíčové Německo podstatně zaostává a jeho průmyslová výroba zůstává 5 % pod předpandemickými úrovněmi.

Rostoucí trend vykazují prozatím i maloobchodní tržby, které meziročně vzrostly o 0,2 %. Růst táhla spotřeba nepotravinářských produktů, zatímco tržby za prodej potravin a nápojů klesaly již druhý měsíc v řadě. Soudě podle indexů spotřebitelské důvěry by v dalších měsících měly maloobchodní tržby směřovat spíše dolů.

Také ostatní indikátory důvěry dále klesají. Index ZEW skončil hluboko pod očekáváním na hodnotě -53,8, kde se naposledy pohyboval za dluhové krize v roce 2011. Také index Ifo se propadá.

Podle předběžných výsledků indexů nákupních manažerů PMI ekonomika eurozóny klesá. Kompozitní PMI se v červenci po 17 měsících dostal pod hladinu 50 (49,4), značící pokles ekonomické aktivity v porovnání s předchozím měsícem. Z regionálního pohledu dopadlo nejhůře Německo, kde PMI spadl na 48 – nejnižší úroveň od června 2020. Ze sektorového hlediska propadl táhl zpracovatelský průmysl, který stále bojuje s problémy dodavatelsko-odběratelských řetězců, ale zpomaluje rovněž sektor služeb. Červencové hodnoty PMI nemusí nutně znamenat počátek recese v eurozóně, ale červencové zvýšení sazeb ECB i další plánované utahování měnové politiky rizika recese zvyšují.

Německá průmyslová výroba stále zaostává.



Inflace a centrální banka

ECB zvýšila sazby o 50 bb. Konsenzuální očekávání trhu bylo 25 bb, s ohledem na prohlášení po červnovém zasedání s jednoznačným plánem na zvýšení sazeb o 25 bb.

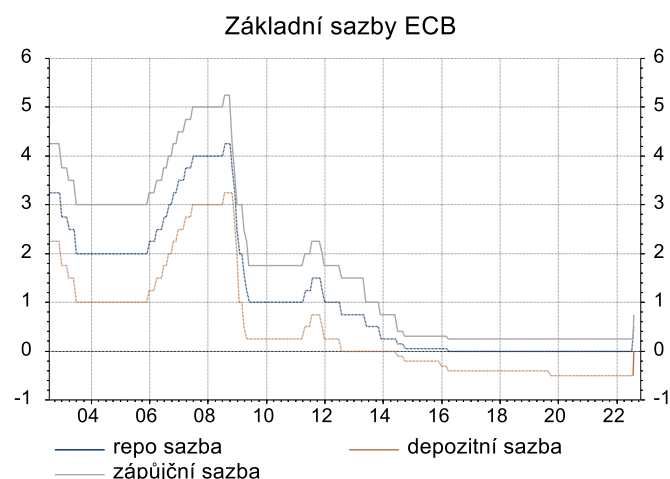
Trh okamžitě zareagoval rychlým posílením eura, ale na tiskové konferenci prezidentka Lagarde nebyla dostatečně jestřábí, a euro tak své zisky smazalo. Lagarde na tiskové konferenci vysvětlovala vyšší než očekávané zvýšení sazeb realizací inflačních rizik a několikrát zdůraznila, že rozhodnutí bylo jednomyslné. Konkrétněji ale o budoucích krocích nehovořila s tím, že rozhodování bude závislé na datech. V září bude mít Rada guvernérů k dispozici novou prognózu. Zvyšování sazeb je téměř jisté, jeho velikost nikoliv. Domníváme se, že by mohlo dojít k dalšímu zvýšení o 50 bazických bodů.

Kromě zvyšování sazeb Rada guvernérů schválila nástroj, kterým bude bojovat proti tzv. fragmentaci, tedy rozšiřování spreadů mezi výnosy dluhopisů některých zemí. Nový nástroj se jmenuje Transmission Protection Instrument (TPI) a nápadně se podobá instrumentu OMT (Outright monetary transaction), který vyhlásil Draghi v červenci 2012 v projevu, kdy ujišťoval trhy, že ECB udělá pro záchranu eura cokoliv. Pro úplnost dodejme, že OMT nebylo nikdy použito. V rámci TPI bude ECB nakupovat v podstatě neomezeně dluhopisy jednotlivých států (za určitých podmínek, například udržitelných veřejných financí) se splatností 1–10 let. Je velice pravděpodobné, že politická situace v Itálii v kombinaci s rychlejším zvyšováním eurových sazeb přiměje ECB tento nástroj nakonec použít.

Rizika

Největším rizikem je pro EMU přerušení dodávek plynu, které je i navzdory obnovení dodávek přes Nord Stream 1 stále aktuální. Další riziko vidíme v silících inflačních tlacích v kombinaci se zhoršující se ekonomickou situací, která bude ztěžovat rozhodování ECB.

ECB poprvé po 11 letech zvýšila sazby.



Spojené státy americké

USA se poté, co ve druhém čtvrtletí HDP klesl o 0,9 % mezičtvrtletně (SAAR), v prvním pololetí dostaly do technické recese. Je ovšem málo pravděpodobné, že toto období bude oficiálně označeno za recesi. Fed na svém červencovém zasedání v souladu s očekáváním zvýšil sazby. Podobně jako ECB se teď bude řídit aktuálním vývojem ekonomiky tak, jak ho budou indikovat zveřejňovaná data. Na příštím zasedání FOMC je sice nejpravděpodobnější zvýšení sazeb o 50 bb, ale ani 75 bb se nedá úplně vyloučit.

Ekonomická aktivita

Trh práce zůstává i nadále velmi silný. Míra nezaměstnanosti se drží poblíž dlouhodobých minim. Pořád trvá historicky velmi vysoká poptávka po pracovní síle (JOLTS). Ukazatele trhu práce jsou však zpožděné vůči ekonomickému cyklu. Finanční trh, který se stále více obává recese, mnohem pozorněji sleduje růstové ukazatele, především indexy nákupních manažerů. A předběžný PMI za červenec obavy posílil, protože ve službách došlo k nečekanému propadu do kontrakce (pod hranici 50). Obavy o sílu americké ekonomiky potvrdily i první údaje o vývoji HDP ve druhém čtvrtletí. Pokles způsobily slabé nákupy zboží (příspěvek -1,1 pb), fixní investice (-0,7 pb), zásoby (-2,0 pb) a spotřeba vlády (-0,3 pb). Čistý zahraniční obchod přispěl pozitivně (1,4 pb), stejně jako výdaje za služby (1,8 pb). U zboží neobvykle výrazně poklesly zejména výdaje na jídlo (-0,65 pb). Výrazně také poklesly výdaje na rezidenční výstavbu (-0,7 pb), což potvrzuje už jinými údaji indikovanou slabost sektoru rezidenčního bydlení. U služeb bylo silné zdravotnictví (+0,4 pb) a restaurace a ubytování (+0,6 pb). Stejně jako v prvním čtvrtletí byl hodně důležitý negativní příspěvek zásob, ale ten byl tentokrát skoro kompenzován pozitivním příspěvkem zahraničního obchodu. Slabost ekonomiky je tak ve druhém čtvrtletí výraznější (struktura

HDP horší), než byla v prvním čtvrtletí. Svědčí o tom i to, že čisté domácí prodeje soukromým spotřebitelům (jako ukazatel síly domácí poptávky) stagnovaly, zatímco v prvním čtvrtletí rostly o 3 %. Jde ovšem jen o první odhad, revize mohou obrázek vylepšit.

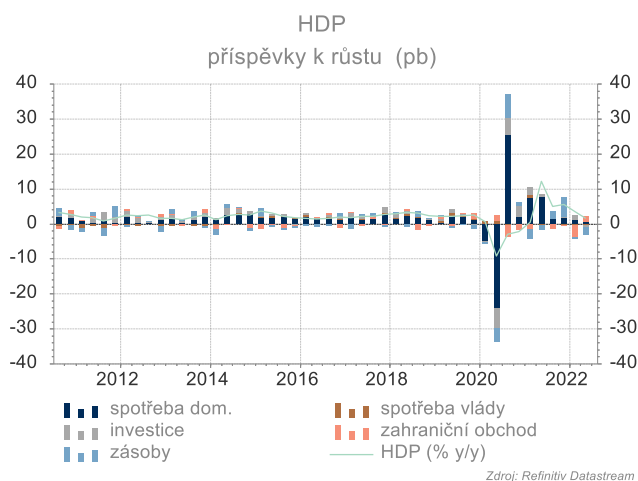
Inflace a centrální banka

Inflace se nelepší. V červnu překonala očekávání jak celková, tak jádrová inflace a jediným drobným pozitivem je mírné zpomalení jádrové inflace. Struktura inflace však stále ukazuje na široce založené inflační tlaky. Na druhou stranu pokles cen ropy a následně benzínu povede k tomu, že celková inflace za červenec bude vypadat lépe. Fed se ocitá čím dál více v kleštích – na jedné straně riziko vzniku inflační spirály (očekávání, mzdy), na druhé straně hrozba recese. Logickým řešením, kterého se Fed drží, je zvýšit sazby co nejrychleji, aby se na vrchol cyklu úrokových sazeb dostal dříve, než ekonomika začne opravdu výrazně zpomalovat. To by mělo dvě výhody: dostatečnou protiinflační razanci a prostor pro postačující snížení sazeb, pokud by skutečně došlo k recesi. Další vývoj sazeb je ovšem momentálně hodně nejistý a trh může výrazně měnit svůj názor na základě zveřejňovaných dat. To s sebou nese riziko vysoké volatility na finančních trzích.

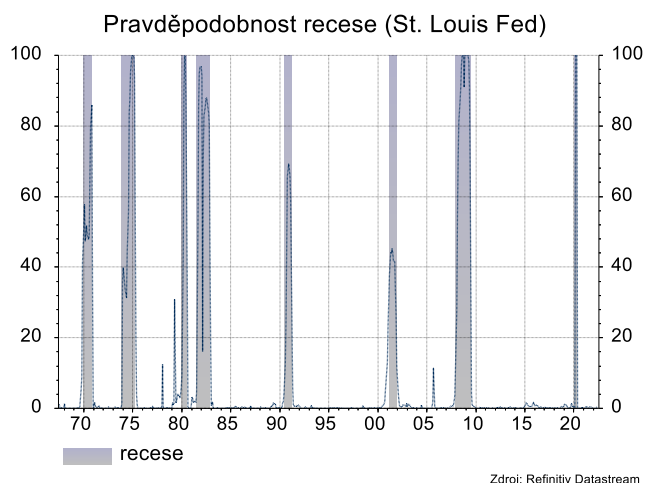
Rizika

Těžiště vnímaného rizika se přesunuje od inflace k růstu. Trh se stále více obává recese a předpokládá, že kombinace utaženější měnové politiky Fedu a zpomalení ekonomiky pomohou inflaci zvládnout. Protože ekonomické zpomalení bude s velkou pravděpodobností globální, mělo by pomoci utlumit inflační tlaky u komodit, což by mělo pomoci výrazně snížit celkovou inflaci. Situaci však komplikuje geopolitika a z ní plynoucí rizika dalšího narušení dodávek klíčových surovin. Nezanedbatelným rizikem je i negativní dopad vln epidemie covidu-19 na čínskou ekonomiku a obecně rizika pro její stabilitu. Hlavní riziko je tedy slabý růst a menší než nyní očekávané zvýšení sazeb.

USA byly v prvním pololetí v technické recesi.



Recese tak, jak ji definuje NBER, momentálně není.



EUR/USD

Na začátku července se kurz eura k dolaru propadl pod technickou hladinu podpory 1,04. Tu kurz opakovaně testoval už od června. Proražení této hladiny otevřelo cestu k rychlému posílení kurzu k paritě. Ta byla v polovině měsíce otestována, ale kurz se pod ní neudržel a po korekci se usadil v okolí 1,02. K proražení hladiny 1,04 pomohla dolaru kombinace agresivního Fedu a opatrné ECB. Účinek této kombinace ještě zesiluje větší obava z recese v Evropě než v USA. EU je ohrožena energetickou krizí, kterou ještě zhoršuje hrozba úplného přerušení dodávek plynu z Ruska. Dalším faktorem znevýhodňujícím EU je riziko opětovného propuknutí dluhové krize, tentokrát v hlavní roli s Itálií. Na druhou stranu je dolar již značně silný a ECB nakonec přišla s rychlejším než očekávaným utahováním měnové politiky. Kombinace Fedu blížícího se k vrcholu cyklu úrokových sazeb a ECB cyklus právě rozjíždějící by mohla znamenat konec trendu posilování dolaru. Není to však ani zdaleka jisté. EMU je především více než USA ohrožena recesí kvůli dopadům války na Ukrajině. Navíc bude ECB brát ohledy na fiskálně slabé státy. Další posílení dolaru tedy nelze vyloučit, i když by pravděpodobně mělo být jen relativně krátkodobé. Z dlouhodobého hlediska čekáme normalizaci, a tedy návrat eura na silnější úroveň.

EUR/CZK

Pohyby české koruny stejně jako v červnu i v červenci určovala ČNB svými intervencemi. Bankovní rada v novém složení tak navázala na kroky svých předchůdců a v intervencích pokračovala, zřejmě s ještě větší intenzitou. ČNB zveřejňuje statistiky intervencí až s dvouměsíčním zpožděním, proto není zatím jasné, kolik ČNB již na intervencích utratila. Poslední známá čísla za květen ukázala prodeje EUR v objemu 3,5 mld.

Očekáváme, že ČNB zůstane i nadále aktivní na devizovém trhu. Aktuální velikost devizových rezerv 151 mld. EUR dává prostor pro pokračování v intervencích. Předpokládáme ale, že intervence budou používány pouze ke stabilizaci kurzu okolo stávajících hodnot přibližně 24,6 EUR/CZK. Výraznější posilování není podle našeho názoru pravděpodobné. Takové přetahování s trhem by mohlo ČNB stát velkou část rezerv a nakonec ji donutit marný boj vzdát. Náš základní scénář počítá v příštích měsících s víceméně stabilním kurzem koruny vůči euru.

Dluhopisy

Dluhopisový trh v USA zásadně ovlivnil prudký obrat Fedu k ještěřábí měnové politice a z toho plynoucí obavy z přestřelení utažení měnové politiky a následné recese. Na trhu se to v červenci projevilo protichůdným pohybem krátkého a dlouhého konce výnosové křivky, kdy její krátký

konec poměrně výrazně rostl a dlouhý naopak klesal. Už v prvním týdnu měsíce se tak výnosová křivka dostala do inverze, což jen dále přivilo obavy z recese. K poklesu dlouhého konce výnosové křivky přispěla zejména podstatně nižší inflační očekávání. Požadovaný reálný výnos (výnos inflačně chráněného dluhopisu) klesá jen mírně a na konci července se pohyboval poblíž 0,5 %, což je stále podstatně více, než bylo -1 % na začátku letošního roku. V měsíčním horizontu by měla trh ovlivňovat především obava z recese. Podle toho, jak intenzivní bude, se bude řídit tlak na další pokles dlouhého konce křivky. V delším časovém horizontu bude pro krátký konec křivky klíčová kombinace vývoje inflace a očekávané reakce Fedu na tento vývoj a pro dlouhý konec i nadále vyhlídky růstu ekonomiky.

Německá výnosová křivka má k signalizování recese daleko, což souvisí s podstatným rozdílem v chování centrálních bank. Zatímco Fed zvedá sazby velmi rychlým tempem už několik měsíců, ECB se rozhoupala k prvnímu zvýšení až na svém červencovém zasedání. Krátký konec křivky je ovlivněn především sazbami centrální banky, nerostl proto ani zdaleka tak rychle jako v USA. Dlouhý konec, který odráží především očekávání ohledně inflace a chování centrální banky v delším časovém měřítku, prošel nejprve fází normalizace po propadu způsobeném pandemií a nyní začíná odrážet obavy z negativního vývoje ekonomiky způsobeného především energetickou krizí. Silící obavy z recese by měly při ovlivňování dluhopisového trhu stále výrazněji převažovat nad aktuální inflací. To by mělo držet výnosy relativně nízko, a pokud by vyhlídky pro růst byly obzvláště špatné, vést i k jejich dalšímu poklesu.

U českých dluhopisů došlo v průběhu července k podstatnému prohloubení inverze výnosové křivky. Stejně jako v EMU je krátký konec křivky bezprostředně ovlivňován vývojem sazeb centrální banky a dlouhý konec střednědobým a dlouhodobým výhledem sazeb a inflace. Protože se kvůli velmi vysoké inflaci stále spekuluje o možnosti dalšího růstu sazeb, drží se krátký konec stabilně vysoko. Dlouhý konec je pod vlivem obav ze zpomalení ekonomiky až recese a také pod vlivem vývoje na hlavních trzích. Proto výnosy na dlouhém konci výnosové křivky poměrně výrazně klesly (zhruba 60 bb). Pro vývoj na krátkém konci křivky bude v měsíčním horizontu klíčové zasedání ČNB 4. srpna. Poprvé budou hlasovat tři noví členové bankovní rady, což by mělo pomoci vyjasnit jejich přístup k měnové politice, a tedy také pravděpodobný další vývoj českých úrokových sazeb. Dluhopisový trh může být zvýšeně citlivý na makroekonomická data zveřejňovaná v průběhu měsíce, obzvláště pokud by bankovní rada naznačila, že bude podobně jako ECB určovat další postup podle vývoje ekonomiky. Data budou vedle vývoje v zahraničí hodně důležitá i pro dlouhý konec, především růstové ukazatele, ze kterých se bude vyvozovat závažnost hrozby zpomalení ekonomiky. Míra zpomalení ekonomiky pak bude podstatně



ovlivňovat i vývoj v dlouhodobém horizontu. Vedle tohoto faktoru bude působit i objem emisí dluhopisů. Vzhledem k navrhovanému zvýšení plánovaného schodku státního rozpočtu by totiž mohl být navýšen objem emitovaných dluhopisů, což by mohlo mírnit tlak na pokles dlouhého konce křivky.

Akcie

Americké akcie v průběhu července pokračovaly v korekci, kterou zahájily v polovině června. Trh je aktuálně v konsolidační fázi po předchozím výrazném poklesu a snaží se vyhodnotit rizika recese, především jak bude dlouhá a hluboká, další vývoj měnové politiky Fedu a následně dopad těchto ekonomických faktorů na výkonnost společností. Proto je trh stále velmi citlivý na negativní signály. Pro další vývoj bude velmi důležitá probíhající výsledková sezóna, která ukáže, jak jednotlivé společnosti zvládají zhoršující se ekonomické klima. Část investorů se také snaží dívat se za horší období, kterým nyní procházíme, a vyhodnotit výnosové a růstové předpoklady jednotlivých společností v dlouhodobém horizontu. Rizikové akcie však stále nejsou v oblibě, především pokud se u nich kombinuje riziko se slabými hotovostními toky. Podle našeho názoru bude tato situace pokračovat střednědobě, přičemž riziko je výrazně na straně dalšího poklesu. K trvalejšímu růstu by se trhy mohly vrátit v příštím roce, půjde-li všechno dobře.

Pražskou burzu bude v srpnu ovlivňovat výsledková sezóna. Tu zahájí Moneta: výsledky bude zveřejňovat hned 1. 8. a 3. 8. Následovat bude Erste bank, respektive Komerční banka. Další důležitá emise ČEZ bude zveřejňovat výsledky 9. 8.

Pro český akciový trh bude mimořádně důležitě sledovat politiku, protože jsou tu silné náznaky zavedení sektorových daní, a to jak u bank, tak u energetických firem. Díky silnému zastoupení těchto firem v indexu by případné zavedení takové daně mohlo znamenat nepříjemný vývoj jednotlivých akcií i indexu. Predikovat takové rozhodnutí je složité. Zároveň politici mluví o případném zestátnění ČEZu, takže témat je u českých akcií hodně a bohužel to spíše generuje nejistotu než jistotu. Další vývoj je tedy velmi nejistý, a to i v kontextu budoucího vývoje ekonomiky, případné změny postoje ČNB a rovněž budoucího vývoje indexů v USA a EU.

Kredit

Stoicky klidné vody kapitálových trhů v červenci obvykle nečeří ani ty nejmenší dluhopisové mřenky. Emitenti, bankéři, investoři, a dokonce i zaměstnanci regulátora vybírají zaslouženou dovolenou po prvním, často hektickém vrcholu sezóny. Letos je ale všechno úplně jinak. Doba úpisu se protahuje ze dnů na týdny, kreditní spready se předhánějí v růstu s referenčními sazbami a zásadní proměnou prochází i apetit investorů. Dříve

nenáviděné hnědouhelne elektrárny jsou rázem v kurzu a piedestal opouštějí sektory napojené na transport a distribuci zemního plynu. Loňská rekordní tuzemská korporátní duální emise společnosti Net4Gas padá podobně jako eurové emise společnosti EP Infrastructure, případně EU Stream. Pod tíhou očekávaného útlumu dodávek plynu z Ruska tak nejsou výjimkou ani 10% kreditní marže. Bude zajímavé sledovat, jak se uvedené trendy projeví na probíhající nabídce dluhopisů EPH. Silné trio ČS, KB a UniCredit Bank se do poloviny srpna pokusí umístit minimálně 1 mld. Kč pětiletého dluhopisu s výnosem 8 %. V případě zvýšené poptávky může být emise navýšena až na 2,5 mld. Kč, a plně by tak společnost kompenzovala objem, který EPH vynaložil na červencové splacení dluhopisů vydaných v roce 2018.

V tomto nehostinném prostředí je až malým zázrakem, že se KB a UniCredit podařilo v rámci dobrovolné nabídky na výměnu umístit celý očekávaný objem 1,37 mld. Kč dluhopisů společnosti HB Reavis s variabilním kupónem a kreditním spreadem 225 bb. Ještě o kousek vyšší objem prodala ČS s ČSOB pro zdravotnickou společnost EUC. Opět byla klíčem k úspěchu kombinace výměny původních dluhopisů doplněná o nabídku novým investorům. Celkový objem nového pětiletého dluhopisu tak narostl na 1,5 mld. Kč při variabilním kupónu s kreditním spreadem 200 bb. Rozpaky nicméně budí fakt, že mezi institucionální investory a klienty ze segmentu privátního bankovníctví byla umístěna pouhá polovina. Zbývajících 52 % zakotvilo v bankovních knihách, a vyvstává tak otázka, zda za relativním úspěchem transakce není nucené využití bankovních limitů samotných aranžérů.

Komodity

Cena ropy pokračovala v divokých výkyvech z předchozích měsíců i v červenci. Trend směřoval k nižším hodnotám. Už na začátku července se cena ropy dostala pod 100 USD/brl. Ve zbytku měsíce cena kolísala kolem této hodnoty v širokém rozmezí 90 až 110 USD/brl. Výrazné kolísání je způsobeno přetlačováním mezi dvěma klíčovými faktory: hrozbou nedostatečných dodávek kvůli dopadům války na Ukrajině na jedné straně a obavami ze zpomalení světové ekonomiky, a tedy z poklesu spotřeby ropy na druhé straně. Předpovídat další vývoj ceny ropy je proto nyní velmi obtížné. Pravděpodobně je, že budou pokračovat výrazné výkyvy. Náš aktuální hlavní scénář je kombinace relativně stabilních dodávek na trh a slábnutí světové ekonomiky. Cena ropy by tedy měla zůstat v krátkodobém a střednědobém horizontu relativně nižší a možný je i další, byť spíše jen mírný pokles. Výraznějšímu poklesu by měla bránit stále napjatá situace na straně produkce. Těžba v USA roste nadále jen velmi pomalu a je zřetelně pod úrovní před covidem. OPEC v čele se Saudskou Arábií také nijak nespěchá s dalším zvyšováním produkce a sama Saudská Arábie tvrdí, že je poblíž stropu své aktuální těžební kapacity. K příslibu

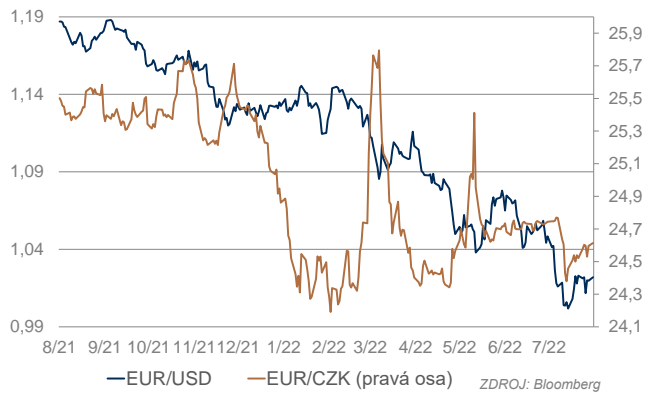


zvýšení těžby nepomohla ani návštěva prezidenta Bidena v této zemi. Na druhou stranu samozřejmě nelze vyloučit komplikace u některých států (Rusko, Írán, Libye) a prudký, i když dočasný růst ceny ropy. V delším časovém horizontu hrozí výrazný růst cen ropy kvůli odklonu od investic do produkce ropy, a tedy nedostatečnému růstu až poklesu její těžby v budoucnu. Tento efekt by mohl být rychlejší než dopad odklonu od jejího používání na její spotřebu.

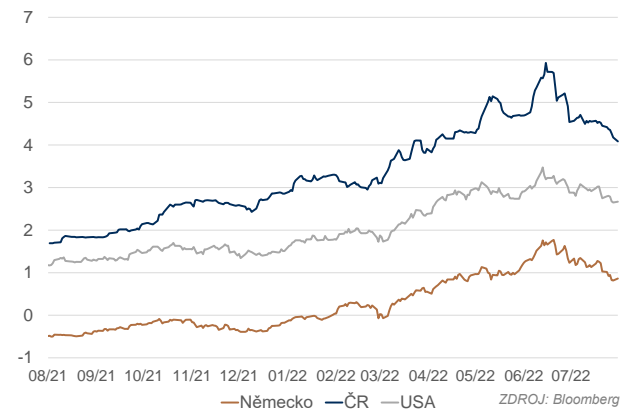
Cena zlata se na začátku července prudce propadla pod 1800 USD/oz, což souviselo se stejně prudkým posílením dolaru. Cena zlata je kótována v dolarech, ale zlato se zároveň snaží udržet si hodnotu i vůči dalším měnám. Proto pokud dolar posiluje, zlato většinou oslabuje a naopak. Cena zlata pokračovala v pomalém poklesu i po prvotním propadu. Tento pokles vyvrcholil krátkým propadem pod úroveň 1700 USD/oz. Zlato se však nad tuto úroveň rychle vrátilo a ve zbytku měsíce konsolidovalo. Růst sazeb by sice i nadále měl působit proti zlatu, zároveň se mu však začíná blýskat na lepší časy. Obavy z recese a pomalu, ale jistě se blížící obrát v měnové politice hlavních centrálních bank mu spolu se stále velmi nejistou a napjatou geopolitickou situací mohou více a více pomáhat. Prostor pro pokles by tedy už mohl být relativně omezený a výše uvedené faktory by mohly časem motivovat dostatek kupců na to, aby se cena začala vracet na vyšší úroveň.



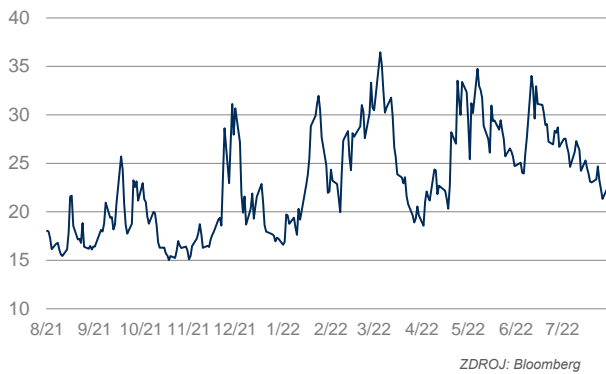
Devizové kurzy



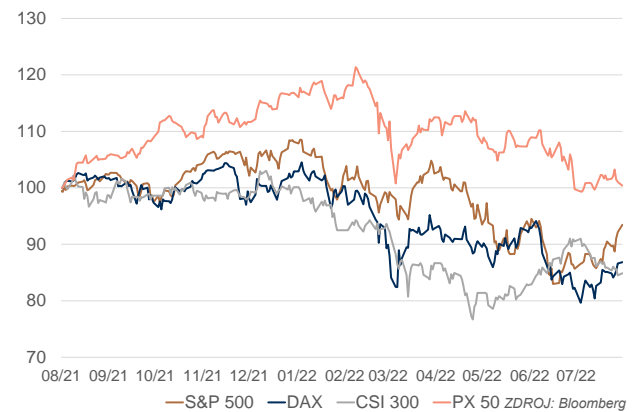
Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



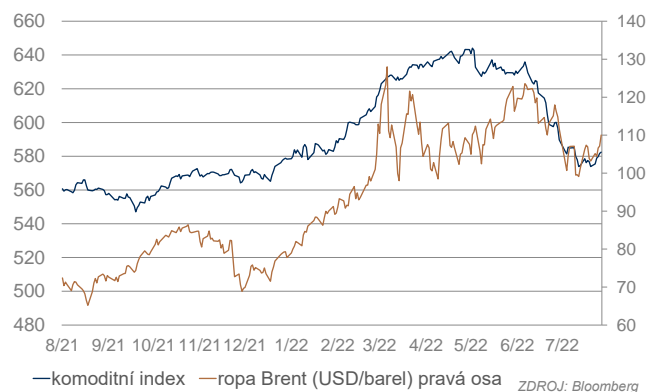
Aktiové indexy (1. 7. 2021 = 100)



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	1,50-1,75	2,25-2,50	3,00-3,25	↑	3,25-3,50	↑	3,00-3,25	↓
ECB	0	0	0,5	1,0	↑	1,0	→	1,0	→
ČNB	0,5	5,75	7	7,5	↑	7,5	→	5	↓
KURZY									
EUR/USD	1,19	1,04	1,02	1,00	↓	1,00	→	1,05	↑
EUR/CZK	25,5	24,7	24,6	24,6	→	24,5	↓	24,0	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	0,18	2,83	2,90	3,0	↑	2,8	↓	2,5	↓
US dluhopis 10y	1,22	2,88	2,66	2,5	↓	2,4	↓	2,3	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,76	0,52	0,33	0,8	↑	1,0	↑	1,5	↑
Něm. dluhopis 10y	-0,46	1,23	0,86	0,8	↓	0,5	↓	1	↑
České dluhopisy 2y	1,45	6,20	6,00	5,50	↓	5,3	↓	4,5	↓
České dluhopisy 10y	1,70	4,78	3,99	4,0	↑	3,8	↓	3,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	294,1	577,0	471,0	500,0	↑	450	↓	400	↓
EMU iTraxx 5y	235,0	588,7	508,7	520,0	↑	480	↓	370	↓
AKCIE									
S&P 500	4395,3	3825,3	4130,3					4300	↑
Eurostoxx 50	4089,3	3448,3	3711,6					4000	↑
DAX	15544,4	12813,0	13501,0					15000	↑
CSI 300	4811,2	4466,7	4188,7					4600	↑
PX 50	1209,5	1217,9	1220,9					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)	-1,9	9,1	3,8	3,5	4,9	3,6	1,4	0,3	-5,8	3,3	2,5	3,0
soukromá spotřeba	-6,2	9,0	5,5	8,4	7,3	2,4	0,9	1,4	-6,8	4,4	3,4	3,0
vládní spotřeba	1,3	1,3	3,6	0,0	2,9	3,0	2,8	3,9	3,4	3,0	2,8	1,0
investice	-4,0	-0,3	3,1	3,9	6,8	7,4	1,5	-0,1	-7,5	0,6	1,5	5,0
dovoz	6,1	34,5	10,3	6,0	4,1	1,6	0,6	-0,4	-6,9	11,5	2,2	2,6
vývoz	4,5	33,1	-0,2	-3,9	-0,3	1,1	2,8	0,4	-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	15,8	19,0	18,5	3,2	3,8	16,1	8,0
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	4,0	1,2	1,0	-6,3	5,4	2,7	1,3
soukromá spotřeba	-5,4	12,4	2,9	5,8	7,5	4,0	-0,1	0,0	-7,8	3,9	2,7	1,2
vládní spotřeba	2,9	8,0	2,7	2,5	2,3	0,7	0,6	0,5	2,8	2,5	1,0	1,0
investice	-5,9	18,2	3,0	3,7	3,7	2,8	4,3	1,6	-10,1	3,7	3,2	2,6
dovoz	-5,7	22,2	10,7	10,8	9,1	6,1	5,1	1,0	-9,0	9,6	5,7	3,1
vývoz	-0,1	26,9	10,6	8,9	8,4	5,5	4,3	2,1	-9,2	11,6	5,4	2,9
nezaměstnanost (%)	8,2	8,1	7,5	7,1	6,8	6,9	6,8	6,9	8,0	7,7	6,8	7,0
inflace (% y/y)	1,0	1,8	2,9	4,7	6,1	8,6	8,3	7,7	0,3	2,6	7,7	3,5
jádrová inflace (% y/y)	0,4	0,7	1,4	2,4	2,5	3,0	3,7	3,6	0,8	1,5	3,3	2,8
běžný účet (% HDP)	2,6	3,0	2,9	2,4	1,8	0,2	0,0	1,1	1,9	2,4	1,5	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	1,6	2,1	0,7	-3,4	5,7	2,0	1,3
soukromá spotřeba	2,1	16,2	7,1	6,9	4,5	1,8	2,0	1,7	-3,8	7,9	2,5	1,7
vládní spotřeba	1,3	-0,1	0,6	0,1	-1,7	-1,6	-1,5	-0,6	2,5	0,5	-0,9	1,0
investice	3,2	20,8	7,1	9,6	11,6	8,7	8,0	6,0	-5,5	9,8	6,4	1,4
dovoz	6,2	30,6	12,6	9,6	12,0	10,9	10,5	6,6	-8,9	14,0	9,7	2,6
vývoz	-7,4	18,6	4,9	4,9	4,4	6,8	7,8	4,0	-13,6	4,5	4,5	3,8
nezaměstnanost (%)	6,2	5,9	5,1	4,2	3,8	3,6	3,6	3,7	8,1	5,4	3,7	3,9
inflace (CPI % y/y)	1,9	4,9	5,4	6,7	8,0	8,7	8,3	7,3	1,2	4,7	8,0	3,6
jádrová inflace (PCE % y/y)	1,7	3,4	3,6	4,6	5,2	4,8	4,7	4,3	1,4	3,3	4,7	3,0
běžný účet (% HDP)	-3,1	-3,2	-3,4	-3,4	-3,9	-4,3	-4,2	-4,2	-3,0	-3,7	-4,1	-3,7
rozpočtový deficit (% HDP)	-16,8	-14,0	-12,2	-10,8	-8,7	-4,8	-4,4	-4,3	-15,6	-10,8	-4,3	-4,0
vládní dluh (% HDP)	-	-	102,0	98,8	98,6	98,8	98,6	99,0	100,3	99,7	97,8	96,7

* 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.

