

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Co čeká Českou republiku ve 2. polovině roku

ČR Holubičí většina v bankovní radě bude udržovat sazby stabilní i přes změnu rétoriky

EMU ECB již podruhé razantně zvýšila sazby

USA Fed dále přiosťřil rétoriku

říjen 2022

Magdalena Středová, Luboš Mokráš

www.ppfbanka.cz



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

První polovina roku z pohledu české ekonomiky dopadla až překvapivě příznivě. Vyhlídky druhé poloviny roku ale zdaleka tak optimistické nejsou. Jakékoliv prognózy jsou v dynamické době vysokého růstu cen, geopolitického napětí a výrazných zásahů státního sektoru velice nejisté. Pohled na rizika, kterým Česká republika čelí, ukazuje na mírný propad ve druhé polovině letošního roku. Rizika jsou ale značná.

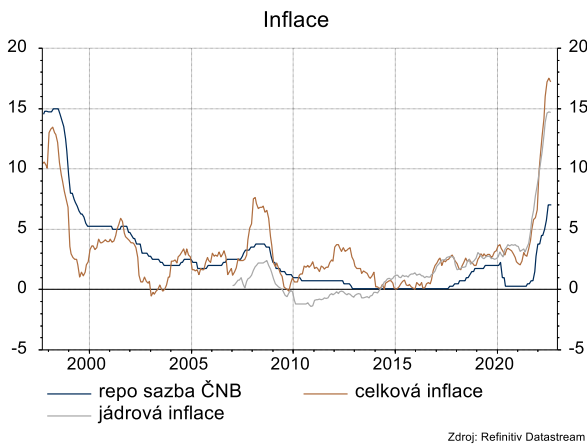
Českou ekonomiku čeká nelehké období. Jakým rizikům bude čelit?

Průzkumy veřejného mínění ukazují, že 90 % Čechů (nejvíce v historii) se obává inflace a s ní spojeného poklesu příjmů. Z mediálně přitažlivých příběhů může člověk nabýt dojmu, že se Češi řítí do chudoby a ekonomika do recese. Opravdu nás čeká ve druhé polovině roku výrazný propad ekonomiky i životní úrovně? Pohled na aktuální data spíše ukazuje na mírný pokles než na hluboký propad. Nejistoty jsou ale extrémní a rizika jsou značná, přičemž jsou vychýlena směrem k horšímu než očekávanému vývoji ekonomiky.

Inflace zřejmě již dosáhla svého vrcholu.

Po dvaceti letech, kdy se česká inflace držela okolo 2% cíle, s krátkou výjimkou v roce 2008, kdy

Tradice nízké inflace je aktuálně narušena.

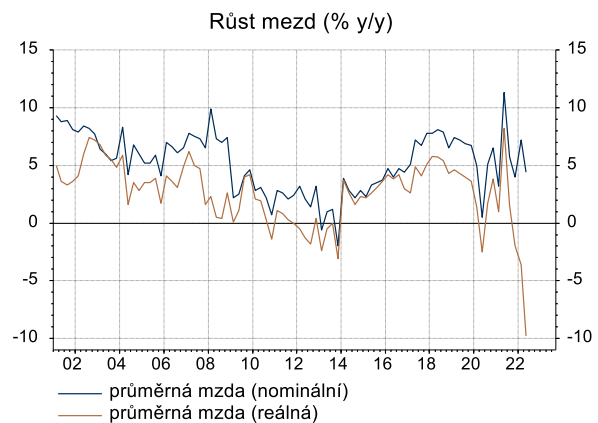


vyšplhala na 7,5 %, začíná česká ekonomika inflační šok.

Proč se česká inflace drží na špičce mezi zeměmi EU, ačkoliv centrální banka rychle reagovala prudkým zvyšováním sazeb, není zcela jasné, ale vliv měl zcela jistě napjatý trh práce. Ten bude hrát klíčovou roli i v tom, jak rychle se inflace bude dostávat zpět k inflačnímu cíli. Situace na trhu práce, kdy již více než čtyři roky přetrvává stav s vyšším množstvím volných pracovních míst než počet nezaměstnaných (aktuálně o 60 tisíc), nahrává tlaku na růst mezd a riziku vytvoření mzdově-inflační spirály. Rychlejší růst mezd než produktivity práce těsně před nástupem pandemie ostatně k akceleraci inflace bezesporu přispěl, a česká inflace tak startovala z vyšší základny než v ostatních zemích. Narušení dodavatelsko-odběratelských řetězců, globální růst cen potravin a zvyšování marží po

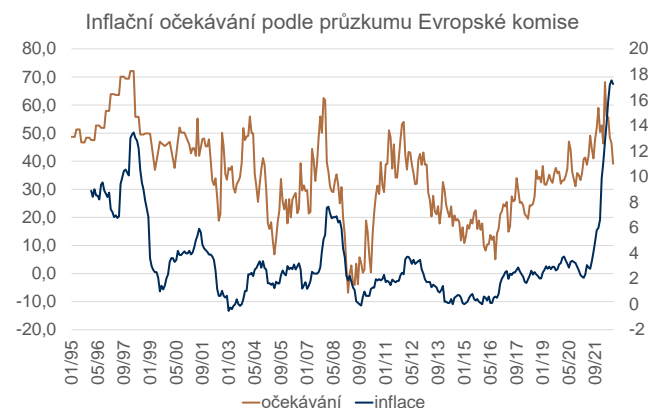
pandemickém roce tak padly na úrodnou půdu a inflace začala překvapivě rychle růst. Letošní čísla však zatím na mzdové tlaky neukazují, právě naopak. Ve druhém čtvrtletí reálná mzda propadla o 9,8 %. Takovýto propad je v historii České republiky unikátní.

Propad reálných mezd byl ve 2. čtvrtletí bezprecedentní.



Kromě mezd jsou dobrým vodítkem budoucího vývoje inflace inflační očekávání, která ovšem nejsou jednoduše pozorovatelná. K dispozici máme průzkum ČNB mezi podniky nebo průzkum Evropské komise. Podle průzkumu ČNB očekávají české podniky v ročním horizontu inflaci na 9,4 %, nejvýše za dobu publikování průzkumu. Spotřebitelský průzkum evropské komise neukazuje přímo hodnotu očekávané inflace, ale podíl lidí, kteří očekávají výrazné zvyšování cen v průběhu příštích 12 měsíců. Tento podíl byl v březnu letošního roku nejvyšší od konce 90. let, ovšem od té doby setrvale klesá. Pro interpretaci tohoto

Inflační očekávání jsou na vysokých úrovních, ale obrát je patrný.



vývoje je nutné si uvědomit, že respondenti odpovídají na otázku, zda očekávají zrychlující inflaci, stabilní, nižší, nebo dokonce pokles cen. Vzhledem k aktuální inflaci okolo 17 % očekávání poklesu inflačních tlaků nemusí nutně znamenat návrat k inflačnímu cíli.

Zdá se ale jako velmi pravděpodobné, že inflace již dosáhla svého vrcholu. Další akceleraci inflace by měly brzdit jak zastropované ceny energií, tak klesající poptávka kvůli klesajícímu disponibilnímu důchodu, ale i fakt, že zvyšování cen ne vždy odpovídalo zvyšujícím se nákladům, a marže podniků jsou tedy relativně vysoké. Z čistě statistického pohledu by inflaci měla snižovat i vyšší srovnávací základna. Tento trend by měl být ještě silnější v příštím roce.

Rizikem směrem k vyšší inflaci jsou hlavně mzdy. Pokud dojde k jejich výraznému zvyšování, mohla by hrozit při nízké nezaměstnanosti mzdově-inflační spirála, na kterou by musela reagovat centrální banka dalším zvyšováním sazeb. Nedojde-li k tomu, očekáváme, že v letošním roce již sazby zůstanou stabilní na současných 7 %, stejně tak koruna. Podle našeho názoru nebude chtít centrální banka krotit inflaci primárně kurzem, ale zároveň nebude chtít, aby případně slabá koruna stimulovala inflační tlaky. Očekáváme tedy, že ČNB bude bránit oslabování koruny a bude držet stabilní kurz okolo 24,5 EUR/CZK. Případnému posilování koruny bude bránit vysoká averze vůči riziku i zvyšování sazeb ECB a Fedu. Devizové rezervy jsou ze střednědobého pohledu dostačující.

Dopad rostoucích cen do reálné ekonomiky

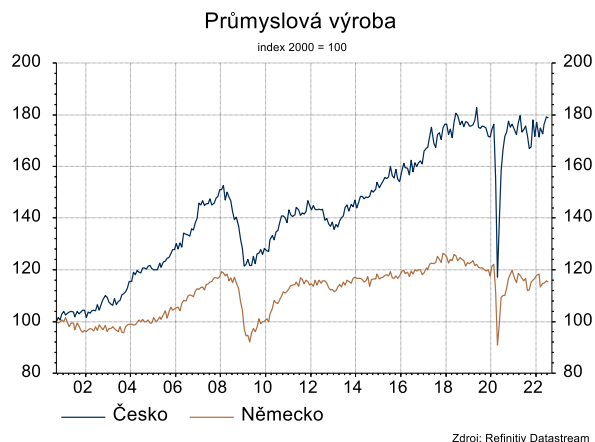
Klasickým nástrojem pro boj s inflací je úroková sazba centrální banky, kterou ČNB alespoň v předchozím složení používala. Vyšší úrokové sazby ovšem mají vliv nejen na vyšší výnosnost úspor, ale zejména na vyšší sazby na úvěry, což zpomaluje růst reálné ekonomiky, a to jak na nabídkové, tak na poptávkové straně.

Nabídková strana ekonomiky

Podíl průmyslu na české ekonomice je při srovnání s ostatními vyspělými zeměmi stále ještě poměrně velký (34 % včetně stavebnictví), avšak ve srovnání se službami (64 %) jen o trochu více než poloviční. I tak dokáže cykličnost průmyslové výroby znatelně ovlivnit českou ekonomiku. Navíc je průmysl klíčově navázán na vnější prostředí. Například 80 % automobilového průmyslu jde na export, což představuje zhruba čtvrtinu celkového exportu. Zpomalení především Německa, hlavního exportního partnera, pak pro českou ekonomiku znamená značné riziko. A zpomalování tamní průmyslové výroby je v poslední době patrné.

Průmyslová výroba je navíc značně energeticky náročná, a rostoucí ceny energií ji tak zasáhnou větší měrou než jiné sektory. Podle odhadů MMF by dopad

Německý a český průmysl jsou úzce svázány.



ukončení dodávek plynu z Ruska do ČR (bez přerozdělování v rámci EU) způsobil propad českého HDP až o 5,5 %. To je extrémní scénář. EU se dohodla na přerozdělování, a přestože Rusko dodává aktuálně do Evropy plyn minimálně (zhruba 20 % loňských hodnot), zásobníky jsou z 80 % plné. Pro Českou republiku by to mělo znamenat, že při průměrné zimě (spotřeba plynu domácností výrazně kolísá s průměrnými teplotami), s úsporami ve spotřebě plynu o 15 % a novými kapacitami na LNG by mělo být plynu dostatek i v první polovině příštího roku. Předpokládáme tedy, že k zavírání průmyslových provozů v důsledku nedostatku plynu letos docházet nebude.

V následujících měsících očekáváme postupný pozvolný pokles průmyslové produkce v meziměsíčním vyjádření v důsledku vysokých cen energií i ochlazení zahraniční poptávky. V meziročním vyjádření je ale pravděpodobné, že růst průmyslu bude kladný díky nízké srovnávací základně, způsobené loňskými problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích.

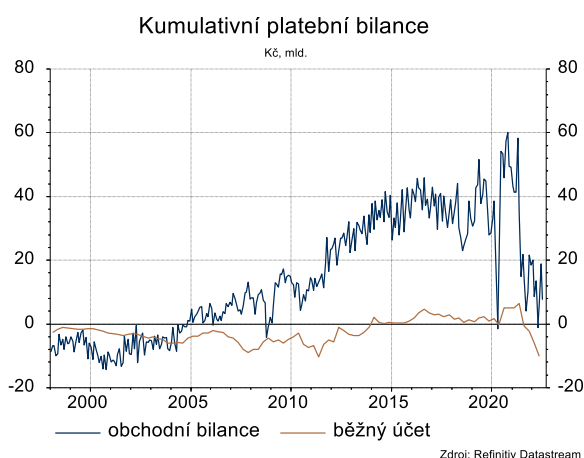
I když v letošním roce vidíme jako pravděpodobné postupné zhoršování situace v průmyslu, rizika výraznějšího propadu nepochybně existují. Jejich dopad by se ale mohl projevit spíše v delším horizontu, v příštím roce. Jako nejvýraznější riziko k našemu relativně optimistickému scénáři vnímáme problémy v dodavatelsko-odběratelských vztazích, které mohou být způsobeny nejen geopolitickou situací (zhoršením vztahů s Čínou), ale i návratem protipandemických opatření. V delším časovém horizontu nemůžeme vyloučit ani nedostatek plynu pro některé průmyslové provozny. Také globální recese by vzhledem k cyklické povaze průmyslové výroby měla výrazný negativní dopad. Tak výrazný propad jako v pandemii, kdy během jednoho měsíce průmyslová výroba kvůli zavřeným továrnám propadla o více než 30 %, neočekáváme, ale vodítkem může být rok 2009, kdy průmyslová výroba v roce 2009 meziročně poklesla o 13 %. Návrat na úroveň před krizí pak trval dlouhých 6 let.



Výrazná nejistota ohledně domácí i zahraniční poptávky, zvyšování cen energií, ale rovněž nákladů na financování se projeví i na investiční aktivitě firem. Ta byla v prvním pololetí po covidovém útlumu relativně silná, ovšem ve druhé polovině roku očekáváme její významný pokles.

Také vývoz zboží a služeb by měl kvůli očekávanému ochlazení zahraniční poptávky poklesnout. Vzhledem k očekávanému snížení spotřeby se domníváme, že bilance zahraničního obchodu by se i přes klesající vývozy měla dostat do kladných čísel a přispívat k růstu pozitivně.

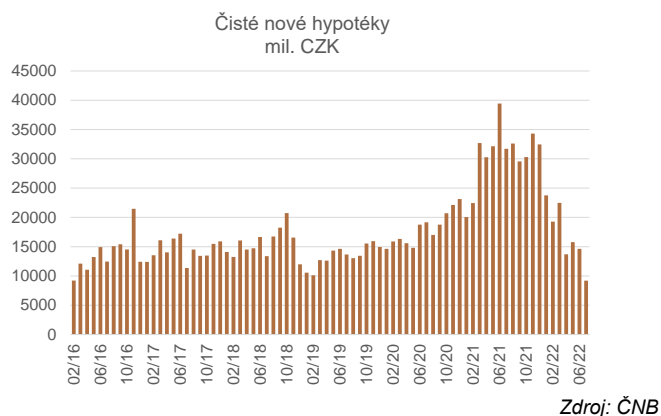
Proti dalšímu zhoršování platební bilance bude působit pokles spotřeby domácností.



Poptávková strana ekonomiky

Vyšší úrokové sazby se projevily na poptávce po hypotečních úvěrech, která od počátku letošního roku postupně klesala. Poslední srpnová čísla ukazují, že objem nově poskytnutých čistých hypoték (bez refinancování) ve výši 8,2 mld. Kč byl druhý nejnižší od začátku sledování v roce 2016. To je sice na první pohled velký propad, ale tento trend je dán zejména rekordní poptávkou v roce

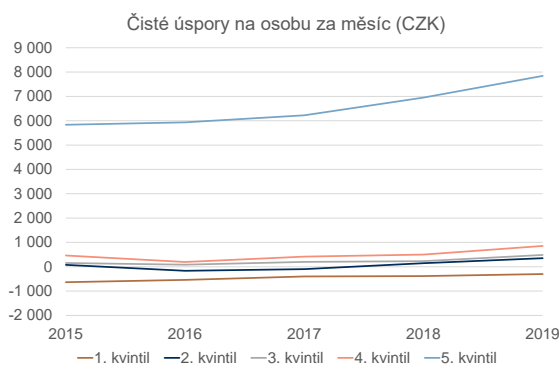
Poptávka po hypotékách s rostoucími sazbami výrazně klesá.



2021, kdy lidé využívali posledního období s nízkými sazbami na nové hypotéky. Ani refinancování hypoték by letos nemělo zasáhnout z makroekonomického pohledu tolik lidí, aby se to výrazněji projevilo na celkové spotřebě. Podle serveru hypindex.cz bude letos refinancovat hypotéku cca 50 tisíc lidí. Navíc Češi jsou obecně v porovnání s ostatními zeměmi EU poměrně méně zadluženi (cca 60 % ročních příjmů), vyšší úroky by tak měly mít na spotřebu omezený dopad. V delším časovém horizontu ale bude refixací přibývat a s nimi i problémů domácností se splácením hypoték. Minimálně je velice pravděpodobné dočasné ochlazení na realitním trhu v následujícím roce.

Obecně je spotřeba domácností poměrně stabilní složkou HDP, která v krizích spíše stagnuje, než že by způsobovala recesi. Výjimkou bylo období pandemie, kdy byla spotřeba uzavřením obchodů i služeb v podstatě znemožněna. Její návrat byl ale poměrně rychlý. Období vysoké inflace je ovšem v českých poměrech bezprecedentní a může na spotřebu dopadnout přes snížený disponibilní příjem. Úspory z dob pandemie, které tak výrazně narostly, podle našeho názoru příliš nepomohou. Zatím nejsou k dispozici statistiky, které by ukazovaly, jak byly navýšené úspory v roce 2020 rozděleny mezi jednotlivé domácnosti podle příjmu, ale z historických dat lze odvodit, že úspory tvoří v podstatě jen 20 % domácností s nejvyššími příjmy.

Úspory tvoří 20 % domácností s nejvyššími příjmy, ostatní téměř nespoří.



Poněkud optimističtěji vyznívají údaje ČSÚ o majetkové deprivaci domácností. Podle těchto statistik si v roce 2021 nemohlo dovolit neočekávaný výdaj ve výši 12 800 CZK 18 % domácností. Je ale otázka, zda tato částka není stanovena v porovnání s letošní inflací příliš nízkou. V tomto ohledu spotřebě domácností výrazně pomůže zastropování cen energií pro domácnosti na 6 CZK/kWh u elektřiny a 3 CZK/kWh u plynu. Podle údajů vlády nestoupnou v roce 2023 výdaje za energie pro modelovou domácnost o 24 000 CZK za rok, ale pouze o cca 4 000 CZK.



Velký dopad na spotřebu domácností mohou mít i ceny potravin. Podle údajů Českého statistického úřadu vydávají domácnosti na potraviny kolem 20 % svých příjmů.

V případě dalšího nárůstu cen potravin může nedostatek úspor výrazně zahýbat se spotřebou zbytných statků a poslat českou ekonomiku do recese. Index potravin na světových trzích, který se po výrazném nárůstu na počátku ruského vpádu na Ukrajinu dostal na historická maxima, se vrátil na hodnoty před válkou. Jeho opětovné zvýšení ale zdaleka nelze vyloučit.

Index cen potravin poklesl, jeho opětovné navýšení ale zdaleka nelze vyloučit.



Konečný dopad inflace na spotřebu bude záviset zejména na vývoji mezd, které v letošním roce zřejmě ještě reálně poklesnou, a budou tak tlačit i na pokles spotřeby. To se od počátku roku projevuje na statistikách maloobchodních tržeb, ve kterých nejsou zahrnuty služby a po nichž poptávka zatím klesat nezačala. Další významnou proměnnou je fiskální politika. Zastropování cen energií je jeden z kroků, který dopad na spotřebu mírní, dobře administrovaná adresná podpora by byla dalším (levnějším a účinnějším, vzhledem k vyššímu sklonu ke spotřebě u nízkopříjmových domácností) opatřením, jež by dokázalo spotřebu podpořit.

Celkově očekáváme, že ve druhé polovině letošního roku bude spotřeba domácností přispívat k růstu HDP negativně. Přepokládáme pokles spotřeby domácností okolo 0,5 % q/q (v meziročním srovnání -3,3 % v 3Q a -1,4 % v 4Q). Vzhledem ke 47% váze spotřeby domácností v HDP bude tento pokles přispívat negativně k meziročnímu růstu HDP o 1,6 pb resp. 0,7 pb.

Závěr

Ve druhé polovině roku čeká českou ekonomiku recese, ale podle aktuálně dostupných informací pouze mírná. Na jedné straně budou vysoké ceny negativně působit na spotřebu domácností, avšak zastropování cen elektřiny by tento dopad mělo mírnit. Nabídkovou část ekonomiky

budou negativně ovlivňovat nejen vysoké ceny energií, ale i menší zahraniční poptávka a postupně i vyšší náklady financování.

Rizika pro příští rok jsou ovšem značná. Postupné reflexe úvěrů, a tedy širší promítání vyšších úrokových sazeb do ekonomiky budou působit negativně jak na podniky, tak na domácnosti, což se může projevit i na trhu práce a v dalším poklesu spotřeby domácností. Rizikem může být pro malou otevřenou ekonomiku, jako je ta česká, také vnější prostředí. Razantní zvyšování amerických a evropských sazeb může mít destabilizační dopad na rozvíjející se trhy a na celkovou zvýšenou averzi vůči riziku. V České republice by se tento vývoj mohl projevit na koruně a nutnosti větších intervencí a v krajním případě i vyčerpání devizových rezerv. (Toto riziko je v časovém horizontu do konce roku velmi nepravděpodobné, ale v delším horizontu ho nelze vyloučit.) Spolu s rizikovou averzí by se mohla snížit také poptávka po českých státních dluhopisech, které jsou aktuálně téměř z 30 % v držení nerezidentů. Menší poptávka ze zahraničí by znamenala vyšší náklady na vydávání nového dluhu.

Druhá polovina letošního roku tak bude velmi pravděpodobně ve znamení mírné recese, ale rizika pro příští rok zůstávají výrazná.



Růstové vyhlídky české ekonomiky se zhoršují a zároveň inflace v posledních dvou měsících překvapila nižšími než očekávanými hodnotami. To jsou hlavní důvody, které utvrzují novou bankovní radu v holubičím přístupu. Zdá se velmi pravděpodobné, že aktuální repo sazba na 7 % je již vrcholem měnové expanze. Reálné sazby jsou ale stále negativní a první snížení sazeb vidíme spíše až v polovině příštího roku.

Ekonomická aktivita

Druhá polovina letošního roku nebude z ekonomického hlediska pro Českou republiku zdaleka tak úspěšná jako ta první. Znamky zpomalení jsou patrné jak z nabídkové, tak poptávkové strany. V červenci průmyslová výroba meziměsíčně poklesla o 0,3 % (po sezónním očištění), na což mělo částečně vliv čerpání celozávodních dovolených, ale projevuje se i pokles poptávky, zatím ovšem jen mírně. V meziročním vyjádření rostla průmyslová výroba o 1,6 %, přičemž na růstu se podílela hlavně automobilová výroba (+2,6 pb), a to díky lepší situaci na trhu polovodičů. Pohled na nové zakázky ovšem ukazuje, že průmyslovou výrobu nečeká ve 2. pololetí jednoduché období. Nové zakázky vzrostly o 2,2 %. Toto číslo je ale uváděno nominálně, což při růstu průmyslových cen o 26,8 % znamená značný propad nových zakázek. Podobně hovoří i předstihové indikátory. PMI jsou od srpna pod hranicí 50, oddělující expanzi od kontrakce. Srpnové PMI ve zpracovatelském průmyslu zůstalo stabilní na hodnotě 46,8, což znamená pokračování poklesu průmyslové produkce. Také konjunkturální indexy Českého statistického úřadu ukazují na zhoršování situace v průmyslu.

Rovněž spotřebitelská poptávka měřená maloobchodními tržbami nadále klesá. V červenci se tržby v maloobchodě snížily reálně o 7,2 %, meziměsíčně klesly o 0,6 %. Vzhledem k pokračujícímu poklesu reálných mezd očekáváme, že sestupný trend spotřebitelské poptávky

bude negativně ovlivňovat vývoj celé ekonomiky ve zbytku letošního roku.

Inflace a centrální banka

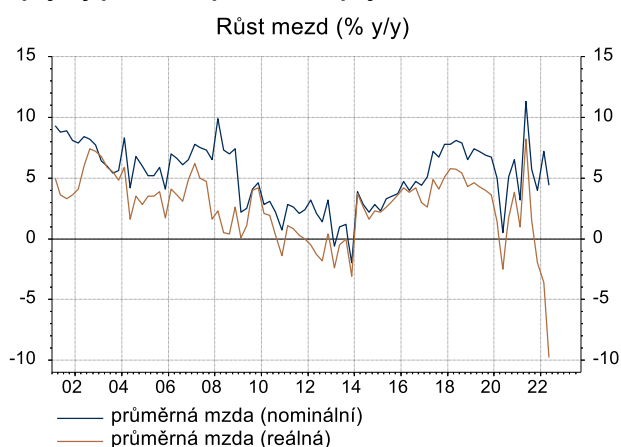
Inflace v srpnu překvapila nižšími než očekávanými hodnotami. Meziroční růst cen o 17,2 % byl dokonce o 2,1 pb nižší, než očekávala ČNB. Za poklesem meziroční míry inflace stály zejména ceny pohonných hmot, jejichž meziroční růst se zmírnil na 28,3 % z 43,6 % v červenci (v meziměsíčním srovnání poklesly o 10 %). Dalším faktorem, který stál za nižší než očekávanou mírou inflace, byl pomalejší růst cen potravin. Je tedy pravděpodobné, že inflace je v blízkosti svého vrcholu, i když proinflační rizika zůstávají značná. Z krátkodobého pohledu budou na inflaci působit zejména ceny energií s tím, jak se postupně promítají vysoké ceny na burzách do ceníků pro domácnosti. Cenový strop na energie hrozbu nekontrolované akcelerace inflace zažehnal. Proti inflaci by mělo působit zpomalování poptávky domácností, jak je již nyní patrné v datech za maloobchodní tržby.

Nižší než očekávaná inflace i první letošní meziměsíční pokles cen výrobců mohly podpořit holubičí nastavení současné bankovní rady. Paradoxně vyznění tiskové konference po zářijovém jednání bankovní rady bylo méně holubičí než v srpnu. Bankovní rada sice sazby ponechala nezměněné, ale guvernér Michl řekl, že na příštím zasedání bude bankovní rada rozhodovat, zda sazby zůstanou nezměněné, nebo zda je zvýší. O snižování sazeb na zasedání bankovní rady diskuze vůbec neprobíhala. Náš základní scénář ale prozatím neměníme. Očekáváme stabilní sazby a jejich postupný pokles od poloviny příštího roku.

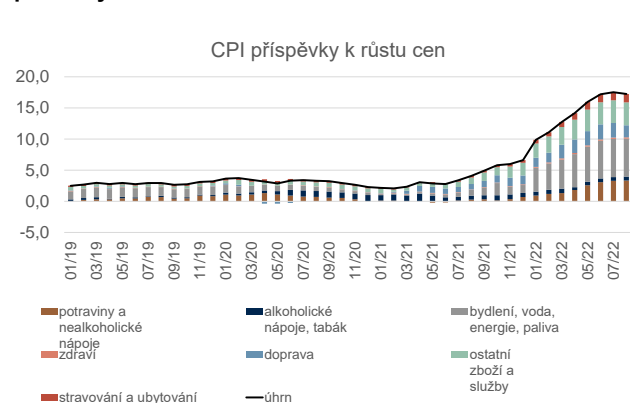
Rizika

Riziko pro malou otevřenou ekonomiku, jako je ta česká, představuje jednoznačně vývoj vnějšího prostředí, ale rizika existují i uvnitř ekonomiky, zejména vznik mzdově-inflační spirály.

Domácí spotřebu začínají tlumit rostoucí ceny a s nimi spojený pokles disponibilního příjmu.



Za poklesem inflace stál zejména 10% meziměsíční pokles pohonných hmot.



Zdroj: ČSÚ



ECB zvyšuje úrokové sazby navzdory zhoršujícím se ekonomickým vyhlídkám. Nutí ji k tomu zrychlující inflace i slabé euro. Inflace v blízkosti dvouciferných hodnot bude nutit centrální banku k dalšímu zvyšování sazeb. Do konce roku očekáváme další dvě zvýšení sazeb o 50 bb. Naopak ekonomickou aktivitu by měly podporovat fiskální stimuly, jejich výše je ale stále nejistá.

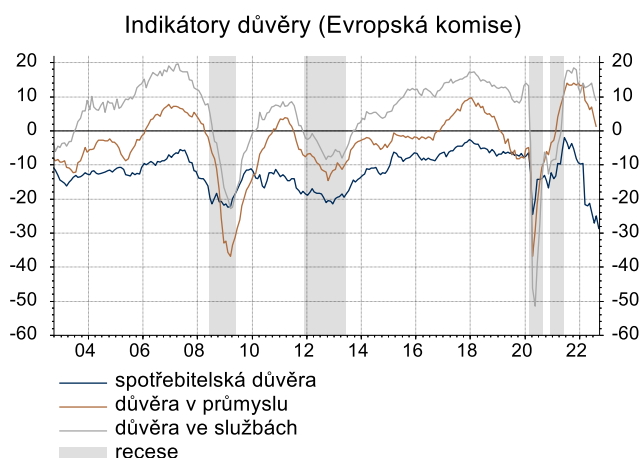
Ekonomická aktivita

První údaje z reálné ekonomiky za 3. čtvrtletí vesměs překvapily negativně. Maloobchodní tržby sice ještě vzrostly v meziměsíčním vyjádření o 0,3 %, což však bylo méně, než čekal trh a v porovnání se stejným obdobím loňského roku o 0,9 % méně. Zklamala i průmyslová výroba. Meziroční pokles o 2,4 % byl sice z velké části způsoben volatilními irskými daty, ale i bez jejich započtení je patrný klesající trend růstu průmyslové výroby.

Zhoršování ekonomické situace je jednoznačně vidět hlavně na předstihových měkkých indikátorech. Spotřebitelská důvěra se v září propadla na historická minima a podle průzkumů Evropské komise klesá důvěra i v průmyslu a ve službách. Stejný obrázek ukazují rovněž indexy nákupních manažerů PMI, které se již třetí měsíc po sobě drží pod 50, hladinou oddělující expanzi od kontrakce. Aktuální hodnoty PMI ukazují na propad HDP zemí eurozóny ve 3. čtvrtletí o 0,1 % y/y. Z pohledu jednotlivých zemí je na tom nejhůře Německo kvůli silné závislosti na ruském plynu, kde se PMI propadl na nejnižší hodnoty od května 2020 (45,9). Naopak ve Francii se PMI v září vrátil po srpnovém propadu zpět na 50.

Napjaté vztahy s Ruskem se s výbuchy plynovodu Nord Stream ještě zhoršily, ale zásobníky plynu zemí EU jsou plné z 80 %. Tento cíl byl přitom původně stanoven na 1. listopad.

Důvěra v ekonomiku povážlivě klesá.



Zdroj: Refinitiv Datastream

Inflace a centrální banka

ECB zvýšila základní sazby o 75 bb. Depozitní sazba je nyní 0,75 %. Zároveň v tiskovém prohlášení ECB jednoznačně deklarovala plán ve zvyšování sazeb pokračovat, a to kvůli rostoucí inflaci i inflačním očekáváním. Na tiskové konferenci prezidentka Lagarde nejenže nenaznačila, jak rychle bude ECB zvyšovat sazby, ale ani nekvantifikovala neutrální sazbu, ke které by chtěla ECB směřovat. Aktuální nastavení sazeb je však podle jejich slov od neutrální sazby ještě hodně vzdálené.

Spolu s rozhodnutím o sazbách byla zveřejněna i nová prognóza. V ní byl přehodnocen výhled inflace směrem vzhůru, naopak růst ekonomiky pro příští rok poměrně výrazně směrem dolů. Přesto zůstává ECB oproti konsenzu Bloombergu mírně optimističtější (0,7 % y/y). ECB totiž nečeká v eurozóně recesi.

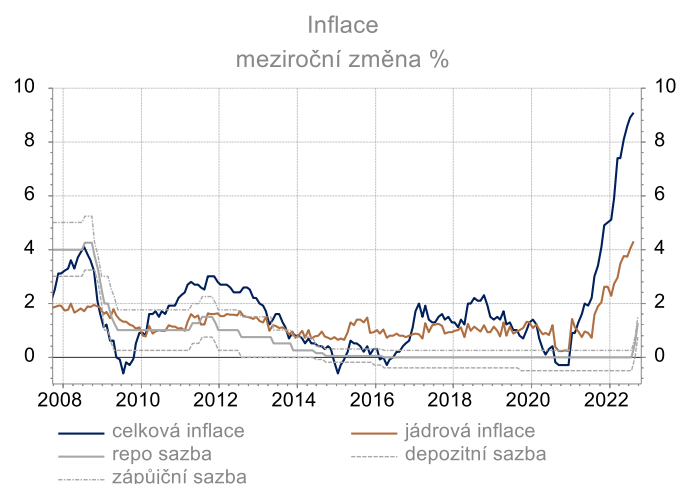
Odhadovat další vývoj sazeb je velice nejisté, ale dá se předpokládat, že na dalších zasedáních v říjnu a v prosinci ECB opět zvýší sazby, ovšem zřejmě již méně než dnes. Očekáváme 50 bb. Nutit ji k tomu bude kromě inflace, která se v září vyšplhala až na 9,7 % (jádrová na 4,7 %), i slabé euro, jež zdražuje dovozy a přispívá k inflačním tlakům. Poslední zářijová inflační čísla potvrdila, že k růstu cen nejvíce přispívají energie, ale zároveň se inflační tlaky přelévají i do neenergetického zboží a do služeb.

Co se týká rozšiřování spreadů mezi výnosy dluhopisů jednotlivých zemí eurozóny, ECB stále deklaruje připravenost použít svůj nový nástroj (Transition Protection Instrument, TPI). Zatím ho však nepoužila.

Rizika

Nejistota ohledně dodávek plynu, vysokých cen energií, ale i akcelerující inflace a utahování měnové politiky – to jsou hlavní rizika, kterým bude eurozóna v nejbližších měsících čelit.

ECB již podruhé v řadě pro sebe netypicky zvýšila poměrně razantně sazby. Reálné sazby zůstávají negativní.



Zdroj: Refinitiv Datastream



Fed pokračuje v rychlém tempu zvyšování sazeb. V září opět zvýšil o 75 bb a podle všeho by podobným tempem mohl pokračovat i příště. Vzhledem k tomu, co ohledně dalšího vývoje měnové politiky Fed signalizuje, je pravděpodobnost recese v příštím roce vysoká, přestože aktuální stav ekonomiky zůstává dobrý. Vesměs to signalizovala i data zveřejněná v září. Bohužel negativně překvapila inflace, sekundární efekty zpomalují a budou zpomalovat její pokles.

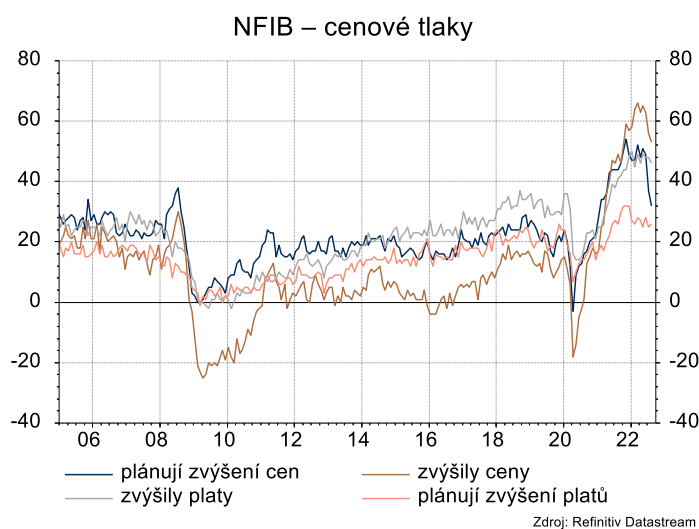
Ekonomická aktivita

Zářijová data z trhu práce byla téměř ideální: silná tvorba pracovních míst, nárůst míry nezaměstnanosti díky zvýšení míry participace a mírné zpomalení růstu mezd. Síla trhu práce by ještě měla vydržet, zatím ekonomika nezpomalila natolik, aby ho brzdila, a navíc trh práce reaguje se zpožděním. Dobrý stav trhu práce umožňuje domácnostem udržovat stabilní spotřebu, což se projevilo na solidních maloobchodních tržbách. Domácnostem pomohl i pokles cen benzínu, který se projevil také ve zlepšení spotřebitelské důvěry a mírném poklesu inflačních očekávání. Dobrá finanční pozice domácností podpořila i služby, jak je patrné ze silného indexu ISM ve službách. V expanzi zůstává i výrobní index ISM a stabilně uspokojivá, i když nijak mimořádně silná, byla také čísla o vývoji průmyslové výroby. Na růst má momentálně výrazně negativní vliv sektor rezidenčních nemovitostí, kvůli kterému by měla být výkonnost ekonomiky slabá i ve třetím čtvrtletí. Dopad rychlého růstu sazeb na celkovou výkonnost ekonomiky by však měl být postupný, takže letos by ještě recese být nemusela. Už v prvním pololetí příštího roku je však její riziko poměrně vysoké, především pokud by se začala zhoršovat situace na trhu práce.

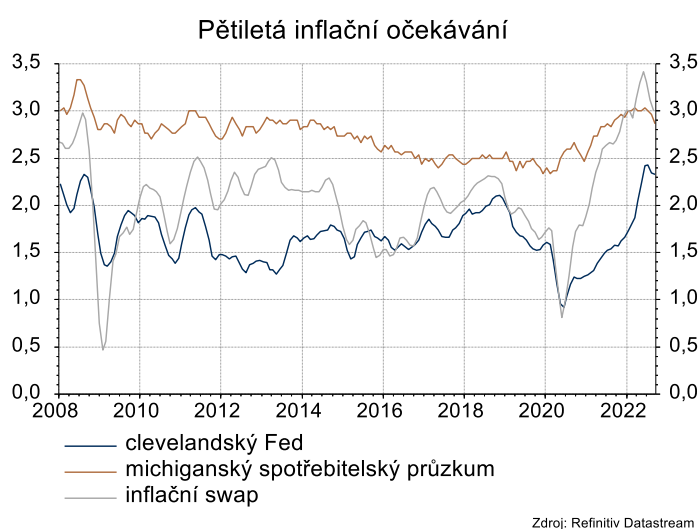
Inflace a centrální banka

Inflace v září překvapila nepříjemně. Pokračující pokles cen benzínu sice pomohl k dalšímu zpomalení celkové inflace, ovšem to bylo jediné pozitivum. Pokračoval silný růst cen potravin, ale především se projevily jasné známky sekundárních efektů od předchozího růstu cen energií a mezd do položek jádrové inflace. Zrychlení růstu cen tak bylo jednoznačně široce založené a implikuje, že zpomalování inflace bude pozvolné a že stále hrozí vznik inflační spirály. Situaci navíc podstatně zhoršuje zrychlující růst nájmu, který souvisí především s předchozím silným růstem cen nemovitostí. Nájem mají velkou váhu v inflačním koši (zhruba třetinu v celkové inflaci a necelou polovinu v jádrové) a jsou velmi setrvačné, budou tedy negativně ovlivňovat inflaci po dlouhou dobu a měnová politika Fedu s tím není schopna nic udělat. Malou útěchou je, že ve Fedem preferované míře inflace (PCE neboli Personal Consumption Expenditure index) mají nájem výrazně nižší váhu než v CPI. Fed už po tom, co dlouhé měsíce spal, nejenže plně zohlednil dosavadní negativní vývoj inflace, ale dostal se až do stavu akutní paniky. V září již potřetí za sebou zvýšil sazby o 75 bb a je možné, že dodá i čtvrté stejné zvýšení. Zároveň výrazně zvedl odhad konečné výše sazeb a zhoršil jak výhled růstu ekonomiky, tak výhled inflace. Podle našeho názoru po období nadměrného optimismu přišlo období přehnaného pesimismu. Jednak řada indikátorů naznačuje jasný pokles inflačních tlaků, jednak dosavadní růst sazeb teprve začíná působit. Je značně pravděpodobné, že zvýšení sazeb na 4 % se v ekonomice naplno projeví až v době, kdy jí bude už pouze škodit, protože inflace už bude zvládnuta. Přehnaná horlivost Fedu tak velmi pravděpodobně povede k recesi, které se bylo možné vyhnout.

Inflační tlaky trvají, ale rychle slábnou.



K poklesu se začínají otáčet inflační očekávání.



EUR/USD

Vývoj kurzu eura k dolaru byl v září především ve znamení silného kolísání. První polovina měsíce se vyznačovala výrazným posílením eura kvůli pokračujícímu obratu v měnové politice ECB a rostoucím odhadům prostoru pro další zvyšování sazeb. To dolaru ubíralo výhodu velkého úrokového diferenciálu. Ve druhé polovině měsíce se však zkombinoval vliv nečekaně špatné inflace v USA, dalšího jestřábiho posunu Fedu a geopolitiky (ruská částečná mobilizace) a dolar se dostal zpátky hluboko pod paritu (až k 0,955). Úplně na konci měsíce se pak kurz v korekci ještě vrátil k 0,98. Podobná situace jako v září hrozí i v dalších měsících. Může dojít k dalším změnám výhledu měnové politiky hlavních centrálních bank, podstatnějšímu vývoji konfliktu na Ukrajině, zasedá sjezd čínské komunistické strany, pod tlak se kvůli všeobecnému růstu sazeb mohou dostat slabší rozvíjející se trhy a v Evropě hrozí tlak proti slabému jižnímu křídlu EMU. Převládat by tedy měla volatilita, přičemž bilance rizik poměrně výrazně favorizuje dolar, především v nejbližších měsících. V delším období, zvláště v závislosti na tom, zda se bude situace uklidňovat, by měla převládnout spíše tendence k návratu eura na silnější úroveň, zejména s ohledem na aktuální už značně vysoké ocenění dolaru.

EUR/CZK

Zvyšování sazeb v USA i v EMU a zároveň silící dolar – to není pro středoevropský region dobrá kombinace. Česká koruna se tak zejména ve druhé polovině září dostala spolu s ostatními měnami v regionu pod tlak. I když ČNB zveřejňuje statistiky intervencí s dvouměsíčním zpožděním, domníváme se, že většímu oslabení koruny centrální banka zabránila. Podle pohybů kurzu koruny se lze dohadovat, že pozornost ČNB přitahuje hladina 24,66 EUR/CZK.

Domníváme se, že zvyšování sazeb v USA a v EMU bude korunu držet i nadále pod tlakem. Zároveň jsou stále dostatečné devizové rezervy (142 mld. EUR v srpnu, pouze o 10 % méně než v dubnu před začátkem intervencí) a ČNB bude pokračovat v intervencích. Očekáváme, že kurz koruny vůči euru se bude do konce letošního roku pohybovat v relativně úzkém pásmu okolo 24,5.

Dluhopisy

V září pokračoval stabilním tempem růstový trend amerických výnosů, který nastartoval na začátku srpna. Stabilitu trendu nijak nenarušilo ani negativní překvapení u inflace, pouze podpořilo jeho další pokračování. Výrazněji se na výnosech podepsalo zasedání FOMC, kvůli kterému výnosy zahájily etapu zrychleného růstu. Konec měsíce přinesl korekci, která souvisela s intervencí Bank of England na dluhopisovém trhu. Krátký konec výnosové křivky se přitom posunoval nahoru rychleji, takže docházelo ke zvětšování inverze. Pohyb výnosů souvisí s poměrně

radikálním posunem očekávání vývoje sazeb Fedu a určitou roli může hrát i zatím stále pouze začínající zmenšování bilance Fedu. Pohyb podpořily i technické faktory typu momentového obchodování stop lossů a dopadů vyšší volatility do rizikových vah. Především kvůli těmto faktorům způsobujícím setrvačnost trendu je pravděpodobné, že pohyb výnosů nahoru bude pokračovat i v dohledné budoucnosti. Z fundamentálních faktorů by ho mělo i nadále podporovat snižování bilance Fedu, které v září zrychlilo. Rizikem pro trend je především možný výrazný nárůst rizikové averze a odliv prostředků do bezpečí. Menší rizikem je možnost, že by byly zveřejněny výrazně pozitivní údaje o vývoji inflace, které by vedly ke korekci očekávaného vývoje sazeb.

Vývoj v Evropě byl velmi podobný jako v USA, také zde pokračoval poměrně stabilním tempem trend k růstu výnosů. I důvody byly podobné – především posun očekávání ohledně rozsahu a rychlosti zvyšování sazeb ECB. Výnosy rostly všeobecně, periferní ovšem poněkud rychleji než německé. Došlo tak k dalšímu rozšíření spreadů, ale ne výraznému. Německý desetiletý výnos se dostal nad 2 % a italský nad 4 %. I při současných úrovních zůstává prostor pro další růst výnosů, ale podstatně menší, než tomu bylo v začátcích aktuálního trendu. Největším rizikem pro trh evropských státních dluhopisů je ztráta důvěry investorů v italský dluh. ECB sice má nový a silný nástroj na řešení tohoto problému, ale vzhledem k velikosti italského dluhu a celkově nepříznivým podmínkám by ani pro ni nebyla situace jednoduchá. Pokud by k ní došlo, lze čekat pokles německých výnosů (útěk prostředků do bezpečí) a všeobecný výrazný růst (bržděná ECB – to by rozsah růstu omezilo) výnosů dluhopisů vnímaných trhem jako rizikovější.

České dluhopisy následovaly vývoj ve světě, jejich výnosy tedy rostly. Rozdíl byl v tom, že u nás podstatně více rostl dlouhý konec křivky, došlo tedy ke snížení její inverze. Důvodem bylo očekávání, že se ČNB podaří udržet záměr guvernéra Michla nezvyšovat dále sazby. V první polovině září rostly české výnosy mnohem mírněji než německé, takže došlo k zúžení rozdílu ve výnosech. Ve druhé polovině měsíce se tempo růstu zhruba srovnalo a spread byl stabilní. Poptávka v aukcích státních dluhopisů nebyla silná, ale byla stále dostatečná. Právě to, jak se bude vyvíjet zájem o české dluhopisy, hodně ovlivní jejich další vývoj. Hrozba je tak na straně dalšího citelného růstu výnosů.

Akcie

Po prudkém poklesu ve druhé polovině srpna začalo září ostrou korekcí. Ta vydržela jen krátce a druhá polovina září byla opět ve znamení prudkého poklesu. Korekce souvisela s optimistickými očekáváním ohledně srpnové inflace a skončila okamžitě poté, co se tato očekávání ukázala marná. Pokles pak podpořil další jestřábi posun Fedu a částečná mobilizace Ruska. Vyhledy pro akcie jsou



neradostné. Očekávaný růst sazeb Fedu velmi pravděpodobně povede k recesi, zmenšování jeho bilance omezí likviditu ve finančním systému a negativní jsou pro akcie i geopolitické faktory, a to nejen Rusko, ale také Čína. Medvědí trh tak má prostor pro pokračování po řadu měsíců. V Evropě byl vývoj velmi podobný jako v USA, jen druhá polovina září byla ještě negativnější. Zapůsobil jednak větší posun u očekávání ohledně budoucího vývoje sazeb ECB, jednak větší vystavení dopadům konfliktu na Ukrajině. Roli hraje i blížící se zima a obavy z dopadů možného zhoršení energetické krize. Aversi vůči riziku, a tedy tlak proti akciím by mohla zvýšit i případná nestabilita v Itálii a tlak proti italským dluhopisům. Evropské akcie jsou tak vystaveny citelně větším rizikům, a mají tedy výrazně větší prostor pro pokles než akcie v USA.

Ani pražské burze se nedařilo. V září zůstala v plusu pouze Komerční banka +7 % a Česká zbrojovka +0,37 %. Ostatní akcie jsou pod silným tlakem, nejvíce z těch větších oslabila o více než 10 % VIG, dále pak ČEZ a Moneta o 10 %. Silný pokles došel také Pilulku, a to o téměř 19 %. Vliv silného pohybu úrokových sazeb se projevuje celkem hodně rychle na akciovém trhu v celém světě, přičemž na konci měsíce se rychlost dále stupňovala.

Výhled na další období je pro akcie nadále negativní. Důvodem je extrémní množství nejistoty panující na trhu a zároveň extrémně rychlý normalizační proces na úrokových sazbách, který je z našeho pohledu správný, ale pro akcie příliš rychlý.

České akcie mají jednu velkou výhodu: v minulosti se nechovaly úplně nesmyslně, co se valuací týče, takže jejich pokles nemusí být ve finále tak hrozivý, jsou dividendové a mají za sebou slušný fundament. Riziko, které jim hrozí, a to platí stejně i pro české státní dluhopisy, vidíme v kurzu EUR/CZK. Případné vyčerpání devizových rezerv může vyvolat nepěkný pohyb.

Kredit

Tak jako nezadržitelně bledne opálení z léta, opouští finanční ředitele i naděje na nižší kreditní marže. Tuzemský i evropský trh si bez větší aktivity našel novou rovnováhu, kterou se vydávají otestovat ostřílení emitenti. Úrokový diferenciál mezi eurovými a korunovými sazbami vybízí k méně obvyklé nabídce eurových dluhopisů autora moderní kancelářské čtvrti Brumlovka, společnost Passerinvest. Po dvou úspěšných emisích z let 2014 a 2017 se bude s netradičním tenorem 6,5 roku snažit oslovit retailové investory prostřednictvím UniCredit Bank a Raiffeisenbank. Minimální investice a současně i nominální hodnota jednoho dluhopisu činí 2 000 eur s pohyblivým úrokovým výnosem navázaným na 3M EURIBOR navýšeným o kreditní spread 4,5 % p.a. Zda se podařilo umístit dluhopisy v nominální hodnotě 50 milionů eur, které byly stanoveny jako minimální objem emise, nebo se více přiblížit ambicióznímu cíli 150 milionů eur, se dozvíme

v listopadu. Upisovací období je po vzoru EPH z léta stanoveno opět na komfortních 6 týdňů.

Na konec měsíce byl předběžně naplánován reparát Českých drah, které se po neúspěšné nabídce 7letého dluhopisu z konce června pokusí využít vhodné okénko na eurobondovém trhu k nabídce 5letého zeleného dluhopisu. O tom, jak pečlivě se hledá ideální moment pro zahájení nabídky, svědčí i nestandardní prodleva od oznámení mandátu a představení transakce investorům. Drtivá většina transakcí se odehraje hned druhý den, ale v případě Českých drah k jejímu spuštění nedošlo ani po týdnu. Potvrzení investičního ratingu agenturou Moody's by mělo podpořit umístění celého požadovaného objemu 500 milionů eur.

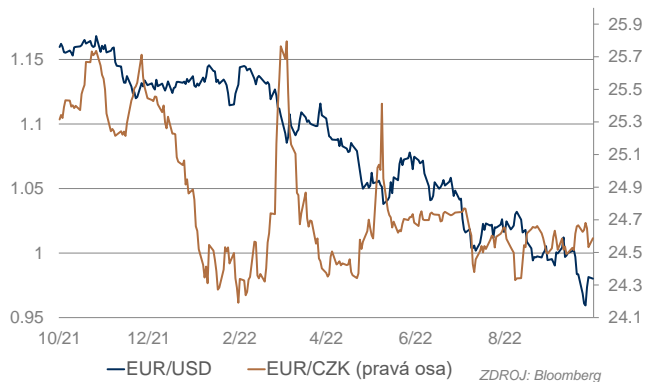
Komodity

Vývoj ceny ropy byl v září opět ve znamení velmi vysoké volatility, ale zároveň se po celý měsíc udržely nižší ceny. Dominovaly totiž obavy z negativních dopadů růstu sazeb hlavních centrálních bank na výkonnost světové ekonomiky, a tedy na poptávku po ropě. Trhu přidávala na nejistotě i slabost čínské ekonomiky a obavy z dalšího možného zhoršení jejího stavu. Na druhou stranu trh ovlivňovala také obava z možného poklesu produkce, především po vyhlášení částečně mobilizace v Rusku. Jak se bude vyvíjet ruská produkce a jak budou Rusové schopni svou produkci exportovat, bude trh výrazně ovlivňovat i nadále, protože Rusko je jedním ze tří největších producentů ropy. Volatilita a tendence ke spíše nižším cenám by měla pokračovat i v říjnu. Riziko je spíše na straně výraznějšího poklesu ceny, pokud by došlo k dalšímu zhoršení rizikové averze a růstu pesimismu ohledně výkonnosti světové ekonomiky. Cenu ropy by mohl podpořit OPEC, především Saudská Arábie, pokud by výrazněji signalizoval omezení produkce.

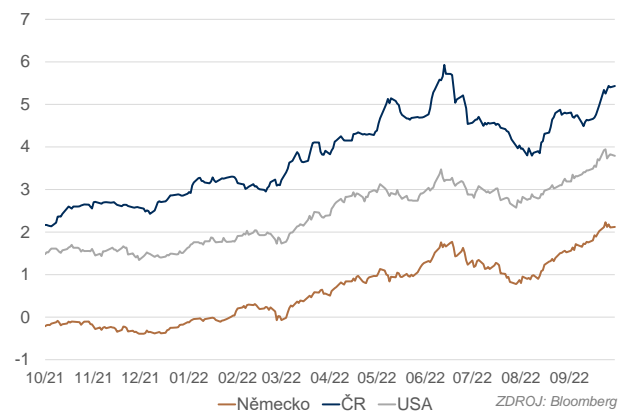
Zlatu vůbec nesvědčí kombinace rostoucího očekávání ohledně růstu sazeb hlavních centrálních bank a posilování dolaru. V první polovině září se sice celkem drželo, především díky přechodnému posílení eura, ale po obratu trendu kurzu dolaru k euru po zveřejnění dat o vývoji americké inflace šla cena zlata rychle dolů. Vyhlídky pro zlato by neměly být příznivé ani nadále. Pod jak silným tlakem jeho cena bude, bude záležet především na tom, jestli bude dále posilovat dolar. Faktorem působícím proti zlatu bude i snižování bilance Fedu, a tedy pokles likvidity ve finančním systému. Teoreticky by mu mohla pomoci případná další eskalace konfliktu kolem Ukrajiny a hrozby jeho rozšíření, kdy by zlato hrálo roli ultimátního bezpečného přístavu.



Devizové kurzy



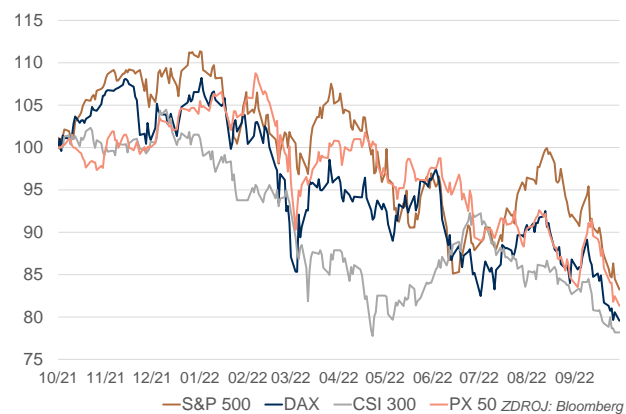
Dluhopisy (10 let)



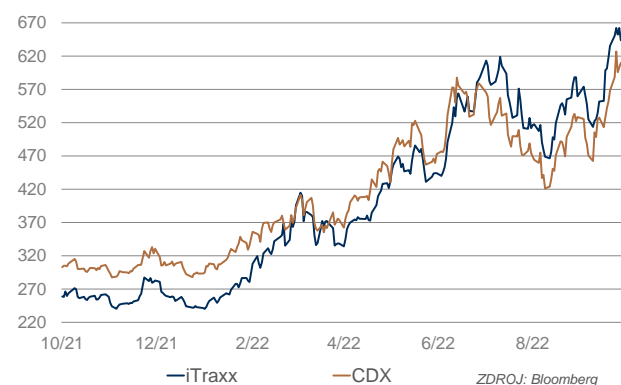
Index volatility VIX



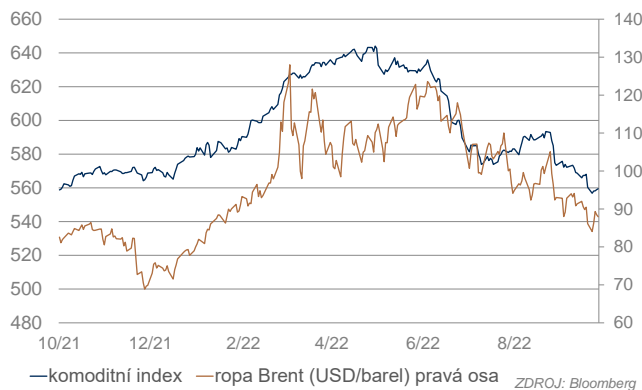
Akciové indexy (1. 8. 2021 = 100)



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	3,00-3,25	3,00-3,25	3,00-3,25	→	4,25-4,50	↑	4,00-4,25	↓
ECB	0	0,5	1,25	2,25	↑	2,5	↑	2,5	→
ČNB	0,75	7	7	7	→	7	→	6	↓
KURZY									
EUR/USD	1,16	1,01	0,98	0,96	↓	1,00	↑	1,03	↑
EUR/CZK	25,3	24,5	24,6	24,6	→	24,6	→	24,5	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	0,28	3,44	4,15	4,1	↓	4,0	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	1,49	3,10	3,71	3,8	↑	3,5	↓	3	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,69	1,15	1,75	2,0	↑	2,5	↑	2,5	→
Něm. dluhopis 10y	-0,20	1,51	2,13	2,3	↑	2,5	↑	2	↓
České dluhopisy 2y	2,08	6,00	5,90	6,00	↑	5,5	↓	4,5	↓
České dluhopisy 10y	2,09	3,99	5,34	5,5	↑	5	↓	4	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	301,8	533,1	602,8	500,0	↓	450	↓	400	↓
EMU iTraxx 5y	252,9	588,2	645,2	520,0	↓	480	↓	370	↓
AKCIE									
S&P 500	4307,5	3955,0	3640,5					4000	↑
Eurostoxx 50	4048,1	3517,3	3311,7					3500	↑
DAX	15260,7	12835,0	12104,0					12200	→
CSI 300	4866,4	4078,8	3804,9					4200	↑
PX 50	1324,9	1173,8	1127,8					1120	→

* 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	4,6	3,7	1,3	-0,1	-5,5	3,5	2,2	1,5
soukromá spotřeba	-6,2	9,0	5,5	8,4	8,2	0,2	-1,6	0,8	-6,8	4,4	3,4	3,0
vládní spotřeba	1,3	1,3	3,6	0,0	2,2	1,8	1,4	-0,1	3,4	3,0	2,8	1,0
investice	-4,0	-0,3	3,1	3,9	6,9	6,2	5,4	3,9	-7,5	0,6	1,5	5,0
dovoz	6,1	34,5	10,3	6,0	5,1	2,7	2,5	1,8	-6,9	11,5	2,2	2,6
vývoz	4,5	33,1	-0,2	-3,9	0,4	1,8	5,9	3,8	-6,9	5,1	3,1	5,4
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,3	3,1	2,7	3,4	3,4	3,2	3,3	3,5	3,5	3,8	3,7	3,7
inflace (% y/y)	2,2	2,9	4,1	6,1	11,2	15,8	17,8	18,0	3,2	3,9	15,3	7,2
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	0,5	-3,7	-1,9
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,4	-6,9	-4,9	-4,0
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	37,7	41,9	44,1	46,0

Evropská měnová unie

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-0,9	14,6	3,9	4,8	5,4	3,5	1,7	0,9	-6,1	5,2	2,9	0,3
soukromá spotřeba	-5,5	12,4	2,9	5,9	8,1	3,9	1,0	0,6	-7,7	3,9	3,4	0,2
vládní spotřeba	2,9	7,8	2,7	2,4	3,0	0,7	1,7	1,1	3,3	2,6	1,8	1,0
investice	-5,3	19,0	2,3	2,4	3,9	2,6	3,9	-0,5	-8,1	2,7	2,7	0,6
dovoz	-5,7	22,1	10,1	9,1	9,9	6,0	6,0	1,2	-8,4	8,8	6,3	1,9
vývoz	-0,3	26,4	10,3	8,3	8,7	5,5	4,9	1,9	-9,0	11,1	5,6	1,9
nezaměstnanost (%)	8,2	8,1	7,5	7,1	6,8	6,9	6,7	7,0	8,0	7,7	6,8	7,0
inflace (% y/y)	1,0	1,8	2,9	4,7	6,1	8,0	9,2	9,5	0,3	2,6	8,2	5,0
jádrová inflace (% y/y)	0,9	0,9	1,9	2,6	3,0	3,7	4,7	4,0	0,8	1,5	3,9	3,2
běžný účet (% HDP)	2,6	3,1	3,1	2,5	1,7	0,2	-0,7	-1,2	1,9	2,5	1,2	1,6

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

* 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.

