

Analytický měsíčník

www.ppfbanka.cz

Téma měsíce

Vystřídá posilování koruny korekce?

ČR Česká ekonomika se ve 2. pololetí roku 2022 propadla do recese

EMU Evropa směřuje ke stagnaci spíše než k recesi

USA HDP za čtvrté čtvrtletí rostlo solidně

únor 2023

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

Pohyby devizových kurzů jsou krátkodobě velice závislé na nestálém sentimentu na trzích a odchylky od rovnovážného kurzu mohou vydržet i relativně dlouhou dobu. Koruna v současné době navzdory klesající ekonomice, vysoké inflaci i deficitu na běžném účtu posílila na 14letá maxima. Domníváme se, že aktuální posílení je nadsazené a může dojít ke korekci. Její velikost ale v případě potřeby utlumí intervence ČNB.

Je současné posílení koruny udržitelné, nebo přijde záhy korekce?

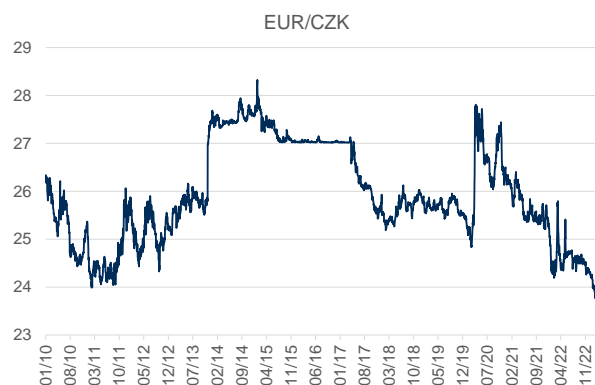
Konec loňského roku a začátek toho letošního byl ve znamení rychlého posilování koruny. Současné hodnoty těsně okolo 23,80 EUR/CZK jsou nejsilnější za posledních 14 let. Je ale posilování koruny opodstatněné v situaci, kdy česká ekonomika padá do recese, zvyšuje se deficit běžného účtu a inflace se blíží k 20 %? A kdy ve prospěch koruny nepůsobí ani výhled vývoje úrokového diferenciálu? Podle našeho názoru koruna posílila až příliš a korekce směrem ke slabším hodnotám je vysoce pravděpodobná.

Koruna se aktuálně veze na vlně regionálního optimismu

Posilování koruny v posledních měsících není výsledkem intervencí ČNB, která ve snaze bránit výraznějšímu oslabení koruny na trh vstupovala od května loňského roku, aby bránila výraznějšímu oslabení koruny. Od začátku 4. čtvrtletí 2022 ale trh svými intervencemi již neovlivňovala a koruna přesto posilovala, přičemž tempo posilování se ještě zrychlilo se začátkem nového roku. Hlavní příčinou posilování koruny je optimismus, který na trhu momentálně převládá. Jeho zdrojem je zejména zklidnění situace na trhu se zemním plynem a elektřinou, jež tlumí obavy z nuceného omezení výroby. Koruna je pro zahraniční investory atraktivní i proto, že nabízí relativně vysoké výnosy při omezeném kurzovém riziku. Jejím případnému oslabování při změně sentimentu na trhu by dokázala ČNB bránit svými intervencemi.

Koruna naopak celkem úspěšně ignoruje signály z ECB i Fedu, jejichž plánované další zvyšování sazeb by mělo přispět k větší atraktivitě dolaru a eura na úkor koruny. Lednové posilování koruny lze do jisté míry připsat i sezónním vlivům. Koruna má tendenci posilovat

Koruna od konce minulého roku posílila na 11letá maxima.



Zdroj: Bloomberg

s počátkem nového roku, ale své zisky poté málokdy udrží. Tak tomu bylo v letech 2018 až 2022.

Pohled na historii kurzu koruny ukazuje, že i když krátkodobě na korunu regionální nálada často působí, dlouhodobě patří mezi měny, které dokážou turbulentní časy přestát velice dobře, a to nejen díky vysokým devizovým rezervám. Například agentura Bloomberg zařadila korunu mezi čtveřici významnějších měn, které nejlépe zvládly uplynulé tři turbulentní roky. Nástup pandemie covidu-19 sice pro korunu znamenal zpočátku prudké oslabení až na 27,80 EUR/CZK, ale od té doby koruna dokázala posílit až pod 24 EUR/CZK, tedy o více než 14 %. Takto rychlý trend posilování koruna zažívala od roku 2000 do roku 2008. Tehdejší posilování bylo dáno zejména doháněním vyspělých států Evropy. Vzhledem k relativně nízké inflaci probíhala konvergence nikoliv inflačním, ale kurzovým kanálem. Korunu také významně podporoval příliv přímých zahraničních investic, který zvyšoval poptávku po koruně. Trend posilování zastavila finanční krize a korunu potom ještě oslabilo přijetí kurzového závazku v letech 2013 a 2017. Při hledání odpovědi na otázku, zda je současné posilování začátkem nového trendu kurzu koruny, nebo jen výkyvem, po kterém bude následovat korekce, je nutné se blíže podívat nejen na fundamenty, které kurz koruny v delším horizontu určují, ale i na rovnovážný kurz koruny.

Rovnovážná úroveň kurzu koruny

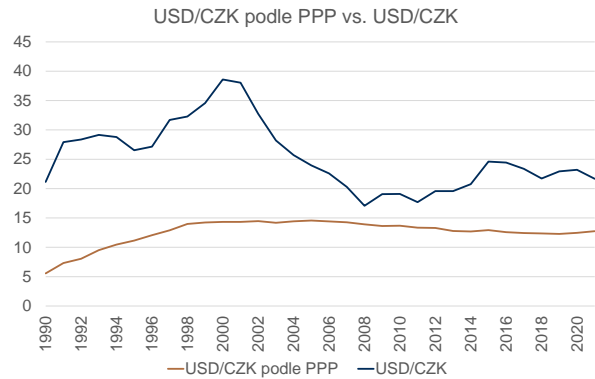
Rovnovážný kurz je definován jako kurz, který udržuje ekonomiku v rovnováze. Nadhodnocený kurz snižuje cenovou konkurenceschopnost, brzdí růst a díky nižším dovozním cenám snižuje inflaci, naopak podhodnocený kurz zvyšuje inflační tlaky a pomáhá konkurenceschopnosti dané ekonomiky. Určení rovnovážné hodnoty kurzu je v praxi velice komplikované a různé metody výpočtu přinášejí různé výsledky.

Nejjednodušším přímočarým přístupem je parita kupní síly. Teorie parity kupní síly v podstatě počítá s tím, že kurz dvou měn je v rovnováze, když jsou kupní síly v obou zemích stejné. To znamená, že poměr dvou měn by měl být stejný jako poměr jejich cenových hladin. Jinými slovy, pokud by kurz nebyl v rovnováze, existovala by možnost arbitráže, která by působila do té doby, než by se ceny vyrovnaly buďto kurzem, nebo cenovou hladinou. Zboží v obou zemích by tak podle této teorie mělo být stejně drahé. V praxi se ale tato teorie příliš nepotvrdila, a to nejen díky překážkám ve zbožové arbitráži. Ukazuje se, že měny zemí méně rozvinutých jsou oproti těm rozvinutým podle této teorie podhodnocené. Cenová hladina v méně



rozvinutých zemích bývá obvykle nižší a teorie parity kupní síly tak může fungovat pouze u stejně vyspělých zemí.

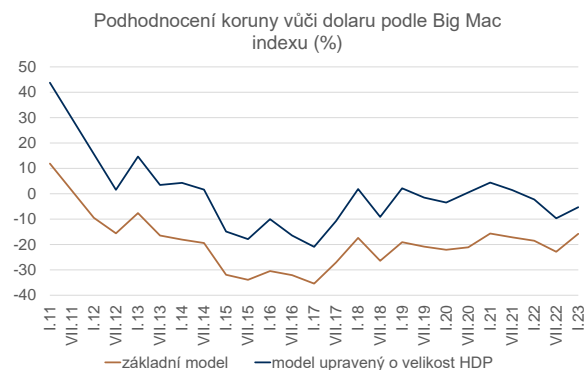
Kurz koruny vůči euru měřený paritou kupní síly je dlouhodobě podhodnocený.



Zdroj: OECD

Kurz koruny vypočtený podle parity kupní síly tak nelze považovat za rovnovážný. Je třeba přihlídnout k faktu, že Česká republika ještě země eurozóny ani USA nedohnala. Zajímavé výpočty v tomto směru provádí dvakrát ročně časopis Economist, který teorii parity kupní síly aplikuje na jeden standardizovaný produkt – Big Mac. Navíc publikuje dva typy rovnovážného kurzu, přičemž jeden z nich je

Big Mac index ukazuje, že podhodnocení koruny se zmírnilo.



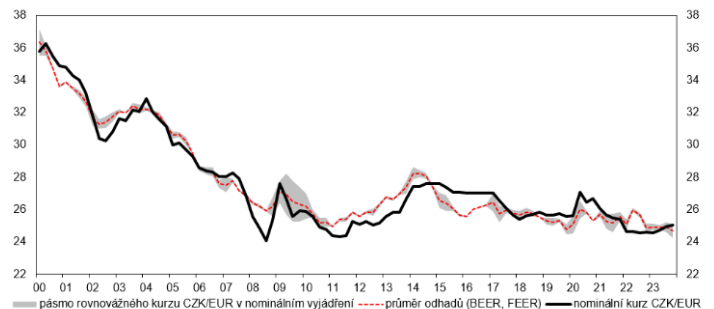
Zdroj: The Economist

očištěn o velikost HDP na hlavu.

Nejen index neočištěný o HDP, ale i ten očištěný po většinu doby ukazuje na podhodnocenost koruny. Zajímavá jsou ale poslední zveřejněná čísla. Aktuální index z ledna 2023 naznačuje, že po očištění o velikost HDP byla koruna oproti dolaru podhodnocena o 5,3 %, tedy výrazně méně než před půl rokem, kdy Big Mac index ukazoval na podhodnocenost o 9,7 %. I tuto metodu je ale potřeba brát s rezervou, protože srovnání jednoho standardizovaného produktu nebude nikdy plně reprezentovat cenové hladiny. Navíc srovnání pouze cenových hladin nebere v úvahu ostatní faktory, které na devizový kurz působí.

Existuje celá řada sofistikovaných modelů, které používají zejména centrální banky, a rovnovážný kurz je jedním z parametrů, který vstupuje do rozhodování o měnové politice. ČNB používá dva hlavní modely: behaviorální rovnovážný kurz (BEER) a fundamentální rovnovážný kurz (FEER). Odhady FEER jsou založeny na modelování vnitřní a vnější rovnováhy ekonomiky, tedy situace, kdy ekonomika dosahuje svého potenciálu a nepřehřívá se ani nepracuje pod své možnosti, a zároveň vnější rovnováha zajišťuje, že nedochází k nadměrnému schodku nebo deficitu na běžném účtu platební bilance. Naproti tomu přístup BEER není založen na ekonomické teorii rovnovážných hodnot, ale pracuje s předpokladem, že měnový kurz se v průměru pohybuje okolo své rovnovážné hodnoty. Rovnováha je potom stanovena pomocí skutečně dosažených makroekonomických hodnot a historie pohybu měnového kurzu. Základním vysvětlujícím fundamentem je většinou úrokový diferenciál, rozdíl v produktivitě práce, bilance zahraničního obchodu nebo investice. Tyto přístupy jsou sice na rozdíl od teorie parity kupní síly sofistikované, ale ani tento výsledný rovnovážný kurz není možné nijak ověřit, protože se jedná o nepozorovanou veličinu. I přes tyto nejistoty se modely FEER a BEER používají při nastavování měnové politiky. Podle výpočtů ČNB se zdá, že aktuální kurz koruny je již nadhodnocený.

Podle modelů BEER a FEER bylo posilování koruny příliš rychlé a kurz je momentálně nadhodnocený.



Zdroj: ČNB

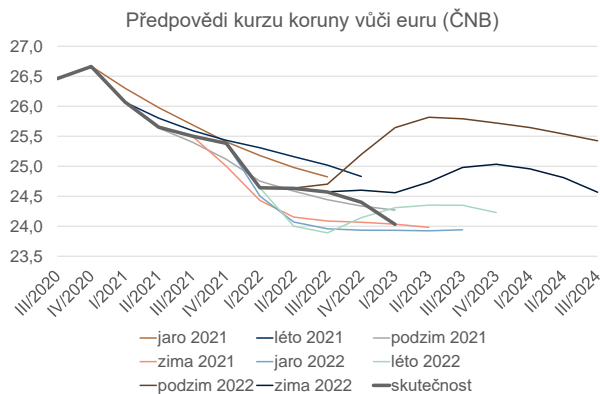
Problémy při předpovídání devizových kurzů

Fakt, že model ukazuje nadhodnocenost/podhodnocenost kurzu, automaticky neznamená, že dojde ke korekci. Aktuální kurz se od své teoretické rovnovážné úrovně – ať už je počítán jakýmkoliv způsobem – může dlouhodobě odchylovat. Devizové kurzy totiž nejsou určovány jenom fundamenty, ale často se na trhu projeví vlna optimismu nebo naopak pesimismu, jež může kurzy ovlivnit i na delší dobu. Pohled na historii předpovídání kurzu koruny ukazuje časté neúspěchy. To ale neznamená, že by ekonomové měli na předpovídání kurzu rezignovat. Identifikace vychýlení kurzu z rovnováhy signalizuje, že by kurz měl



korigovat. Načasování této korekce je ale zatíženo velkou dávkou nejistoty.

ČNB se ve svých předpovědích kurzu často netrefila.

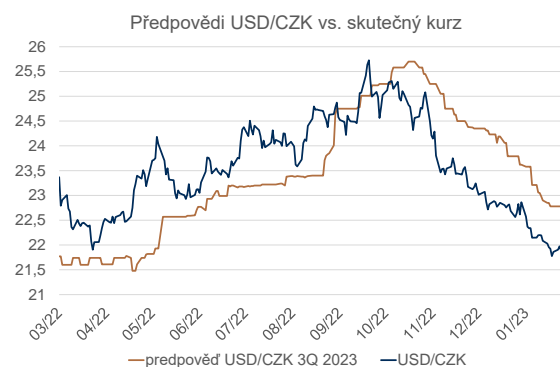


Zdroj: ČNB

Na predikcích ČNB je názorně vidět, jak se nové předpovědi přizpůsobují aktuálnímu kurzu. Ne vždy je tato korekce správně načasovaná, což se ukázalo například při podzimní prognóze v roce 2022, kdy po období slabší než předpovídané hodnoty kurzu koruny vůči euru prognóza přehodnotila vývoj směrem ke slabším hodnotám, ale koruna naopak začala posilovat.

V predikcích nejsou ale úspěšnější ani analytici přispívající do konsensu Bloombergu. Jejich předpovědi se viditelně srovnávají s aktuálním kurzem v souladu s heslem „nejlepší predikcí je aktuální hodnota“.

Predikce kurzu koruny analytiků přispívajících do průzkumů agentury Bloomberg se také mění podle aktuální hodnoty kurzu.



Zdroj: Bloomberg

Jaká je budoucnost kurzu koruny?

Z výše uvedeného je zřejmé, že predikce koruny je velice obtížná, ne-li nemožná. Z analýzy rovnovážných kurzů i vývoje fundamentů lze odhadnout, že je pravděpodobnější, že spíše než k dalšímu posilování dojde ke korekci aktuálně silného kurzu koruny. Načasování obratu je ale velice nejisté a bude záviset na mnoha faktorech včetně vrtkavé nálady na finančních trzích.

Ve prospěch našeho očekávání korekce kurzu koruny směrem ke slabším hodnotám hovoří odhady rovnovážných hodnot kurzu podle modelů BEER a FEER, ale i výhled fundamentů, které kurz ovlivňují, jako je deficit běžného účtu platební bilance, jenž se stále zvětšuje, propad HDP, vyšší inflace v ČR než v okolních zemích a v neposlední řadě i vývoj úrokového diferenciálu. Trh příliš nevěří, že ECB bude zvyšovat sazby tak razantně, jak signalizuje, a naopak, že Fed sazby letos snižovat nebude. Pokud ale ECB a Fed nakonec dodrží svá současná prohlášení a úrokový diferenciál se sníží více, než momentálně očekává trh, může to koruně dát impuls ke změně směru a nastartování korekce. Na kurz koruny bude mít vliv i ČNB. Centrální bankéři sice nyní hovoří o možnosti dalšího zvýšení sazeb, ovšem tento krok je velmi nepravděpodobný. Udržení stávajících sazeb po delší dobu by koruně mělo pomáhat. Ale ani v případě přísnější měnové politiky hlavních centrálních bank a současného uvolnění měnových podmínek v České republice neočekáváme příliš prudké oslabení koruny. Pokud by na trhu převládla pesimismus a koruna prudce oslabila například na 24,45 EUR/CZK, očekáváme, že ČNB nebude nadměrnou volatilitu tolerovat, na trh vstoupí a bude intervenovat. Rezervy má zatím dostatečné. Z toho vyplývá, že kurz koruny by se mohl vrátit zpět ke 24,4 EUR/CZK. Ovšem nejistoty jsou jako vždy značné a zvyšuje je zejména napjatá geopolitická situace. Velkou neznámou je také hloubka očekávané recese u našich nejbližších sousedů. Problémy mohou přijít i ze vzdálenějších zemí, jako je Čína nebo Turecko. Tyto faktory mohou negativně ovlivnit sentiment na trhu a potažmo korunu.



Česká ekonomika se ve 2. polovině roku dostala do recese, ale mělčí než se čekalo. Na vině je zejména domácí poptávka, kterou tlumí vysoká inflace. Ta by měla kulminovat v lednu a poté postupně klesat. Jak rychlý pokles bude, je nejisté, ale nečekáme, že by na případný pomalejší pokles inflace ČNB reagovala zvyšováním sazeb. Spíše nechá sazby na stávající úrovni po delší dobu.

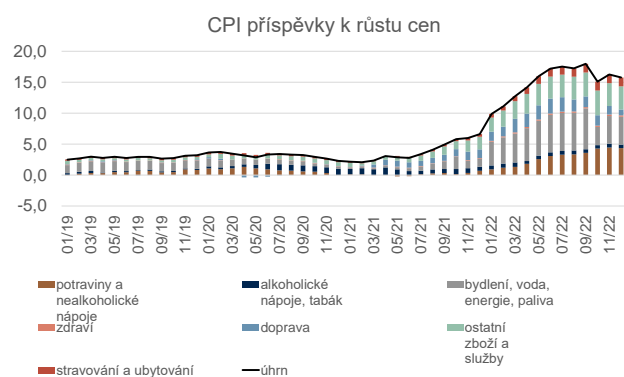
Ekonomická aktivita

Poptávka domácností na konci loňského roku pokračovala v poklesu, což potvrdily horší než očekávané listopadové výsledky maloobchodních tržeb. Kromě meziročního listopadového propadu tržeb o 8,7 % byla pro trh negativním překvapením i revize říjnových čísel z -9,4 % y/y na -9,9 % y/y. V meziměsíčním vyjádření také došlo k poklesu spotřeby (-0,3 %), což je v kontrastu se zlepšením nálady spotřebitelů. Z historického pohledu je nálada spotřebitelů ale stále velmi pesimistická, a je tedy velice pravděpodobné, že pokles poptávky bude pokračovat i v první polovině letošního roku, zejména kvůli klesajícím reálným příjmům. I přes klesající reálné příjmy je situace o něco příznivější ve službách, kde se tržby v říjnu nezměnily a zůstávají stále nad úrovní před pandemií (o 4 %), zatímco tržby za zboží jsou o téměř 7 % níže.

Relativně vyšší odolnost než poptávka domácností vykazuje korporátní sektor. Listopadový růst o 0,5 % y/y předčil tržní očekávání, která byla nastavena na meziroční pokles. Průmyslovou výrobu táhl především automobilový průmysl, který přispěl k růstu o 3,6 pb, naopak výroba energií působila opačným směrem.

Vývoj zahraničního obchodu se příliš nemění a deficit se stále prohlubuje zejména kvůli deficitu obchodu s ropou a zemním plynem, naopak obchod s automobily zůstává v přebytku, ale ne tak velkém, aby dokázal směr bilance zahraničního obchodu otočit. Ta se v listopadu dostala do deficitu 25,5 mld. CZK, ale paradoxně kurz koruny tyto výsledky nechávají chladným.

Inflace ke konci roku zvolnila, klíčovou roli ale hrálo započítání úsporného tarifu.



Zdroj: ČSÚ

Inflace a centrální banka

Spotřebitelské ceny v prosinci vzrostly o 15,8 %, což je méně, než čekal trh. Růst cen tak byl o 0,4 pb nižší než v listopadu. Ke zpomalení tempa růstu cen přispěly zejména ceny v oddílu dopravy díky cenám automobilů a pohonných hmot, na růst cenové hladiny naopak tlačily ceny potravin a nealkoholických nápojů spolu s cenami v oddílu bydlení (nájemné, vodné a stočné, plyn, teplo a teplá voda). Prosincová čísla jsou ale výrazně zkruslena metodikou započítávání úsporného tarifu. Bez něj by inflace byla 19,3 %, což je o 0,2 pb více, než byl odhad ČNB.

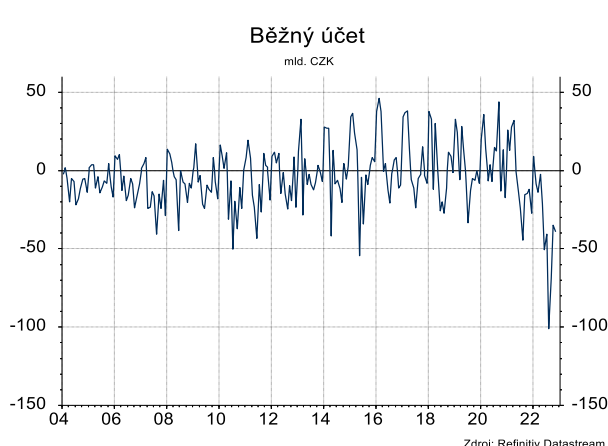
Z pohledu měnové politiky ale bude významnější lednové číslo, které bude zveřejněno až po únorovém měnově-politickém zasedání ČNB. Téměř s jistotou tak můžeme říci, že sazby na zasedání 2. února zůstanou beze změny, a změnu nečekáme ani v dalších měsících.

Co se týče lednové inflace, jež bude pro ČNB klíčová, jsou odhady zatíženy vysokou dávkou nejistoty jak kvůli cenám energií, tak kvůli novým ceníkům, které lednovou inflaci běžně ovlivňují, a výrazně se liší. Například guvernér Aleš Michl hovořil o 20% inflaci v lednu a v únoru, zatímco viceguvernérka Eva Zamrazilová byla o poznání opatrnější, když pro lednovou inflaci uvedla rozpětí mezi 15 až 20 %. My si myslíme, že 20 % je nadsazený odhad, a očekáváme inflaci kolem 17 %. Nejistota je ale značná. Po vyšších číslech v lednu a v únoru by inflace měla již začít klesat. Tempo poklesu pak bude klíčové pro rozhodování ČNB o tom, kdy začít se snižováním sazeb. Zatím se zdá, že centrální bankéři se shodují na tom, že by sazby měly zůstat na vyšší úrovni delší dobu, velice pravděpodobně po celý rok 2023. Podle našeho názoru by první snížení sazeb mohlo přijít nejdříve v srpnu.

Rizika

Hlavním rizikem pro českou ekonomiku zůstává geopolitická situace a s ní spojená potenciální energetická krize. Riziko představuje i inflace, která může klesat pomaleji, než centrální banka věří.

Zahraněční obchod zůstává ve vysokém deficitu, ale koruně to v posilování nebrání.



Zdroj: Refinitiv Datastream



Eurozóna se v loňském roce recesi vyhnula a může se jí vyhnout i letos. Poslední údaje HDP překvapily pozitivně, když ukázaly mezičtvrtletní růst o 0,1 % a také předstihové indikátory signalizují brzký obrat k lepšímu. Viditelně zpomalila v prosinci i inflace, ale jen díky započítání vládní pomoci do cen elektřiny, proto zvyšování sazeb centrální bankou bude pokračovat v únoru i v březnu.

Ekonomická aktivita

Měsíční údaje, zveřejňované s určitým zpožděním, signalizovaly, že ekonomika eurozóny v posledním čtvrtletí v porovnání s předchozím čtvrtletím poklesla, ale předběžná data Eurostatu nakonec ukázala, že celkově se HDP udrželo v růstu, i když velmi mírném (0,1 % q/q). Také maloobchodní tržby v listopadu překvapily růstem, ale na vykompenzování říjnového propadu to nestačilo. Průměrné maloobchodní tržby za říjen a listopad v reálném vyjádření zůstaly pod hodnotami 3. čtvrtletí. V nižší poptávce se stále projevuje jak vysoká inflace a s ní spojený pokles reálných příjmů, tak i nejistota, která spotřebitele nutí k obezřetnosti. Průzkumy mezi spotřebiteli sice ukazují, že nálada spotřebitelů se již odrazila ode dna, kterého dosáhla v září, ale od té doby dokázal indikátor důvěry spotřebitelů vzrůst pouze těsně nad hodnoty, kterých dosahoval v době vrcholící pandemie.

Také průmyslová produkce přes lepší než očekávané výsledky v listopadu zůstává pod hodnotami z 3. čtvrtletí.

Naopak měkké indikátory ukazují, že by se ekonomika do recese vůbec dostat nemusela. Situace by se brzo měla začít obracet k lepšímu. Indexy PMI v posledních měsících překvapovaly lepšími než očekávanými hodnotami a nejinak tomu bylo i s lednovými hodnotami. Kompozitní

index se opět vylepšil a dostal se po šesti měsících opět nad 50, tj. hladinu oddělující kontrakci od expanze.

Inflace a centrální banka

Prosincová inflace v eurozóně skončila pod očekáváním, když z listopadových 10,1 % poklesla na 9,2 %. Na tento lepší než očekávaný výsledek ale působil jeden zásadní jednorázový faktor, který v lednu již nebude platit, a to administrativní opatření na pomoc domácnostem s vysokými cenami energií. Například německá inflace v prosinci poklesla na 8,6 % z listopadových 10 % z velké části díky odpuštěným zálohám na energie; jedná se tedy o podobný scénář poklesu inflace, jaký zažila Česká republika v říjnu. Z informací Eurostatu vyplývá, že ceny energií v EMU v prosinci meziročně vzrostly o 25,7 %, tedy výrazně méně než v listopadu (34,9 %). V meziměsíčním vyjádření ceny energií poklesly o 6,5 %. Naopak jadrová inflace roste z listopadových 5,0 % na 5,2 %.

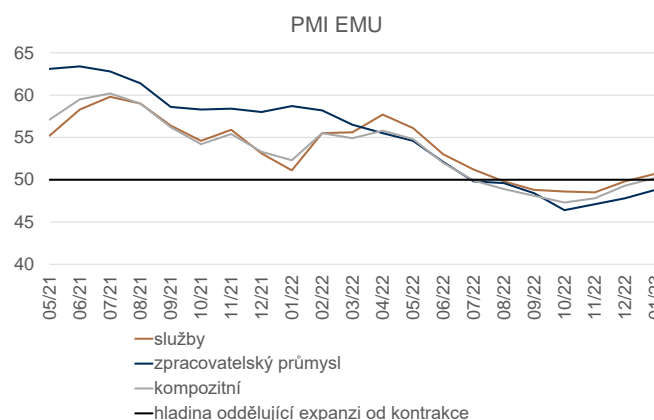
Prosincová čísla tak nebudou mít na odhodlání ECB dále zpřísnit měnové podmínky výraznější vliv.

Z komentářů některých členů Rady guvernérů vyplývá, že o dalším zvyšování sazeb nepochybují. My očekáváme zvýšení sazeb o 50 bb na měnově-politickém zasedání dne 2. února. Je pravděpodobné, že další zvyšování sazeb bude následovat v březnu. Zda opět o 50 bb, bude záležet na vývoji inflace i reálné ekonomiky. Zatím se zdá, že reálná ekonomika je na tom lépe, než se původně čekalo, což centrální bance otevírá prostor k relativně razantnímu zvyšování sazeb.

Rizika

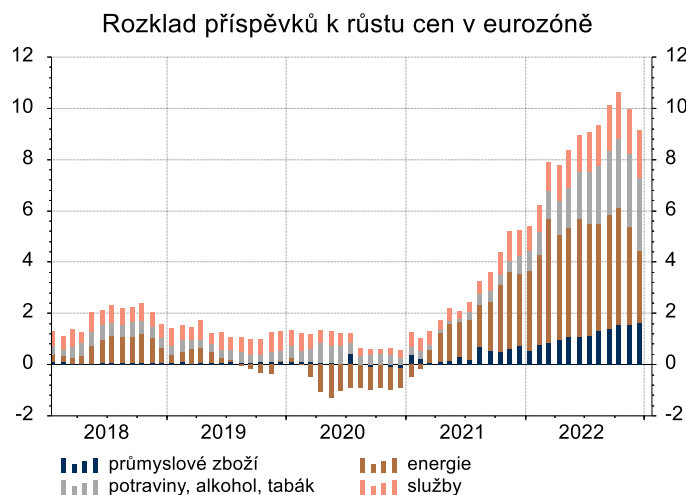
I když je závislost na ruských surovinách výrazně nižší než před válkou na Ukrajině, představuje energetika pro eurozónu jedno ze základních rizik.

Kompozitní index PMI po šesti měsících opět vzrostl nad 50.



Zdroj: Bloomberg

Pokles inflace byl způsoben administrativními opatřeními na pomoc domácnostem s drahými energiemi.



Zdroj: Refinitiv Datastream



Spojené státy americké

Inflace byla i v lednu údajem, který k sobě poutal nejvíce pozornosti. Růst cen opět zpomalil, ale tentokrát už bez překvapení v souladu s očekáváními. To, co ovšem překvapilo hodně, byla slabost „tvrdých“ růstových ukazatelů, především maloobchodních tržeb, ale i průmyslové výroby. „Tvrdé“ údaje se tak dostaly do souladu s „měkkými“ (ISM indexy, indexy regionálních Fedů), které signalizují slábnutí ekonomiky už delší dobu. Trh práce stále vypadá na první pohled silně, ale řada nepřímých ukazatelů naznačuje, že i zde brzy dojde k výraznému zhoršení.

Ekonomická aktivita

Trh práce vypadá podle oficiálních dat stále dobře i přes postupnou ztrátu dynamiky přírůstku zaměstnanců. Síla trhu práce se opírá především o stále vysoký počet nabízených pracovních míst (JOLT) a velmi nízkou míru nezaměstnanosti. Zároveň přitom došlo k nečekanému a poměrně výraznému zpomalení tempa růstu mezd, což je klíčové z hlediska možných mzdově-inflačních tlaků. Síla trhu práce však velmi pravděpodobně už dlouho nevydrží, čemuž nasvědčuje řada nepřímých a „měkkých“ indikátorů. Důvodem je zřetelné slábnutí ekonomiky, jak ukazuje zrychlující meziměsíční pokles maloobchodních tržeb i slábnoucí průmyslová výroba. Výpadek maloobchodních tržeb sice může částečně nahradit přesun spotřeby ke službám, ale pochybujeme, že to bude stačit na to, aby osobní spotřeba podstatným způsobem nepřispěla k slábnutí růstu HDP. Šéfové amerických společností jsou podle průzkumu Conference Board zhruba stejně pesimističtí jako na vrcholu pandemie a obecně preferují opatrnost, a to i při najímání nových pracovníků. Měkké přistání americké ekonomiky je sice stále možné, ale

aktuální dynamika růstových ukazatelů ukazuje spíše na recesi v prvním pololetí.

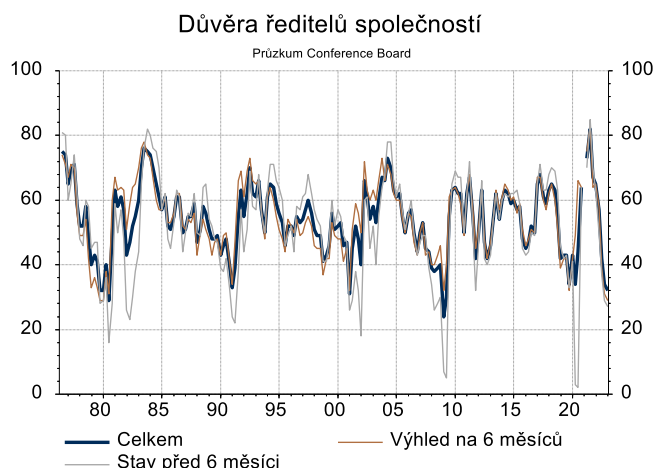
Inflace a centrální banka

Inflace sice zůstává vysoko nad cílem centrální banky, ale zároveň rychle zpomaluje, a to jak jádrová, tak celková. Pro celkovou inflaci je klíčový pokles cen benzínu. U jádrové inflace výrazně zpomaluje růst cen zboží, zatímco tempo růstu služeb je pravděpodobně blízko maxima. Specificky hrají významnou roli ojetá auta u zboží a nájem u služeb. Ceny ojetých aut loni extrémně rostly kvůli nedostatku aut na trhu, nyní poté, co se nabídka nových aut srovnala s poptávkou, začínají rychle klesat. Tento efekt bude působit ještě několik měsíců a se slábnoucí poptávkou bude sílit. Nájemy rostou především kvůli předchozímu růstu cen nemovitostí, který se do nich promítá postupně. Růst cen nemovitostí však velmi rychle zpomaluje a už relativně brzy by se to mělo projevit i ve zpomalení růstu nájmu. Fed se rozhoduje, zda na zasedání FOMC na začátku února zvýší sazby o 25 bb, nebo o 50 bb. Výsledek zasedání je nejistý, ale podle našeho názoru by vzhledem k vývoji ekonomických ukazatelů plně stačilo 25 bb.

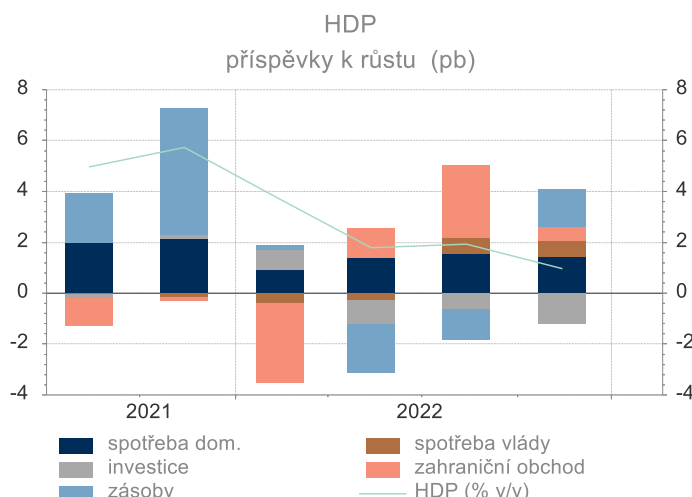
Rizika

USA se po čase opět dostaly na dluhový strop a teoreticky tedy hrozí jejich technická insolvence. Prakticky je tato eventualita extrémně málo pravděpodobná, takže ani trh nijak ztlačně nereagoval. Předpokládáme, že po obvyklém hašteření a vyjednávání mezi demokraty a republikány dojde k opětovnému odsunutí tohoto problému do budoucnosti. Podstatně vážnější je stále riziko, že Fed ve snaze co nejrychleji snížit inflaci přežene utažení měnové politiky a dostane ekonomiku do vážné recese. Nadějně je, že členové FOMC stále více dávají najevo, že si toto riziko uvědomují. Snad tyto hlasy rozumu převáží nad setrvačností některých jestřábů. Pokud ne, tak hrozí další rozkolísání ekonomického cyklu v USA a pozdější výrazný pokles sazeb.

Důvěra ředitelů společností je nižší než v období vrcholící pandemie.



K růstu HDP výrazně přispěly zásoby a zahraniční obchod.



EUR/USD

S výjimkou krátké a nepříliš hluboké korekce na začátku měsíce pokračoval dolar v oslabování. Působí proti němu kombinace růstu očekávání brzkého konce zvyšování sazeb v USA a značné nejistoty u ECB. Ta zůstává ve vyjadřování svých představitelů značně jestřábí, zatímco u Fedu roste počet členů FOMC, kteří signalizují ochotu dále zpomalit tempo růstu sazeb. Zároveň je velmi zřetelná citlivost trhu na sebemenší změnu vyhlídek. Stačil náznak, že by ECB mohla také zpomalit tempo růstu sazeb, a dolar hned nabral dech. Tato citlivost by měla hrát klíčovou roli i v dalším vývoji kurzu. Působit bude jak rétorika znějící z centrálních bank, tak zveřejňovaná data. Ta naznačují, že zpomalení v EMU nemusí být ani zdaleka tak výrazné, jak se trh obával (a ECB tedy může klidně dále zvyšovat sazby), a naopak v USA zveřejňovaná data ukazují na zhoršování vyhlídek a růst pravděpodobnosti recese. To reflektují i očekávání vývoje amerických sazeb. Přestože se mluví Fedu snaží investory přesvědčit, že Fed bude držet sazby na maximum současného cyklu dlouho (minimálně do konce letošního roku), trh počítá s jejich poklesem, a to poměrně výrazným, už v letošním druhém pololetí. Bude-li Fed kvůli negativnímu vývoji ekonomiky nucen přiznat, že trh měl pravdu, a pokud zároveň ECB zůstane díky příznivému vývoji ekonomiky stejně tvrdá jako dosud, bude to znamenat další velký prostor pro oslabení dolaru.

EUR/CZK

Česká koruna pokračovala v lednu v dalším posilování a postupně se dostala na nejsilnější hodnoty vůči euru za posledních 14 let. To, co korunu táhne k silnějším hodnotám, je především pozitivní sentiment na trhu, který je ovlivněn aktuální situací na trhu s plynem a elektřinou. Koruně pomáhají i relativně vysoké úrokové sazby v kombinaci s připraveností centrální banky v případě výraznějšího oslabení intervenovat ve prospěch koruny. Podle našeho názoru je ale aktuální posilování koruny přestřelené a jako pravděpodobnou vidíme určitou korekci. Proti koruně by mělo působit snižování úrokového diferenciálu vyplývající z dalšího zvyšování sazeb Fedu a ECB. Na oslabení koruny může mít také vliv vysoká nejistota vyplývající z geopolitické situace, která může velice rychle změnit náladu na trhu. Očekávané oslabení české měny ale bude mírnit ČNB, která má stále dostatečné rezervy na intervence. Oslabení nad 24,5 EUR/CZK je tak vysoce nepravděpodobné.

Dluhopisy

Po přechodném růstu ve druhé polovině prosince se v prvních dvou týdnech ledna desetiletý výnos vrátil zpět na hodnoty, na které klesl na začátku prosince. Dlouhý konec výnosové křivky ovlivňují primárně obavy z recese, krátký konec především vývoj názorů na konečnou úroveň sazeb

Fedu. Přes zhoršující se vyhlídky americké ekonomiky může být prostor pro další pokles výnosů omezený. Proti tomuto trendu působí silící hlasy mezi členy FOMC, kteří se staví opatrně k dalšímu utahování měnové politiky. Také snižování bilance Fedu by mělo působit obecně negativně na ceny finančních aktiv, včetně dluhopisů. Tempo snižování bilance je ale mírné, takže efekt snižování je poměrně slabý. Bude-li pokračovat rychlý pokles inflace (což je pravděpodobné), měla by se výnosová křivka posunovat dolů. Efekt by byl výraznější, kdyby činitelé Fedu reagovali silněji ve prospěch menšího prostoru pro další růst sazeb. Výraznější slabost ekonomiky by měla tlačit dlouhý konec výnosové křivky dolů. Kdyby Fed reagoval příklonem k holubičím vyjádřením, efekt slabosti ekonomiky by se tak zmírnil.

Lednový vývoj v Evropě do značné míry kopíroval chování amerického trhu, přestože vývoj vyhlídek ekonomiky i sazeb centrální banky byl odlišný. Podobně jako v USA trh plně nevěří jestřábí rétorice ECB, i když se vyhlídky ekonomik EMU poměrně výrazně zlepšily a ECB tedy na rozdíl od Fedu nemusí brát až tolik do úvahy jejich slabost. V Evropě je proto podle našeho názoru prostor pro růst výnosů. Zda bude tento prostor využit, bude záležet na kombinaci vývoje ekonomik, chování ECB a preferencích investorů.

Český dluhopisový trh v lednu následoval vývoj ve světě, především v Německu. Krátký konec výnosové křivky víceméně stagnoval v souladu se stabilitou očekávání ohledně vývoje sazeb. Dlouhý konec poměrně ostře klesl. Kromě vývoje ve světě mohl český trh státních dluhopisů ovlivnit i příliv zahraničních investic související se začátkem roku i nižší rizikovou averzí poté, co se nesplnily obavy z nedostatku plynu. Tento pravděpodobný příliv investic se mohl projevit i tlakem na posílení koruny. Vysoká poptávka byla vidět i v aukcích ministerstva financí. Po silném růstu cen v lednu lze očekávat vydechnutí trhu, možná je i mírná korekce. Náš trh bude i nadále pod vlivem vývoje v zahraničí. Pokud bude pokračovat zatím relativně optimistický vývoj ekonomik v Evropě a pokud bude podle očekávání rychle klesat inflace, měly by se výnosy po možné korekci vrátit k postupnému poklesu.

Akcie

Lednový efekt zafungoval v USA a ještě lépe v Evropě. Akcie si po propadu v loňském roce na začátku letošního připsaly solidní zisky, které mohou být částečně vysvětleny prostou úvahou, že po loňském silném poklesu by mohly být akcie už levné, takže se do nich tedy opět vyplatí investovat. Zda je to pravda, bude samozřejmě záležet na tom, jak se bude vyvíjet světová ekonomika. Spojené státy velmi pravděpodobně čeká ekonomicky slabé přinejmenším první pololetí letošního roku, nad druhým leží otazník v podobě jestřábího Fedu. Z tohoto hlediska mohou být americké akcie atraktivní především pro dlouhodobé investory, kteří se dívají za letošní rok a věří, že se



americká ekonomika v příštích letech vrátí k solidní výkonnosti. V Evropě je optimismus vysvětlitelný snadněji, protože část poklesu cen evropských akcií šla na vrub riziku, že letošní zima bude pro Evropu kvůli nedostatku zemního plynu velmi těžká. Kombinace mírné zimy a velmi rychlého navýšení kapacity pro dovoz zkapalněného plynu tento scénář prakticky vyloučila, takže část růstu cen akcií v Evropě lze připsat tomuto faktu. Zbytek má stejný původ jako v USA – tedy optimistický pohled na dlouhodobé vyhlídky evropských ekonomik. Zda se růstový trend z ledna udrží, je velmi nejisté až pochybné. Největší překážkou by měla být slabost americké ekonomiky, která by měla vrátit těžce investorům se spíše kratším investičním horizontem. Částečně by mohl pomoci Fed, kdyby pokračoval v posunu na více holubičí pozice. Bude-li však zatvrzele trvat na držení vysokých sazeb po dlouhou dobu, reakce akcií bude negativní. ECB by také měla akciový optimismus spíše brzdit, pokud jí vydrží její aktuální hodně jestřábí nastavení.

Pražská burza se připojila k celosvětovému burzovnímu oživení a za leden posílila o výrazných 10 %. Index PX ze svého maxima v únoru 2022 (před začátkem války na Ukrajině) klesl o téměř 25 % na dno v září 2022. Po silném lednu jsme aktuálně pouze 10 % pod loňským maximem. Myslíme si však, že trh je až příliš optimistický a že v únoru může přijít výběr zisků.

Leden byl tedy obecně velmi úspěšný, když jsme u nás zaznamenali pouze jednu firmu v záporu, a to Philip Morris ČR (-0,48 %). Na druhé straně byl naopak nejrychleji rostoucí ČEZ, jenž si připsal téměř 20 %, a to především díky spekulacím o blížící se změně vlastnické struktury. Silný růst zaznamenala také Erste bank (+13 %) a Komerční banka (+10 %).

V průběhu února začne na pražské burze výsledková sezóna, což bude důležité sledovat. Mimořádně důležité ovšem bude, zda firmy dokážou potvrdit nebo vylepšit hospodářský výhled na další část roku. Silný lednový růst akcií totiž bude potřebovat dostatečně silné argumenty na to, aby mohl dále pokračovat.

Kredit

Dluhopisy, jejichž výtěžek vylepšuje kapitálovou přiměřenost emitenta (zkráceně MREL), jsou poslední dobou v kurzu a nejinak tomu bylo i v prvním měsíci nového roku. Tuzemská pobočka rakouské Raiffeisenbank vydala dluhopisy MREL v objemu 500 mil. EUR s kreditním spreadem 393 bb. Air Bank s kreditním spreadem pouhých 215 bb nad 6M PRIBOR umístila ke konci prosince celých požadovaných 1,3 mld. CZK. Ke konci roku se o přízeň investorů sváděl lýtý boj, do něhož se se svými emisemi MREL zapojily Česká spořitelna, Moneta Money bank a dokonce již zmiňovaná Raiffeisenbank. Právě vítězství v tak silné konkurenci dodává úspěchu emise Air Bank patřičný lesk.

Leden přinesl i první nebankovní vlašťovku, která sice jaro nedělá, ale toho jsme si užili dost už na Vánoce. J&T Energy Holding se pokusí do poloviny února umístit tříleté dluhopisy v hodnotě 750 mil. CZK s fixním výnosem 8,5 %. Kreditní spread aktuálně vychází na 325 bb, a nabízí tak zajímavou možnost, jak investovat do kreditu skupiny EPH. Nejvýznamnějším majetkem akcionáře je totiž podíl ve výši cca 44 % ve společnosti Energetický a průmyslový holding, a.s. V případě enormního zájmu je možné objem emise navýšit až na 2,25 mld. CZK.

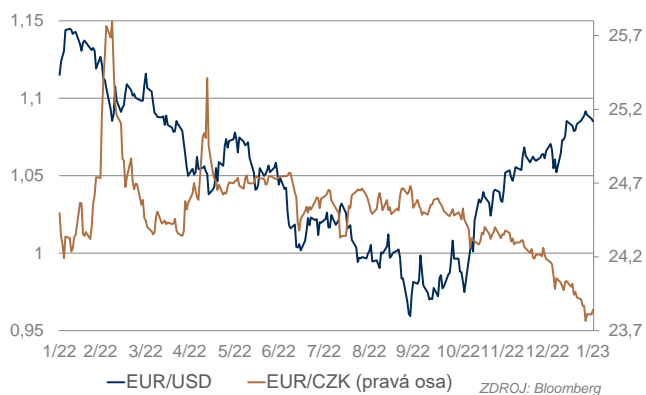
Komodity

Cena ropy po krátkém ostrém poklesu na začátku ledna po zbytek měsíce rostla. Část růstu je možné připsat všeobecně nákupní náladě investorů na začátku roku, větší váhu ale mají zlepšené vyhlídky některých ekonomik, v první řadě čínské poté, co došlo k podstatnému zmírnění opatření proti šíření covidu. Na straně nabídky zatím nejsou navzdory zpříšňování sankcí na ruskou produkci vidět problémy. Kombinace rizika na straně nabídky a vyšší než původně očekávané poptávky by měla udržet tlak na růst ceny. Otázkou je, zda na růst ceny bude reagovat OPEC zvýšením produkce. Předpokládáme, že v žádném případě s reakcí nebude spěchat, a že tedy z této strany není růst cen ropy příliš ohrožen. Rizikem je naopak slabost světové ekonomiky, která by mohla být důsledkem přehnaně tvrdé politiky hlavních centrálních bank.

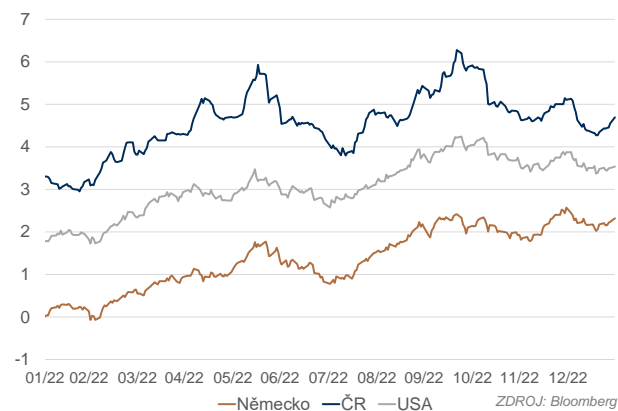
Cena zlata navázala na růstový trend, který začal v listopadu loňského roku. Hlavním důvodem jeho vzniku byl přechod dolaru od posilování k oslabování a tento důvod stále trvá. Vedle toho zlatu pomohl i pokles výnosů dluhopisů v USA a nižší očekávaný strop sazeb Fedu. V lednu mohla zlatu pomoci i nákupní nálada investorů a technické faktory jako momentum. Vývoj ceny zlata by i nadále měl úzce korelovat s vývojem dolaru. Čím slabší dolar, tím lépe pro zlato. Zlato však aktuálně může být po předchozím silném růstu přehřáté a citlivé na pro něj negativní faktory. Střednědobě by však mohlo mít prostor pro další růst. Ještě loni v březnu otestovalo 2000 USD/oz, což by mohlo zopakovat i letos. Výraznější růst nad tuto hranici by však z historického hlediska znamenal vysoké riziko nadhodnocenosti a následného poklesu.



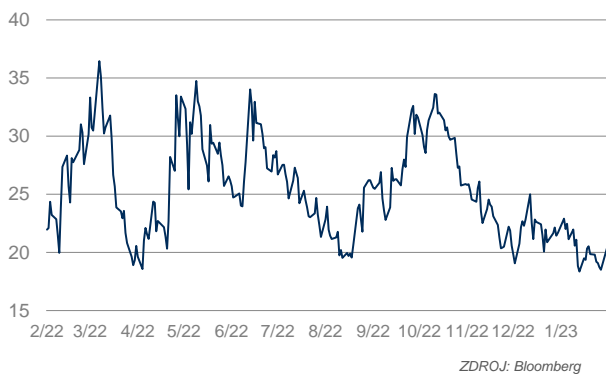
Devizové kurzy



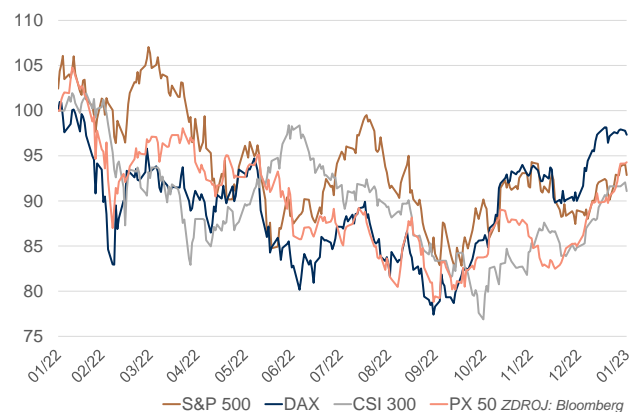
Dluhopisy (10 let)



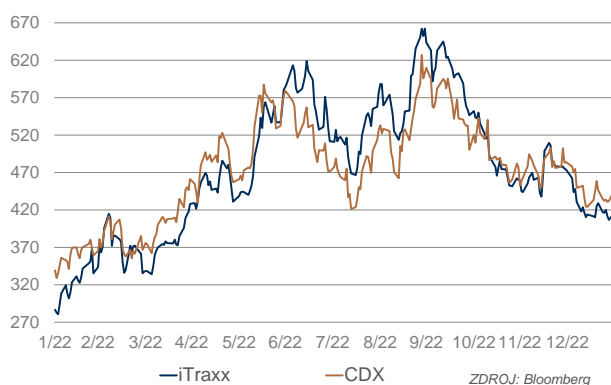
Index volatility VIX



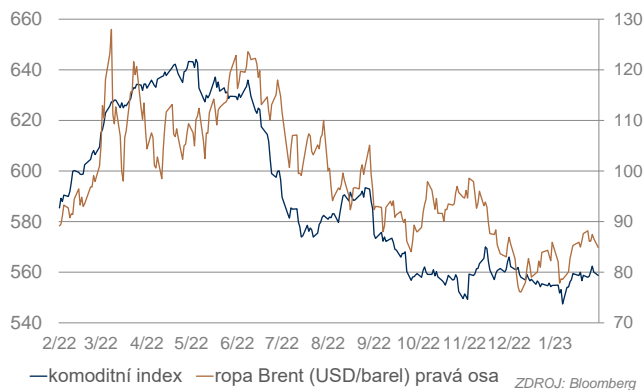
Akciové indexy (1. 2. 2022 = 100)



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	4,25-4,50	4,25-4,50	4,75-5,00	↑	4,75-5,00	→	4,00-4,25	↓
ECB	0	2	2,5	3,5	↑	3,75	↑	3,75	→
ČNB	3,75	7	7	7	→	7	→	6	↓
KURZY									
EUR/USD	1,12	1,07	1,08	1,02	↓	1,04	↑	1,07	↑
EUR/CZK	24,3	24,2	23,8	24,4	↑	24,5	↑	24,5	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	1,18	4,43	4,22	4,2	↓	4,0	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	1,78	3,87	3,52	3,5	↓	3,3	↓	3,0	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,53	2,76	2,65	2,5	↓	2,5	→	2,0	↓
Něm. dluhopis 10y	0,01	2,57	2,28	2,1	↓	2,0	↓	2,0	→
České dluhopisy 2y	4,05	5,32	5,49	5,5	→	5,0	↓	4,0	↓
České dluhopisy 10y	3,30	4,65	4,54	4,5	↓	4,0	↓	3,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	339,2	484,0	443,9	460,0	↓	435	↓	400	↓
EMU iTraxx 5y	286,6	472,2	419,0	440,0	↓	415	↓	370	↓
AKCIE									
S&P 500	4515,6	3839,5	4017,8					4500	↑
Eurostoxx 50	4174,6	3793,6	4154,6					4200	↑
DAX	15471,2	13923,6	15092,7					15500	↑
CSI 300	4563,8	3871,6	4156,9					4500	↑
PX 50	1416,3	1201,7	1333,2					1400	↑

* 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

	2022				2023*				2021	2022*	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	4,6	3,7	1,7	-0,7	-0,7	-0,4	0,5	1,5	3,5	2,4	-0,5	3,0
soukromá spotřeba	8,2	0,2	-5,9	-3,5	-3,3	0,2	5,2	6,5	4,4	1,5	1,1	4
vládní spotřeba	2,2	1,3	-1,2	-0,2	0,0	0,4	1,2	0,0	3,0	1,0	1,0	0
investice	6,9	6,1	4,6	-0,2	-7,2	-11,4	-7,5	-7,0	0,6	5,4	0,0	3
dovoz	5,1	2,7	6,2	3,0	-2,4	-3,2	2,2	3,6	11,5	3,0	3,0	6
vývoz	0,4	1,8	10,5	4,3	3,3	2,3	5,0	5,1	5,1	3,0	3,0	6
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,5	3,2	3,4	3,5	3,6	3,6	3,8	4,0	3,8	3,4	3,8	3,7
inflace (% y/y)	11,2	15,8	17,8	16,0	14,5	10,5	6,9	7,8	3,9	15,3	7,2	3,5
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,9	-4,1	-2,0	-1,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,1	-4,9	-4,1	-3
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	41,9	44,1	45,8	46,2

Evropská měnová unie

	2022				2023*				2021	2022*	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	5,5	4,2	2,3	1,4	0,4	-0,2	-0,3	0,4	5,3	3,3	0,0	1,3
soukromá spotřeba	7,9	5,4	1,7	1,4	0,9	0,0	-0,6	0,3	4,0	4,0	0,1	1,25
vládní spotřeba	3,0	0,7	0,4	0,6	0,8	1,0	1,2	1,0	2,6	1,3	1,1	1
investice	3,6	2,7	7,4	0,7	1,3	0,7	-1,0	0,7	2,0	3,4	0,5	1,95
dovoz	9,3	8,4	10,8	3,8	4,2	3,0	0,2	1,9	9,1	7,9	2,4	2,8
vývoz	8,7	7,9	7,7	4,6	3,3	2,1	0,9	1,7	11,2	7,2	1,9	2,85
nezaměstnanost (%)	6,8	6,7	6,6	6,5	6,8	7,0	7,0	7,0	7,7	6,7	7,0	7
inflace (% y/y)	6,1	8,0	9,3	10,0	8,4	6,6	4,9	3,4	2,6	8,4	5,9	2,3
jádrová inflace (% y/y)	3,0	3,7	4,7	5,0	5,0	4,6	4,0	3,0	1,5	4,1	4,0	2,5
běžný účet (% HDP)	1,6	0,6	-0,3	-0,8	-0,1	-0,5	0,2	0,7	2,4	-0,5	0,8	1,4

Spojené státy americké

	2022				2023*				2021	2022*	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	3,7	1,8	1,9	1,0	1,2	1,2	0,4	0,0	5,9	2,0	0,5	1,2
soukromá spotřeba	4,8	2,3	2,2	1,9	1,9	1,5	0,9	0,4	8,3	2,8	1,0	1,2
vládní spotřeba	-1,6	-1,3	-0,3	0,8	1,1	1,8	1,1	1,0	0,6	-0,6	1,2	1,0
investice	11,6	7,2	2,0	-4,6	-6,3	-3,4	-1,3	-1,3	9,0	3,8	-2,9	1,5
dovoz	12,7	11,2	7,4	1,7	-1,6	-2,5	-0,7	-0,1	14,1	8,1	-1,0	1,5
vývoz	5,1	7,3	11,3	5,3	5,7	2,1	-1,2	0,1	6,1	7,2	1,9	1,9
nezaměstnanost (%)	3,8	3,6	3,6	3,6	3,8	4,1	4,4	4,8	8,1	5,4	3,7	4,2
inflace (CPI % y/y)	8,0	8,7	8,3	7,1	5,6	3,8	3,1	2,9	1,2	4,7	8,0	3,8
jádrová inflace (PCE % y/y)	5,3	5,0	5,0	4,7	4,2	3,8	3,4	3,0	1,3	3,5	5,0	3,6
běžný účet (% HDP)	-3,8	-3,9	-3,7	-3,5	-3,5	-3,5	-3,4	-3,3	-2,9	-3,6	-3,8	-3,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,2	-4,3	-5,5	-5,5	-4,6	-4,8	-4,9	-5,4	-15,6	-10,8	-3,8	-3,8
vládní dluh (% HDP)	98,6	100,5	98,6	97,9	96,3	96,8	97,6	98,4	100,3	99,7	97,8	97,3

* 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.

