

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Hrozí credit crunch?

ČR česká ekonomika se v 1. čtvrtletí dostala z recese

EMU Inflační tlaky přetrvávají

USA Fed pravděpodobně ještě zvedne sazby

www.ppfbanka.cz

květen 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.

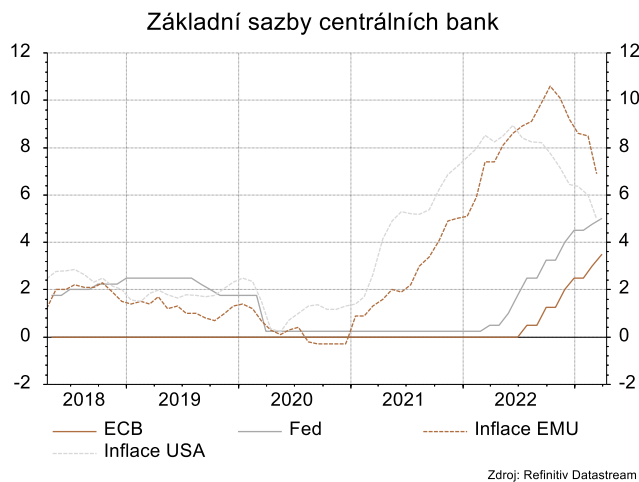
Březen přinesl menší bankovní krizi – pád tří méně významných bank v USA a Credit Suisse, jedné ze třiceti globálně systémově důležitých bank. Bankovní problémy vedly k rychlému a podstatnému přehodnocení očekávaného vývoje měnové politiky klíčových centrálních bank, jehož příčinou byl negativní dopad krize na úvěrovou emisi bank. Problematika úvěrové emise, včetně jejího vývoje a dopadu na reálnou ekonomiku i finanční trhy, je tématem tohoto měsíce.

Hrozí credit crunch?

Jedním z klíčových parametrů ovlivňujících vývoj ekonomiky je tempo růstu úvěrů, které má vliv jak na investice, tak na spotřebu, a tedy přímo na rychlost růstu ekonomiky, nepřímo pak na inflaci. Růst úvěrů je klíčovým transmisním mechanismem měnové politiky centrálních bank – zvýšení sazeb růst úvěrů obecně zpomaluje, snížení naopak urychluje. Měnová politika centrálních bank však není zdaleka jediným institucionálním faktorem ovlivňujícím rychlost růstu úvěrů. Podstatný vliv má také regulace finančního sektoru. Jednoduchým příkladem je kritérium LTV (poměr úvěru a hodnoty zastavené nemovitosti) u hypoték. Podstatný vliv konečně mají i samotní poskytovatelé úvěrů, tedy převážně banky. Jejich rozhodování ovlivňuje řada faktorů od očekávaného vývoje ekonomiky po konkurenci na trhu.

Úvěry a ekonomika

Úvěrová emise je klíčovým kanálem, přes který centrální banky ovlivňují vývoj ekonomiky. Základním mechanismem je zvýšení ceny peněz přes zvýšení sazeb. Od sazeb

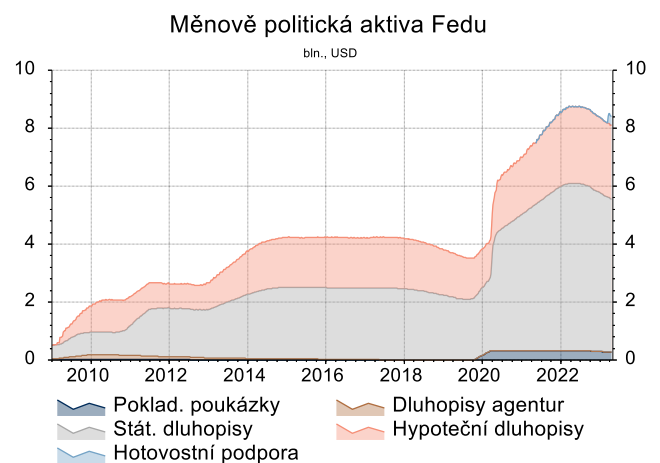


centrální banky se přímo odvíjí sazby komerčních bank. Ty pak navíc ještě kombinují přímý vliv sazeb centrálních bank a vliv vývoje rizikových prémie. Vyšší sazby obecně znamenají horší očekávaný vývoj ekonomiky (pomalejší růst, a tedy nižší hotovostní toky firem ve srovnání s prostředím s nižšími sazbami), což vede k většímu riziku úvěrových selhání, a na to banky reagují vyššími rizikovými prémie, které vyšší riziko úvěrových selhání kompenzují. Nezvyšují se však jen rizikové prémie, ale zpřísňují se také kritéria pro poskytování úvěrů. Cílem je omezit potenciální

růst objemu špatných úvěrů v případě zpomalení ekonomiky. Vyšší úroky a přísnější úvěrová kritéria se promítají do horší dostupnosti úvěrů. Horší dostupnost úvěrů má následně vliv na snížení investiční aktivity v ekonomice. Spotřebu kromě horší dostupnosti úvěrů ovlivňují navíc také vyšší úroky u vkladů, a tedy vyšší sklon k preferování úspor před spotřebou, což omezuje spotřebu a dále zpomaluje ekonomiku. Centrální banka prostřednictvím zpomalení ekonomiky (nižší poptávka) přes úvěrový kanál dosáhne poklesu inflace, což je jejím cílem.

Problémem je, že odhadnout, jak přesně zvýšení sazeb ovlivní ekonomiku prostřednictvím úvěrového kanálu, je obtížné. Prvním zdrojem nejistoty je zpětná vazba mezi úvěrovou emisí a výkonem ekonomiky. Jak jsme už napsali, rizikové prémie a přísnost úvěrových kritérií se odvíjí od bankami očekávaného budoucího vývoje ekonomiky. Banky tato svá očekávání modifikují na základě dat přicházejících z ekonomiky. Pokud jsou přicházející data horší, než byla očekávání, banky dále zvýší rizikové prémie a zpřísní úvěrová kritéria. Pokud vývoj ekonomiky vedle měnové politiky centrální banky ovlivní i nečekaný negativní šok, který výrazně zhorší očekávání, může lehce dojít ke spuštění klesající spirály (zpomalování ekonomiky negativně ovlivňuje úvěrovou emisii, což následně negativně ovlivňuje růst ekonomiky) a v nejhorším případě až ke vzniku úvěrového zadření (credit crunch, tedy situace kdy banky poskytují velmi málo úvěrů). Jediné, co může centrální banka v případě vzniku úvěrového zadření udělat, je velmi rychle snížit sazby a případně přímo dodat likviditu do finančního systému (nástrojem ECB používaným pro tyto účely je LTRO).

Riziko scénáře popsaného v předchozím odstavci je nyní aktuální kvůli pádu tří amerických bank a švýcarské Credit Suisse. Bankovní krize, i když poměrně malá, připomněla zranitelnost bankovního sektoru po dlouhém

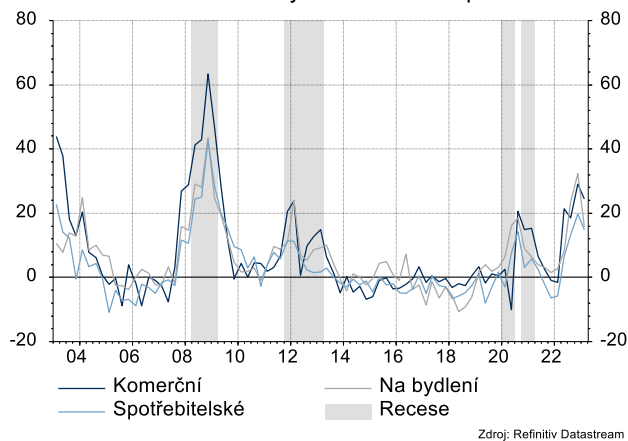


období extrémně nízkých sazeb následovaném jejich prudkým růstem. Proto také tak výrazně na tyto události reagovaly finanční trhy. Zpětnovazební mechanismus je ovšem relativně pomalý a údaje o vývoji úvěrových standardů a objemu nových úvěrů jsou zpožděné. Jak bankovní krize a následná panika ovlivnily úvěrování, se tedy zatím můžeme jenom dohadovat. Úvěrovou emisi však už zřetelně negativně ovlivnilo dosavadní utahování měnových politik centrálních bank, můžeme se tedy alespoň podívat na výchozí stav, ze kterého by k případnému zhoršení mohlo dojít, a posoudit rizika vyplývající z možného dalšího zhoršení dynamiky úvěrů.

EMU

Základním zdrojem informací o stavu a vývoji úvěrové emise v EMU je čtvrtletně zveřejňovaný průzkum stavu úvěrování (BLS, Bank Lending Survey). Zatím poslední byl zveřejněn v lednu letošního roku, další bude zveřejněn krátce po publikaci našeho měsíčníku (3. 5. 2023).

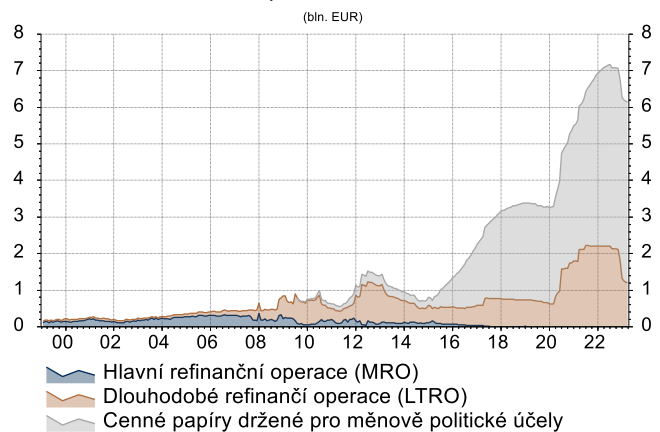
Očekávaná změna úvěrových standardů v příštím čtvrtletí



První graf ukazuje očekávaný vývoj úvěrových standardů jedno čtvrtletí dopředu. Očekávaný vývoj prakticky přesně kopíruje vývoj v předchozím čtvrtletí. Graf jasně ilustruje souvislost mezi vývojem přísnosti úvěrových standardů a stavem ekonomiky. Ilustruje i to, že počáteční zpřísnování úvěrových standardů je reakcí na vnější impuls (zvedání sazeb nebo řeckou dluhovou krizí v roce 2012). V roce 2020 úvěrové standardy reagovaly na pandemii, aktuálně se zpřísnují jak kvůli šoku způsobenému začátkem války na Ukrajině, tak také kvůli zvedání sazeb, bez toho, aby to alespoň prozatím souviselo s recesí. Aktuálně se pro další čtvrtletí očekávalo zmírnění úvěrových standardů, což souvisí s tím, že se nere realizovaly obavy z prohloubení energetické krize, a naopak vývoj evropských ekonomik byl lepší, než se očekávalo. To také ilustruje, jak vývoj úvěrových standardů předjímá vývoj ekonomiky a jak tímto způsobem jejich vývoj podporuje dynamiku probíhajícího ekonomického cyklu. Pokud by se očekávání z průzkumu realizovala, dále by to podpořilo lepší než očekávanou výkonost evropských ekonomik

a zvýšilo tak šanci, že se Evropa vyhne recesi. Důležitou otázkou je, jak evropský bankovní sektor reagoval na březnové turbulence. Zdá se, že dopady krize rychle slábnou, takže její účinek byl pravděpodobně jen omezený. Rada guvernérů ECB bude přesto pozorně sledovat reakci evropských bank a to, nakolik se krize projeví v jejich ochotě poskytovat úvěry, ovlivní její rozhodování o dalším vývoji sazeb. Banky pak budou sledovat vývoj sazeb ECB – čím výše sazby půjdou, tím silnější bude tendence dále zpřísnovat úvěrová kritéria. Dalším faktorem, který bude ovlivňovat vývoj přísnosti úvěrových standardů, bude také „kvantitativní utahování“, tedy zmenšování bilance ECB. Významná část snižování bilance ECB aktuálně probíhá poměrně rychle (splácení úvěrů v rámci LTRO), což patrně také významně přispělo ke zpřísnění podmínek pro poskytování úvěrů. Další pokles bilance ECB a jeho dopad

Měnově politická aktiva ECB

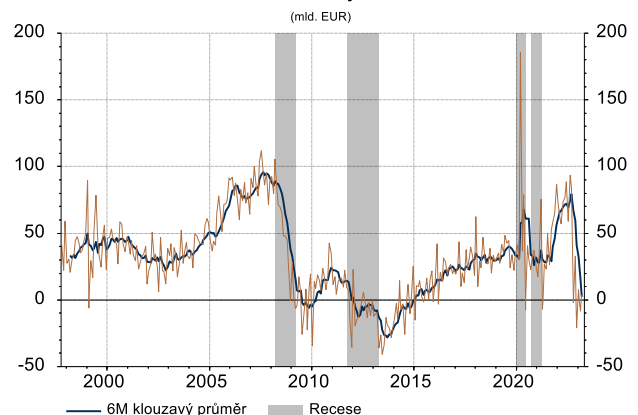


Zdroj: Refinitiv Datastream

na dostupnost likvidity ve finančním systému může mít na ochotu bank poskytovat úvěry také vliv.

Data o vývoji poskytovaných půjček ukazují výrazné zpomalení, což bylo v minulosti (2009, 2012) spojeno s recesí. Další očekávané utahování měnové politiky ECB, a to jak zvýšení sazeb, tak zmenšování její bilance, by kontrakci úvěrů mělo jen prohloubit. Dopad na růst HDP

Čtvrtletní toky úvěrů



Zdroj: Refinitiv Datastream



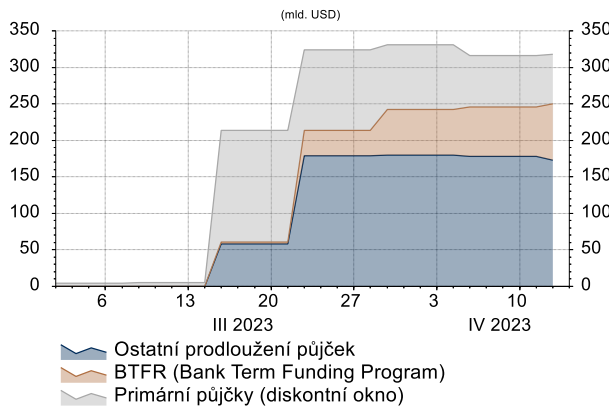
v EMU zcela jistě nebude pozitivní, může však být značně rozdílný mezi jednotlivými státy a nemusí nutně vést k recesi. EMU má letos výhodu poměrně nízké základny z minulého roku a lepších než původně očekávaných podmínek z hlediska dodávek a cen energií. Pomůže i předpokládané zpomalení inflace v průběhu roku. Tyto faktory by mohly převážit nad vlivem slabšího úvěrování. Ekonomiky EMU však budou velmi citlivé na jakékoliv další negativní šoky a slabé úvěrování k této citlivosti významně přispívá.

USA

V USA se nejdříve podíváme na to, jak bankovní panika akutně ovlivnila bankovní sektor. Banky, především menší, trpěly odlivem depozit, což vedlo ke zvýšenému využívání nástrojů Fedu na nouzové dodávání likvidity.

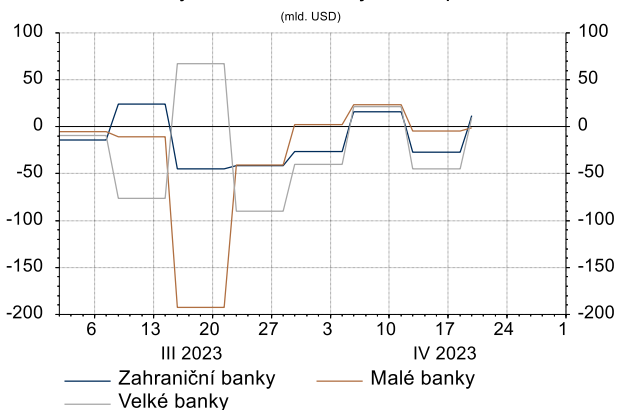
Run na Silicon Valley Bank (SVB) vedl k okamžitému

Využití nástrojů na nouzové dodávání likvidity



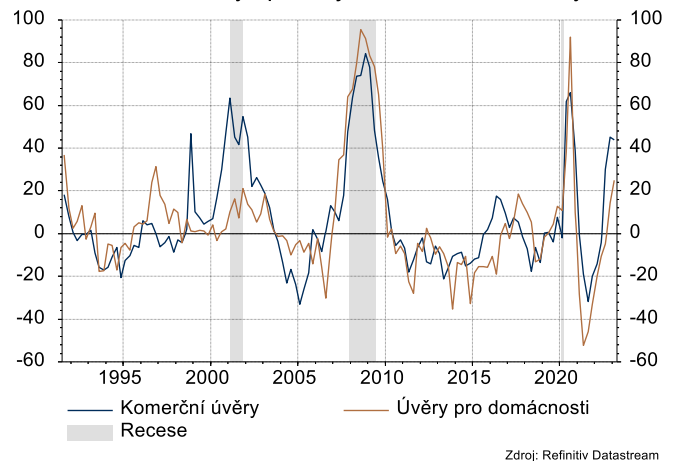
růstu využití nástrojů na nouzové dodávání likvidity, včetně nově vytvořeného nástroje BTFR (Bank Term Funding Program). Zpočátku převažovalo využití diskontního okna, aktuálně jde převážně o prodloužování těchto úvěrů, program BTFR je využíván poměrně málo. Celkový objem nouzově zapůjčených prostředků lehce přesáhl 300 mld. USD. Situace se v každém případě poměrně rychle

Mezitýdenní změna objemu depozit



stabilizovala, což ukazuje na to, že nedochází k dominovému efektu a další destabilizaci bankovního systému. Další graf ukazuje, proč banky potřebovaly využít nouzové zdroje likvidity. Problémy SVB vedly k odlivu depozit nejen z ní, ale i z dalších menších bank. Část těchto prostředků se přesunula do velkých bank, část do fondů peněžního trhu. Do fondů peněžního trhu se však prostředky přesunovaly už před problémy SVB kvůli lepším výnosům ve srovnání s bankovními depozity, tento trend pokračuje a ovlivňuje úvěrování.

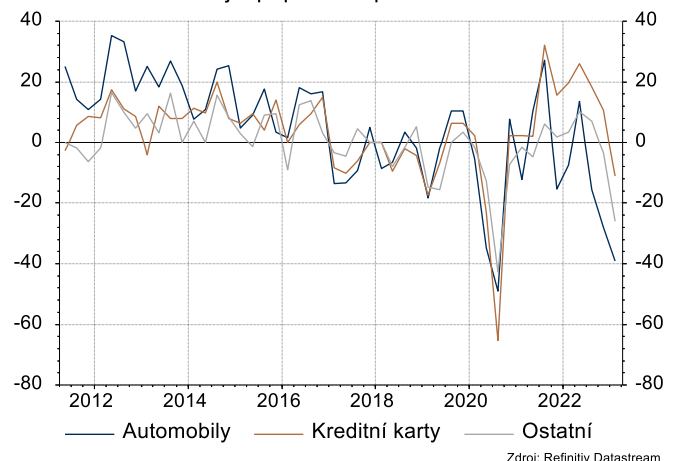
Domácí banky zpřísňující úvěrové standardy



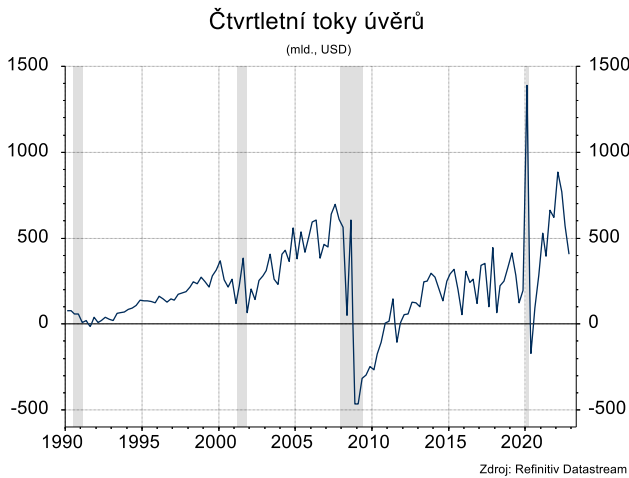
Také v USA docházelo už před bankovní krizí k rychlému zpřísňování úvěrových standardů a stejně jako v Evropě je takový vývoj obvykle předzvěstí recese. Investoři teď budou velmi pozorně sledovat, jak bude na utahování měnové politiky, které bude i po ukončení zvedání sazeb pokračovat tzv. „kvantitativním utahováním“, tedy zmenšováním bilance Fedu, reagovat úvěrová emise.

Kromě utahování úvěrových podmínek, tedy menší ochoty poskytovat úvěry ze strany bank, klesá také poptávka po úvěrech, což logicky souvisí se zvyšováním sazeb, tedy zdražováním úvěrů. Menší poptávka po úvěrech bude mít negativní vliv na spotřebu domácností,

Podíl bank se silnější poptávkou po úvěrech domácnostem

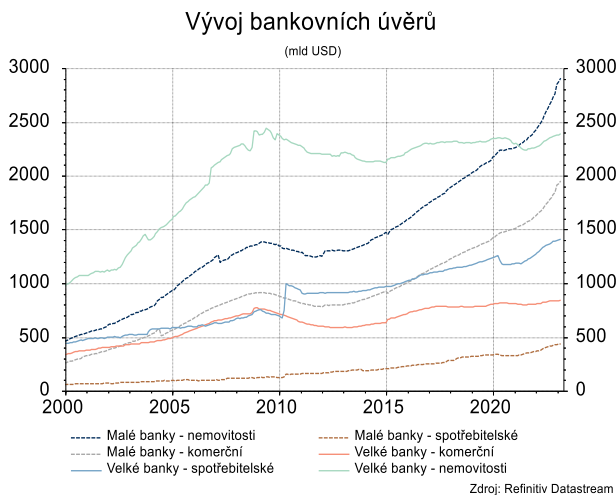


což je v USA klíčový zdroj růstu ekonomiky (osobní spotřeba je přes 60 % HDP).



Podobně jako v Evropě i v USA dochází k obratu ke zpomalení tempa úvěrové emise. Poslední celková data jsou za čtvrté čtvrtletí minulého roku a lze předpokládat, že zpomalování pokračuje. Stejně jako v Evropě i v USA je zpomalování úvěrové emise typicky spojeno se zpomalením ekonomiky.

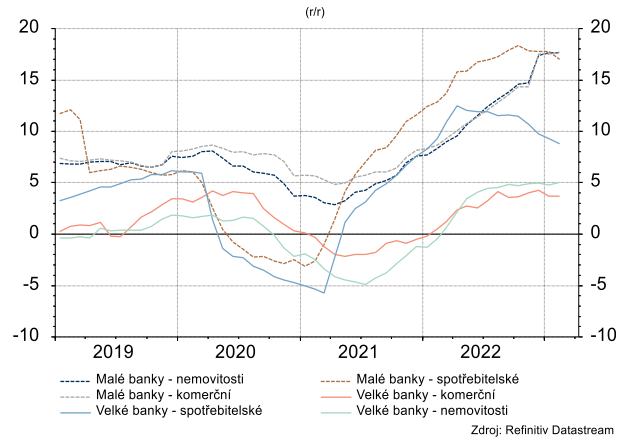
Další graf ukazuje vývoj objemu úvěrů ve větším detailu. Tento graf je zajímavý hlavně proto, že naznačuje, jak velký podíl na úvěrech (nemovitosti a komerční) mají malé banky, které mohou být nejvíce zasaženy dopady bankovní krize. Navazující graf ukazuje meziroční změnu



objemu úvěrů. Je v něm zřetelně vidět klesající dynamika obecně a přechod k poklesu v některých kategoriích. Je vysoce pravděpodobné, že zhoršování dynamiky bude pokračovat, což bude dále zhoršovat výkonnost ekonomiky a může vést k rychlejšímu přechodu ke snížení sazeb, než aktuálně očekává Fed.

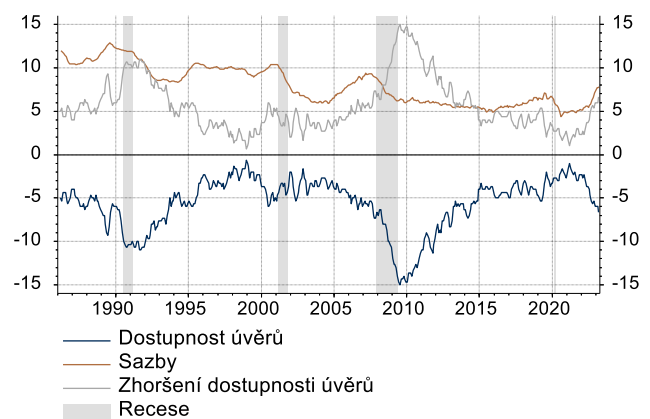
Poslední graf, na který se podíváme, zobrazuje, jak vnímají vývoj úvěrování malé a střední podniky. Ilustruje jak historický vliv změny úvěrových podmínek, tak především

Vývoj bankovních úvěrů



aktuální vývoj. Je vidět, že se dostupnost úvěrů pro malé a střední podniky rychle zhoršuje, což potvrzuje trendy zobrazené i v dalších grafech. Celkově je tedy jednoznačně vidět trend ke zhoršování dostupnosti úvěrů a slábnutí úvěrové dynamiky trvající už řadu měsíců. Jde primárně o důsledek utahování měnové politiky Fedu. Další vývoj bude hodně závislý na tom, jak se bude vyvíjet měnová politika Fedu, a na tom, jak bankovní systém zareaguje na proběhlou krizi. Zatím to vypadá, že by nemělo dojít k dalším turbulencím, a dopad by tedy měl být poměrně omezený. Problém ovšem je, že nelze vyloučit, že se s pokračujícím zhoršováním stavu ekonomiky při utažených měnových podmínkách mohou dostat do problémů další banky nebo také může docházet k problémům s likviditou

Malé a střední podniky (NFIB) - půjčky



na mezibankovním trhu. Fed tedy bude muset být opatrný a v případě potřeby rychle reagovat na problémy. To se mu v minulosti obvykle dařilo dobře, takže lze očekávat, že tomu tak bude i nyní. Ovšem zároveň je nutné počítat s tím, že jakýkoliv problém bankovního sektoru bude mít podstatné dopady na chování finančních trhů.



Závěr

Pád tří amerických bank a následně Credit Suisse připomněl, jak je důležitá stabilita bankovního sektoru pro hladké fungování ekonomiky. Rozhořivající se bankovní krize však byla velmi rychle zažehnána a na rozdíl od roku 2008 se nezdá, že by problémy ve finančním sektoru měly mít na ekonomiku zásadní negativní dopad. Důvodem tohoto uspokojivého stavu je zejména to, že na rozdíl od roku 2008, kdy byl finanční sektor destabilizován zhroucením trhu se subprime hypotékami, byly letošní problémové banky hodně specifické (SBV trpěla kombinací zranitelné struktury bilance a úzké a specifické klientely, problémy dalších dvou amerických bank byly do značné míry způsobené jejich silnými vazbami na kryptoměny a Credit Suisse skomírala dlouhá léta). Přesto bude nutné další vývoj v bankovním sektoru pozorně sledovat, protože může podstatně ovlivnit globální ekonomickou výkonnost a také vývoj měnové politiky hlavních centrálních bank. Březnové problémy jen zesílily trendy v poskytování úvěrů, které existovaly už před krizí a které souvisely se zvyšováním sazeb. Nižší dostupnost úvěrů bude v každém případě brzdit hospodářství USA i EU a snižování objemu hotovosti ve finančním systému může destabilizovat finanční trh a dostat do problémů další finanční instituce. Proto bude důležité pozorně sledovat vývoj parametrů charakterizujících stav peněžního trhu i vývoj parametrů charakterizujících stav úvěrové emise.

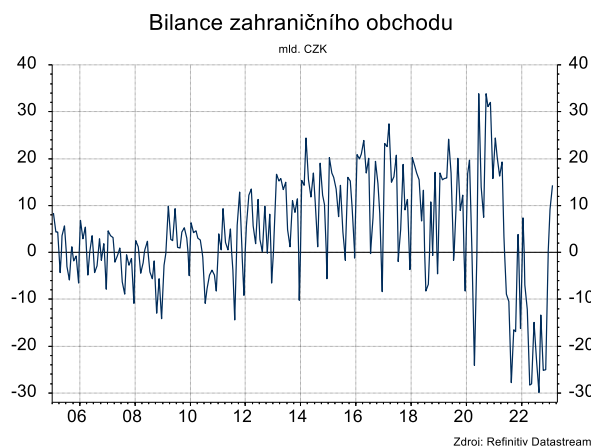


Inflace klesá a tento trend bude pokračovat nejen díky vysoké srovnávací základně, ale i tlumené domácí poptávce, která zůstává hlavní brzdou ekonomické aktivity. Navzdory klesající inflaci ale ČNB signalizuje, že bude držet sazby stabilní po delší dobu, než očekává trh.

Ekonomická aktivita

Statistiky z reálné ekonomiky za měsíc únor překvapily mírně pozitivně. Průmyslová výroba meziročně vzrostla o 2 %, a to zejména díky automobilovému průmyslu. Tento vývoj byl poněkud překvapivý vzhledem k tomu, že v únoru některé automobilky hlásily omezení části výroby kvůli chybějícím komponentům. V následujících měsících již problémy s dodávkami komponent hlášeny nebyly a průmyslová výroba by tak mohla dále růst. Na druhou stranu indexy PMI pozitivní obrát ve zpracovatelském průmyslu nesignalizují, spíše naopak. V březnu zůstal index PMI nezměněn na 44,3 bodu, tedy stále hluboko v kontrakci. S dobrými výsledky automobilového průmyslu souviselo i zlepšení bilance zahraničního obchodu s přebytkem 14,3 mld. CZK. Po lednovém přebytku ve výši 9,2 mld. CZK se jedná o druhé kladné číslo v řadě po dvou letech záporné platební bilance. Zlepšení obchodní bilance by teoreticky mělo podpořit korunu, ale vliv fundamentů na kurz koruny je v poslední době velice omezený. Také výsledek maloobchodních tržeb mírně překonal očekávání, ale zde se situace prozatím výrazněji nemění. Kvůli vysoké inflaci domácnosti stále šetří a maloobchodní tržby klesají jak v meziročním, tak meziměsíčním srovnání. Zajímavé je, že pokles je aktuálně tažen zejména potravinářským zbožím, zatímco tržby za nepotravinářské zboží v únoru již mírně meziměsíčně vzrostly. Očekáváme, že s tím, jak bude klesat inflace, by se měly maloobchodní tržby postupně vylepšovat. K větší chuti domácností utrácet by měl přispět i trh práce, který zůstává stále silný. Poslední zveřejněné statistiky nezaměstnanosti ukázaly v březnu pokles z 3,8 % na 3,7 %.

S oživením automobilového průmyslu se vylepšuje i bilance zahraničního obchodu.



Inflace a centrální banka

Spotřebitelské ceny v březnu meziročně vzrostly o 15 %, to je o 1,6 pb méně než v únoru a zároveň nejnižší hodnota od dubna 2022. Za poklesem inflace stojí zejména vysoká srovnávací základna.

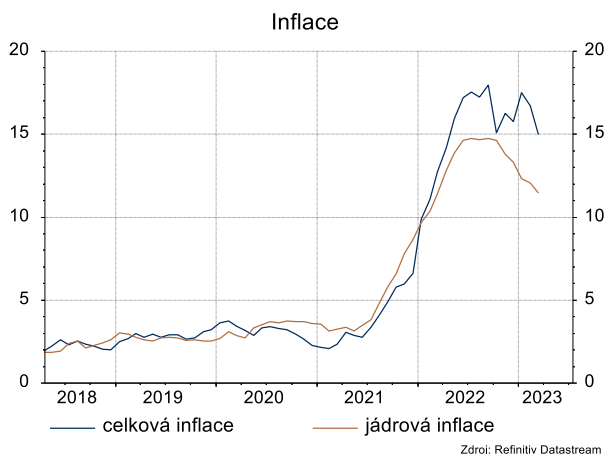
Zmírnění inflačních tlaků bylo ale v březnu patrné i na meziměsíční dynamice. Meziměsíčně spotřebitelské ceny vzrostly o 0,1 %, v únoru to bylo o 0,6 %. Meziměsíční dynamika byla ovlivněna poklesem cen v oddíle bydlení, voda, energie a paliva díky klesajícím cenám zemního plynu a také poklesem cen v oddíle rekreace a kultura, k čemuž jako každoročně přispěla končící zimní sezóna a s tím spojený pokles cen dovolených. Cenové tlaky jsou naopak stále patrné v ubytování a stravování i u ostatního zboží a služeb. Také ceny potravin pokračovaly v růstu, i když mírnějším tempem. Očekáváme, že inflace by měla v následujících měsících pokračovat v poklesu a na jednociferné hodnoty by se mohla dostat již na začátku druhého pololetí. Poklesu cen nasvědčuje i výrazný útlum růstu cen zemědělských i průmyslových výrobců.

Březnové statistiky nijak nemění náš pohled na měnovou politiku. Prognóza ČNB očekávala březnovou inflaci 14,8 %, odchylka od skutečných hodnot byla tedy nevýznamná, přičemž její příčinou byl ztlačení rychlosti růstu cen potravin. Naopak jádrová inflace, která poklesla z 12 % na 11,4 %, byla v podstatě v souladu s prognózou. Minimálně do konce 3. čtvrtletí očekáváme stabilní sazby. Jejich případné snižování ve 4. čtvrtletí bude záviset na vývoji inflace a mělo by být velmi opatrné. Naše aktuální prognóza počítá s tím, že ČNB letos sníží sazby dvakrát o 25 bb. Na konci roku by se tak repo sazba měla dostat na 6,5 %.

Rizika

I když se situace po bankovní krizi rychle uklidnila, riziko dalších problémů a s nimi spojeného nárůstu rizikové averze zůstává vysoké. Naopak jako malé vnímám riziko, že by ČNB i přes svou jestřábí rétoriku přistoupila ke zvýšení sazeb.

Inflace jak celková, tak jádrová pokračuje v poklesu.



Data z reálné ekonomiky ukazují nejednoznačný obrázek. Na jedné straně klesající spotřeba, a na druhé lepší výsledky průmyslové výroby.

Předstihové indikátory zároveň signalizují oživení v domácí poptávce a naopak zhoršující se situaci ve zpracovatelském průmyslu. Celková inflace současně postupně klesá, ale jádrová zatím naopak roste. Zároveň se zpříšňují úvěrové podmínky napříč bankovním sektorem. Za této situace bude ECB 4. května rozhodovat o nastavení sazeb. Očekáváme kompromisní zvýšení sazeb o 25 bb.

Ekonomická aktivita

EU i EMU jako celek vykázaly v prvním čtvrtletí letošního roku růst a vyhnuly se tak technické recesi (dva po sobě jdoucí mezičtvrtletní poklesy HDP), i když růst nebyl nijak oslnivý (0,1 % q/q).

Měsíční statistiky ukazují, že je to domácí poptávka, která brzdí ekonomický růst. Maloobchodní tržby v únoru poklesly o 0,8 % m/m a potvrdily klesající trend, který trvá již od začátku roku 2022. Za klesající spotřebou domácností stojí zejména vysoká inflace a slabá důvěra spotřebitelů. Obojí se ale začalo vylepšovat. Celková inflace od svého vrcholu v říjnu klesla o 3,9 pb a zlepšuje se i důvěra spotřebitelů. Ta ale v porovnání s historickými hodnotami zůstává stále velice nízká i přesto, že poslední hodnoty z března překvapily vyššími než očekávanými hodnotami.

Průmyslová produkce v únoru naopak vykázala lepší než očekávané výsledky meziročně o 2 %, přičemž lepší než očekávané výsledky nebyly způsobeny volatilními irskými daty, ale dobrými výsledky napříč sektory, včetně energeticky náročných odvětví. Vyhledky průmyslu pro další měsíce ale nejsou navzdory zvládnuté energetické i bankovní krizi příliš příznivé, alespoň podle indexů

Kreditní podmínky se stále utahují.



Zdroj: Bloomberg

národních manažerů. PMI pro zpracovatelský průmysl navzdory očekávání růstu v dubnu poklesl na 45,5.

Inflace a centrální banka

Březnové statistiky inflace v eurozóně potvrdily klesající trend celkové inflace, který započal již v listopadu loňského roku. Na svém vrcholu v říjnu inflace v eurozóně dosáhla historického maxima 10,6 %. Březnový růst spotřebitelských cen o 6,9 % y/y byl pod očekáváním trhu (7,1 %). Na první pohled tedy vše vypadá na dobré cestě, ale druhý pohled již tak jednoznačný obrázek neukazuje. Pokles celkové inflace byl způsoben pouze cenami energií (meziročně poklesly o 0,9 %, meziměsíčně o 2,2 %).

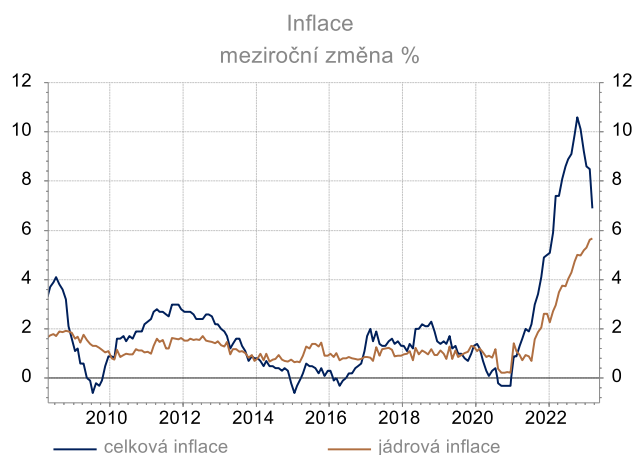
U ostatních položek spotřebitelského koše naopak cenové tlaky přetrvávají. Pokračuje růst cen potravin (+15,4 % y/y), ale i položek v jádrové inflaci. Jádrová inflace v březnu vzrostla na 5,7 % y/y z únorových 5,6 % y/y.

Navzdory klesající celkové inflaci tak důvody pro další utahování měnových podmínek přetrvávají. Prohlášení členů Rady guvernérů signalizují, že zvyšování sazeb na květnovém zasedání je velice pravděpodobné. Otázkou zůstává jeho velikost. Před pádem Credit Suisse jsme očekávali v květnu zvýšení o 50 bb. I když se situace do značné míry uklidnila, kreditní podmínky díky zvýšené nejistotě mohou zůstat utaženější a zpřísnění měnové politiky tak částečně proběhne přes tento kanál. Z tohoto důvodu se domníváme, že na květnovém zasedání ECB zvýší sazby o 25 bb. V základním scénáři pak počítáme ještě s jedním zvýšením v červnu rovněž o 25 bb. Konečnou repo sazbu tak vidíme na 4 %.

Rizika

I když je bankovní sektor oproti finanční krizi významně rezistentnější, mohou problémy některých bank vyvolat nárůst rizikové averze a další zpřísnění kreditních podmínek s dopadem do reálné ekonomiky.

Celková inflace klesá díky vysoké základně cen energií, jádrové tlaky přetrvávají.



Zdroj: Refinitiv Datastream



Spojené státy americké

Březnovou bankovní krizi se podle všeho podařilo zvládnout. Dochází sice k přesunu depozit z bank do fondů peněžního trhu, ale ne tempem, které by bezprostředně ohrožovalo stabilitu bankovního sektoru. Přesto je nutné počítat s nižší úvěrovou emisí, což zpomalí hospodářství. K poklesu dynamiky už nějakou dobu dochází, zatím to však stále není příliš vidět na trhu práce. Míra nezaměstnanosti zůstává velmi nízká a tvorba pracovních míst dostatečná, přestože zpomaluje. Počet nabízených pracovních míst výrazně klesl, stále je však zřetelně nad dlouhodobým průměrem. Trh práce tedy zatím zůstává stále utážený, naštěstí se to nijak výrazně neprojevuje v tempu růstu mezd. Celková inflace výrazně zpomalila díky poklesu cen energií, ale jádrovou stále drží vysoko především růst nájmu.

Ekonomická aktivita

Počet nově obsazených pracovních míst sice postupně klesá, stále je však na úrovni umožňující stabilitu míry nezaměstnanosti na historicky nízké úrovni. Pokles počtu nabízených pracovních míst, zvýšení počtu žádostí o podporu v nezaměstnanosti a konjunkturální ukazatele však indikují slábnutí trhu práce. Konjunkturální ukazatele (indexy nákupních manažerů, indexy ekonomické aktivity regionálních Fedů) se drží na poměrně slabých úrovních nebo dokonce ještě slábnou. Maloobchodní tržby za březen byly slabé, stejně jako výkonnost zpracovatelského průmyslu. Dobře si však vedla těžba díky růstu produkce ropy a zvýšení cen. Aktuální stav ekonomiky se sice nedá označit jako slabý, v souhrnu spíše naopak, ale ekonomické prostředí a trendy i nadále ukazují na poměrně vysoké riziko recese ve druhém pololetí.

Index předstihových ukazatelů indikuje recesi.



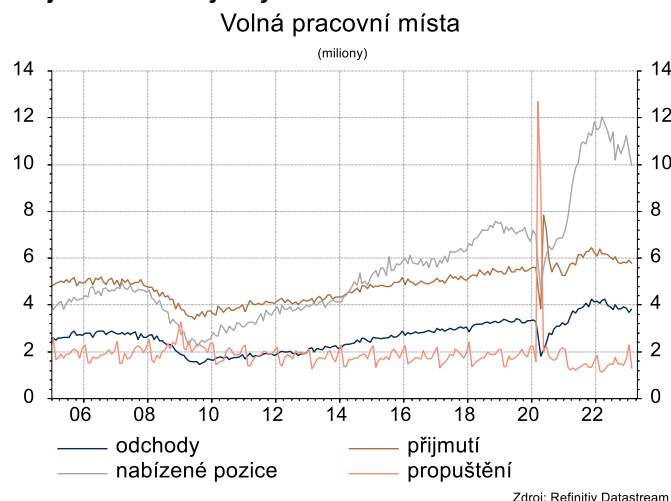
Inflace a centrální banka

Dubnová inflace opět příliš nepřekvapila. Poněkud nižší, než se čekalo, sice byla celková inflace, ale to souviselo s nejistotou ohledně toho, jak přesně se do ní promítne silný meziroční pokles cen energií. Jádrová inflace je i nadále tažena z podstatné části nájmy a zůstává příliš vysoká. Tempo růstu nájmu už začíná zpomalovat a v průběhu léta by zpomalení mělo být podstatné. Hodně sledovaný je růst cen u jádrových služeb očištěný o růst nájmu. Tato položka je citlivá na vývoj mezd, a proto patří mezi nejvíce setrvačné části spotřebního koše. Zvýšení její hodnoty utvrzuje trh v tom, že inflace bude klesat jen pomalu. Toto přesvědčení sdílí i řada členů FOMC, přestože jak slábnutí dynamiky ekonomiky, tak inflační trendy ukazují, že vývoj je příznivý. Fed tak pravděpodobně na svém květnovém zasedání ještě jednou zvýší sazby o 25 bb na 5,25, ale mělo by jít už o poslední zvýšení sazeb. Trh nadále počítá s poměrně výrazným poklesem sazeb ve druhém pololetí, i když rozsah očekávaného snížení se postupně zmenšuje. Fed nadále signalizuje odhodlání držet sazby vysoko delší dobu. My dáváme za pravdu spíše trhu.

Rizika

Do centra pozornosti se dostává nutnost navýšit strop zadlužení. Periodické drama může vést k dočasně vyšší rizikové averzi a volatilitě, ale předpokládáme, že předtím bude jako vždy na poslední chvíli dosaženo kompromisu a USA se vyhnou defaultu. Pokud by tomu tak nebylo, byly by dopady na stabilitu finančního systému a následně i světového hospodářství pravděpodobně velmi vážné. Bankovní systém po březnovém stresu nevykazuje známky akutních problémů, ale situaci je potřeba i nadále sledovat, protože růst sazeb a kvantitativní utahování budou dostávat banky pod tlak a nelze vyloučit, že může dojít buď k dalším izolovaným problémům, anebo nestabilitě mezibankovního trhu podobné té, ke které došlo na začátku podzimu 2019, v době, kdy Fed také snižoval svoji bilanci.

Počet nabízených pracovních míst se sice otočil k poklesu, ale je stále velmi vysoký.



EUR/USD

V dubnu pokračoval trend k oslabení kurzu dolaru k euru, i když s řadou silných výkyvů. Investoři neustále přehodnocují vyhlídky jak americké, tak evropské ekonomiky, a protože je míra nejistoty mimořádně vysoká, jsou reakce na zveřejňované údaje, případně další relevantní události, mimořádně silné. Poměrně bezproblémové zvládnutí bankovní krize vedlo k dalšímu přehodnocení výhledu vývoje sazeb Fedu, tentokrát směrem k přísnější měnové politice, tedy vyšším sazbám. Současná očekávání jsou sice stále pod úrovní před bankovní krizí, ale zřetelně výše než v jejím průběhu. To pomáhá dolaru. ECB však zůstává v jestřábím módu a za pravdu jí dávají dobré konjunkturální ukazatele, které potvrzují, že prostor pro zvedání sazeb určitě existuje. Jestřábí výhled ECB tedy kompenzuje posun stejným směrem u Fedu. Tato kompenzace je dynamická, což se projevuje právě silnou volatilitou kurzu. V květnu se dá očekávat podobný vývoj, tón udají už na začátku měsíce zasedání centrálních bank. Trend k oslabování dolaru by měl pokračovat, ale silná volatilita jej může do značné míry překrýt.

EUR/CZK

Uklidnění situace na bankovním trhu obecně snížilo rizikovou averzi, což mělo v prvním polovině dubna vliv na kurz koruny. Koruna posílila a dostala se vůči euru na nejsilnější hodnoty za posledních 14 let (23,22 EUR/CZK). Své zisky ale neudržela a do konce měsíce se vrátila na hodnoty okolo 23,5 EUR/CZK. Koruna zároveň ignorovala jestřábí hlasy jak z ECB, tak Fedu, které by teoreticky mohly znamenat snižování úrokového diferenciálu, a tedy menší atraktivitu koruny. Trhy zatím příliš nevěří, že ECB bude tak přísná, jak někteří ze členů bankovní rady slibují. Pokud ale ECB sliby některých svých členů naplní, znamenalo by to pro korunu jednoznačně impuls k oslabení. Stále platí, že přílišnému oslabení by bránila ČNB. Centrální bankéři dlouhodobě vyjadřují svou spokojenost se silnou korunou a jsou ochotni intervenovat, pokud by koruna začala oslabovat. Není jasné, jaký kurz by ČNB považovala za příliš slabý. K posledním intervencím přistoupila v září 2022, když se kurz koruny pohyboval okolo 24,5 vůči euru. Každopádně se domníváme, že prostor pro posílení koruny je již značně vyčerpán a koruna by spíše mohla své zisky z posledních měsíců korigovat.

Dluhopisy

Na začátku dubna skončil zatím poslední pokles výnosů, který byl ještě ozvěnou bankovní krize. Stejně jako předchozí souvisel s obavami trhu z důsledků utažených kreditních standardů a o stabilitu finančního sektoru. Alespoň částečné uklidnění těchto obav vedlo k vytvoření růstového trendu u výnosů a návratu k pokrizovým maximům lehce nad 3,6 %, což je ovšem stále zřetelně pod

předkrizovou úrovní (nad 4,0 %). Samotný konec měsíce byl ve znamení konsolidace a vyčkávání na zasedání FOMC na začátku května. Pohyby výnosové křivky byly zhruba paralelní, jen mírně výraznější na jejím krátkém konci, což potvrzuje, že jejich motivací byl měnící se pohled na krátkodobý vývoj sazeb Fedu. Vývoj na dluhopisovém trhu momentálně ovlivňuje především fascinace trhu strnulou inflací. Podle našeho názoru je toto téma dočasné a to, jak dlouho bude mít výrazný dopad na chování trhu, bude záviset především na tom, jak rychle začne výrazně zpomalovat růst nájmu. V měsíčním horizontu by však měla jeho dominance vydržet, což znamená, že by výnosy měly zůstat spíše vyšší než nižší. Očekáváme, že Fed bude spíše opatrný, což by mělo vyšší výnosy jen podpořit. Zasedání FOMC a data o dubnové inflaci by měla určit, zda se desetiletý výnos přiblíží ke čtyřem procentům, nebo se bude spíše pohybovat lehce nad 3,5 %.

Vývoj v EMU byl velmi podobný jako v USA, jen rozsah pohybů byl poněkud menší. Výnos desetiletého německého státního dluhopisu se v prvním týdnu dubna dostal lehce pod 2,2 %, v maximum lehce nad 2,5 % a měsíc končil lehce pod 2,5 %. Podobně jako v USA byl pohyb výnosové křivky do značné míry paralelní s výjimkou mírně silnějších pohybů na jejím krátkém konci. Motivem pohybů byly stejné jako v USA, šlo především o reakci na měnící se pohled trhu na dopady bankovní krize. Pro evropské trhy bude důležité zasedání ECB, které by mělo poskytnout informace o očekávatelném rozsahu dalšího zvýšení sazeb a jeho tempu.

Vývoj na českém dluhopisovém trhu byl v zásadě podobný jako ve světě, i když pohyby u nás byly poměrně hodně tlumené. Růst výnosů se zastavil už krátce po polovině měsíce (maximum desetiletého výnosu 17. dubna 4,895 %, o týden později 4,816 %). Podobně jako ve světě byly pohyby výnosové křivky do značné míry paralelní, i když u nás se očekávání vývoje sazeb ČNB neměnilo. Kromě vývoje na světových dluhopisových trzích bude vývoj u nás ovlivňovat kolísání rizikové averze, přičemž podle názoru hrozí její zvýšení, tedy růst výnosů u nás.

Akcie

Akcie jak v USA, tak v Evropě byly v průběhu dubna pozoruhodně klidné, jako by se jich měnící se pohledy na vyhlídky měnových politik hlavních centrálních bank, populární téma strnulé inflace ani obavy z recese ve druhém pololetí netýkaly. Volatilita se díky tomu vrátila na hodnoty naposledy viděné ve druhém pololetí roku 2021, před vypuknutím konfliktu na Ukrajině, před začátkem rychlého růstu sazeb a v období, kdy se vyspělé státy postupně vynořovaly z protipandemických opatření. Podle našeho názoru však klid na akciových trzích nevydrží. Je sice otázkou, co dokáže akcie vyrušit z jejich klidu, když na to nestačila ani bankovní krize a hrozba recese, ale historie ukazuje, že chování trhu v tomto směru může být hodně překvapivé. Zvýšení volatility na akciových trzích však



nemusí nutně přijít rychle, naopak spíše počítáme s tím, že k němu dojde, až se začnou objevovat konkrétní příznaky výraznější slabosti ekonomiky. Momentálně přicházející data spíše podporují klid a počítáme s tím, že v květnu by tím pádem nízká volatilita ještě mohla vydržet.

Pražská burza se připojila k růstu. Ministr financí Stanjura oživil myšlenku vyšší dividendy u akcií ČEZ a společně s déletrvajícímí spekulacemi o rozdělení, znárodnění a ostatními nápady akcie poskočila nejvíce z celého indexu. ČEZ si tak připsal více než 13 %. Po kauze Credit Suisse se oklepaly banky: KB podpořena schválenou dividendou 60 CZK si připsala slušných 7 %, Erste 5,5 % a pojišťovna VIG také 5 %. Naopak hodně špatný měsíc prožila Pilulka, když investorům došla trpělivost a po IPO firma ne úplně dodává, co slibovala. Zároveň patří do sektoru, který má své lepší časy na delší dobu za sebou. Akcie začala výrazně ztrácet po výsledcích a komentáři, že se chystá na trh další dávka akcií. Pilulka nejen že neudržela hranici 500 CZK, což byla cena stanovená při první obchodní seanci, ale výrazně se přiblížila IPO ceně 424,0 CZK, když se v dubnu obchodovala za 428,0 CZK.

Čeká nás květen a pověstné „sell in May and go away“. Rizika, která na trhu máme, nejsou dle našeho názoru v trhu úplně započítána. Rovněž nám běží výsledková sezona, která bude postupně víc a víc ovlivňovat evropské (a tedy i české) akcie.

Kredit

Aprílové počasí by samo o sobě znamenalo nejen pro dluhopisové trhy jasný útlum, kdyby se už ale kvapem neblížil červen, který je tradičně vrcholem aktivity emitentů nových dluhopisů. V posledních 10 letech byla více jak pětina dluhopisů tuzemských emitentů umístěna mezi investory právě během posledního měsíce před prázdninami a každý, kdo v oboru něco znamená, se chce i letos v tomto období blýsknout nějakou povedenou emisí.

Po loňském vynuceném půstu slibuje letošní druhý kvartál hned několik zajímavých transakcí a první nám stihla udělat radost už na konci dubna. Převážně loterijní společnost Allwyn Karla Komárka v polovině dubna oznámila hned tři velké emise dluhopisů. Celkem 12 aranžérů v čele s BNP Paribas a Goldman Sachs sbíralo reakce a názory investorů, na základě kterých byly nakonec investorům nabídnuty dvě benchmarkové emise: eurová tranše v objemu 650 milionů, se splatností 7 let a možností předčasného splacení po 3. roce a s kupónem 7,25 % a dolarová emise v objemu 700 milionů, se splatností 6 let a možností předčasného splacení už po 30 měsících a s kupónem 7,875 %. Dluhopisy byly umístěny s kreditním spreadem 482 bb pro eurovou tranši, respektive 421 bb pro dolarovou. Výtěžek emitent využije ke splacení dříve vydaných dluhopisů, preferenčních akcií i bankovního úvěru.

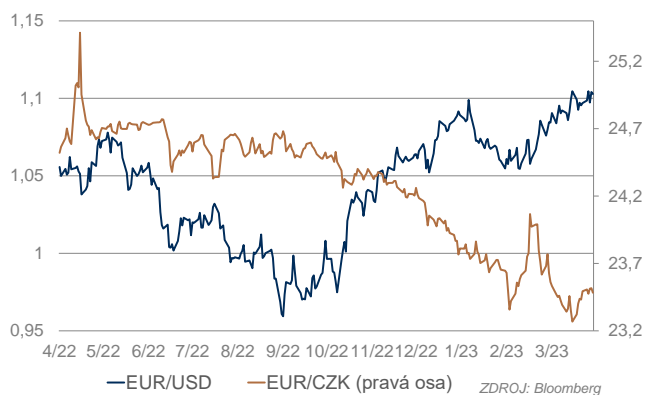
Komodity

První polovinu dubna dominantně ovlivnilo rozhodnutí OPEC dále snížit těžební limity. Díky tomu se cena ropy Brent držela do 18. dubna až na 84 USD/bbl. Na konci měsíce ovšem na trh začaly opět výrazněji působit obavy z poklesu poptávky a cena ropy Brent kvůli tomu poklesla k 81 USD/bbl. Motivací těchto obav byl pokles rafinérských marží v Asii. Očekávaná výkonnost světové ekonomiky, a tedy vývoj poptávky po ropě by měly být klíčové pro chování ceny ropy i v květnu. OPEC velmi pravděpodobně nepřekvapí dalším snížením produkce a Rusku se stále daří umisťovat svou produkci na trhu. Očekávatelná slabost světové ekonomiky a rostoucí produkce mimo OPEC, především v USA, by měly cenu ropy držet spíše níže než výše. Přispět by k tomu mělo i to, že produkce v USA sice ještě stále nedosahuje úrovně před pandemií, setrvale však roste pravidelným tempem a lze očekávat, že pokud nedojde k výraznému propadu ceny ropy, bude růst pokračovat i nadále a produkce se na úroveň před pandemií vrátí.

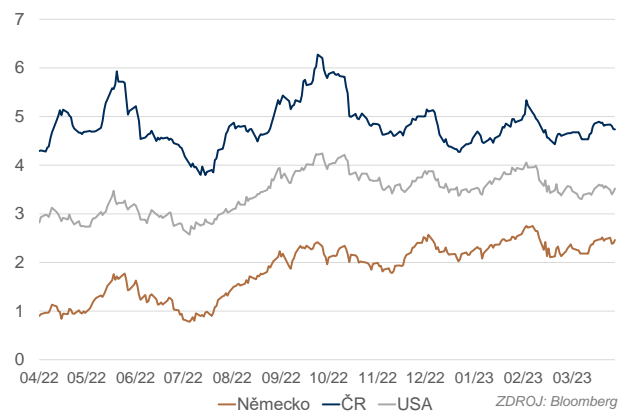
Zlato po celý duben těžilo z bankovní krize a drželo se tedy na historicky velmi vysokých úrovních. Kolem poloviny měsíce se dokonce přiblížilo k historickým maximům, ale nepřekonal je. Zlatu sice stále pomáhá nejistota kolem stability finančního systému a z ní plynoucí snaha převést alespoň část prostředků do reálných aktiv, ale chybí mu dostatečně silný katalyzátor, který by mu umožnil dostat se na nová historická maxima. Faktorem, který měl a bude mít klíčový dopad především na krátkodobé pohyby, zůstává kurz dolaru. Obavy ze zhoršené výkonnosti světové ekonomiky ve druhém pololetí a z možných dalších turbulencí v bankovním systému nebo na finančních trzích by měly v dohledné budoucnosti udržet zlato silné. Pokud by se některé z těchto rizik ve výrazné míře realizovalo, zlato by mohlo dostat impuls k dosažení nových historických rekordů.



Devizové kurzy



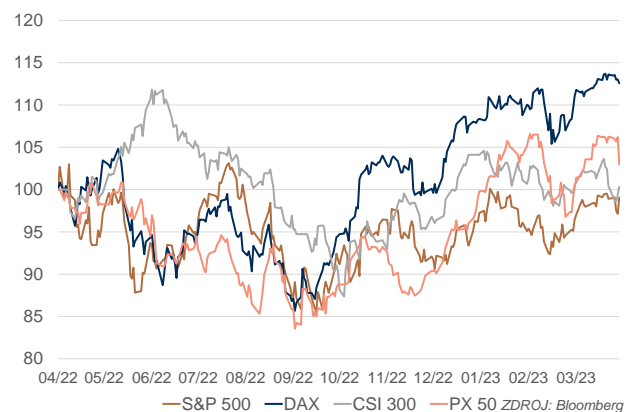
Dluhopisy (10 let)



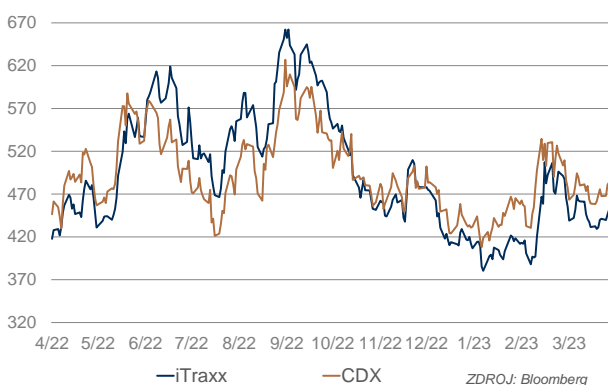
Index volatility VIX



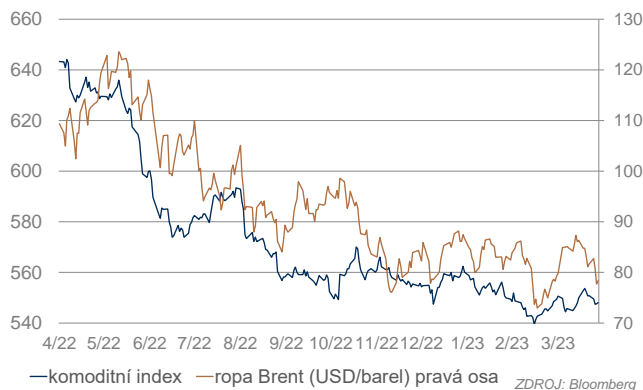
Akciové indexy (1. 5. 2022 = 100)



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	0,75-1,00	4,75-5,00	4,75-5,00	5,00- 5,25	↑	5,00-5,25	→	4,75-5,00	↓
ECB	0	3	3,5	4	↑	4	→	4	→
ČNB	5	7	7	7	→	7	→	6	↓
KURZY									
EUR/USD	1,05	1,09	1,10	1,09	↓	1,10	↑	1,13	↑
EUR/CZK	24,7	23,5	23,6	23,7	↑	24,2	↑	24,2	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	2,73	4,03	4,10	4,1	→	4,0	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	2,98	3,47	3,52	3,5	→	3,3	↓	3,0	↓
Něm. dluhopis 2y	0,24	2,68	2,74	2,8	↑	2,8	→	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	0,97	2,29	2,34	2,5	↑	2,4	↓	2,2	↓
České dluhopisy 2y	5,06	5,30	5,27	5,3	→	5,2	↓	4,0	↓
České dluhopisy 10y	4,28	4,59	4,53	4,5	→	4,4	↓	3,8	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	454,7	469,2	476,8	460,0	↓	435	↓	380	↓
EMU iTraxx 5y	429,2	442,2	441,4	430,0	↓	405	↓	350	↓
AKCIE									
S&P 500	4155,4	4109,3	4167,9					4500	↑
Eurostoxx 50	3732,4	4315,1	4341,3					4350	→
DAX	14097,9	15628,8	15866,6					15800	→
CSI 300	4016,2	4050,9	4029,1					4500	↑
PX 50	1333,6	1352,5	1381,6					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	3,5	1,5	0,4	-0,9	-0,6	0,1	0,3	3,5	2,5	-0,2	2,5
soukromá spotřeba	8,2	0,4	-5,7	-3,3	-4,7	-4,2	-0,3	0,6	4,4	1,5	-2,0	3,5
vládní spotřeba	2,1	1,8	-1,6	-1,0	0,5	1,0	2,7	1,2	3,0	1,0	1,4	1,3
investice	7,0	6,8	4,7	1,9	-0,9	-0,6	1,3	4,0	0,6	5,4	1,0	4,7
dovoz	5,1	1,8	6,2	5,7	1,8	2,2	1,1	2,7	11,5	3,0	3,0	6
vývoz	0,4	1,6	10,5	8,6	5,5	7,1	5,4	6,7	5,1	3,0	3,0	6,5
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	17,6	15,7	16,4	11,2	8,0	8,0	3,9	15,3	10,9	3,8
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,9	-4,1	-2,0	-1,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,9	-5,3	-4,1	-3
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	40,4	42,9	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	4,4	2,4	1,8	1,3	0,5	0,3	0,5	5,4	3,5	0,6	1
soukromá spotřeba	7,9	5,5	1,8	1,4	1,0	0,1	-0,5	0,5	4,0	4,0	0,2	1,2
vládní spotřeba	3,1	0,8	0,6	0,6	0,7	1,0	1,4	1,1	2,7	1,2	1,1	1,05
investice	3,6	2,8	7,3	0,7	1,2	0,2	-3,3	0,2	2,3	3,5	-0,5	1,1
dovoz	9,3	8,5	10,7	3,8	4,3	2,7	-0,9	1,6	9,1	8,1	2,0	2,7
vývoz	8,7	7,9	7,8	4,6	3,9	2,5	1,3	1,7	11,3	7,0	2,5	2,7
nezaměstnanost (%)	6,8	6,7	6,7	6,5	6,7	6,8	6,9	7,0	7,7	6,7	6,9	6,9
inflace (% y/y)	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,4	4,9	3,3	2,6	8,4	5,6	2,5
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	1,0	1,3	1,5	1,9	2,3	0,4	1,5	1,7

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

* 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

Barbora Skřipská

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 919
bskřipska@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.

