

Analytický měsíčník

www.ppfbanka.cz

Téma měsíce

Ekonomické dopady války

ČR ČNB zvedla sazby na 5,0 %

EMU ECB tlumí kvantitativní uvolňování, jeho definitivní konec je ale stále otevřený

USA Fed začal s utahováním měnové politiky

duben 2022

Magdalena Středová, Luboš Mokráš

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

Ruská agrese proti Ukrajině bude mít dalekosáhlé dopady na ekonomiky Evropské unie, z nichž se některé ještě nestačily vzpamatovat z pandemického šoku. Evropu a nejen ji tak čeká období rostoucích cenových tlaků a oslabující reálné ekonomiky.

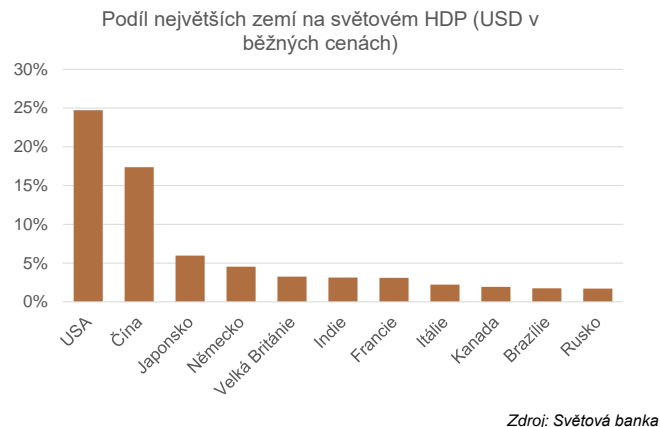
Ekonomické dopady ruského útoku na Ukrajinu?

Ruská agrese vůči Ukrajině si vynutila bezprecedentní sankce, které na rozdíl od těch z roku 2014 ruská ekonomika pocítí citelně a dopadů nezůstane ušetřena ani Evropa. Co současný konflikt ještě přinese, zda sankce budou zpřísněny, jak dlouho budou trvat a zda nedojde i k odvetným opatřením ze strany Ruska, lze jen těžko předvídat. Proto přesná kvantifikace dopadů na země EU je v tuto chvíli krajně obtížná. Jedna věc je ale jistá, negativní dopady budou pramenit zejména ze závislosti Evropy na dovozech komodit právě z Ruska.

Důležitost Ruska v mezinárodním obchodě

Navzdory tomu, že je Rusko svou rozlohou největším státem na světě zabírajícím 11 % pevninské plochy země, jeho ekonomická důležitost té geografické neodpovídá. V žebříčku zemí podle velikosti HDP je Rusko na 11. místě

Rusko představuje jen nepatrný podíl na světovém HDP (2020)



s podílem své produkce na světovém HDP představujícím pouze 1,8 %. To je desetkrát méně než podíl Evropské unie nebo Číny. Význam Ruska tkví v jeho vývozu komodit, a to především do Evropy, která je existenčně závislá zejména na ruském plynu.

Kromě ropy a plynu, které jsou důležité především pro Evropu a jsou zdrojem výrazně opatrnější sankční strategie než například v USA, je Rusko vývozcem ještě dalších klíčových komodit, jejichž výpadek by mohl ovlivnit některá odvětví. Příkladem může být palladium, které se používá do katalyzátorů, v Rusku se těží přes 40 % celosvětové produkce. Rusko je důležité také ve vývozu uranu, a to zejména pro Ameriku, jejíž potřeby pokrývá ruský dovoz z 50 %. Stejně jako Evropa i Amerika si je své závislosti vědoma a snaží se minimalizovat své ztráty, proto uran

Vývoz klíčových komodit z Ruska.

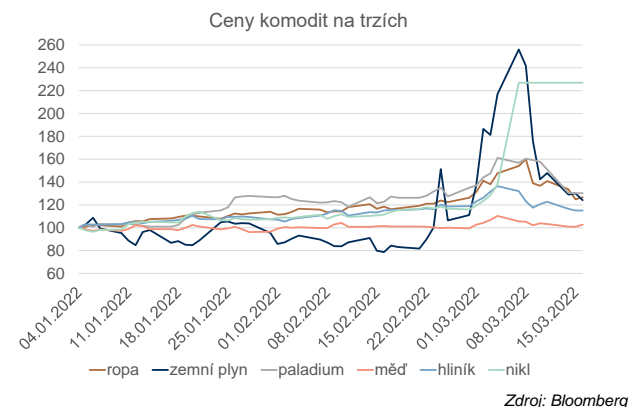


Zdroj: Bloomberg

nebyl zahrnut do sankcí. Mezi další významné komodity, které Rusko vyváží a bez nichž se svět jen těžko obejde, patří hliník, měď a nikl. Nervozita na trzích ohledně těchto komodit se projevila výrazným cenovým nárůstem.

I když je Ukrajina mnohem menší zemí, výpadky jejich dodávek mohou způsobit problémy. Jedním z příkladů je neon, který je důležitý pro lasery používané při výrobě čipů, okolo 50 % světového neonu produkuje právě Ukrajina. S výrobou neonu by však mohly začít firmy jinde ve světě,

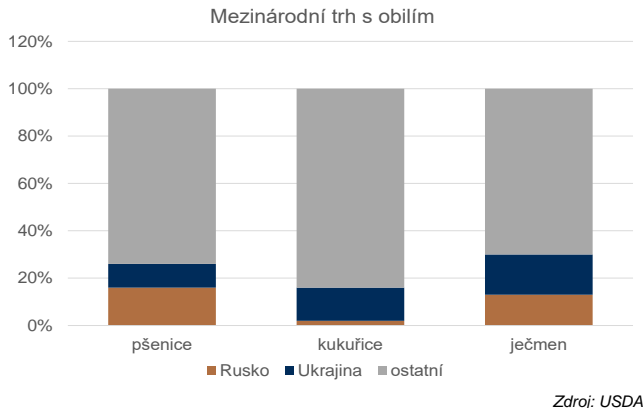
Ceny některých komodit na válečný konflikt reagovaly velmi výrazně.



zahájení výroby by si vyžádalo minimálně 9 měsíců. Další komoditou, na jejímž vývozu se Ukrajina spolu s Ruskem významně podílí, jsou některé druhy potravinářských komodit. Rusko spolu s Ukrajinou představuje 1/4 celosvětového vývozu pšenice.



Ukrajina spolu s Rusem hrají významnou roli na mezinárodním trhu se zrninami.



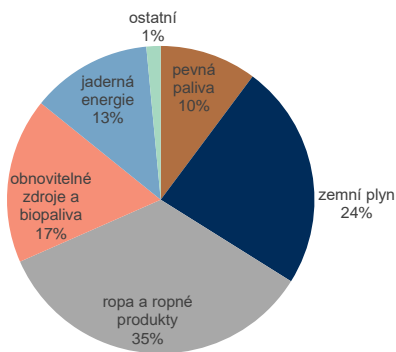
Další významnou potravinářskou komoditou je kukuřice, kde se Ukrajina sama podílí na celosvětovém exportu 14 % a Rusko 2 %. Ječmene vyváží Ukrajina 17 % z celkových celosvětových exportů a Rusko 13 %, jejich výpadek by tak nebyl zanedbatelný. Exporty zrnin ale směřují zejména do Afriky, evropské ekonomiky by tedy přímo ovlivněny nebyly, i když samozřejmě cenové tlaky se mohou promítnout celosvětově. Na potravinářském trhu se také může projevit nedostatek slunečnicového oleje, dalšího celosvětově významného exportního artiklu jak Ruska, tak Ukrajiny (75 % exportů slunečnicového oleje pochází z Ruska a Ukrajiny). Ovlivnit ho může také možný nedostatek hnojiv, neboť Rusko je největším exportérem tří hlavních skupin (dusík, fosfor a draslík). Vzhledem k tomu, jak velkou váhu mají potraviny ve spotřebním koši (HICP 22 %), inflační tlaky nebudou zanedbatelné.

Závislost Evropské unie na dovozu fosilních paliv zůstává výrazná

Státy Evropské unie výrazně spoléhají při výrobě energie

Téměř 60 % energie je vyráběno z ropy a zemního plynu.

Podíl jednotlivých druhů paliv na výrobě energie



Zdroj: Eurostat

na fosilní paliva. Nejdůležitější primární zdroj energie představuje ropa a ropné produkty a hned na druhém místě je zemní plyn. Zároveň nejdůležitější primární zdroje při

výrobě energií jsou ty, které EU musí dovážet. A dodávky z Ruska stojí za podstatnou částí dovozů fosilních paliv.

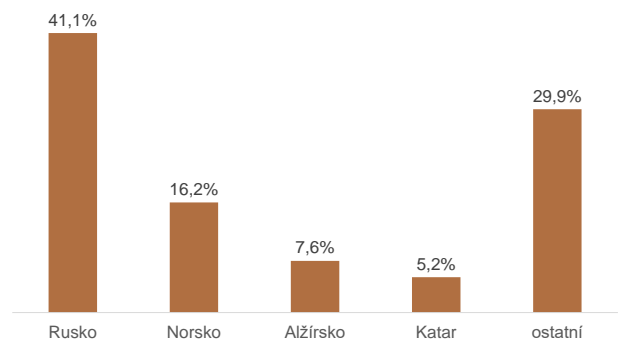
Dopad výpadku surovin, nebo výrazného dlouhodobého zvýšení jejich cen na reálnou ekonomiku EU

Výrazný růst cen surovin může tlumit ekonomickou aktivitu jak přes nižší spotřebu, tak přes meziprodukty. Vyšší ceny paliv a energií snižují disponibilní důchody domácností a jejich kupní sílu. Vzhledem k tomu, že ropa, plyn a elektrická energie (jejíž cena silně závisí na ceně plynu) se používají jako vstupy pro výrobu, bude jejich cenový nárůst tlačít na růst cen dalšího zboží.

EU se zatím brání úplnému odstrižení od dodávek ruského plynu a ropy, ale výpadky dodávek ropy a zemního plynu mohou v nejbližší době nastat. Podle propočtů Evropské centrální banky by 10% pokles v dodávkách plynu snížil HDP eurozóny o 0,7 %. Tyto výpočty je potřeba

Geografické členění dodávek zemního plynu do EU (2019)

Dovoz zemního plynu z jednotlivých zemí (podíl na celkových importech zemního plynu do EU)

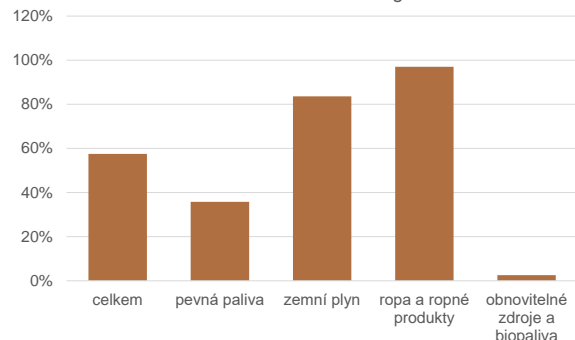


Zdroj: Eurostat

brát pouze jako orientační, protože nejsou zahrnuty efekty změn cen ani možnost substituce zdrojů. Dopady na jednotlivé země se ale poměrně značně liší. Obecně platí, že větší dopady jsou v zemích, kde do výroby ve větší míře vstupuje plyn jako zdroj energie a kde představují tyto

EU je výrazně závislá na dovozu ropy a zemního plynu, svých nejdůležitějších zdrojích energie.

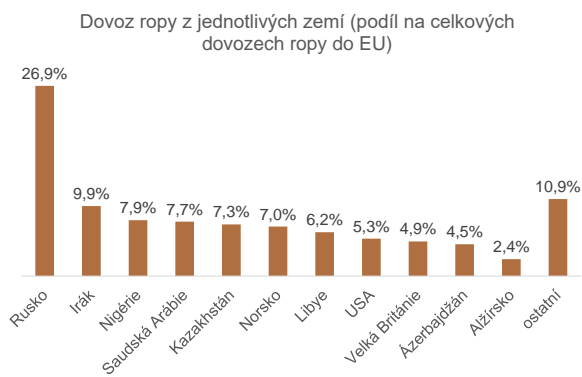
Závislost na dovozu energií



Zdroj: Eurostat



Geografické členění dodávek ropy do EU (2019)



Zdroj: Eurostat

sektory velkou váhu v HDP. Obecně se jedná o plynové elektrárny, papírenský a chemický průmysl, ale i zpracování kovů. Z výpočtů vyplývá, že největší dopad by pokles dodávek zemního plynu o 10 % mělo ze zemí eurozóny Slovensko ve výši 1,6 % HDP.

Kvantifikace dopadů je nanejvýš obtížná, ale pohled na závislost jednotlivých zemí na ruském plynu a ruské ropě a na energetickou náročnost ukazuje, ve kterých zemích by byl dopad nejcitelnější.

Dopady války na Ukrajině na českou ekonomiku

Stejně jako pro jiné evropské země představuje pro Českou

Energetická náročnost a závislost na ruských komoditách

	plyn (podíl na spotřebě)	surová ropa (podíl na dovozu)	energetická náročnost
Irsko	0	0	1,3
Španělsko	0	1,7	2,8
Portugalsko	0	10	2,7
Švédsko	0	7,7	3,7
Francie	24	8,8	3,4
Nizozemsko	11	26,5	3,2
Belgie	0	29,9	4,1
Slovensko	40	0	3,7
Itálie	46	11,1	2,7
Řecko	51	17,7	3
Rakousko	64	10,1	3
Německo	49	34	2,9
Lotyšsko	93	0	3,4
Estonsko	79	0	4,7
Maďarsko	40	60,9	3,7
Litva	41	72	3,2
Polsko	40	72	3,5
Česká Republika	66	48,8	4,4
Slovensko	70	100	3,9
Finsko	94	84	5,3

Zdroj: ACER, Eurostat, IEA

republiku vzájemný obchod s Ruskem pouze malou část zahraničního obchodu (2 % exportů a 3 % celkových importů). Vzájemný obchod s Ukrajinou je ještě nižší,

pouze 0,5 % exportů i importů. Dopad ale, jak naznačuje tabulka energetické závislosti na ruských komoditách i relativně vysoká energetická náročnost ekonomiky, bude ve srovnání s ostatními zeměmi EU spíše větší. Míra postižení hospodářství bude záležet jak na délce konfliktu, tak na případném zpříšňování sankcí nebo odvetných opatřeních ze strany Ruska. Válka jednoznačně představuje pro českou ekonomiku stagflační šok, tedy vyšší inflaci a nižší růst reálné ekonomiky.

Primární dopady do inflace budou přes ceny surovin. Ve spotřebním koši mají ceny elektrické a tepelné energie 7,8 %. Cena zemního plynu se po ruské invazi během 10 dnů ztrojnásobila, ale ze svých maxim se i přes nepříznivou situaci na Ukrajině vrátila na hodnoty zhruba o 60 % vyšší než před invazí. Takovéto ceny by implikovaly růst inflace o 4,7 pb. Ceny pohonných hmot mají ve spotřebním koši sice menší váhu (3 %), ale jejich růst se zase do inflace promítá rychleji, protože nejsou tak regulované jako ceny elektřiny. Nárůst cen pohonných hmot o 30 % představuje nárůst inflace o necelý 1 pb. Také potraviny, které ve spotřebním koši zabírají 17,8 %, budou k inflačním tlakům přispívat. Navíc k primárním inflačním dopadům se mohou přidat i ty sekundární, vyšší náklady se promítnou do vyšších cen koncových výrobků a v neposlední řadě mohou rostoucí ceny stupňovat mzdové požadavky, což v prostředí dlouhodobě nízké nezaměstnanosti může být obzvláště palčivý problém. Navíc proinflačně může působit i oslabování české koruny, i když v poslední době se zdá, že oslabování koruny je minulostí a ČNB by mohla použít intervencí k udržení kurzu nebo i posílení koruny. Náš základní scénář prozatím počítá s inflací v letošním roce okolo 10 %, ale rizika jsou vychýlena směrem nahoru.

Dopad do reálné ekonomiky bude díky poměrně malému vzájemnému obchodu jak s Ruskem, tak s Ukrajinou vyplývat zejména z druhotných dopadů cen energií na spotřebu domácností i investice firem, ale i dopady přes nižší zahraniční poptávku, zejména z Německa, jakožto nejdůležitějšího českého obchodního partnera. Německo je stejně jako ČR velice závislé na dovozu ruského plynu a rostoucí ceny, na výkonnosti německé ekonomiky se dokonce projeví zřetelně i výpadky dodávek. Primární dopady může pocítit zejména automobilový průmysl. Již nyní se projevuje nedostatek některých součástí dovážených z Ukrajiny (kabely a spínače). Zastavení výroby automobilů vyráběných v Rusku se přímo na HDP neprojeví. Válka působí tedy jednoznačně jako nabídkový šok. Situace se ale od té loňské přece jen liší. Nabídkový šok v loňském roce byl způsoben kombinací nedostatku některých komponent a vysoké poptávky. Tentokrát se jedná o čistý nabídkový šok, kde vysoká poptávka nebude nabídkový šok ještě zhoršovat, jako tomu bylo vloni. Vzhledem k většímu podílu průmyslu na HDP, a tedy i vyšší energetické náročnosti české ekonomiky, jsou nabídkové šoky pro českou ekonomiku větším problémem. Podle propočtů MMF loňský



nabídkový šok snížil růst české ekonomiky o 4 pb. Takovýto dopad by znamenal pro letošní rok stagnaci ekonomiky. Jakékoliv odhady jsou zatíženy velkou dávkou nejistoty. Jisté je jen to, že odhady ze začátku letošního roku na růst českého HDP okolo 4 % byly z dnešního pohledu příliš optimistické.

Za této situace se do velice obtížné role dostává ČNB. Inflace se pohybuje vysoko nad 2% cílem, ale další zvyšování sazeb může tlumit křehký ekonomický růst. Na svém posledním zasedání 31.3. se ČNB rozhodla zvýšit úrokové sazby o 20 bb na 5,0 % a naznačila, že vysoké sazby pravděpodobně udrží po delší dobu, než původně předpokládala. My se domníváme, že minimálně do konce letošního roku.

Závěr

Obnovení ekonomického růstu po pandemii, které v loňském roce do určité míry přibrzdily problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích, nyní přerušila válka. Jak velký bude mít dopad, je zatím velmi nejisté. Bude záležet na délce trvání konfliktu, přísnosti sankcí, ale i na spolupráci svobodného světa při dodávkách strategicky důležitých surovin. Jedno je jisté. V nejbližší době nás čeká období vyšší inflace a nižšího růstu. Ale současná situace může mít i zásadní dlouhodobý vliv na míru globalizace. Slabiny globálních dodavatelsko-odběratelských řetězců odhalila pandemie covidu, kdy si firmy po celém světě uvědomily svou závislost na dovozu některých komponent a z ní vyplývající zranitelnost. Válka na Ukrajině tyto problémy dále zviditelnila. Proces deglobalizace bude určitě pozvolný, ale zřejmě nezadržitelný. Evropská komise oznámila, že investuje 11 mld. EUR do vývoje mikročipů. Podobné kroky, které dávají přednost soběstačnosti a bezpečnosti nad ekonomickou výkonností, povedou ke zvýšení cenových tlaků. Také změna v energetické politice je velmi pravděpodobná a cenovou hladinu bude spíše zvyšovat. Zároveň lze čekat výraznější investice nejen do obrany, ale i výzkumu a vývoje.

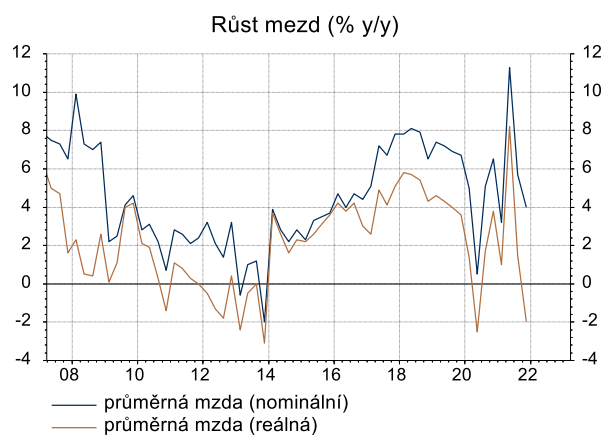


Staglační šok v podobě války na Ukrajině stavi centrální banku do nelehké situace. Zvyšování sazeb v reakci na externí nabídkový šok nemusí inflační tlaky efektivně tlumit a zároveň může mít negativní dopad do reálné ekonomiky. ČNB však musí předejít nárůstu inflačních očekávání a sekundárním efektům nabídkového šoku a proto zvýšila sazby o 50 bb na 5,0 % a naznačila, že může v jejich zvyšování pokračovat. Vyšší sazby také bude držet déle, než původně předpokládala.

Ekonomická aktivita

První statistiky letošního roku z reálné ekonomiky zatím vyznívají relativně příznivě. Průmyslová výroba sice meziročně vzrostla pouze o 1 %, ale pohled na detailní strukturu ukazuje, že se dařilo prakticky všem odvětvím kromě automobilového průmyslu, který opět skončil v červených číslech. Vyhledy automobilového průmyslu nevyznívají stále příznivě. Chronický nedostatek čipů může válka na Ukrajině dále zhoršit, kvůli možnému nedostatku neonu, jehož je Ukrajina dominantním vývozcem. Do budoucna mohou chybět i jiné komodity, jako je například palladium, které se používá do katalyzátorů a v jehož vývozu dominuje Rusko. Pozitivní výsledky přinesla i lednová data za stavebnictví. Na meziročním růstu o 6,4 % se podílelo jak pozemní stavitelství, tak inženýrské stavby. V lednu se dařilo i maloobchodu. Meziroční růst o 9,6 % překonal očekávání. Otázkou ale zůstává, zda chuť spotřebitelů utrácet bude pokračovat i s rostoucími cenami a klesajícími reálnými mzdami. Reálné mzdy poklesly ve 4. čtvrtletí roku 2021 při nominálním růstu o 4 %. Jen těžko si lze představit, že by mzdy v 1. čtvrtletí letošního roku rostly výrazně rychleji než inflace (očekáváme, že inflace v 1Q se vyšplhá přes 11 %), i když nedostatek pracovníků stále trvá a tlaky na růst mezd budou sílit. Nezaměstnanost v únoru poklesla na 3,5 % a počet volných pracovních míst převyšuje počty nezaměstnaných o 100 tisíc.

Reálné mzdy ve 4. čtvrtletí 2021 poklesly, na počátku roku 2022 by se tento vývoj měl opakovat.



Inflace a centrální banka

Spotřebitelské ceny v únoru meziročně vzrostly o 11,1 % a překonaly nejen únorovou prognózu ČNB (9,7 %) ale i aktuální očekávání trhu (10,3 %). Podle očekávání nejvíce k růstu cen přispěly bydlení, voda, energie a paliva. Samotné ceny elektřiny vzrostly o 22,6 % y/y, ceny zemního plynu o 28,3 % y/y. Rostly také ceny pohonných hmot o 31 % y/y. Růst ale zaznamenaly i položky jádrové inflace, jako jsou ceny zboží a služeb. Jádrová inflace překonala další historické maximum a skončila na 10,7 %.

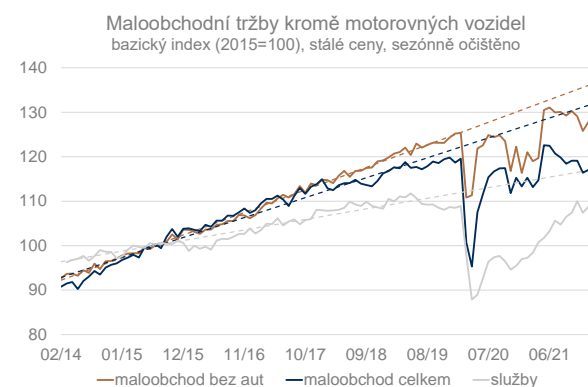
Co se týká výhledu inflace, vrchol je zatím před námi. Inflaci v následujícím měsíci potáhnou ceny pohonných hmot a energií, ale podle dosavadního trendu se zdá, že i jádrová inflace nadále poroste. Inflace tak bude vrcholit nad 12 %, které jsme původně očekávali. Její vývoj bude hodně záležet jak na cenách energií, tak i na sekundárních dopadech těchto šoků.

ČNB zvýšila sazby o 50 bb na 5,0 %. Podle guvernéra Rusnoka ovlivnila rozhodování bankovní rady nejistota. Bankovní rada dala před větším zvýšením přednost podrobnější analýze a chtěla také počkat na novou prognózu. O použití koruny jako nástroje měnové politiky se diskutovalo. Reálné využití kurzu by však vyžadovalo pečlivou přípravu, takže v dohledné budoucnosti tento nástroj využít nebude. ČNB preferuje sazby jako standardní nástroj měnové politiky, využití kurzu se sice nezdá, ale použila by ho pouze ve výjimečné situaci.

Rizika

Riziko pandemie vystřídala ruská agrese na Ukrajině. Vzhledem k tomu, že celkový objem vzájemného obchodu České republiky s Ruskem a Ukrajinou je relativně malý, největší riziko představují komodity, na jejichž dovozu je česká ekonomika závislá. Problémy by způsobily nejen výpadky v dodávkách plynu a ropy, ale i některých jiných surovin klíčových zejména pro automobilový průmysl, jako je palladium, nikl nebo neon. Válka představuje riziko vyššího růstu cen a nižšího růstu reálné ekonomiky.

Pokles reálných mezd dále oddálí návrat maloobchodu na předpandemický trend.



ECB, stejně jako jiné centrální banky, se dostává do složité situace, ve které se musí postavit stagflačnímu šoku v podobě ruské agrese na Ukrajině. ECB zvolila cestu rychlejšího ukončení kvantitativního uvolňování, ale zároveň stále věří, že inflační spirála se neroztáhne.

Ekonomická aktivita

Nejnovější data z reálné ekonomiky, které zveřejňuje Eurostat, jsou z ledna letošního roku, tedy nejsou ovlivněna válkou na Ukrajině. Lednová data vesměs překvapovala negativně.

Průmyslová výroba meziročně poklesla o 1,3 % a zůstala tak na stejné úrovni jako na konci minulého roku, tedy mírně nad předpandemickými úrovněmi. Rozdíly ve výsledcích průmyslové výroby byly opět patrné mezi jednotlivými zeměmi. Zatímco v Německu nebo ve Francii průmyslová výroba v lednu v meziměsíčním srovnání rostla o 1,3 %, resp. o 1,6 %, v Itálii došlo k poklesu o 3,4 % m/m. Na italském průmyslu se jednoznačně projevují ceny energií, které vzrostly z celé eurozóny nejvíce právě v Itálii. Pokračující ruská agrese bude i nadále přispívat k napětí na energetických trzích a rostoucí ceny energií se budou postupně promítat i do průmyslové produkce.

Navzdory válce zůstávají předstihové indikátory relativně optimistické. Kompozitní PMI poklesl v březnu z 55,5 na 53,9, což stále vyznívá vzhledem k situaci relativně optimisticky. Hodnota 53,9 představuje druhou nejvyšší od loňského listopadu. Naopak spotřebitelé propadají pesimismu, alespoň podle průzkumu Evropské komise.

Inflace a centrální banka

Inflace v únoru opět překonala očekávání, když vzrostla na 5,8 %, zatímco trhy očekávaly o 0,4 pb nižší hodnotu. Stále platí, že růst cen táhne energie, jejíž cena vzrostla o

31,7 % y/y a přispěla k růstu spotřebitelských cen 2,9 pb. Ale spolu s celkovou inflací roste i ta jádrová, ve které ceny energií nejsou zahrnuty. V únoru jádrová inflace vzrostla o 0,4 pb na 2,7 %. I přes tento nárůst ECB stále trvá na své prognóze návratu inflace na cíl již v příštím roce.

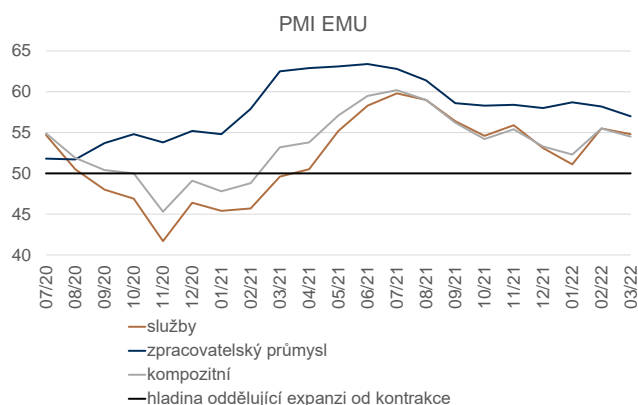
Nová prognóza, kterou měla Rada guvernérů k dispozici na svém březnovém zasedání, přinesla zvýšení výhledu inflace pro letošní rok z 3,2 na 5,1 %, další roky ale prognóza počítá s inflací na 2% cíli ECB. Velice optimistický, vzhledem k aktuální geopolitické situaci, je i výhled růstu reálné ekonomiky. Nová prognóza snížila výhled růstu pro letošní rok pouze o 0,5 pb na 3,7 % a v dalších letech se výhled prakticky nezměnil. Vzhledem k závislosti eurozóny na ruském dovozu komodit je podle našeho názoru tato předpověď až příliš optimistická.

Celkové vyznění březnového zasedání ECB lze hodnotit jako jestřábí. ECB urychlila ukončování programu kvantitativního uvolňování. Objemy nákupů dluhopisů bude snižovat v průběhu dalších 3 měsíců ze 40 mld. EUR v dubnu na 20 mld. EUR v červnu. Je tedy možné, že kvantitativní uvolňování bude ukončeno již v červenci, a poté může ECB začít zvedat sazby. Rada guvernérů si ale ponechala otevřené dveře a konec kvantitativního uvolňování podmiňuje vývojem inflace a podmínek financování. Kvantitativní uvolňování tak může pokračovat i ve druhé polovině roku. Navíc drobná změna ve formulaci v prohlášení Rady guvernérů signalizuje, že ke zvyšování sazeb nemusí dojít bezprostředně po ukončení QE.

Rizika

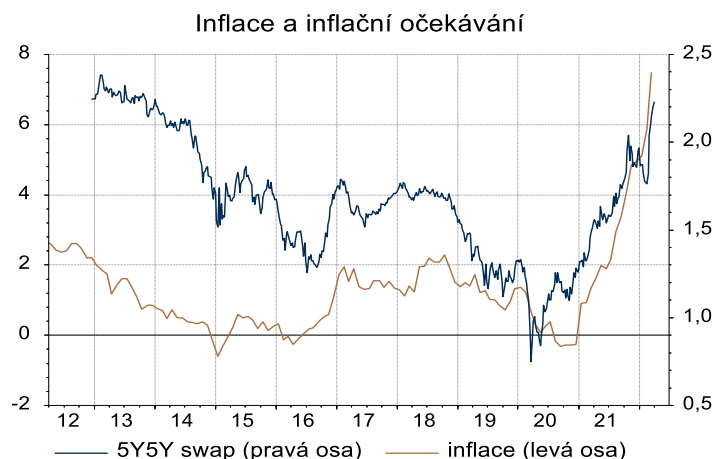
Eskalace konfliktu na Ukrajině a přijetí tvrdších sankcí proti Rusku významně dolehnou na Evropu, která je silně závislá především na ruském plynu. Další problémy mohou vzniknout kvůli výpadkům v dovozu některých klíčových subdodávek. Význam Ruska a Ukrajiny na potravinovém trhu navíc může přispět k dalšímu tlaku na růst cen a donutit ECB ke zpřísnění měnových podmínek a tím i tlumení růstu reálné ekonomiky.

Navzdory válce předstihové indikátory PMI zatím vyznívají relativně optimisticky.



Zdroj: Bloomberg

Spolu s inflací rostou i inflační očekávání.



Zdroj: Refinitiv Datastream

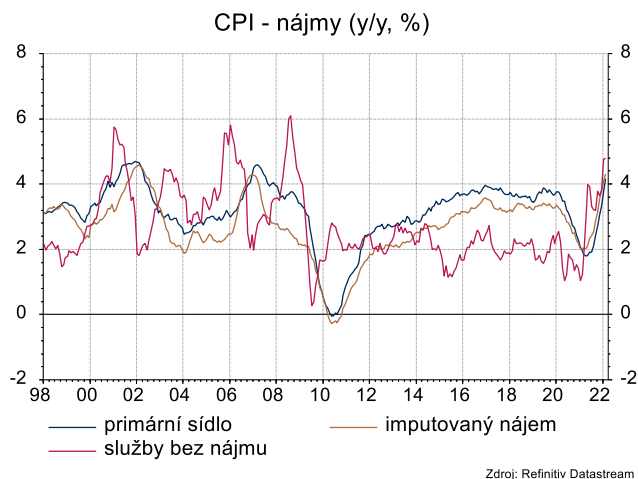


Růstové ukazatele zůstaly v březnu silné, zároveň však zůstaly i vysoká inflace a přehřátý trh práce. Konflikt na Ukrajině se zatím americké ekonomiky dotkl minimálně. Mnohem důležitější je nyní rychle se jestřábím směrem vyvíjející komunikace Fedu. Začíná být jasné, že Fed bude muset zpřísnit svou měnovou politiku více, než očekával jak on sám, tak finanční trhy. Klíčovou otázkou pro příští měsíce je, zda se mu podaří přivést ekonomiku k měkkému přistání, nebo se krocení inflace neobejde bez recese.

Ekonomická aktivita

Data za únor potvrdila trvalý velmi silný trh práce. Počet vytvořených pracovních míst překonal očekávání, přesto se počet nabízených pracovních míst stále drží poblíž historických maxim. Míra nezaměstnanosti klesla na 3,8 %, těsně nad 3,5 % před začátkem pandemie. Prezident Fedu Powell připustil, že bezinflační míra nezaměstnanosti (NAIRU) se mohla po pandemii zvýšit, což může přispívat k inflačním tlakům. Uvedl také, že pokles míry participace po pandemii souvisí především s rychlejšími odchody do důchodu a že je tedy nevratný. ISM i PMI indexy potvrdily trvalý sílu hospodářství, a to i předběžné PMI indexy zveřejněné na konci března. Únorové maloobchodní tržby byly sice slabší, ale po velmi silném lednu bylo ochlazení přirozené. Jak se bude vyvíjet spotřeba domácností, bude velmi důležité jak pro růst, tak pro inflaci. Vysoká inflace a růst sazeb může vést ke ztrátě dynamiky osobní spotřeby, na druhou stranu domácnostem stále zbývá část úspor z doby restrikcí a nelze vyloučit, že obava ze ztráty jejich hodnoty kvůli vysoké inflaci může vést ke snaze směnit úspory za reálná aktiva. Průmysl pokračuje ve stabilní solidní výkonnosti, mírná ztráta dynamiky objednávek zboží dlouhodobé spotřeby v únoru je patrně jen krátkodobým výkyvem. Výraznější růst sazeb by investice utlumil, ale toto riziko je stále ještě měsíce před námi.

Růst nájmu je nejrychlejší od roku 2008 a dále zrychluje.



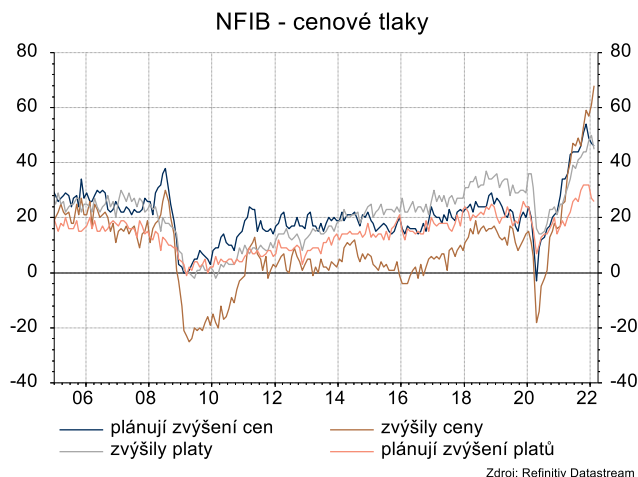
Inflace a centrální banka

Růst maloobchodních cen byl v únoru v souladu s očekáváním a dále zrychlil. Velkou roli i nadále hrají potraviny a energie, ale silný je i růst jadrové inflace, u které dominuje růst nájmu, a stále mají velký vliv i ojetiny. Inflační tlaky jsou ovšem široce založené, ceny komodit bez potravin, energie a ojetin rostou o 7,8 %. Z hlediska inflačních rizik je nutné počítat se zrychlováním růstu nájmu, což má větší význam pro CPI než pro PCE. Mzdové tlaky jsou stále relativně umírněné, riziko, že to dlouho nevydrží, je ovšem vysoké. Existuje také nebezpečí většího průsaku nákladových inflačních tlaků (zesílených rusko-ukrajinským konfliktem) do cen výrobků obzvláště v prostředí, kde může dojít k rychlému zvedání inflačních očekávání. Inflaci by měl poměrně brzy začít pomáhat bazický efekt, ale i tak by měla zůstat nepříjemně vysoká. Fed už si jasně rizika uvědomuje a po prvním zvýšení sazeb signalizuje poměrně rychlé tempo dalšího zvedání sazeb. Zatím ovšem alespoň podle svých projekcí míří maximálně mírně nad rovnovážnou úroveň sazeb a v tom je s ním zajedno i trh. Podle našeho názoru je otázka, zda to v nynější situaci bude stačit.

Rizika

Konflikt na Ukrajině a jeho širší dopady zůstávají největším aktuálním rizikem. Vysoké ceny komodit, které se patrně udrží delší dobu a u kterých existuje riziko dalšího růstu, komplikují výhled inflace a budou mít nepříznivý dopad na růst světové ekonomiky, což částečně negativně ovlivní i růst v USA. Dalším důležitým rizikem je dopad růstu sazeb Fedu. Čím rychleji a důrazněji bude Fed utahovat měnovou politiku, tím větší bude riziko, že se USA dostanou do recese. Pokud by byl Fed příliš opatrný a připustil vznik inflační spirály, byly by náklady na její zastavení vyšší, než v případě rychlého razantního zásahu proti inflaci. Konečně pandemie covidu-19 ještě neskončila a možnost vzniku dalších nebezpečných mutací je velmi reálná. Taková eventualita by jen zkomplikovala už tak obtížnou situaci.

Cenové tlaky zůstávají velmi silné.



EUR/USD

Dolar k euru reagoval na začátek konfliktu na Ukrajině výrazným posílením až k 1,086. Důvodem byla kombinace útěku do bezpečného přístavu hlavní rezervní měny a mnohem větší citlivost Evropy na ekonomické dopady konfliktu. Ke krizi na Ukrajině se navíc přidala i stále více jestřábí rétorika Fedu a z ní plynoucí prostor pro rozšíření úrokového diferenciálu na peněžním trhu. Po úvodním prudkém posílení dolaru přešel kurz do korekce při mimořádně vysoké volatilitě. Roli hrály přicházející zprávy, technické faktory i přesvědčení části trhu o výrazné nadhodnocenosti dolaru. Klíčovým faktorem ovlivňujícím vývoj kurzu by v měsíčním horizontu měl zůstat rusko-ukrajinský konflikt. Scénářů dalšího vývoje je celá řada - od eskalace po uzavření příměří, takže výkyvy kurzu v reakci na aktuální vývoj mohou být stále značné. Významnou roli budou hrát i nadále centrální banky. Trh by přitom měl být asymetricky citlivý na případné přistoupení rétoriky ze strany ECB. To znamená, že jakýkoliv náznak urychlení utahování měnové politiky ze strany ECB by měl vést k citelnému posílení eura, naopak další přitvzení rétoriky ze strany Fedu by mělo mít omezený dopad.

EUR/CZK

Koruna na začátek války na Ukrajině reagovala přirozeně relativně citelným oslabením. Roli hrála obecně vyšší vnímaná rizikovost koruny i blízkost střeoevropského regionu ke konfliktu. Zlotý i forint samozřejmě oslabovaly s korunou téměř unisono, koruna byla postížena nepatrně méně. Kurz stabilizovala internacemi ČNB lehce pod 26 k euru. Při aktuální vysoké inflaci byl její krok zcela pochopitelný a oprávněný, protože výrazně slabší koruna by inflační situaci dále zhoršila. Trh se však relativně brzy zklidnil a koruna spolu se svými regionálními kolegyněmi i bez další pomoci ČNB začala poměrně výrazně posilovat. Koncem března se kurz usadil v okolí 24,60, tedy jen na mírně slabší úrovni než před začátkem konfliktu. Válka může mít na kurz podstatný vliv i nadále, a to oběma směry v závislosti na vývoji situace. Kurz by mohla výrazně ovlivnit i ČNB. Při velké otevřenosti naší ekonomiky by dávalo smysl využít kurz jako nástroj měnové politiky, ale někteří členové bankovní rady (Holub, Mora) tento postup nepodporují a velmi opatrně se k této možnosti vyjádřil i guvernér Rusnok na tiskové konferenci po březnovém zasedání bankovní rady.

Dluhopisy

Dluhopisové trhy jak v USA, tak v EMU prošly v březnu zásadním posunem. Začátek měsíce byl ve znamení reakce na vypuknutí války na Ukrajině. Převažoval přesun prostředků do kvality, to znamená, že ceny rostly a výnosy klesaly. Zároveň trh silně reagoval na přicházející zprávy, takže volatilita byla mimořádně vysoká. Nad vlivem války

však brzy převážil zásadní posun ve vnímání dalšího vývoje měnové politiky především u Fedu a částečně i u ECB. Hodně k němu přispělo zasedání FOMC a stále silněji jestřábí rétorika členů FOMC po zasedání. Trh výrazně nahoru posunul očekávání vývoje úrokových sazeb a počítá také s delším trváním vyšších sazeb. Výrazněji nahoru se posunul výnos dvouletého amerického státního dluhopisu (zhruba o 100 bb na 2,4 %) než výnos desetiletého dluhopisu (zhruba o 60 bb na 2,5 %). Výnosová křivka je tak téměř plochá a dá se očekávat, že poměrně brzo přejde do inverze, obzvláště pokud zůstane vysoká inflace a Fed zvýší v květnu sazby o 50 bb. ECB sice svou rétoriku nemění, ale trh jí evidentně nevěří a započítává stále rychlejší růst sazeb. Je to vidět z tempa růstu výnosů, nominální záporné výnosy v Německu jsou poprvé po osmi letech minulosti. Ekonomické dopady ukrajinské krize, především růst cen komodit a další tlak na růst cen energetických surovin, mu dávají za pravdu. Je otázka, jak rychle začne ECB otáčet, ale čím později to udělá, tím větší bude riziko, že jí inflace uteče a dojde k roztočení nepřijemné inflační spirály. Váhavá ECB tedy paradoxně může v případě, že se trh začne obávat, že její měnová politika výrazně zaostává za vývojem inflace, vést v první fázi k výraznějšímu růstu výnosů především na dlouhém konci výnosové křivky a ve druhé fázi (poté, co se ECB probudí) k výrazné inverzi křivky (protože ECB bude nucena hodně zvýšit sazby).

Český dluhopisový trh následoval vývoj ve světě, to znamená, že výnosy v březnu výrazně rostly. Růst domácích výnosů však nebyl spojen jen s vývojem ve světě, podstatnou roli hrál i další posun očekávání ohledně sazeb ČNB směrem nahoru. Obchodování jako jinde ve světě silně ovlivňovaly zprávy o vývoji konfliktu na Ukrajině, tento faktor přidával volatilitu. Tu lze očekávat i v dubnu, protože faktor nejistoty spojený s geopolitikou a vývojem pohledu na centrální banky ve světě i doma bude minimálně stejně silný jako v březnu. V horizontu nejbližších měsíců bude kromě Ukrajiny velmi důležitý také vývoj inflace, konkrétně to, jak rychle bude bazický efekt ubírat z inflace. Zatím spíše převládá riziko negativních překvapení, jak ukazují nejnovější předběžná data o inflaci z EU. Výnosy by se tedy měly udržet vysoko, a pokud by trh propadl inflačnímu pesimismu, mohl by se poměrně výrazně nahoru posunout dlouhý konec výnosové křivky.

Akcie

Až do poloviny března byly americké akcie velmi volatilní a výrazně reagovaly na přicházející impulsy, především na zprávy o vývoji rusko-ukrajinského konfliktu. Index SP500 se opakovaně dostával k hladině 4170, naposledy v době konání zasedání FOMC. Potvrzení obratu Fedu k přísnější měnové politice akcím poněkud paradoxně prospělo a nepoškodil je ani rychlý růst výnosů státních dluhopisů, který zhoršuje (přes bezrizikovou úrokovou míru) valuace a který v minulosti často vedl k poklesu cen akcií. Akciovému



trhu mohla prospět větší důvěra trhu ve schopnost Fedu zastavit inflaci a stabilizovat tak ekonomiku. Pomocí mohla i rotace z dluhopisů do akcií. Důležitý je také aktuálně dobrý stav americké ekonomiky a malé přímé dopady rusko-ukrajinského konfliktu na americkou ekonomiku. Vyhledky akciového trhu jsou však značně nejisté. Hodně bude záležet na tom, jak se bude Fedu dařit tlumit inflaci a jak moc přitom zpomalí ekonomiku. Výnosová křivka v USA je na hranici recese, pokud se trh začne bát, že by k ní mohlo reálně dojít, mělo by to akcie ovlivnit negativně.

Pražská burza zažila rušný měsíc. Březen byl náročný především pro bankovní tituly, kde riziko regionu a blízkost konfliktu vytvořilo zpočátku tlak na cenu akcií KB a Erste ank. Jejich ceny padaly hodně a ještě více. Po první reakci však přišlo oživení a bylo silné. Například Erste nakonec připsala více než 6 %. Překvapivě nejhůře v březnu dopadl Avast, u kterého se protahuje jeho akvizice společnosti Norton, protože se nelíbí regulátorovi ve Velké Británii. Pokles o téměř 9 % je u Avastu více než dost. Naopak vítězem je Česká zbrojovka, která logicky profituje z válečného, ale i budoucího poválečného stavu, CZG akcie za březen poskočily o 8 %. Relativně stabilní byl ČEZ, který díky silným výsledkům za rok 2021 a dobrým vyhlídkám vyprovokoval analytiku k vyšším doporučením. Jeho cena se v březnu dostala na dlouhodobá maxima.

Kredit

Obavy a nejistota, které ovládly finanční trhy v důsledku válečného konfliktu na Ukrajině, jsou hlavní příčinou vyklizení pozic dluhopisových investorů. Emitentům tak nezbyvá než pozastavit přípravy nových transakcí a vyčkávat na uklidnění situace. I přes pokračující konflikt byly ke konci března na trzích patrné známky uklidňování situace a tak přišel čas pro odvážné emitenty.

V regionu střední a východní Evropy na sebe roli pionýra vzala česká energetická skupina ČEZ. Sebrat odvahu k podobně riskantnímu kroku si může dovolit pouze matador dluhopisového trhu, který se dokáže připravit na všechny možné výsledkové scénáře a účinně omezit rizika nedostatečného zájmu investorů. ČEZ navíc vsadil na osvědčenou kartu z posledních měsíců a investorům nabídl ESG dluhopisy. Konkrétně se zavázal snížit objem vypouštěných skleníkových plynů při výrobě tepla a elektřiny.

I přes sadu negativních článků o miliardových kontraktech ČEZ s ruským Gazpromem se podařilo vzbudit mimořádný zájem mezi investory. Kniha objednávek přesáhla 3,2 miliardy EUR a umožnila tak zvýšit původní objem 500 milionů EUR o pětinu a zároveň srazit kreditní spread z avizovaných 170 bps na finálních 135 bps.

Komodity

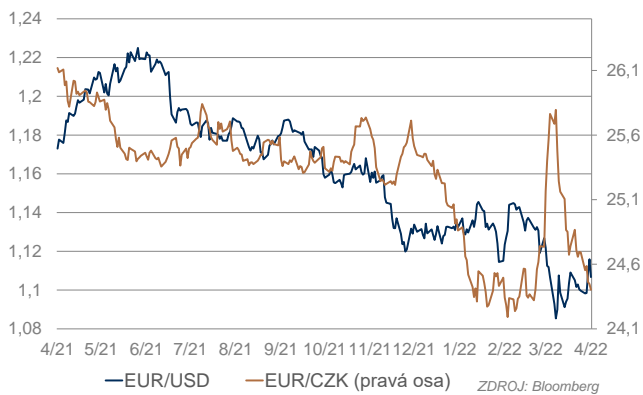
Březnové obchodování s ropou se vyznačovalo v první řadě extrémní volatilitou, která souvisela s válkou na

Ukrajíně a se sankcemi, které řada států uvalila na Rusko. Obavy z narušení nebo úplného zastavení exportu ropy z Ruska (to se na světovém exportu podílí zhruba 8 %) vedly k počátečnímu prudkému růstu ceny až na lokální maximum 139 USD/brl (Brent), tedy jasně nejvíce od roku 2008. Cena ovšem po částečném zklidnění rychle spadla zpět k 100 USD/brl, pak se vrátila na 124 USD/brl a na konci měsíce po nadějných zprávách o vyjednávání mezi Ruskem a Ukrajinou opět klesla. OPEC na kolísání ceny nijak nereagoval a pokračuje v pouze postupném zvyšování produkčních kvót. Konflikt bude mít v každém případě dlouhodobý dopad na strukturu trhu s ropou. Evropa se snaží co nejrychleji odklonit od dovozu ropy z Ruska (Německo by mělo najít náhradní zdroje už do konce letošního roku), což povede k podstatným přesunům toků ropy. Rusko bude muset najít náhradní odbytiště a dá se očekávat, že půjde především o asijské státy (Čína, Indie). Tyto přesuny spolu s dalšími faktory (tendence k podinvestovanosti v odvětví těžby a zpracování ropy, zelené politiky omezující těžbu, snaha OPEC držet vyšší cenu) by měly udržet cenu ropy v následujících letech na citelně vyšší hladině, než jsme očekávali. Optimisticky by se ceny mohly pohybovat kolem 80 USD/brl (místo 60 USD/brl), je však dobře možné, že se vrátíme trvale nad 100 USD/brl, kde se cena pohybovala před boomem těžby z alternativních zdrojů v USA.

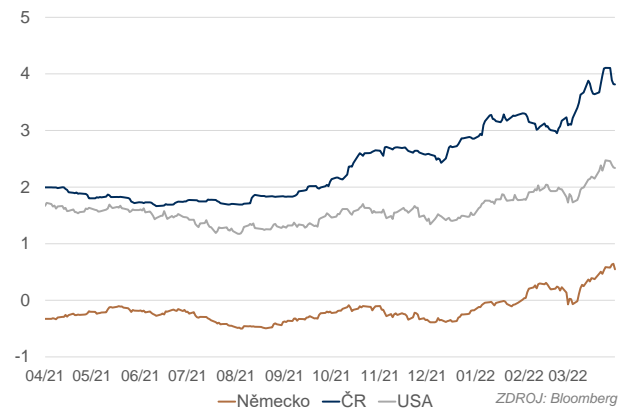
Zlatu začátek války na Ukrajině svědčil. Kvůli zvýšené averzi vůči riziku a snaze dostat alespoň část prostředků do reálného aktiva jeho cena na krátkou dobu překročila 2060 USD/oz. Po částečném zklidnění trhu se cena vrátila pod 2000 USD/brl a ke konci měsíce, kdy vzrostla naděje na ukončení konfliktu, začala cena testovat hladinu 1900 USD/oz. Podle našeho názoru nejsou vyhlídky zlata příliš dobré. Konflikt může jeho cenu ještě nějakou dobu podporovat, určitou podporu mu budou poskytovat obavy z inflace, ale nakonec by nad ním měl zvítězit růst sazeb hlavních centrálních bank, a tedy atraktivnější sazby na peněžním trhu. Krátkodobě je tedy nutné počítat s možností silnější volatility, v delším horizontu s poklesem ceny, a to dost podstatným.



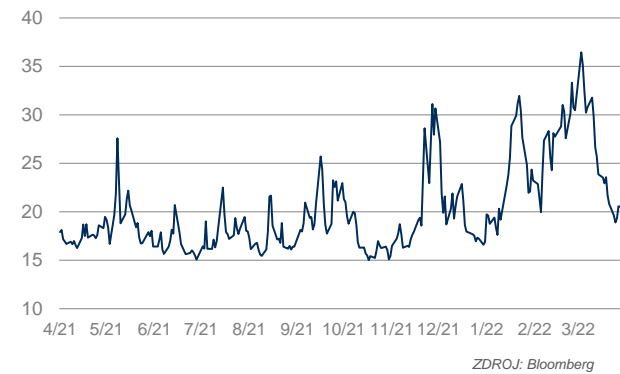
Devizové kurzy



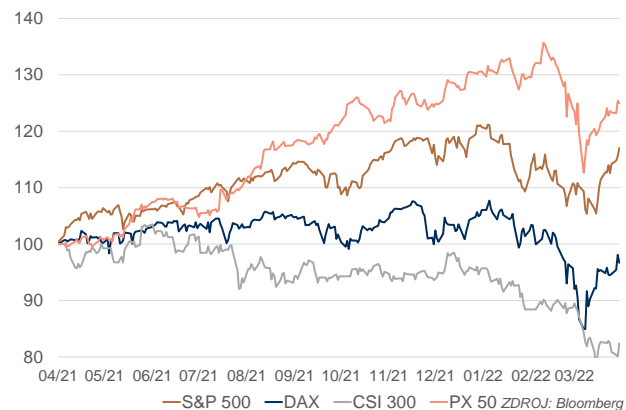
Dluhopisy (10 let)



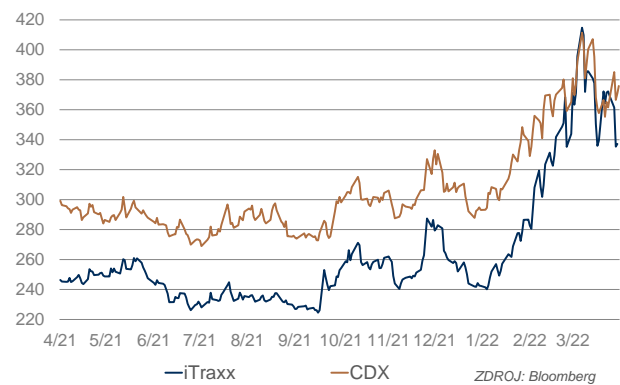
Index volatility VIX



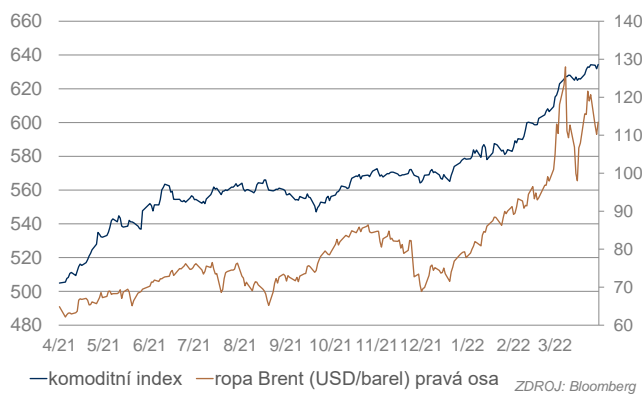
Akciové indexy (1. 3. 2021 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	SOUČASNÁ HODNOTA			3 M		6 M		12 M	
	M-12	M-1		ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	0 - 0,25	0 - 0,25	0,25 - 0,50	0,75 - 1,00	↑	1,50 - 1,75	↑	2,25 - 2,50	↑
ECB	0	0	0	0	→	0	→	0,50	↑
ČNB	0,25	3,75	5,00	5,50	↑	5,75	↑	5,25	↓
KURZY									
EUR/USD	1,18	1,11	1,11	1,11	→	1,12	↑	1,15	↑
EUR/CZK	26,10	25,40	24,40	24,50	↑	24,30	↓	24,00	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	0,16	1,34	2,40	2,60	↑	2,80	↑	2,50	↓
US dluhopis 10y	1,67	1,73	2,42	2,50	↑	2,60	↑	2,30	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,71	-0,74	-0,02	0,20	↑	0,30	↑	0,50	↑
Něm. dluhopis 10y	-0,33	-0,07	0,61	0,80	↑	0,90	↑	1,00	↑
České dluhopisy 2y	1,07	3,90	4,78	5,00	↑	5,20	↑	4,50	↓
České dluhopisy 10y	2,00	3,25	3,86	4,0	↑	4,0	→	3,8	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	299,2	381,0	375,8	380,0	↑	360	↓	350	↓
EMU iTraxx 5y	246,4	371,3	342,7	380,0	↑	400	↑	380	↓
AKCIE									
S&P 500	4019,9	4306,3	4530,4					4300	↓
Eurostoxx 50	3946,0	3765,9	3910,4					3700,0	↓
DAX	15107,2	13904,9	14444,7					13900	↓
CSI 300	5110,8	4619,7	4276,2					4500	↑
PX 50	1092,0	1350,0	1373,8					1375	→

* Změna oproti předchozímu období (šipka dole u kurzu znamená změnu v prognóze směrem k silnějším hodnotám USD resp. CZK)
 ZDROJ: Bloomberg, Reuters, ČNB, PPF banka a.s.



Hlavní makroekonomické ukazatele

Česká republika

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-2,3	8,7	3,5	3,6	3,6	2,4	1,3	1,1	-5,8	3,3	2,1	3,5
soukromá spotřeba	-6,2	8,5	6,5	9,3	10,0	3,1	-0,3	2,0	-7,0	4,3	3,7	3,0
vládní spotřeba	2,3	1,1	3,0	0,1	3,8	4,5	1,5	1,6	3,4	1,6	2,8	1,0
investice	-4,2	2,1	2,2	3,5	3,0	1,0	1,0	1,0	-7,5	0,9	1,5	5,0
dovoz	4,5	32,1	8,7	4,0	3,1	-1,5	2,9	4,2	-6,9	11,4	2,2	2,6
vývoz	2,8	31,0	-2,1	-5,7	-1,3	-0,9	7,7	6,8	-7,0	5,0	3,1	5,4
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,3	4,0	3,6	3,4	3,6	3,6	3,5	3,5	3,5	3,8	3,6	3,5
inflace (% y/y)	2,2	2,9	4,1	6,1	10,5	10,3	8,9	6,7	3,2	3,8	9,1	2,3
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	1,0	0,5	1,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,6	-7,2	-4,8	-3,9
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	36,5	43,1	45,3	47,5

Evropská měnová unie

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-0,9	14,6	4,0	4,6	5,0	3,4	1,9	2,3	-6,8	5,2	3,3	2,5
soukromá spotřeba	-5,6	12,3	2,9	5,4	8,3	5,2	1,9	2,9	-8,1	3,5	4,4	2,3
vládní spotřeba	2,6	7,9	2,6	2,5	3,2	1,4	1,3	1,3	0,7	3,8	1,7	1,0
investice	-5,9	18,6	3,0	4,0	3,0	2,8	5,3	3,6	-9,3	3,6	3,4	3,5
dovoz	-5,6	21,8	10,6	10,7	7,2	5,6	6,0	4,3	-9,9	7,1	6,0	4,0
vývoz	0,1	26,7	10,6	9,0	7,0	5,2	5,3	4,1	-10,6	9,6	5,6	3,9
nezaměstnanost (%)	8,2	8,0	7,5	7,1	7,1	7,2	7,2	7,1	8,0	7,7	7,1	6,9
inflace (% y/y)	1,0	1,8	2,9	4,7	5,8	6,5	6,0	5,0	0,3	2,6	5,3	2,0
jádrová inflace (% y/y)	0,4	0,7	1,4	2,4	2,5	3,0	2,5	2,0	0,8	1,3	2,5	1,8
běžný účet (% HDP)	2,6	2,8	2,8	2,6	1,9	1,7	2,0	2,3	2,1	2,7	2,4	2,4

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	4,3	3,6	3,7	2,6	-3,4	5,7	3,5	2,3
soukromá spotřeba	2,1	16,2	7,1	7,1	4,9	2,9	3,1	2,8	-3,8	7,9	3,2	2,4
vládní spotřeba	1,3	-0,1	0,6	0,1	-0,8	-0,2	-0,1	0,8	2,5	0,5	0,5	1,5
investice	3,2	20,8	7,1	8,6	2,6	3,4	4,5	4,8	-5,5	9,6	7,0	3,5
dovoz	6,2	30,6	12,6	9,6	8,9	8,2	7,5	3,7	-8,9	14,0	7,0	3,9
vývoz	-7,4	18,6	4,9	5,3	5,2	7,2	11,3	7,3	-13,6	4,6	7,0	4,8
nezaměstnanost (%)	6,2	5,9	5,1	4,2	3,8	3,7	3,5	3,4	8,1	5,4	3,6	3,5
inflace (CPI % y/y)	1,9	4,9	5,4	6,7	7,7	6,9	5,9	4,5	1,2	4,7	6,2	2,6
jádrová inflace (PCE % y/y)	1,7	3,4	3,6	4,6	5,3	4,7	4,2	4,2	1,4	3,3	4,4	2,5
běžný účet (% HDP)	-3,1	-3,2	-3,4	-3,4	-3,7	-3,7	-3,7	-3,6	-3,0	-3,6	-3,6	-3,4
rozpočtový deficit (% HDP)	-16,8	-14,0	-12,2	-10,8	-6,9	-6,4	-5,1	-5,0	-15,6	-10,8	-5,1	-4,4
vládní dluh (% HDP)	-	-	102,0	98,8	99,1	98,8	98,6	98,8	100,1	109,7	99,1	100,5

* 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.

