

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Recese v USA

ČR ČNB ponechala sazby beze změny

EMU ECB signalizuje další růst sazeb

USA Powell v Jackson Hole pronesl jestřábí projev

www.ppfbanka.cz

září 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.

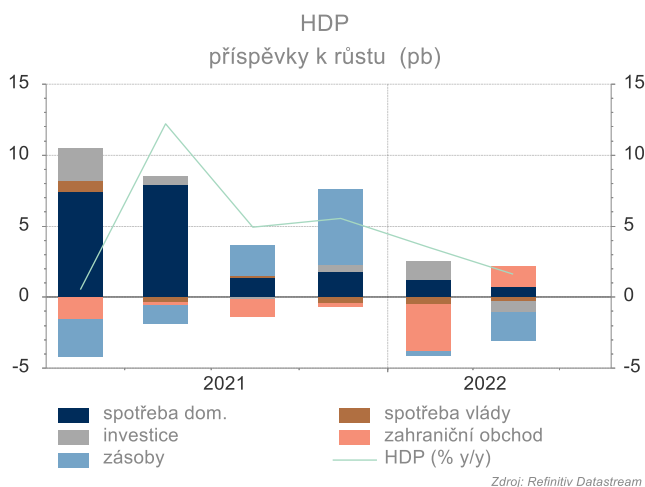
V červencovém měsíčníku jsme se podrobně zabývali otázkou, zda hrozí eurozóně recese. Ve Spojených státech už známe odpověď, protože v prvním pololetí prošly tzv. technickou recesí, tedy dvakrát po sobě jim klesl mezičtvrtletně HDP. Proč k tomu došlo? Hrozí i „reálná“ recese podle definice NBER?

Recese v USA

První odhady vývoje HDP ve druhém čtvrtletí sice naznačují, že USA v prvním pololetí prošly tzv. technickou recesí, tedy že jim dvakrát po sobě mezičtvrtletně klesl HDP, ale trh práce je nadále velmi silný a konjunkturální indexy (PMI, ISM) zůstaly v expanzi. Příčinou tohoto neobvyklého vývoje je dlouhodobý vliv šokového oživení poptávky po uvolnění protipandemických opatření v prvním pololetí minulého roku podpořený silným rozpočtovým stimulem. Kombinace rychlého utahování měnové politiky, negativního dopadu inflace a poklesu efektu bohatství na spotřebu a inverze výnosové křivky však vyvolává obavy z recese „reálné“, tedy recese podle definice NBER (pokles ekonomické aktivity trvající déle než několik měsíců).

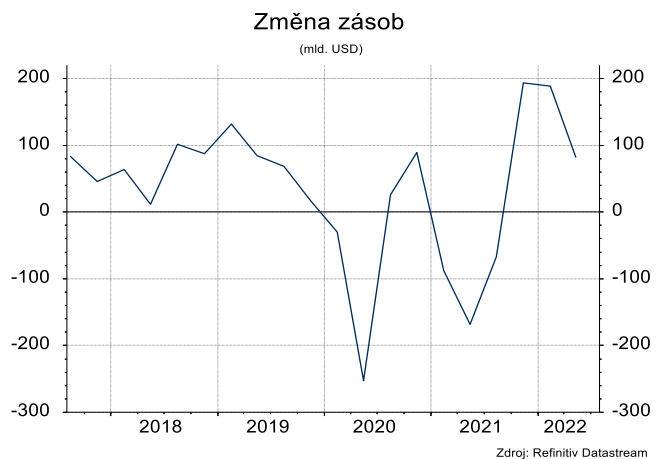
Technická recese v prvním pololetí je především artefaktem pandemie

Dva mezičtvrtletní poklesy HDP po sobě lze přičíst primárně výrazným negativním příspěvkům od změny zásob. Ty byly způsobeny dramatickým rozkolísáním spotřeby souvisejícím s pandemií a restrikcemi na omezení jejího šíření. Tento vývoj velmi dobře ilustruje graf příspěvků k HDP v jednotlivých čtvrtletích. Velmi silná poptávka (stimul, úspory, odložená spotřeba) po uvolnění restrikcí v prvním pololetí minulého roku vedla jednak k extrémně silnému růstu a jednak k vyčerpání zásob. Následně jejich doplňování ve druhé polovině minulého roku jednak opět podpořilo růst, zejména ve čtvrtém



čtvrtletí, a jednak po zpomalení tempa doplňování zásob na začátku letošního roku vedlo k silně negativnímu příspěvku

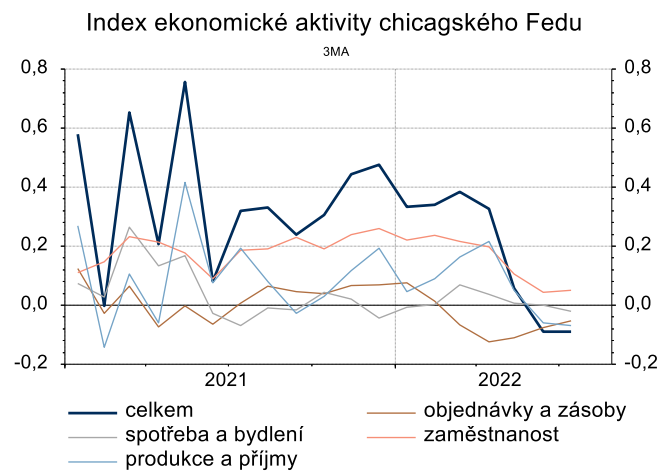
změny zásob do HDP v prvním pololetí letošního roku. Tento vývoj lze také velmi dobře sledovat na grafu změny zásob. Mezičtvrtletní poklesy HDP v prvním pololetí tak byly do značné míry kompenzaci silného růstu loni. V prvním čtvrtletí byl navíc mimořádně výrazný negativní příspěvek zahraničního obchodu způsobený jeho rekordně vysokým deficitem. Ten vyvolala kombinace poklesu exportu a velmi



silného růstu importu.

Jak je na tom ekonomika aktuálně

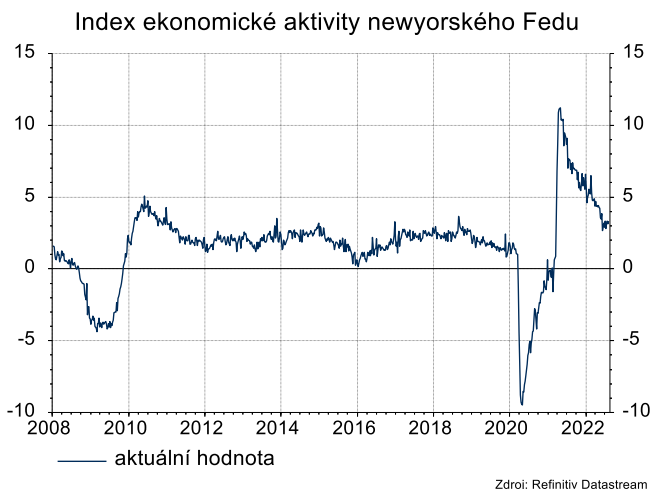
K posouzení současného stavu ekonomiky použijeme dva podobné indikátory: index ekonomické aktivity chicagského Fedu zveřejňovaný s měsíční periodicitou a vysokofrekvenční ekonomický indikátor newyorského Fedu zveřejňovaný každý týden. Oba indexy jsou konstruovány podobně – využívají řadu vybraných ekonomických ukazatelů k měření aktuální aktivity v ekonomice a jsou kalibrovány tak, aby jejich vývoj co nejlépe koreloval s vývojem HDP.



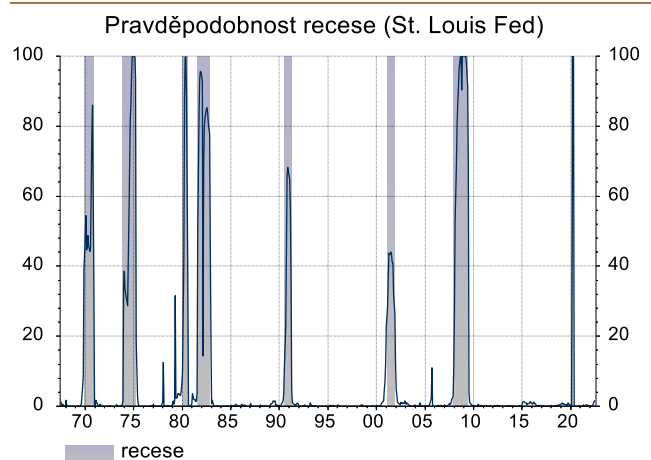
U tříměsíčního klouzavého průměru chicagského indexu ekonomické aktivity je v posledních měsících patrné ostré zpomalení. Nulová úroveň indexu je kalibrována tak, aby odpovídala potenciálnímu tempu růstu HDP. Hodnoty nad nulou tedy znamenají kladnou mezeru výstupu a záporné hodnoty zápornou mezeru výstupu, ne však nutně pokles HDP. Pod nulu se už index dostal, a mezeru výstupu by tedy aktuálně již měla být záporná (HDP zatím ovšem nemusí klesat). Ekonomika tedy zpomalila dostatečně na to, aby alespoň teoreticky docházelo k redukcí inflačních tlaků. Momentum k poklesu je silné, a trend tedy samozřejmě může pokračovat. Index se tak může lehce dostat na úroveň odpovídající poklesu HDP.

Z hlediska struktury hrály v poslední době významnou roli primárně zásoby, což dobře koresponduje s daty o vývoji HDP. Podle posledních dat subindexu objednávek a zásob se však zdá, že má americké hospodářství tuto epizodu už za sebou, a v dalších čtvrtletích by tedy již tento faktor neměl hrát tak významnou roli jako v prvním pololetí. Ostře však zpomalují subindexy spotřeby a produkce. U výdajů hraje významnou roli především slabost trhu s rezidenčními nemovitostmi, která bude velmi pravděpodobně dlouhodobější kvůli růstu sazeb, a tím pádem dražším hypotékám a zároveň rychle rostoucím cenám domů, což snižuje jejich dostupnost. Produkce by však, alespoň podle vývoje konjunkturálních ukazatelů (ISM, PMI), už výrazně klesat nemusela.

Podle subindexu ekonomické aktivity ztrácí dynamiku i trh práce, přestože aktuální oficiální údaje o jeho vývoji tomu nenasvědčují. Oficiální data z trhu práce ovšem mají zpožděný charakter a je možné, že subindex indexu ekonomické aktivity zachycuje aktuální dynamiku lépe. V každém případě by bylo oslabení trhu práce v současné situaci logické, a pokud k němu dojde, riziko recese to významně zvýší.



Týdenní index ekonomické aktivity newyorského Fedu je kalibrován poněkud jinak než index chicagského Fedu. Index je konstruován z vysokofrekvenčních ukazatelů a jeho hodnoty by měly odpovídat aktuálnímu tempu meziročního růstu HDP. Index rychle klesá, což však zatím hodně souviselo s návratem tempa růstu HDP na normální úroveň po výkyvech způsobených pandemií. Jeho hodnota se zatím dostala jen poblíž úrovně z doby před covidem, takže z hlediska aktuální hodnoty na recesi neukazuje. Pokud však vydrží současná dynamika, dostane se na úroveň odpovídající recesi brzy. Sledování dalšího vývoje tohoto indexu tedy bude hodně zajímavé a může dříve než jiné ekonomické indikátory napovědět, jak moc hrozí „skutečná recese“.



Po dvou indikátorech aktuálního stavu ekonomiky se podíváme ještě na indikátor, který přímo ukazuje pravděpodobnost aktuální recese. Index je výsledkem statistické analýzy ekonomických ukazatelů¹. Jak je vidět z grafu, je přesnost pravděpodobnosti recese (podle definice NBER) vynikající². A co je důležité: aktuálně je pravděpodobnost recese hodně blízká nule, i když ne přesně nulová (poslední hodnota je za červen a činí 1,72 %).

Ukazatele aktuálního stavu jsou tedy zajedno: „skutečná“ (podle definice NBER) recese ještě není aktuální (a v prvním pololetí nebyla), ale dost možná se k ní americká ekonomika blíží, přestože úplně blízko ještě není (alespoň podle téměř nulové pravděpodobnosti, že je ekonomika aktuálně v recesi).

Co ukazují předstihové ukazatele

Index předstihových ukazatelů je konstruován z ekonomických indikátorů, které mají předstihový charakter, to znamená, že jejich vývoj naznačuje, jak by se měl vyvíjet v blízké budoucnosti HDP. Předstih indexu by měl být zhruba jedno až dvě čtvrtletí.

¹ <http://faculty.ucr.edu/~chauvet/ier.pdf>

² Což potvrzuje i srovnání metod datování ekonomických cyklů https://pages.uoregon.edu/piger/research/published-papers/chauvet-and-piger_2008_jour.pdf



Aktuální ostrý pokles indexu předstihových ukazatelů má stejnou příčinu jako pokles indexu ekonomické aktivity

Index předstihových ukazatelů a příspěvky složek



Zdroj: Refinitiv Datastream

newyorského Fedu: návrat ekonomiky do normálního stavu. Proti indexu newyorského Fedu má index předstihových ukazatelů nevýhodu měsíční periodicity, navíc při současném hodně rychlém vývoji může utrpět i jeho předstihový charakter.

Při pohledu na jednotlivé složky indexu je zřejmé, že prudce klesají zejména nové objednávky v rámci ISM indexů. Paradoxní zotavování objednávek spotřebního zboží nejspíše souvisí s doznívajícími výkyvy způsobenými nákupní vlnou v loňském prvním pololetí.

Hrozí „skutečná“ recese?

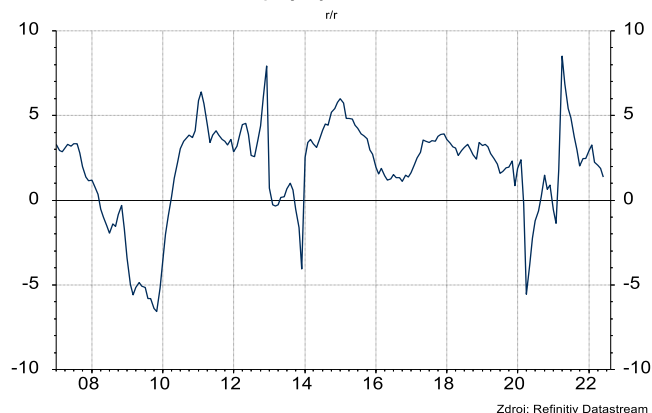
Nejprve si musíme ujasnit, jak NBER (National Bureau of Economic Research, soukromý ekonomický výzkumný ústav) definuje recesi. Základ definice je logický a jasný: recese je období mezi vrcholem a dnem ekonomického cyklu, tedy období poklesu ekonomické aktivity. Jak ale určíme vrchol a dno ekonomického cyklu? Podle definice NBER musí být pokles ekonomické aktivity podstatný, musí zasáhnout ekonomiku široce a trvat déle než několik málo měsíců. NBER tedy vyhodnocuje hloubku, rozsah a dobu trvání poklesu, přičemž kritéria jsou částečně zaměnitelná. Na jaře 2020 byl například pokles velmi hluboký a rozsáhlý, ovšem zároveň krátký (nesplnil tedy kritérium doby trvání), NBER ho však s ohledem na zaměnitelnost kritérií přesto klasifikoval jako recesi.

K určení časování recesí používá NBER konkrétně oficiální ukazatele zveřejňované s měsíční periodicitou jako například osobní příjmy, zaměstnanost, osobní spotřebu a průmyslovou produkci. Soubor ukazatelů však není pevně daný, v konkrétní situaci záleží na uvážení výboru stanovujícího data začátku a konce recese. V posledních desetiletích měly při rozhodování výboru největší váhu osobní příjmy a zaměstnanost.

Když nyní víme, jaké údaje jsou využívány při určování dat počátku a konce recese, můžeme posoudit riziko, že se USA dostanou oficiálně do recese.

Osobní příjmy očištěné o transfery meziročně stále bezpečně rostou. Dynamika se sice výrazně zhoršuje, to je však dáno dozníváním ekonomických dopadů pandemie.

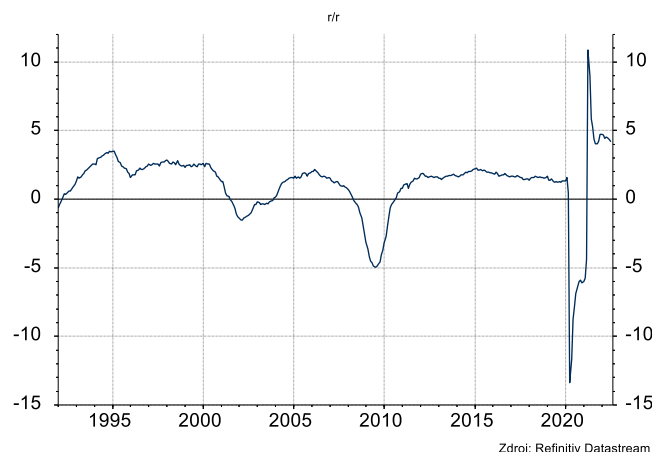
Osobní příjmy bez transferů



To také ztěžuje posouzení současné situace, protože meziroční změnu i nadále ovlivňuje loňská základna, i když v podstatně menší míře než v prvním pololetí. Tento indikátor navíc může být ovlivněn tlakem na dorovnání ztrát v reálných příjmech způsobených inflací. Tuto tendenci by měl navíc podpořit stále velmi silný trh práce. Je to jeden ze způsobů, jakým právě trvalý síla trhu práce přinejmenším oddaluje recesi.

Další klíčový ukazatel se týká trhu práce přímo. Meziroční změna počtu zaměstnanců je pravděpodobně také ještě stále ovlivněna deformací základny po covidu,

Počet zaměstnanců mimo zemědělství



takže současné tempo růstu počtu zaměstnanců, které je výrazně nad úrovní normální v posledních třiceti letech, asi nevydrží. Nedojde-li ale k nějakému náhlému zvratu, právě tento parametr bude příchod recese oddalovat. Navíc další parametry trhu práce jako vývoj žádostí o podporu v nezaměstnanosti nebo počet nabízených pracovních míst rozhodně momentálně nenaznačují nějaký náhlý zvrat. Ani trh práce obecně tedy aktuálně neukazuje na blížící se recesi. Nesmíme ovšem zapomínat, že trh práce je zpožděný ukazatel, tedy že jeho vývoj zaostává za vývojem



ekonomického cyklu. Dobrý stav trhu práce tak nemusí nutně znamenat, že se recese neblíží.

Závěr

V prvním pololetí tedy mezičtvrtletní pokles HDP nezpůsobilo snížení ekonomické aktivity, ale trvalí dopady kombinace důsledků ukončení opatření na omezení šíření pandemie a extrémního ekonomického stimulu. Aktuální vývoj je nejednoznačný. Na jednu stranu trvá mimořádná síla trhu práce, na druhou stranu řada ukazatelů ekonomické aktivity projevuje zřetelnou ztrátu dynamiky. Obavy z recese souvisejí především s očekávanými dopady utahování měnové politiky Fedu. Ta by měla brzdit úvěrovou emisi a následně i spotřebu a investice. Otázkou je, kam až a jak rychle Fed ještě zvýší sazby a jak dlouho bude vysoké sazby držet. To bude samozřejmě záviset na tom, jak rychle se podaří zvládnout inflaci. Činitelé Fedu nyní vydávají vesměs jestřábí signály (naposledy to ve svém projevu v Jackson Hole jednoznačně potvrdil prezident Fedu Powell), a to i navzdory nadějnému vývoji inflace v červenci. Podle našeho názoru je však lehké možné, že podobně jako Fed vnímal vývoj loni na podzim a na začátku letošního roku zpomaleně, vnímá zpomaleně vývoj i nyní. Což by znamenalo, že to sice Fed může v příštích měsících přehnat se zvyšováním sazeb, ale že jeho ujišťování ohledně držení sazeb vysoko po delší dobu se nakonec nemusí realizovat. Stačilo by i toto na vyvolání recese? Podle našeho názoru ne nutně, protože ekonomika má, jak jsme ukázali, ještě stále poměrně značné rezervy. Pokud nebude Fed až tak pomalý, jako byl při obratu k utahování měnové politiky, pak by se mu mohlo podařit měkké přistání, ve které aktuálně mnoho lidí podle všeho nevěří. Bude-li však tvrdohlavě držet sazby vysoko i v situaci, kdy bude jasné, že inflace rychle zpomaluje, pak se recese velmi pravděpodobně dočkáme.



Nová bankovní rada posunula horizont měnové politiky a dala jasně najevo, že sazby dále zvyšovat nechce. Nižší než očekávaná červencová inflace tak zvyšuje pravděpodobnost stability sazeb v září.

Ekonomická aktivita

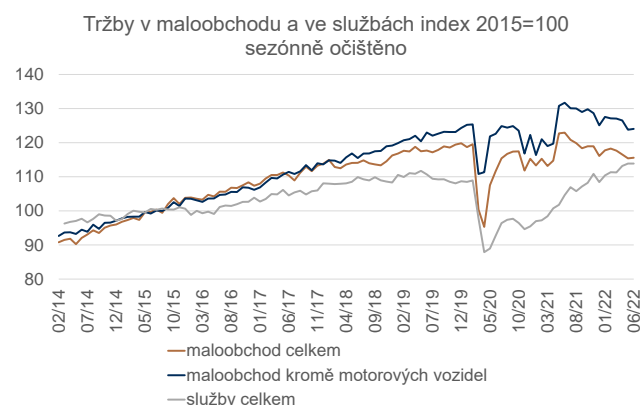
Maloobchodní tržby v červnu meziměsíčně mírně vzrostly (0,2 %) navzdory nízké důvěře spotřebitelů. Zdá se, že vysoká inflace lidi od nákupů v červnu neodrazovala, spíše naopak. Také situace v sektoru služeb, které nejsou součástí maloobchodních tržeb, zůstává relativně příznivá. Tržby ve službách v červnu meziměsíčně stagnovaly, ve srovnání s předcovidovými hodnotami jsou ale o 3 % výše. Situace by se měla ovšem postupně měnit s tím, jak se do poptávky spotřebitelů bude promítat pokles reálných mezd i růst cen energií. Naopak trh práce zůstává stále přehřátý s nezaměstnaností na 3,2 %, což by mělo domácí poptávku podporovat.

Průmyslová výroba v červnu meziročně vzrostla o 1,7 %, což bylo pro trh určitým zklamáním. Zatímco automobilová výroba začíná nabírat na dynamice s tím, jak se zlepšují dodávky čipů i dalších dříve nedostatkových komponent, v červnu se naopak nedařilo výrobě dřeva, základních kovů a slévárenství, na které kvůli vysoké energetické náročnosti silně dopadají vysoké ceny energií.

Inflace a centrální banka

Na srpnovém zasedání ponechala ČNB sazby beze změny na 7 %. Bankovní rada zůstává stále rozdělena 5:2, ale nyní ve prospěch stability sazeb. Rozhodnutí bankovní rady se opíralo o novou makroekonomickou prognózu, ovšem tu s prodlouženým horizontem na 18–24 měsíců. Tento scénář bude nyní bankovní rada považovat za hlavní (jak dlouho, to není jasné). S novým základním scénářem je konzistentní stabilita sazeb na 7 % a jejich pokles již na počátku příštího roku. Naopak scénář se standardním horizontem měnové politiky (12–18 měsíců) ukazoval

Poptávka po službách zůstává silná, po zboží zvolna klesá. Ve druhé polovině roku by se situace měla zhoršit.



Zdroj: ČSÚ

potřebu zvyšovat sazby až k 10 %, ale rozdíl v prognózané inflaci byl překvapivě pouze nepatrný. Scénář s neukotvenými inflačními očekáváními ukázal sazby nad 10 % i déletrvající vyšší inflaci.

Přechodem na alternativní scénář bankovní rada v podstatě signalizuje, že nechce dále zvedat sazby. Pokud se nestane něco mimořádného, je pravděpodobné, že cyklus utahování měnové politiky v ČR byl ukončen.

ČNB se ale nepřestává angažovat na devizovém trhu a devizovými intervencemi zamezuje oslabování koruny. Devizové intervence podle všeho zintenzivňuje. Zatímco v květnu prodala 3,5 mld. EUR, v červnu již 7,1 mld. EUR.

V červenci vzrostly spotřebitelské ceny o 17,5 %. Meziměsíčně se zvýšily o 1,3 %, což ukazuje na určité zmírňování dynamiky růstu cen (v červnu činil meziměsíční růst 1,6 %). Zmírnění inflačních tlaků bylo patrné zejména u potravin, alkoholických nápojů a v oddíle doprava díky cenám pohonných hmot. Naopak výrazný nárůst cen v meziměsíčním srovnání se týkal rekreace a kultury.

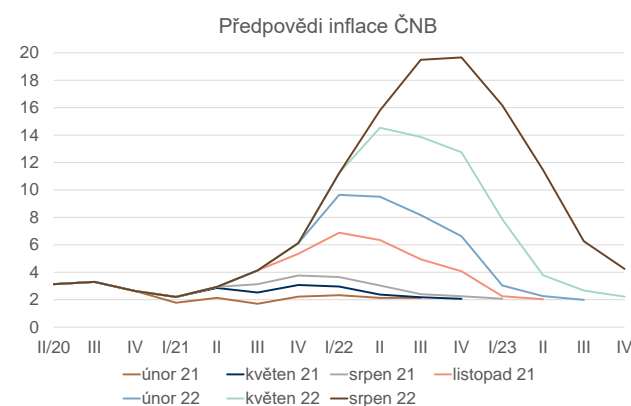
V meziročním srovnání nejvíce k inflaci stejně jako v předchozích měsících přispělo bydlení, voda, energie a paliva (6,1 pb) následované potravinami (3,3 pb). Také ceny ostatních služeb svižně rostly a ukazují, že inflační tlaky stále trvají.

Červencový růst cen byl o 1,3 pb nižší než prognózovala ČNB. Na odchylce od prognózy se podílely hlavně potraviny, ale o něco nižší byla i jádrová inflace, což podle našeho názoru bude důležitým argumentem pro většinové holubičí křídlo bankovní rady, které bude chtít sazby v září opět ponechat na stávající úrovni. Stále ale trvá značné riziko, že odpoutaná inflační očekávání nebo výrazný růst mezd donutí ČNB ke zvyšování sazeb, v září však ještě ne.

Rizika

Hlavním rizikem pro ekonomiku zůstávají výpadky v dodávkách komodit. Riziko vidíme i v neukotvenosti inflačních očekávání, pokud by nová bankovní rada přešla na příliš holubičí směr.

ČNB opět posunula výhled inflace směrem vzhůru a návrat na inflační cíl dále do budoucnosti.



Zdroj: ČNB



Největším, a navíc zhoršujícím se problémem EU je energetická krize. V srpnu kvůli nízkým dodávkám z Ruska dále rostly ceny plynu a s nimi i ceny elektrické energie. To se promítá do inflace, která vzhledem k vývoji cen energií bude stále větším problémem. Na vysokou inflaci musí ECB reagovat utahováním měnových podmínek, což vedle vysokých cen energií dále negativně ovlivní výkonnost hospodářství. Z velkých států je nejhůře postiženo Německo kvůli silné závislosti na ruském plynu. To je další špatná zpráva, protože Německo obvykle bývá motorem evropského hospodářství.

Ekonomická aktivita

Výkonnost evropských ekonomik v prvním pololetí byla vzhledem k problémům způsobeným geopolitickou situací až neuvěřitelně dobrá. Ve druhém čtvrtletí neklesl mezičtvrtletně HDP ani v nejhůře postiženém Německu. Bohužel vyhlídky pro druhé pololetí nejsou dobré a je značně pravděpodobné, že se EU nevyhne recesi, respektive stagflaci. Poměrně jednoznačně to signalizuje zhoršování konjunkturálních indexů. Předběžný kompozitní index PMI EMU je v prohlubující se kontrakci. Důvodem je především slabost výrobního sektoru, ale i PMI ve službách je jen těsně nad 50. V Německu je situace o poznání horší. Pod 50 je PMI jak ve výrobě, tak ve službách a kompozitní index nabývá hodnoty 47,6, což je už poměrně silná kontrakce. Hodně varovné jsou i čistě německé konjunkturální indexy. ZEW je na nižších úrovních než v prvním pololetí 2020, v době nejhoršího covidového šoku. Index IFO (který je lepším ukazatelem stavu ekonomiky) však už klesl jen minimálně a ve srovnání s hodnotami z jara 2020 je na tom podstatně lépe. Stabilizujícím prvkem pro evropské ekonomiky zůstává zaměstnanost, jež by

měla zajistit relativně solidní úroveň osobní spotřeby, i když vysoké ceny energií budou působit negativně.

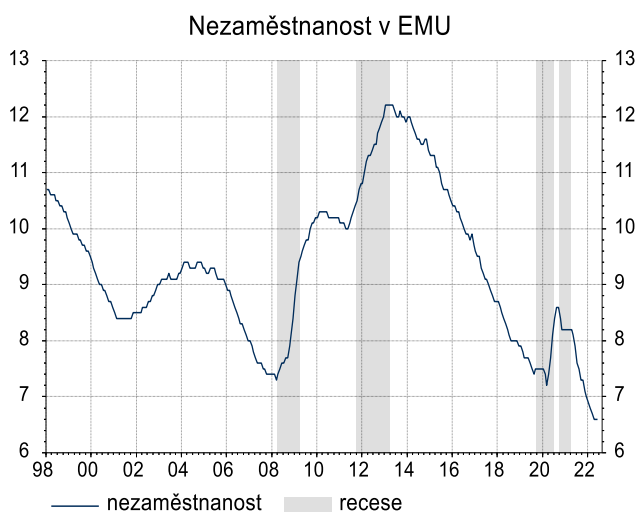
Inflace a centrální banka

Činitelé ECB v průběhu srpna konzistentně vysílali jestřábí signály a ujišťovali trh, že ECB bude postupovat proti vysoké a zrychlující inflaci razantně. Na zářijovém zasedání měnového výboru tak lze téměř s jistotou počítat s růstem sazeb, nejpravděpodobněji o 50 bb, 75 bb není možné vyloučit. Je však otázka, zda jí toto odhodlání vydrží i v případě, že se EMU dostane do hluboké recese. ECB pak bude kvůli značně pravděpodobné stagflaci ve velmi obtížné situaci, kterou může ještě komplikovat vývoj na finančních trzích, konkrétně možný tlak proti periferním (zejména italským) dluhopisům. Celkový rozsah růstu sazeb je tak značně nejistý.

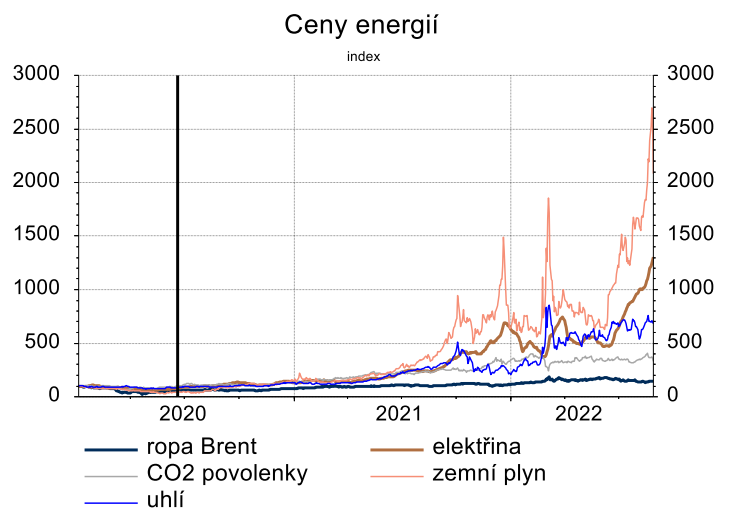
Rizika

Největším rizikem pro EU je nadále přerušování dodávek plynu. EU se sice snaží podnikat opatření ke kompenzaci situace, ale vývoj cen elektrické energie ukazuje, že jsou nedostatečná. Mimořádně horké a suché léto situaci neusnadnilo. Kombinace vysoké spotřeby energie klimatizacemi, poklesu hladiny Rýna a nízké produkce francouzských jaderných elektráren způsobila další komplikace v už tak obtížné situaci. Hodně bude záležet na počasí v zimě. Úroveň naplnění zásobníků zemního plynu je sice aktuálně poměrně dobrá, ale tuhá zima by mohla přesto způsobit značné problémy. Z hlediska inflace mohou působit problémy i ceny potravin, které jsou kvůli horší úrodě v řadě regionů pod tlakem na růst. Problémem jsou navíc předčasné volby v Itálii na konci září. Jednak budou prakticky po celý měsíc vyvolávat nervozitu na trhu, a tedy tlačit výnosy italských státních dluhopisů nahoru, jednak není jisté, jaká bude politika italské vlády po volbách.

Trh práce zůstává velmi silný.



Ceny plynu a elektřiny jsou na maximech.



Spojené státy americké

Data zveřejňovaná v průběhu srpna byla relativně příznivá, investoři však mají momentálně tendenci vidět svět hodně černě, takže odmítli změnit negativní výhled a lepší data pokládají za šum. Podle našeho názoru však byly pozitivní náznaky celkem konzistentní a široce založené. Týkalo se to především inflace, ale také růstových parametrů. Hodně teď bude záležet na tom, zda se pozitivní náznaky potvrdí a také jak rychle na ně v případě jejich potvrzení bude reagovat Fed.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce překvapila pozitivně, takže situace zatím zůstává stále velmi dobrá. Přírůstek zaměstnanců je silný a míra nezaměstnanosti nízká, takže Fed má prostor být tak agresivní, jak uzná za vhodné. Mírné náznaky možného slábnutí trhu práce v dalších měsících je vidět u konjunkturálních indikátorů – oba (výrobní i nevýrobní) subindexy ISM indexů pro zaměstnanost jsou ve velmi mírné kontrakci (těsně pod 50). Počet aktuálně nabízených volných pracovních míst stále zůstává na historicky vysokých úrovních. Oba ISM indexy ekonomické aktivity zůstávají zřetelně nad 50, nevýrobní index dokonce mírně narostl. Výrobní PMI zůstává v expanzi, PMI ve službách však ostře poklesl a je už poměrně hluboko v kontrakci. Mezi ISM nevýrobním a PMI ve službách je tak opravdu značný rozdíl. Maloobchodní tržby výrazně ovlivnil pokles cen benzínu (jsou uváděny nominálně), takže meziměsíčně jen stagnovaly, což bylo zklamání. Po očištění o volatilní položky (auta, benzín a stavební materiály – tzv. kontrolní skupina) však rostly velmi slušně a nad očekávání. Spotřebitelská poptávka tak zůstává solidní a dává značnou šanci na silný růst HDP ve třetím čtvrtletí. Dobrou úroveň si držel i průmysl.

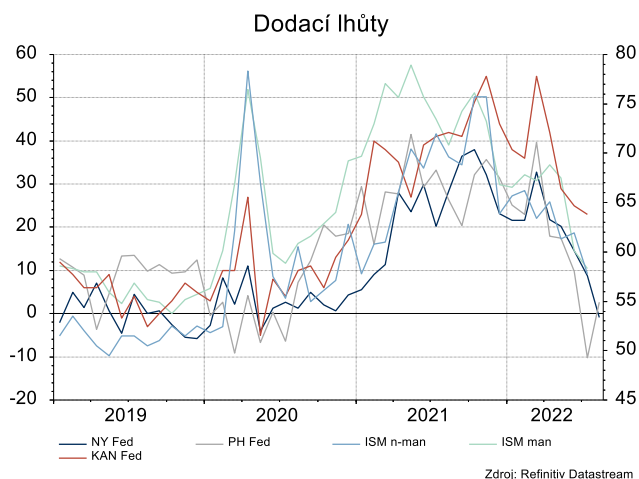
Inflace a centrální banka

V srpnu zveřejněná data o vývoji inflace překvapila pozitivně, a to jak CPI, tak PPI. U celkové inflace hrála značnou roli pokles cen benzínu (tedy pokles cen ropy). Ten pokračoval i v srpnu, a je proto velmi pravděpodobné, že příznivá data uvidíme také v září. Inflaci zvedaly potraviny a nájmy. Ceny potravin jsou celosvětovým problémem, vývoj na komoditních burzách je aktuálně relativně pozitivní, ale volatilita a nejistota jsou vysoké. V jádrové inflaci nejsou kromě nájmu žádné položky, které by ji výrazně tlačily nahoru. Tempo růstu cen je stále nadnormální, ovšem specificky u jádrové inflace je nutné počítat s poměrně značnou setrvačností. Subindexy ISM indexů ukazují na slábnutí inflačních tlaků, což je zřetelné především u výrobního indexu. Mluvčí Fedu drželi ještě fábří tón. Nejvíce sledováno bylo vystoupení Powella v Jackson Hole, které potvrdilo, že Fed bude pokračovat ve zvyšování sazeb a míní je držet vysoko po delší dobu. Rizikem je především zrychlující růst mezd. Podle našeho názoru však nemusí jít o obzvlášť velký problém, protože reálné mzdy klesají. Nezdá se tedy, že by akutně hrozil vznik mzdově-inflační spirály.

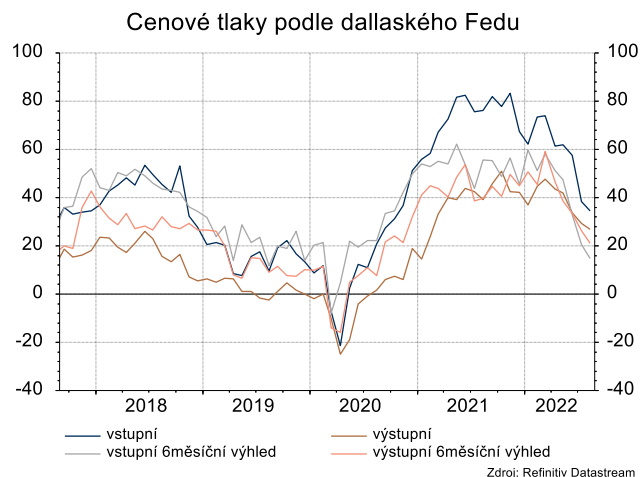
Rizika

Momentálně je asi největším rizikem pro americkou ekonomiku přestřelení utahování měnové politiky Fedem. Nejenže inflace prošla vrcholem a začíná zpomalovat, ale také řada ukazatelů souvisejících s podmínkami pro vznik inflačních tlaků se výrazně vylepšila. Měnová politika navíc působí s poměrně značným zpožděním, na což poukázal i prezident Fedu Powell a podle záznamu to bylo zdůrazněno rovněž na posledním zasedání FOMC. Fed však na jaře ukázal, že dokáže být při změně názoru nepřijemně pomalý, takže riziko přestřelení je nemalé. Nadměrné utahování sazeb by mohlo ekonomiku, která zatím stále vykazuje slušnou výkonnost, dostat do recese. Pokud ve volbách ztratí demokraté většinu v Kongresu, výrazně to zkomplikuje plnění jejich programu.

Vývoj dodacích lhůt ukazuje na obnovení rovnováhy mezi poptávkou a nabídkou.



Podle dallaského Fedu inflační tlaky rychle slábnou.



EUR/USD

V první polovině srpna pokračovala konsolidace po korekci z parity. Před polovinou měsíce dokonce euro podniklo něco jako „odraz mrtvé kočky“ (dead cat bounce), což je známý technický obrazec. Pokus o posílení eura se však brzy změnil v jeho prudké oslabování, které trvalo až do konce měsíce. Kurz se v jeho rámci nejen vrátil k paritě, ale tentokrát se dostal i zřetelně pod ni a udržel se zde, i když při velmi vysoké volatilitě a opakovaných pokusech vrátit se nad ni. Ne úplně logická prázdninová přestávka v tlaku proti euru je tak podle všeho definitivně za námi. Předpoklady pro pokračování posilování dolaru vůči euru, přestože je dolar jak historicky silný, tak fundamentálně nadhodnocený (i když zde hodně záleží na zvoleném přístupu k výpočtu fundamentální hodnoty), jsou dány rozdílnou situací americké a evropské ekonomiky. V USA Fed už výrazně zvýšil sazby a signalizuje, že v tom bude pokračovat, zatímco ekonomika se zatím drží na solidní úrovni. Obavy z recese jsou sice poměrně silné, ale pravděpodobnost, že by k ní došlo ještě letos, je velmi nízká. ECB sotva začala sazby zvyšovat, přitom rizika, kterým čelí evropské ekonomiky, mohou lehko znamenat, že bude mít omezený prostor k jejich dalšímu zvyšování. Největší rozdíl mezi USA a EMU je energetická krize v EMU. Kombinace dopadu války na Ukrajině, mimořádně suchého a teplého počasí a výpadku výroby jaderné energie ve Francii kvůli údržbě elektráren vedla k dramatickému a stále pokračujícímu růstu cen energií. Hospodářství EMU se sice zatím podle dat o vývoji HDP v prvním pololetí drželo neuvěřitelně dobře, ale je velmi pochybné, že mu tato dobrá výkonnost vydrží. Kvůli kombinaci zrychlujícího tempa růstu cen a hrozby prudkého zpomalení růstu až recese Evropě akutně a mnohem silněji než USA hrozí stagflace. EMU je navíc mnohem heterogennější než USA, což ztěžuje pozici jak ECB, tak Evropské komisi. Pokud bude divergence mezi USA a EMU výrazná, může být tlak na další posilování dolaru silný a dno současného trendu pak bude jen těžko odhadnutelné.

EUR/CZK

Koruna se v první polovině srpna odlepila od linie držené ČNB a posílila až k 24,30. Posílení souviselo se snížením rizikové averze ve světě, posílily i ostatní měny regionu, přičemž zlotý se choval velmi podobně jako koruna. Poté, co se rizikový sentiment v polovině měsíce začal opět zhoršovat, vrátila se koruna lehce pod 24,70, tedy na linii bráněnou ČNB. Koruna bude kvůli zhoršující se ekonomické situaci v Evropě nejspíše pod tlakem, ale ČNB by ji měla udržet poblíž stávajících úrovní. Pravděpodobnost dalšího zvýšení sazeb je malá: pokud by k němu došlo, stačilo by stejně maximálně na oslabení tlaku proti koruně. Pravděpodobnost události, která by koruně podstatněji pomohla (tedy hlavně ukončení války na

Ukrajíně) je velmi malá. Růst sazeb v USA a EMU bude naopak pozici koruny dále zhoršovat.

Dluhopisy

Na začátku srpna krátkým prudkým poklesem výnosů vyvrcholila střednědobá korekce, která začala v polovině června. Americký desetiletý výnos se přiblížil ke 2,5 %, poté ovšem vývoj prudce změnil směr a výnosy se vrátily k růstu. Do konce měsíce stačil výnos desetiletého dluhopisu opět překonat hranici 3 % a dostat se až k 3,1 %. V počáteční fázi byly hnací silou obratu trendu patrně především technické faktory. Pokles výnosů byl vzhledem k jak aktuální, tak očekávané ekonomické situaci přehnaný, takže v počáteční fázi byl obrat trendu motivován především vybíráním zisků. Zhruba od poloviny měsíce se však stále více projevovala obecná změna nálady na trhu, opětovný odklon od rizikových aktiv a obavy z vyšších sazeb po delší dobu. To vedlo k dalšímu posunu výnosové křivky směrem nahoru. Dynamika aktuálního trendu a také pokračující zhoršování nálady na trhu může lehko vést k přestřelení na opačnou stranu, tedy k příliš vysokým výnosům. Powell v Jackson Hole trend podpořil, další zasedání FOMC, které by mohlo výrazně ovlivnit vývoj, bude až ke konci září (20.–21.). Trh mezitím samozřejmě může reagovat na zveřejňovaná makroekonomická data (především CPI) a komunikaci Fedu, ale pochybujeme, že by to zásadně změnilo aktuální směr trendu. Především komunikace Fedu momentálně trend jednoznačně podporuje a předpokládáme, že se do zasedání FOMC nijak podstatně nezmění. Data, která neodpovídají současné náladě, má trh tendenci ignorovat jako „šum“, takže ani zde není pravděpodobné, že by došlo k zásadnímu ovlivnění vývoje. Pokud k přestřelení směrem k vyšším výnosům skutečně dojde, lze očekávat po uklidnění nálady na trhu opětovný obrat a návrat na nižší úroveň výnosů. Za pásmo odpovídající současnému výhledu vývoje hospodářství pokládáme 2,8–3,0 %.

Vývoj v Evropě byl podobný jako v USA, jen počáteční obrat trendu byl pomalejší, naopak růst ve druhé polovině měsíce byl relativně rychlejší. Vynikla obzvlášť Itálie, kde kromě změny nálady na trhu působila ještě politická krize a předčasné volby. Hlavní hnací silou růstu výnosů však byly stále nevalnější vyhlídky evropského hospodářství kombinované s převážně jestřábími vystoupeními členů bankovní rady ECB. Německý desetiletý výnos se z minim lehce pod 0,7 % na začátku srpna dostal ke konci měsíce až nad 1,5 %. Pokud porostou obavy z toho, že ECB nebude schopná zastavit inflaci taženou primárně růstem cen energií (tedy nabídkovým faktorem), bude prostor pro další růst výnosů v EMU velký. Na rozdíl od USA nemusí být tento posun směrem nahoru psychologicky a technicky tažené přestřelení, ale spíše pohyb na úrovni adekvátní situaci. Takže zde nemusí dojít k návratu na nižší úroveň, protože nebude důvod ke změně nálady.



České výnosy sledovaly vývoj ve světě, i když obrat v první polovině měsíce byl poněkud pomalejší než na hlavních evropských trzích. Pomalejší obrat patrně souvisel s přechodně nižší averzí vůči riziku. Růst výnosů ve druhé polovině měsíce však už plně odpovídal tempu ostatních evropských trhů. Vedle vývoje ve světě hraje v ČR roli také rychlý růst státního dluhu, tedy vyšší jak aktuální, tak očekávaná emise státních dluhopisů. Dlouhý konec výnosové křivky by měl být pod větším tlakem než krátký, protože to momentálně nevypadá na další růst sazeb ČNB.

Akcie

Akciím až výrazně přes polovinu srpna vydržel růstový impuls, který trhu dal obrat trendu způsobený přeprdaností trhu. Hnací silou zejména zpočátku bylo uzavírání krátkých pozic při omezené likviditě (short squeeze). Trend ke konci patrně ještě prodloužilo momentum. Ekonomicky takto výrazný růst při velmi nejistém a spíše negativním ekonomickém výhledu moc smysl nedával. Proto po ztrátě momenta následoval v poslední dekádě měsíce prudký propad, který bude patrně pokračovat i v září. Přispívat by k tomu měla kombinace vysoké nejistoty (Je inflace skutečně za vrcholem? Bude recese, a jestli ano, jak bude hluboká?) a jestřábiho Fedu kombinovaného s růstem výnosů státních dluhopisů. Faktorem, který k poklesu akcií přispěje, bude také menší dostupnost hotovosti daná utahováním měnových podmínek. Mimo vyšší sazby přispěje k utážení měnových podmínek i zrychlení kvantitativního utahování, tedy snižování bilance Fedu. Před akciemi by tak měla být ještě řada měsíců, kdy budou pod tlakem. Jak hluboko klesnou, bude záležet na tom, jak se bude dařit ekonomice a zda bude Fed správně reagovat na její vývoj.

Vývoj evropských akcií byl značně podobný vývoji v USA. Korekce na klesajícím trendu byla přes značná rizika, kterým jsou evropské ekonomiky vystaveny, silná. Přiměřeně prudký předchozímu růstu byl ovšem i obrat v poslední třetině srpna. Důvody srpnového vývoje byly v podstatě stejné jako v USA, tedy primárně technické. Vyhledky evropských akcií podle našeho názoru nejsou kvůli obtížné pozici evropského hospodářství dobré.

Pražská burza najela ve druhé polovině srpna na sestupnou trajektorii, a kopírovala tak akcie na ostatních vyspělých trzích. Index PX klesl za srpen o téměř 4 %. Nejvíce postižený je bankovní sektor, kde zdaleka nejvíce klesla Erste Bank, která oslabilo o výrazných 14 %. Komerční banka je trhem vnímána jako konzervativnější, takže oslabilo jen o 2,5 %. Vývoj trhu, a především možnost zavedení sektorové daně, stojí za poklesem nejen bank, ale také akcií ČEZ. I přes to, že se fundamentální ohodnocení společnosti neustále zlepšuje a analytici díky tomu zvyšují cílové ceny, akcie v srpnu oslabilo o 8 %. V plusu se drží defenzivní tabák, který si hraje stále svoji hru a okolí nijak neřeší. Při celkovém poklesu trhu je růst o 2 % velmi slušný.

Čeká nás mimořádně zajímavý podzim a zima. Svoji roli bude hrát nejen válka, ale také, a to především, chování centrálních bankéřů. FED i ECB budou ještě sazby zvedat a rovněž ČNB ještě může sazby zvednout, pokud se inflace nebude zlepšovat. ČR bude navíc specifická v tom, že vláda má v září přijít s řešením sektorových daní. Nejistot je zkrátka hodně, a to akciím nikdy nesvědčí.

Kredit

Srpen na globálních kreditních trzích nepřinesl klid. Po letním snížení rizikových přírážek (v Evropě i USA) se zhruba od poloviny srpna na všech ratingových stupních začalo znova přiosťřovat. Kreditní spready sice ještě mají do svých maxim prostor, ale korekce proběhla výrazná.

Zároveň stále pokračuje rozpojení amerických a evropských spreadů, kdy starý kontinent vykazuje vyšší (horší) čísla než za oceánem. Tato situace panuje od poloviny roku. Globální investoři aktuálně nejvíce upírají pozornost k zasedání centrálních bankéřů v Jackson Hole, které prozatím přináší spíše nejistotu a vychýlení ve prospěch vyšších sazeb. Toto zlevňuje korporátní dluhopisy kvůli možným problémům souvisejícím s vysokými náklady na financování a vyšší požadovanou odměnou za úrokové riziko. Přirozeně tyto faktory nejvíce dopadají na dluhopisy s nižším ratingem.

Domácí srpnová festivalová sezóna přinesla několik zajímavých emisí. EPH úspěšně vydalo 5letý korunový dluhopis s kupónem 8 % a objemem 2 mld. Kč, přičemž došlo v průběhu úpisu k navýšení z 1 mld. na dvojnásobek. Energetická část J&T nabídla trhu obdobný korunový papír, taktéž na 5 let, s 8,5% kupónem a o objemu 750 mil. Kč. Investiční skupina do průmyslových parků Accolade se financovala 3letým dluhopisem ve výši 20 mil. EUR, nesoucím EURIBOR + 350 bb.

Komodity

Cena ropy byla po většinu srpna pod tlakem. Důvodem byl vývoj rovnováhy mezi poptávkou a nabídkou. Zatímco nabídka se vyvíjela lépe, než se čekalo (především kvůli tomu, že se Rusku dařilo udržovat vysokou úroveň těžby), poptávka se vyvíjela hůře (zde hrála klíčovou roli slabá čínská ekonomika). Ke konci srpna odstartoval obrat náznak Saúdské Arábie, že by OPEC mohl utáhnout kohouty. Pokud by se tak skutečně stalo, dostala by cena ropy významnou podporu. Jinak by byly její vyhlídky kvůli prohlubující se slabosti světové ekonomiky nevalné. Důležitá bude i nadále Čína, jejíž vyhlídky se nezlepšují. K oslabení poptávky ale může přispět i řada dalších rozvíjejících se ekonomik kvůli dopadům utahování měnové politiky hlavními centrálními bankami a slábnout může rovněž poptávka v EU. Aktuálně tedy existují dva hlavní scénáře: OPEC sníží produkci a cena ropy bude více méně stabilní, nebo OPEC ponechá produkci na stávající úrovni a cena ropy poklesne. Rizikovým scénářem je, že se podaří

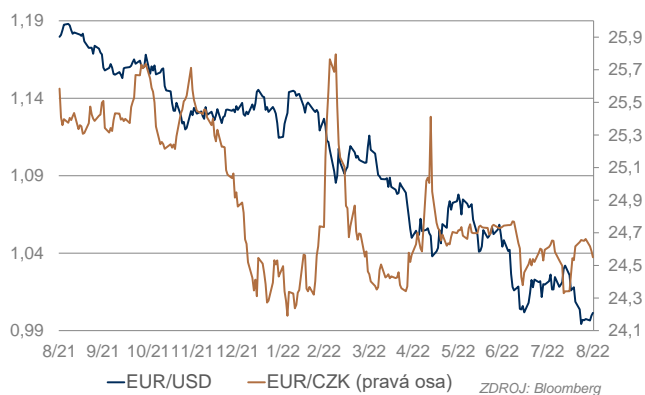


narušit produkci Ruska, což by vedlo k významnému růstu ceny. V dlouhodobém výhledu (roky) je pravděpodobný růst ceny kvůli snaze o eliminaci fosilních paliv.

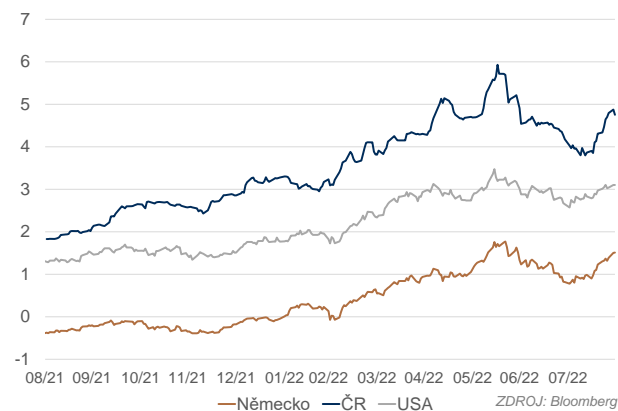
Cena zlata byla v srpnu jako na houpačce. Zhruba do poloviny měsíce rostla, díky čemuž se dostala z úrovní lehce nad 1700 USD/oz až k 1800 USD/oz. Růstový trend postupně ztratil momentum a po polovině měsíce přešel do poměrně prudké a krátké korekce, která smazala skoro všechny předchozí zisky. Ještě před koncem měsíce se ale trend stihl znovu otočit ke krátkému růstu, aby se úplně na konci měsíce opět obrátil k poklesu. Důvodů této aktivity byla řada. Zlato především reagovalo na vývoj klíčových aktiv (dolar, americké státní dluhopisy) a částečně i na měnící se nálady ohledně vývoje inflace, sazeb a rizika recese. Ve zkratce vývoj ceny zlata v srpnu pěkně ilustruje, jak nejistí jsou si momentálně investoři ohledně dalšího vývoje. Silný dolar by měl v dohledné budoucnosti škodit, stejně jako růst výnosů státních dluhopisů. Cena zlata by teoreticky měla být pod tlakem kvůli růstu výnosů a silnému dolaru. Prakticky může opět převládnout volatilita s nejistým směrem, pokud bude trh se zlatem citlivě reagovat na přicházející informace a vývoj ostatních aktiv.



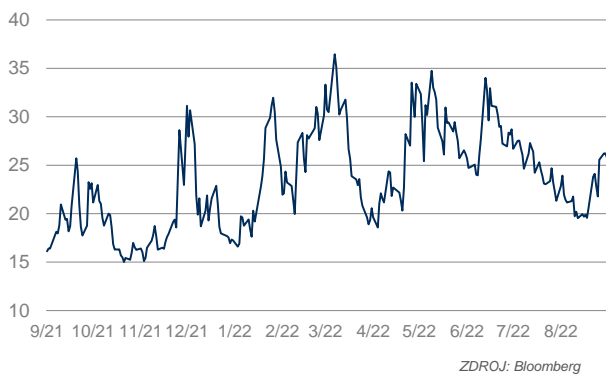
Devizové kurzy



Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



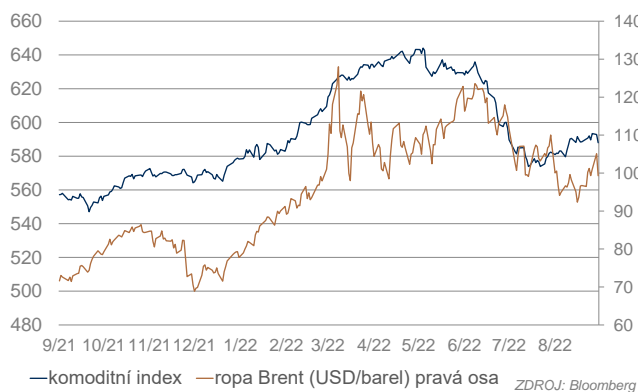
Akciové indexy (1. 7. 2021 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	SOUČASNÁ HODNOTA			3 M		6 M		12 M	
	M-12	M-1		ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	0 - 0,25	1,50-1,75	2,25-2,50	3,00-3,25	↑	3,25-3,50	↑	3,00-3,25	↓
ECB	0	0	0,5	1	↑	1	→	1,5	↑
ČNB	0,5	5,75	7	7	→	7	→	5	↓
KURZY									
EUR/USD	1,18	1,03	1,00	1,00	→	1,00	→	1,05	↑
EUR/CZK	25,4	24,6	24,5	24,5	→	24,5	→	24,0	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	0,21	2,87	3,50	3,5	→	3,0	↓	2,5	↓
US dluhopis 10y	1,29	2,57	3,20	3,3	↑	2,8	↓	2,3	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,71	0,27	1,25	1,5	↑	1,4	↓	1,2	↓
Něm. dluhopis 10y	-0,37	0,78	1,59	1,6	↑	1,3	↓	1	↓
České dluhopisy 2y	1,71	6,00	5,92	6,20	↑	5,5	↓	4,5	↓
České dluhopisy 10y	1,83	3,99	4,69	5,5	↑	4	↓	3,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	274,7	477,7	533,1	530,0	↓	490	↓	430	↓
EMU iTraxx 5y	227,0	510,8	596,1	560,0	↓	520	↓	450	↓
AKCIE									
S&P 500	4524,1	4118,6	3955,0					4300	↑
Eurostoxx 50	4227,3	3706,6	3517,3					4000	↑
DAX	15824,3	13479,6	12835,0					15000	↑
CSI 300	4869,5	4188,7	4054,1					4600	↑
PX 50	1290,3	1206,9	1173,8					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)	-1,9	9,1	3,8	3,5	4,6	3,7	1,3	-0,1	-5,5	3,5	2,1	1,7
soukromá spotřeba	-6,2	9,0	5,5	8,4	8,2	0,2	-1,6	0,8	-6,8	4,4	3,4	3,0
vládní spotřeba	1,3	1,3	3,6	0,0	2,2	1,8	1,4	-0,1	3,4	3,0	2,8	1,0
investice	-4,0	-0,3	3,1	3,9	6,9	6,2	5,4	3,9	-7,5	0,6	1,5	5,0
dovoz	6,1	34,5	10,3	6,0	5,1	2,7	2,5	1,8	-6,9	11,5	2,2	2,6
vývoz	4,5	33,1	-0,2	-3,9	0,4	1,8	5,9	3,8	-6,9	5,1	3,1	5,4
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,3	3,1	2,7	3,4	3,4	3,2	3,3	3,5	3,5	3,8	3,7	3,7
inflace (% y/y)	2,2	2,9	4,1	6,1	11,2	15,8	17,8	18,0	3,2	3,9	15,3	7,2
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,5	0,5	-3,7	-1,9
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,8	-5,9	-4,4	-3,8
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	37,7	41,9	44,4	46,0

Evropská měnová unie

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

Spojené státy americké

	2021				2022*				2020	2021	2022*	2023*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,5	12,2	4,9	5,6	3,5	1,7	1,5	0,1	-3,4	5,7	1,7	1,1
soukromá spotřeba	2,1	16,2	7,1	6,9	4,5	1,8	2,0	1,5	-3,8	7,9	2,4	1,5
vládní spotřeba	1,3	-0,1	0,6	0,1	-1,7	-1,6	-1,0	-0,2	2,5	0,5	-1,4	0,8
investice	3,2	20,8	7,1	9,6	3,1	1,2	1,0	0,7	-5,5	9,8	5,1	0,6
dovoz	6,2	30,6	12,6	9,6	12,0	10,9	10,7	6,8	-8,9	14,0	9,7	2,5
vývoz	-7,4	18,6	4,9	4,9	4,4	6,8	10,0	5,9	-13,6	4,5	5,9	3,9
nezaměstnanost (%)	6,2	5,9	5,1	4,2	3,8	3,6	3,5	3,7	8,1	5,4	3,6	4,0
inflace (CPI % y/y)	1,9	4,9	5,4	6,7	8,0	8,7	8,3	7,3	1,2	4,7	8,0	3,7
jádrová inflace (PCE % y/y)	1,7	3,4	3,6	4,6	5,2	4,8	4,9	4,5	1,4	3,3	4,8	3,2
běžný účet (% HDP)	-3,1	-3,2	-3,4	-3,4	-3,9	-4,3	-4,3	-4,3	-3,0	-3,7	-4,1	-3,8
rozpočtový deficit (% HDP)	-16,8	-14,0	-12,2	-10,8	-8,7	-4,3	-4,2	-4,2	-15,6	-10,8	-4,3	-4,0
vládní dluh (% HDP)	-	-	102,0	98,8	98,6	98,8	98,5	97,8	100,3	99,7	97,8	99,5

* Předpověď

Zdroj: Bloomberg, Reuters, Český statistický úřad, ČNB, PPF banka a.s.



Karel Tregler

DIVIZE KOMERČNÍ A INVESTIČNÍ BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 838
ktregler@ppfbanka.cz

Magdalena Středová

ODBOR INVESTIČNÍCH PRODUKTŮ A ANALÝZ
+420 224 175 950
mstredova@ppfbanka.cz

Ľuboš Mokráš

ODBOR INVESTIČNÍCH PRODUKTŮ A ANALÝZ
+420 224 175 860
lmokras@ppfbanka.cz

Pavel Němejč

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 747
pnemejc@ppfbanka.cz

Tomáš Krejčí

ODBOR SALES PRO KORPORÁTNÍ A MUNICIPALNÍ KLIENTY
+420 224 175 837
tkrejci@ppfbanka.cz

Dušan Jalový

ODBOR SALES PRO INSTITUCIONÁLNÍ KLIENTY
+420 224 175 790
djalovy@ppfbanka.cz

Miroslav Tutter

ODBOR VEŘEJNÉHO SEKTORU
+420 224 175 691
mtutter@ppfbanka.cz

UPOZORNĚNÍ

Toto sdělení není návrhem ani nabídkou na prodej či nákup investičních nástrojů či jiných produktů a nezakládá ani závazek k upsání, koupi, prodeji nebo nabídku financování. Stanoviska zde vyjádřená se mohou změnit bez předchozího oznámení a mohou se lišit od stanovisek jiných pracovníků PPF banky a.s. (dále jen „PPFB“). Zde uvedené závěry nejsou objektivní nezávislé vysvětlení situace, ale vyjadřují subjektivní názor PPFB. Není-li písemně sjednáno jinak, PPFB neposkytuje svým klientům služby investičního poradenství a toto sdělení nelze považovat za investiční poradenství, investiční doporučení nebo investiční výzkum. Banka implementovala řadu procedur k identifikaci a řízení střetu zájmů a zároveň přijala opatření zajišťující jejich aplikaci a kontrolu, přesto však nelze vyloučit ve výjimečném případě následující střety zájmů. PPFB či její spřízněná osoba může být emitentem investičních nástrojů či obchodovat na vlastní účet investiční nástroje, které jsou zmiňovány v tomto sdělení nebo mají vztah k zemi, měně, úrokovým sazbám, indexům nebo jiným zde zmiňovaným ukazatelům. PPFB poskytuje či má v úmyslu poskytovat investiční či jiné služby pro emitenty jakýchkoli investičních nástrojů. PPFB či její pracovníci (včetně těch, s nimiž autoři mohli provádět konzultace při přípravě tohoto sdělení), příp. jiní klienti PPFB mohou ve zde uváděných investičních nástrojích držet krátkou či dlouhou pozici, mohli nabýt takové pozice za ceny či za tržních podmínek, které již nemusí být

aktuálně k dispozici, a mohou mít zájmy odlišné či nepříznivé ve vztahu k vašim zájmům. Informace zde obsažené vycházejí z obecně dostupných informací, které byly získávány ze zdrojů, které PPFB považuje za spolehlivé; jejich správnost nebo úplnost však PPFB neověřovala, a tudíž není zaručena. PPFB není odpovědná uživateli tohoto sdělení či třetí osobě za kvalitu, přesnost, včasnost, trvalou dostupnost či úplnost údajů ani za jakoukoliv zvláštní, přímou, nepřímou, nahodilou či následnou ztrátu či škodu, která může vzniknout v důsledku použití informací zde obsažených, či utrpěnou jinak v souvislosti s tímto sdělením. Jakákoli obchodní či investiční rozhodnutí, která učiníte, činíte v závislosti na vaší vlastní analýze či úsudku a/nebo analýze či úsudku vašich poradců, nikoliv v závislosti na PPFB. Před uzavřením jakékoliv transakce byste proto měli zvážit, aniž byste se přitom spoléhali na PPFB, ekonomická rizika či výhody, jakož i právní, daňové a účetní charakteristiky a důsledky transakce a posoudit, zda jste schopni přijmout taková rizika. Toto sdělení nepředstavuje předpověď či odhad budoucích událostí. Výkonnost v minulosti není zárukou ani spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů/výkonnosti. Jakékoliv ceny zde uvedené (kromě těch označených jako historické/minulé) jsou pouze indikativní a nepředstavují pevné kotace, a to ani ohledně ceny, ani ohledně objemu.

