

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Koruna jako nástroj pro boj proti inflaci

ČR Překvapivá změna v poměru hlasů v bankovní radě ČNB

EMU Předstihové indikátory signalizují zhoršení ekonomické situace

USA Problém stropu zadlužení opět odsunut

červen 2023

Magdalena Štředová, Luboš Mokráš

www.ppfbanka.cz



Hlavním nástrojem centrálních bank vyspělých ekonomik pro boj s inflací jsou tradičně úrokové sazby. Česká národní banka je v průběhu jednoho roku prudce zvyšovala, ale v červnu 2022 zvyšování ukončila a rozhodla se více spoléhat na korunu jako na protiinflační faktor. Jak moc může koruna inflační tlaky ovlivnit a jak spolehlivým nástrojem pro centrální banku je? To jsou otázky, na které hledáme odpovědi.

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

Může silná koruna nahradit zvýšení sazeb?

S nástupem Aleše Michla do čela České národní banky skončil cyklus zvyšování sazeb a nastala doba stabilních sazeb a podpory silné koruny, která podle centrálních bankéřů utahuje měnové podmínky dostatečně. Koruna od 1. července, kdy se nový guvernér ujal funkce, posílila o více než 4 %. Opravdu toto posílení odpracovalo za centrální bankéře tři zvýšení sazeb, jak prohlásila viceguvernérka Zamrazilová?

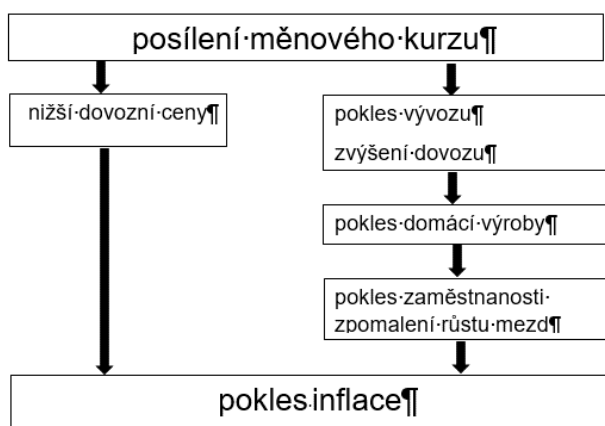
Mechanismus přenosu změn měnového kurzu do cen

Podle ekonomické teorie by se měnový kurz měl do inflace promítat jak přímo přes ceny dovozu, tak nepřímo přes agregátní poptávku.

Přímý dopad změn kurzu koruny by podle teorie měl být bezprostřední. Mechanismus je poměrně jednoduchý. Posílení domácí měny zlevní dovážené zboží nejen pro konečnou spotřebu, ale i pro produkci (polotovary, suroviny) domácího zboží. Zlevnění dováženého zboží navíc vytváří konkurenční tlak na domácí výrobce a nedovolí jim zvyšovat ceny. Při oslabení domácí měny funguje mechanismus obráceně.

Nepřímý kanál působí přes posílení reálného kurzu, tedy relativního znevýhodnění domácích výrozců vůči dováženému zboží, což může vést k deficitu obchodní bilance a zpomalení růstu HDP. V ekonomické teorii platí, že nižší růst reálné ekonomiky je spojen s poklesem zaměstnanosti i zpomalením růstu mezd, a tudíž s nižšími inflačními tlaky. Tento mechanismus ale nepůsobí hned, ale se značným zpožděním.

Teorie: dopad kurzu koruny na inflaci

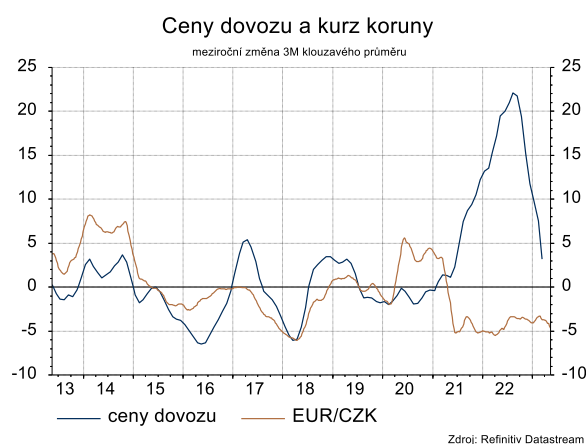


Jakkoliv se mechanismus ovlivňování inflace přes kurz koruny může zdát intuitivní, nemusí platit – a v praxi opravdu neplatí – zdaleka stoprocentně, a to ani v malé otevřené ekonomice, jako je ta česká. Důvodů může být celá řada. Přeshraniční arbitráži brání celní a jiné obchodní bariéry, výhradní zastupování nebo jiné překážky volného obchodu, proto změny nominálního devizového kurzu nevedou k teorii očekávanému přizpůsobení domácích cenových hladin v plném rozsahu. V praxi se také ukazuje, že cenová elasticita dováženého zboží vůči změnám nominálního kurzu není zdaleka jednotková, přičemž k dalšímu zeslabení efektu vlivu kurzu dochází při cenotvorbě konečného zboží pro spotřebitele. Vliv má jak síla konkurence, tak i fakt, že i obchodovatelné zboží, které by mělo na devizový kurz reagovat nejrychleji, je ovlivněno domácími neobchodovatelnými statky, jako jsou náklady na skladování apod.

Transmise kurzu do spotřebitelských cen – empirická pozorování

Jednoznačný vliv měnového kurzu lze pozorovat na dovozních cenách. To jsou ceny fakturované z uskutečněných významnějších dovozních obchodů přepočtené na CZK příslušným průměrným měsíčním měnovým kurzem ČNB. Pokud se ceny příliš nemění, tak jak tomu bylo v nízkoinflačním prostředí před vypuknutím pandemie, je vidět jednoznačná vazba dovozních cen

Dovozní ceny z definice silně korelují se změnami devizového kurzu.



a kurzu koruny. Nesoulad změn devizového kurzu a dovozních cen v loňském a letošním roce je dán cenovým šokem, který byl mnohem větší než posílení koruny.

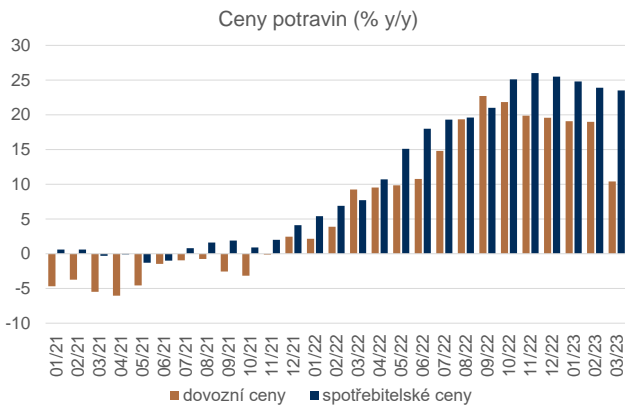
Výsledky odborných studií, které počítají citlivost dovozních cen na změny devizového kurzu, se pohybují



okolo 85 %. To znamená, že 1% posílení koruny vede k poklesu dovozních cen o 0,85 %.

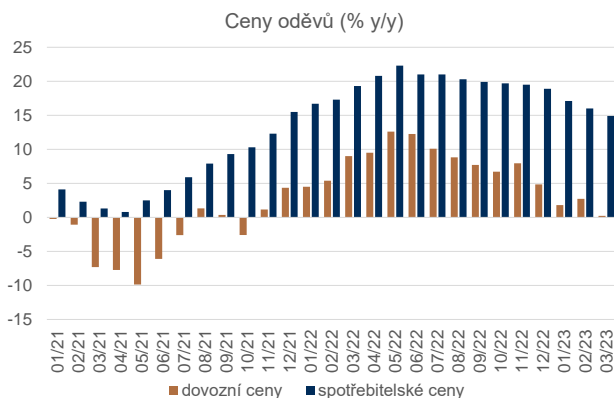
Z hlediska inflace je ale důležitější, jak se dovozní ceny promítají do cen, které platí spotřebitelé v maloobchodě. Zde už závislost tak jednoznačná není, a navíc se může v čase měnit. Ceny dovozního zboží se na konečných spotřebitelských cenách projevují buď přímo (v případě zboží, které bez dalšího zpracování směřuje na pulty obchodů), anebo nepřímo přes zpracování meziproductů. Přímý vliv dovozních cen lze zkoumat porovnáním meziročního růstu dovozních cen a maloobchodních cen srovnatelných skupin zboží. I když skupiny zboží používané pro monitoring dovozních cen nejsou plně srovnatelné se skupinami v CPI, z porovnání lze vyčíst, že dopad změn dovozních cen na ceny v maloobchodě je neúplný a výrazně se liší podle kategorie zboží. Jedna charakteristika, která se v období od roku 2021 projevila u všech druhů zboží, je, že pokles cen dováženého zboží většinou nevede k poklesu maloobchodních cen. Při růstu dovozních cen byl naopak růst cen pro konečné spotřebitele v maloobchodě u některých položek spotřebního koše výrazně vyšší.

Vliv dovozních cen na maloobchodní ceny potravin je silný.



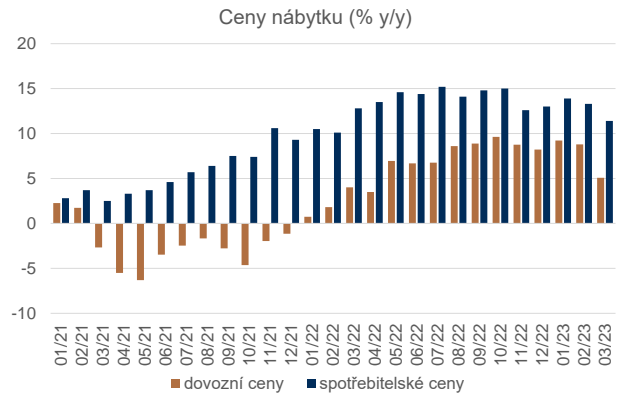
Zdroj: ČSÚ

Ceny oděvů reagují na změny dovozních cen o poznání méně než potraviny.



Zdroj: ČSÚ

Pokles dovozních cen nábytku se v maloobchodních cenách neprojevil.



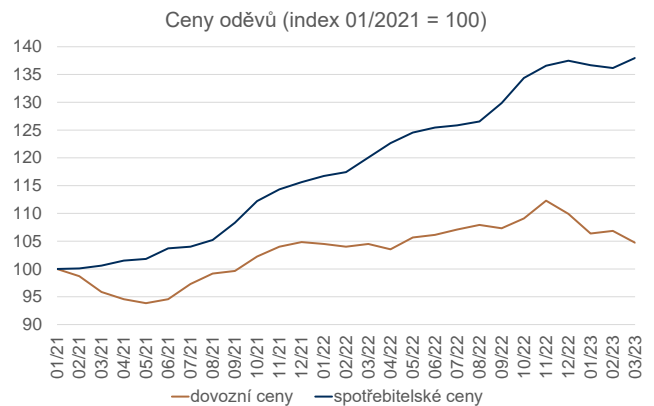
Zdroj: ČSÚ

Obecně platí, že reakce maloobchodních cen na změnu dovozních cen je limitovaná.

Názorně lze tento fenomén pozorovat i na bazických indexech, které ukazují, jak se od počátku roku 2021 kumuloval rozdíl mezi dovozními cenami a cenami pro konečné spotřebitele.

Tento vývoj lze vysvětlit do značné míry poptávkovými tlaky, kdy obchodníci nemuseli zlevňovat své zboží díky

Od počátku roku 2021 se rozdíl indexů dovozních a maloobchodních cen oděvů výrazně zvýšil.



Zdroj: ČSÚ

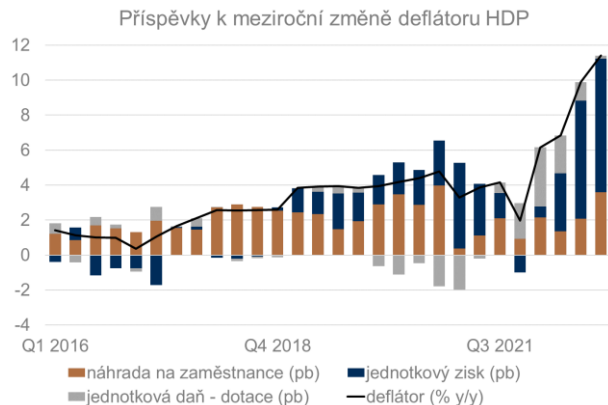
silné domácí poptávce, ale také obecně vysokoinflačním prostředím s rostoucími inflačními očekáváními, které je charakteristické obecným zvyšováním cen nezávisle na nákladech. Zdá se tedy, že při poptávkově tažené inflaci je transmise kurzových změn do maloobchodních cen ještě nižší než v normálních dobách.

To, že firmy během posledního sledovaného období opravdu navyšovaly své marže, lze snadno vypočítat z rozkladu deflátoru HDP. Z důchodového pohledu je nominální HDP součtem zisku firem, náhrad zaměstnancům a daní po odečtení dotací. Jednoduchým výpočtem se pak dá zjistit, co k cenovým tlakům v ekonomice přispívá nejvíce. Ve druhé polovině minulého



roku to byly jednoznačně zisky podniků, které k meziročnímu růstu deflátoru přispěly 7,7 pb, zatímco náhrady zaměstnancům o 4 pb méně.

Rozklad deflátoru HDP



Kvantifikace vlivu měnového kurzu na inflaci

Transmisní mechanismus změn devizového kurzu do domácích cen zkoumá bezpočet vědeckých studií. Studie ČNB¹, která se tímto tématem zabývá, přehledně shrnuje i výsledky předchozího zkoumání. Z výzkumu vyplývá, že reakce CPI na změnu nominálního devizového kurzu je řádově menší než proporcionální změna kurzu. Kvantifikace této citlivosti se ale významně liší podle studie a zvolené metodiky. Z výsledků vyplývá, že citlivost maloobchodních cen na změny devizového kurzu se pohybuje mezi 0 % až 40 %. Studie se naopak shodují na tom, že měnový kurz působí na inflaci relativně rychleji než standardní nástroj měnové politiky – úrokové sazby. K největšímu promítnutí změn kurzu do maloobchodních cen dochází v průběhu prvních tří měsíců, většina šoku je pak promítnuta do šesti měsíců. Citlivost maloobchodních cen se může vyvíjet v čase a podle dostupných studií je závislá na mnoha faktorech. Mezi nejčastěji zmiňované patří doba trvání kurzového šoku, přičemž krátkodobý výkyv měnového kurzu má na inflaci mnohem menší dopad, než když převládá očekávání dlouhodobého posunu kurzu. Citlivost cen závisí i na aktuální inflaci a ekonomické situaci. Přehřátá ekonomika, kde inflaci táhne domácí poptávka, může reagovat na slábnoucí kurz rychlejším zvyšováním cen, ale posilování kurzu nemusí k poklesu cen přispívat i kvůli vysokým inflačním očekáváním.

Závěr

Měnový kurz bezpochyby na inflaci působí, a to dokonce rychleji než standardní nástroj měnové politiky – úrokové sazby. Jeho působení na maloobchodní ceny je ale

limitované, stejně jako jsou limitované možnosti centrálních bank kurz dlouhodobě ovlivňovat.

Česká národní banka s nástupem Aleše Michla do křesla guvernéra dne 1. července 2022 změnila strategii a začala více spoléhat na silnou korunu jako hlavní nástroj v boji proti inflaci, přičemž úrokové sazby od té doby nechala beze změny. Jak moc ale koruna může k poklesu inflace přispět? Vzhledem k tomu, že centrální banka konzistentně deklaruje svou připravenost bránit korunu proti výkyvům a její citlivost je výrazně větší na oslabování koruny, může trh vnímat posílení koruny jako trvalé, a tudíž by reakce maloobchodních cen na změnu měnového kurzu mohla být výraznější. Budeme-li počítat s citlivostí 25 %, jak vyplývá z již citované studie ČNB, znamenalo by to, že posílení koruny o 4 %, tedy tak, jak koruna vůči euru nominálně posílila od 1. července 2022, by měla posunout výhled inflace o 1 pb v horizontu jednoho roku. Samotné posílení o 4 % tak jen těžko dokáže navrátit dvoucifernou inflaci na 2% cíl centrální banky. Otázkou je, zda koruna ještě z aktuálních hodnot může dále posilovat. Podle našeho názoru je pravděpodobnější její návrat na hodnoty okolo 24 EUR/CZK než další posilování pod 23,4 EUR/CZK. Tomu nasvědčuje i poslední vývoj kurzu koruny, která kvůli očekávanému snižování úrokového diferenciálu (ECB stále ještě není se zvyšováním sazeb u konce, zatímco v ČNB se sice poměr hlasů mění ve prospěch zvyšování sazeb, ale trh nevěří, že k němu nakonec dojde) pozvolna oslabuje. Kdyby koruna měla tendenci oslabovat, ČNB má dostatečné devizové rezervy toto oslabování zastavit, ale trend posilování domácí měny dlouhodobě zajistit nemůže. Hlavním nástrojem měnové politiky proto jsou a nadále i zůstanou úrokové sazby a měnový kurz může působit podpůrně. Pokud se v ekonomice výrazně zvýší inflační očekávání a roztocí mzdově-inflační spirála, bude koruna v tomto boji bezmocná.

¹ Oxana Babecká Kucharčuková – Transmission of Exchange Rate Shocks into Domestic Inflation: The Case of the Czech Republic



Technická recese v letošním roce skončila, ale ekonomika víceméně stagnuje. Inflace díky potravinám klesá rychleji, ale ČNB stále hrozí zvyšováním sazeb. Náš základní scénář nadále počítá se stabilními sazbami a prvním snížením nejdříve ve 4. čtvrtletí letošního roku.

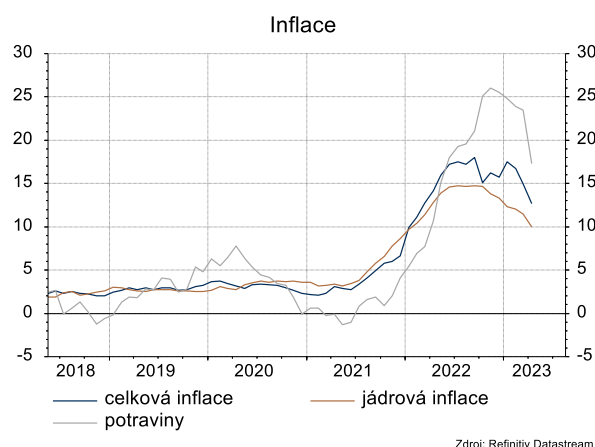
Ekonomická aktivita

Předběžné výsledky HDP za 1. čtvrtletí letošního roku ukázaly, že technická recese z 2. poloviny loňského roku skončila. V meziročním vyjádření sice HDP poklesl o 0,2 %, ale v porovnání s předchozím čtvrtletím rostl o 0,1 %. Největší brzdou ekonomického růstu zůstává domácí poptávka. Trend poklesu maloobchodních tržeb, který trvá již od poloviny roku 2021, potvrdila i poslední zveřejněná čísla za březen. Maloobchodní tržby poklesly o 8,1 %, více než se čekalo. Pokles byl víceméně rovnoměrně rozložený mezi potravinářské a nepotravinářské zboží, což znamená, že inflace a s ní spojený pokles reálných mezd výrazně více dopadá na nízkopříjmové domácnosti. Situace v průmyslu se naopak podle posledních březnových dat dále vylepšuje, ale pouze díky automobilovému průmyslu (42 % y/y), ve kterém dochází k oživení po obnovení dodavatelsko-odběratelských řetězců. Naopak pohled na nové zakázky, které klesají již šestý měsíc v řadě, už tak optimistický není. Došlo ke zhoršení vývoje zaměstnanosti v průmyslu i zpomalení meziročního růstu mezd na 9,3 % (z únorových 10,8 % y/y). Ani pokles předstihových indikátorů PMI ve zpracovatelském průmyslu z březnových 44,7 na 42,8 bodu v dubnu nesignalizuje světlé zítřky. Nedaří se ani stavebnictví, zejména bytové výstavbě, kde se výrazně zvětšuje rozdíl mezi zahájenými byty před 12 měsíci a aktuálně dokončovanými byty.

Inflace a centrální banka

Na květnovém zasedání bankovní rada ČNB ponechala sazby beze změny. Překvapením ale byla změna poměru hlasů. Zatímco v únoru byl jediným osamělým jestřábem Tomáš Holub, na květnovém zasedání se k němu přidali

Inflaci táhly dolů ceny potravin.



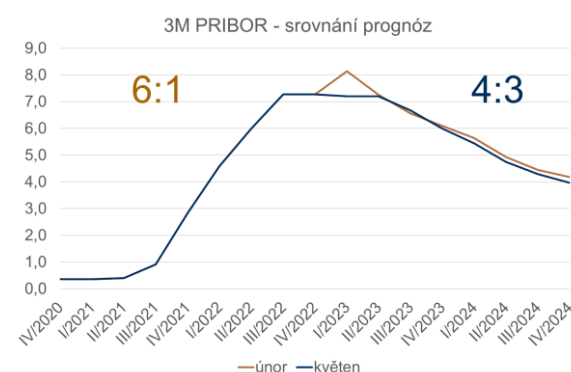
ještě Karin Kubelková a Jan Procházka. Dokonce padaly návrhy na razantnější zvýšení sazeb, a to i přesto, že s novou prognózou je konzistentní stabilita sazeb a jejich postupné snižování již ve 3. čtvrtletí letošního roku, zatímco minulá prognóza pro dosažení inflačního cíle na horizontu měnové politiky požadovala zvýšení základní sazby až k 8 %. Aleš Michl na tiskové konferenci jmenoval zejména fiskální politiku. Při pohledu na nejnovější prognózu je tento argument přinejmenším diskutabilní. V nové prognóze totiž není zahrnutý úsporný balíček (při aktualizaci prognózy nebyly známy detaily), ale i bez něj působí rozpočtový impulz víceméně neutrálně. I bez úsporného balíčku prognóza počítá s tím, že se inflace dostane zpět k inflačnímu cíli v 1. čtvrtletí 2024. Centrální bankéři se aktuálně více než kdy v minulosti vymezují proti prognóze. A to včetně guvernéra Michla, který sice pro zvyšování sazeb nehlasoval, ale dal jasně najevo, že snižování sazeb ve 3. čtvrtletí je velice nepravděpodobné. Jestřábí vyznění tiskové konference podpořil guvernéř Michl i prohlášením, že na příštím zasedání (21. 6.) se bankovní rada bude rozhodovat, zda ponechá sazby nezměněné, nebo zda je zvýší. Naším hlavním scénářem zůstává stabilita sazeb, přičemž rizikem může být zejména vyšší než očekávaný růst mezd. Pro 1. čtvrtletí bude tento údaj zveřejněn 5. 6., ČNB očekává růst o 9,1 % y/y.

Inflace v dubnu překvapila nižšími hodnotami. Zatímco květnová prognóza ČNB počítala s meziročním růstem cen o 13,2 %, inflace nakonec skončila na 12,7 %. Spotřebitelské ceny meziměsíčně poklesly o 0,2 %. To je na první pohled jednoznačně pozitivní překvapení. Ale nelze z něj dělat unáhlené závěry o konci inflačních tlaků. Pokles inflace byl totiž způsoben zejména cenami potravin a alkoholických nápojů, které jsou tradičně volatilní a neodrážejí poptávkové tlaky v ekonomice. Naopak 10% jádrová inflace byla pouze mírně pod prognózou ČNB.

Rizika

I když náš základní scénář stabilních sazeb ČNB neměníme, vidíme stále proinflační riziko pramenící zejména z trhu práce.

Poměr hlasů v bankovní radě se změnil ve prospěch zvyšování sazeb navzdory nové prognóze, která se zvyšováním sazeb již nepočítá.



Inflační tlaky zůstávají silné a ECB pokračuje v utahování měnových podmínek, i když pozvolnějším tempem. Cyklus zvyšování sazeb se ale blíží ke konci. Zda ECB zvýší sazby jednou nebo dvakrát, bude záležet na přicházejících datech. Zatím dáváme větší pravděpodobnost dvěma zvýšením v červnu a v červenci.

Ekonomická aktivita

Poslední měsíční indikátory z 1. čtvrtletí letošního roku potvrdily, že ekonomická situace v eurozóně se výrazněji nelepší, i když recesi se zatím eurozóna jako celek vyhnula. Maloobchodní tržby v březnu poklesly více, než čekal trh, o 3,8 % a došlo i k revizím únorových čísel směrem dolů. Horší výsledky ukázala i průmyslová výroba, která po slibném začátku roku v porovnání s předchozím měsícem propadla strmě o 4,1 %. I když výsledky nebyly příznivé ve většině zemí, významný vliv na horší než očekávaný výsledek mělo Irsko (-26,3 % m/m), které je z daňových důvodů sídlem mnoha nadnárodních firem, a volatilita statistických údajů je tedy enormní.

Ani předstihové indikátory nevyznívají příliš optimisticky. Německý index ZEW se v květnu propadl na -10,7 bodu z dubnových 4,1. Byť ZEW není příliš dobrým indikátorem, co se týká předpovídání HDP, poměrně dobře dokáže předpovědět obrát v ekonomickém trendu. Také index Ifo poklesl a aktuální hodnoty nevěstí německé ekonomice moc optimistickou budoucnost.

Předstihové indikátory pro celou eurozónu PMI také v květnu poklesly a zdá se, že ekonomický růst ztrácí sílu.

Inflace a centrální banka

Klesající inflační trend byl v dubnu přerušen mírným nárůstem celkové inflace z 6,9 % na 7 %. Naopak jádrová inflace mírně poklesla z 5,7 % na 5,6 % y/y.

V meziměsíčním vyjádření byl růst jádrové inflace 0,6 %,

mírně vyšší než průměr posledních měsíců. Inflační tlaky přetrvávají především v sektoru služeb. V porovnání s prognózou ECB zůstává inflace stále silnější. Podle aktuální prognózy ECB počítala s celkovou inflací v 1. čtvrtletí 7,8 % a ve druhém již 6 %. Také předpověď průměrné jádrové inflace pro letošní rok na 4,6 % je oproti současným hodnotám poměrně optimistická.

Stále silné inflační tlaky nutí ECB k utahování měnových podmínek, i když pomalejším tempem. Na posledním květnovém zasedání Rada guvernérů téměř jednomyslně rozhodla zvýšit základní sazby o 25 bb, což bylo v souladu s většinovým očekáváním trhů. Depozitní sazba je nyní na 3,25 %, repo sazba na 3,75 %.

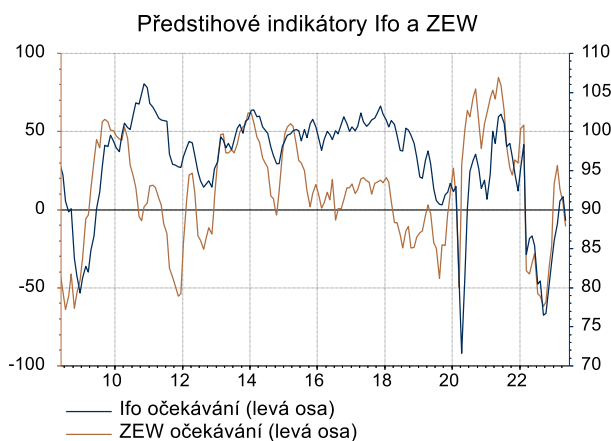
Novinkou bylo oznámení, že Rada guvernérů plánuje od července 2023 zastavit reinvestování maturujících dluhopisů z programu APP (v rámci programu APP ECB nakoupila od roku 2014 dluhopisy za více než 3 bil. EUR, které budou maturovat v průběhu dalších 12 let; dluhopisů z programu PEPP, kterých má ECB v bilanci 1,7 bil. EUR, se tento plán netýká). Oznámení o konci reinvestic se sice očekávalo o něco později, ale výrazný bezprostřední vliv na trhy mít nebude. Potenciál negativně ovlivnit likviditu mají maturující půjčky v rámci TLTRO (v červnu maturuje objem 1 216 mld. EUR, což je zhruba polovina objemu aktuálních TLTRO). Prezidentka Lagarde ujistila, že ECB je připravena v případě potřeby znovu použít veškeré nástroje na zajištění hladkého fungování měnové politiky včetně dalších TLTRO.

ECB zároveň počítá s dalším zvyšováním sazeb v červnu, přičemž její další kroky budou závislé na datech, a to nejen těch inflačních, ale i na úvěrových podmínkách, které se podle posledního průzkumu nadále utahují.

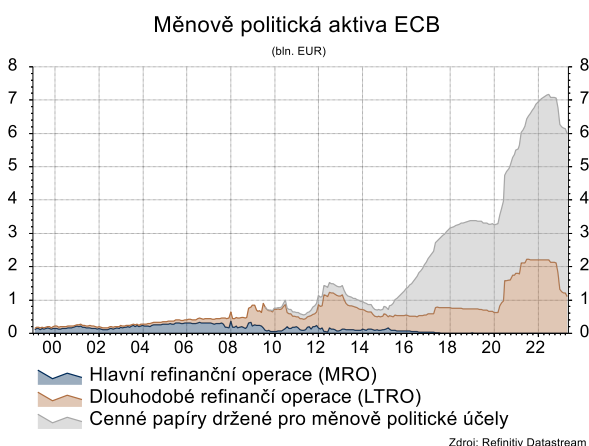
Rizika

I když náš základní scénář počítá ještě se dvěma zvýšeními sazeb, existuje riziko, že přísnější úvěrové podmínky donutí ECB přestat se zvyšováním sazeb dříve.

Indikátory důvěry signalizují zhoršení stavu německé ekonomiky.



I přes plánovaný konec reinvestic maturujících dluhopisů se bude jejich objem snižovat jen pozvolna. Výrazněji se sníží objem TLTRO, a to již v červnu.



Klíčovými tématy byly v květnu spor mezi republikány a demokraty o řešení problému se stropem zadlužení a spekulace o dalším postupu Fedu. Jednání o odvrácení hrozícího defaultu skončila na poslední chvíli kompromisem. Názory na další postup Fedu jsou dynamické a nestabilní, citlivě reagují jak na zveřejňovaná data, tak na vyjádření členů FOMC.

Ekonomická aktivita

Trh práce zůstává relativně silný. Toto konstatování nejvíce podporuje stále historicky velmi nízká míra nezaměstnanosti. Počet nově obsazených pracovních míst překonal opět očekávání, ale údaje za předchozí dva měsíce byly revidovány na podstatně nižší úroveň. Pokračuje tak trend k postupnému poklesu počtu nově obsazených pracovních míst. Další známkou zmírňování přehřátosti trhu práce je pokles počtu nabízených pracovních míst. Pro Fed je však nejdůležitější, jaký má silný trh práce dopad na inflaci, tedy jak moc rostou mzdy. Zde je situace stabilní – růst mezd je zrychlený, ale dále výrazněji nezrychluje. Maloobchodní tržby v nominálním vyjádření byly poměrně silné, hodně z jejich síly však jde na konto růstu cen. V reálném vyjádření je obrázek jiný, meziměsíční i meziroční růst je poměrně slabý. Osobní spotřebě však pomáhají služby, jak ukázaly údaje o vývoji osobní spotřeby. Průmyslové produkci, která se přes slabost výrobních konjunkturálních indexů drží na solidní úrovni, pomohlo oživení výroby automobilů. Konjunkturální indexy obecně stále ukazují na spíše slabší výrobní sektor a silnější sektor služeb.

Inflace a centrální banka

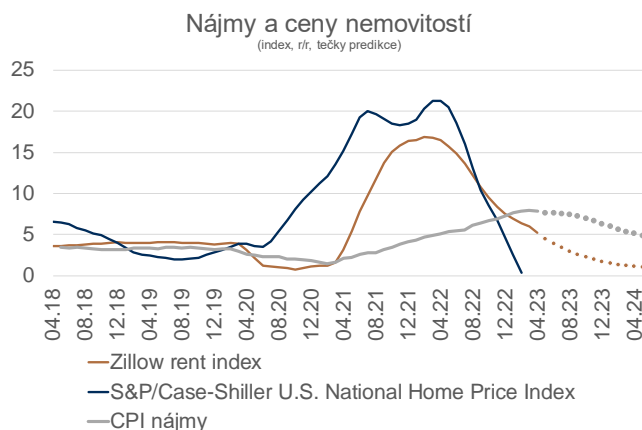
Maloobchodní inflace byla v dubnu v souladu s očekáváním a nadále klesá jen pomalu. Podstatnou část meziměsíčního růstu jádrové inflace (skoro 80 %) však tvořily dvě položky:

nájmy a ojetiny. U nájmu je problém jejich velmi pomalá reakce na pokles cen nemovitostí, která je daná metodologií. U nově uzavřených nájmu je vidět velmi zřetelný pokles tempa jejich růstu, do CPI se však počítají stávající nájmy. A protože se nájmy sjednávají na relativně dlouhou dobu, promítají se do nich změny jen velmi pomalu. Ojetiny jsou velmi volatilní položkou řízenou specifickými faktory a neodrážejí ekonomické inflační tlaky. Meziměsíčně velmi pomalu rostly zejména jádrové služby očištěné o nájmy, což ukazuje na rychlé slábnutí inflačních tlaků a minimální průsak růstu mezd do konečných cen. Trh v závěru měsíce citlivě reagoval na mírně rychlejší než očekávaný růst jádrového indexu PCE. Představitelé Fedu jsou v hodnocení stavu a vyhlídek ekonomiky rozpolčení. Podle záznamu z posledního zasedání FOMC by část z nich sazby ještě ráda zvýšila, část je pak pokládá za již dostatečně vysoké. Výsledek červnového zasedání ještě mohou ovlivnit data, která budou zveřejněna na začátku měsíce (hlavně trh práce a CPI). Zvýšení sazeb nelze vyloučit, a i pokud by k němu nedošlo v červnu, může přijít na některém pozdějším zasedání, jestliže nebude inflace klesat rychleji. Trh postupně zvyšuje šance, že by se tak mohlo stát. Podle nás by to ale bylo zbytečné a kontraproduktivní.

Rizika

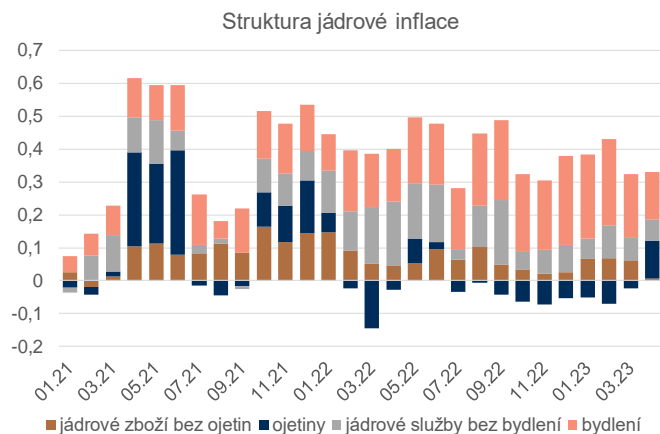
„Drama“ kolem stropu zadlužení nakonec skončilo podle očekávání kompromisem na poslední chvíli, na další kolo se můžeme těšit za dva roky. Vážnějším zdrojem rizik s potenciálně podstatně větším dopadem je nejistota kolem vývoje měnové politiky Fedu. Pomalu klesající inflace může přesvědčit dostatečný počet členů FOMC ke zvýšení sazeb, což může vést k hlubší než nyní očekávané recesi. Rizikem jsou také dopady utážené měnové politiky na banky a stabilitu finančního sektoru obecně. Trh momentálně v podstatě s jistotou počítá s jedním dalším zvýšením sazeb.

Tempo růstu nájmu bude v dalších měsících zpomalovat.



Zdroj: Bloomberg

Podstatnou část jádrové inflace tvořily v dubnu nájmy a ojetiny.



Zdroj: US Bureau of Labor Statistics, Bloomberg



EUR/USD

Konec prvního květnového týdne přinesl významný obrat ve vývoji kurzu. Dolar se otočil k posilování a tento trend vydržel až do konce měsíce. Možných důvodů pro to je hned několik. Roli mohl hrát růst výnosů na dluhopisech, který souvisel s opatrnějšími očekáváním ohledně vývoje sazeb Fedu. Investoři jsou aktuálně ochotni připustit možnost dalšího růstu sazeb a očekávání jejich brzkého poklesu jsou mnohem slabší. Roli mohla hrát i nervozita kolem stropu zadlužení USA a role dolaru jako bezpečného přístavu. Pomoci mohla i dobrá výkonnost akcií. Podle našeho názoru je květnové posílení dolaru, byť výrazné, pouze dočasné. Nadále předpokládáme, že se kurz postupně vrátí trvaleji nad 1,10, kde je podle našeho názoru zhruba jeho dlouhodobá rovnovážná hodnota. V červnu budou důležitá data z trhu práce, později především údaje o vývoji CPI a zasedání FOMC. Především zasedání FOMC bude mít potenciál zásadně zapůsobit na vývoj kurzu. Zvýšení sazeb nebo náznak, že k němu dojde na některém z příštích zasedání, by dolaru pomohlo, více holubičí vyznění zasedání by mělo otočit trend opět k růstu eura.

EUR/CZK

Koruna na začátku května vymazala část ztrát z konce dubna a posílila až k 23,35 EUR/CZK. Celkové zhoršení sentimentu na globálních trzích a posilování dolaru v druhé polovině měsíce koruně nesvědčilo. Postupně oslabovala až k 23,79 EUR/CZK, pak se kurz stabilizoval těsně pod 23,7 EUR/CZK.

Další vývoj koruny je krajně nejistý. Jestřábí výroky ať již od ECB, nebo Fedu budou korunu tlačit ke slabším hodnotám, naopak ČNB může korunu posunovat opačným směrem. Ze současných úrovní nikoliv intervencemi, ale spíše verbálně signalizovaným možným zvyšováním sazeb. Náš základní scénář ovšem s dalším zvyšováním sazeb nepočítá, a proto ani nevěříme v další posilování koruny. Snižování úrokového diferenciálu vůči euru bude naopak tlačit spíše na oslabování koruny. Oslabení nad 24 EUR/CZK by zároveň vyvolalo reakci ČNB, nejprve verbální, ale v případě nutnosti by ČNB neváhala použít devizové rezervy, aby zabránila oslabení koruny. Předpokládáme, že oslabení koruny nad 24,2 vůči euru je nepravděpodobné.

Dluhopisy

V první polovině května se vývoj na trhu vyznačoval vysokou volatilitou. Převažovalo očekávání ukončení zvyšování sazeb a poměrně brzkého obratu k jejich snižování. Data z trhu práce, inflace a maloobchodní tržby trh postupně přesvědčily, že inflace je stále příliš vysoká a klesá příliš pomalu a že ekonomika, především trh práce, dostatečně nezpomalily, takže Fed bude muset ještě dále zvýšit sazby, aby inflaci zvládl. Toto přesvědčení vedlo

k růstovému trendu v druhé polovině května, v jehož rámci desetiletý výnos narostl z 3,36 % nad 3,80 %. Také dvouletý výnos reagoval výrazným růstem ze 4,0 % na 4,6 %. Červnový vývoj bude záležet nejprve na zveřejňovaných datech (především trh práce a inflace) a poté na výsledku zasedání FOMC. Pokud nedojde k zásadním překvapením, měl by být prostor pro další růst výnosů už hodně omezený a lehce může dojít k poklesu výnosů. K růstu výnosů státních dluhopisů částečně přispěla i nervozita kolem stropu zadlužení a s ní spojený odliv prostředků do bezpečí. Vyřešení problému by mohlo přispět k zastavení tlaku na růst výnosů. U řešení problému se stropem zadlužení bude také důležité, jak ovlivní rozpočtovou politiku USA, a potažmo tedy objemy emitovaných dluhopisů. V delším časovém horizontu je vysoce pravděpodobný pokles výnosů, především na dlouhém konci křivky. Jeho rozsah bude ovlivněn především mírou zpomalení americké ekonomiky ve druhém pololetí.

Evropské dluhopisy do značné míry kopírovaly vývoj v USA, výnosy tedy v průběhu května narostly. Investoři se podobně jako v USA snaží odhadnout další vývoj sazeb ECB, přičemž v Evropě je nejistota ještě větší než v USA. Jádrová inflace se na rozdíl od USA ještě neotočila k poklesu a hodně bude záležet na tom, jak dlouho bude trvat, než tak učiní. Růst evropských ekonomik je sice slabý, ale lepší, než se očekávalo a momentálně převládá přesvědčení, že na rozdíl od USA bude druhá polovina roku v Evropě lepší než první. To jednak podporuje přesvědčení o dalším růstu sazeb ECB, ale také otevírá prostor pro spekulace. Nejistota ohledně dalšího vývoje výnosů je proto v Evropě o dost větší než v USA a možné jsou i poměrně výrazné výkyvy.

Výnosy českých dluhopisů byly v průběhu května relativně velmi stabilní, vývoj na světových trzích se jich týkal jen poměrně omezeně, i když k mírnému růstu výnosů došlo. Trh nijak zásadně nereagoval na vládní návrh rozpočtových úspor, ale je možné, že tento návrh přispěl ke stabilitě trhu tím, že skýtá reálnou šanci na omezení rozpočtových schodků, a tedy menší objem státního financování. Trh nijak zásadně nereagoval ani na výsledky zasedání bankovní rady ČNB na začátku května, přestože došlo k překvapivému posunu rovnováhy v bankovní radě ve prospěch dalšího zvýšení sazeb. Na současných cenových úrovních převládá dostatečný zájem kupců při obecně poměrně nízké aktivitě. Aktuálně není vidět jasný důvod pro změnu vývoje, klid na trhu by tedy mohl pokračovat i v červnu. Pokud se bude inflace vyvíjet podle očekávání a bude tedy rychle klesat a pokud nebudeme svědky výrazného růstu tlaku na zvyšování mezd, měly by výnosy střednědobě klesat.



Akcie

Hlavní akciové trhy se nenechaly z poklidu vyrušit ani v květnu a měsíc zakončily na zhruba stejné úrovni, na jaké ho začaly (S&P500, DAX). Nevadilo jim příliš napětí kolem sporů o řešení problému stropu zadlužení v USA (tedy až na mírné a přechodné zhoupnutí směrem dolů na konci měsíce), ani růst výnosů a ani posun trhu k větší akceptaci možnosti dalšího růstu sazeb Fedu. Prim hrál pravděpodobně pocit, že ekonomika je v dobrém stavu a že ani možnost mírné recese ve druhém pololetí pro akcie nepředstavuje větší hrozbu. Jak dlouho tento optimismus akciovým trhům vydrží, je těžké říci, ale nepokládáme za pravděpodobné, že vydrží dlouhodobě. Podle našeho názoru je vnímání stavu ekonomiky jak v Evropě, tak v USA až příliš optimistické a investoři si málo připouštějí hrozby související s utaženou (a možná ještě utaženější) měnovou politikou a geopolitickými riziky. Pravděpodobně jsme tedy v klasické situaci, kdy akcie setrvačností rostou a čekají na impuls, který by je z této letargie probral. Až tento impuls přijde bude podle našeho názoru velmi pravděpodobně negativní a povede k výrazné korekci předchozího růstu.

Pražské burze se v květnu nedařilo. Na vině byly hlavně lokální informace, ale ani některé další evropské trhy neměly dobrý měsíc (Francie -2,5 %, FTSE100 -3,25 %).

Pražská burza zakončila květen poklesem -4,75 %, a to především díky akciím ČEZ, které oslabily o 10 % kvůli pokračujícím spekulacím ohledně rozdělení, zestátnění, případně jiné akce ze strany státu. V čem je aktuálně jasněji, je dividenda, která bude 117,0 CZK.

Dalším propadákem měsíce je Pilulka, která oznámila navýšení kapitálu a upisuje nové akcie. Ty současné se v květnu propadly o -8,8 %. Nedařilo se také KB, která se obchoduje již bez nároku na dividendu a která zaznamenala měsíční pokles -3,12 %. Naopak růst si připsaly akcie VIG +6,25 % a Tabáku +2,57 %.

Výhled na další období je spíše pesimistický, není před námi nic, co by mohlo akcie poslat do silné růstové vlny. Pravdou je, že na kapitálovém trhu není o překvapení nouze. V červnu bude rovněž mimořádně důležité sledovat ČNB, zda se ještě odhodlá ke zvýšení sazeb či nikoliv.

Kredit

Přesně 650 let uplynulo od momentu, kdy mistr Jindřich z Malé Strany otevřel svou dílnu na výrobu pušek a začal tak psát historii zbrojního průmyslu v české kotlině. Ačkoliv bychom si všichni přáli, aby naivní pacifismus i nadále určoval evropskou obrannou politiku, jsou to právě moderní následovníci zmíněného mistra, kterým neveselá geopolitická situace nahrává do karet. Hned z kraje května využívá naplno přízně investorů společnost Colt (dříve Česká zbrojovka) a namísto avizovaných 1,5 mld. CZK sedmiletého dluhopisu navyšuje emitovaný objem o 30 % na konečných 1,929 mld CZK. s variabilním výnosem

180 bb nad 6M PRIBOR. Během posledních tří let se celkový vydaný objem dluhopisů tohoto tradičního výrobce ručních palných zbraní vyšplhal až k ekvivalentu 400 milionů EUR.

V červnu čeká český dluhopisový trh další významná emise, která také částečně souvisí se zbrojním průmyslem, tentokrát od Czechoslovak Group. Za pomoci čtyř aranžérů se pokusí umístit 3 miliardy CZK opět s variabilním výnosem 325 bb nad 6M PRIBOR. V případě výrazného zájmu je emitent připraven navýšit objem až na 5 miliard a na druhou kolej na nějaký čas odsunout všechny ostatní tuzemské emitenty. O poznání menší emisi připravuje ČSOB v podobě Zeleného dluhopisu pro privátní klienty s kupónem 6M PRIBOR -115 bb a tříletou splatností. Pro srovnání kupón stejně dlouhého státního dluhopisu aktuálně vynáší 6M PRIBOR -10 bb. Naopak skupina J&T volí tradičnější přístup a prostřednictvím dceřiné společnosti J&T Global Finance oslovuje investory s nabídkou pětiletého dluhopisu s výnosem 8,125 %. Štědrý kreditní spread nad 3,2 % ukazuje ambici umístit nejen avizovaných 1,5 mld. CZK.

Komodity

Cena ropy se kvůli obavám o růst světové ekonomiky, a tedy o tempo růstu poptávky po ropě na začátku května propadla až na 71,5 USD/brl (WTI). Důvodem těchto obav byla především nepřesvědčivá výkonnost čínské ekonomiky, roli však také hrály obavy z recese v USA ve druhém pololetí. Ve zbytku měsíce se cena ropy částečně zotavila a usadila se nad 75 USD/brl. Došlo k tomu, přestože trh spíše zvyšoval svoje očekávání možného růstu sazeb jak v USA, tak v Evropě. To nasvědčuje tomu, že propad na konci dubna a začátku května byl zvýrazněn technickými faktory (squeeze). Na straně nabídky nedochází k podstatnějším změnám, Rusko je nadále schopné udržet úroveň produkce i exportu. Další vývoj bude hodně záviset na zveřejňovaných růstových datech z důležitých ekonomik. Pokud se bude trh obávat větší slabosti globální ekonomiky, bude cena ropy pod tlakem na pokles. Bude-li výhled zhruba stabilní, měla by kolísat kolem současných úrovní. Výrazný růst je pravděpodobný, jen pokud by se zhoršila geopolitická situace.

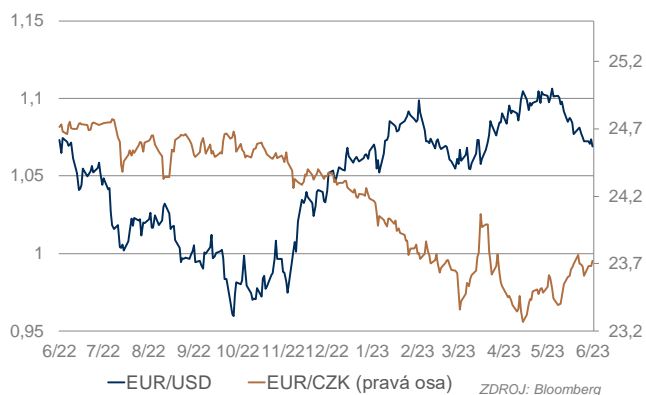
Zlato jako obvykle reagovalo silně na vývoj kurzu dolaru, což v první polovině měsíce podpořilo částečně růst jeho ceny a ve druhé naopak výrazně její pokles. V první polovině měsíce na zlato pravděpodobně docházelo ke spekulativním aktivitám, jinak je poměrně dost těžké vysvětlit silné kolísání jeho ceny, a především výrazný tlak na její růst. Zlato se dostalo na úroveň svých historických maxim, ovšem nepřekonalo ji a po opadnutí momenta a s přispěním obratu trendu dolaru do konce měsíce kleslo zpět pod 2000 USD/oz. Zlato částečně pomohla nejistota a nervozita kolem stropu zadlužení v USA, ale růst s ní spojené rizikové averze není podle našeho názoru dostatečným důvodem pro tak silné výkyvy. Pokud se splní



naše očekávání a dolar se vrátí k oslabování, zlatu to pomůže. Pomohl by mu i případný pokles výnosových křivek na hlavních trzích. Přesto nepředpokládáme, že by se zlato dostalo na nová historická maxima, tyto faktory spíše zpomalí jeho pokles.



Devizové kurzy



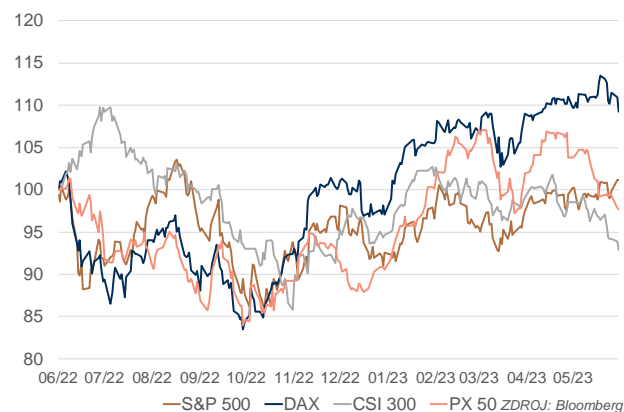
Dluhopisy (10 let)



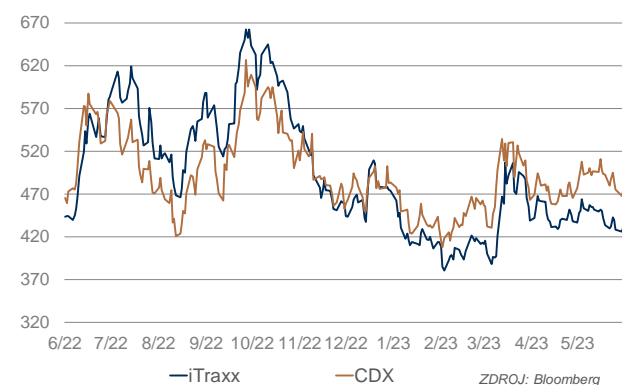
Index volatility VIX



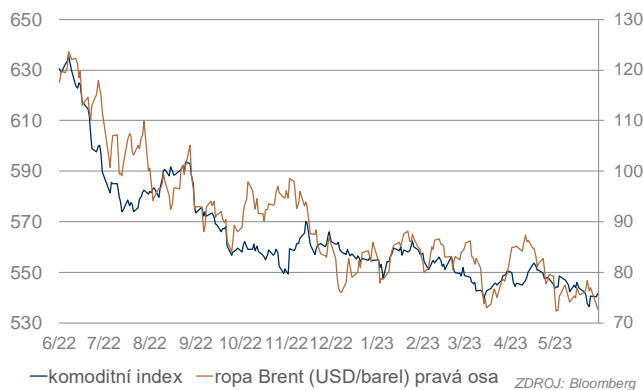
Akciové indexy (1. 6. 2022 = 100)



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	→	3,75	↓
ČNB	5	7	7	7	→	6,5	↓	5,5	↓
KURZY									
EUR/USD	1,07	1,10	1,07	1,09	↑	1,10	↑	1,13	↑
EUR/CZK	24,7	23,6	23,7	23,7	→	24,0	↑	24,0	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	2,64	4,14	4,43	4,2	↓	4,0	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	2,91	3,57	3,66	3,5	↓	3,3	↓	3,0	↓
Něm. dluhopis 2y	0,56	2,69	2,73	2,7	→	2,7	→	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	1,19	2,31	2,29	2,3	→	2,3	→	2,0	↓
České dluhopisy 2y	5,72	5,27	5,43	5,3	↓	5,2	↓	4,0	↓
České dluhopisy 10y	4,69	4,53	4,47	4,5	→	4,4	↓	3,8	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	465,9	476,8	475,1	460,0	↓	435	↓	380	↓
EMU iTraxx 5y	443,7	437,0	431,5	430,0	↓	405	↓	350	↓
AKCIE									
S&P 500	4101,2	4167,9	4179,8					4500	↑
Eurostoxx 50	3759,5	4359,3	4218,0					4350	↑
DAX	14340,5	15922,4	15664,0					15800	→
CSI 300	4083,2	4029,1	3812,1					4500	↑
PX 50	1320,8	1378,1	1296,7					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)	4,7	3,5	1,5	0,3	-0,2	-0,1	0,6	1,0	3,5	2,5	0,2	2,5
soukromá spotřeba	8,0	0,0	-5,2	-5,5	-6,4	-4,8	-1,6	2,2	4,4	-0,9	-2,6	4,1
vládní spotřeba	2,0	1,4	-1,8	0,9	3,9	2,0	3,5	0,0	3,0	0,6	1,6	1,3
investice	7,1	6,0	7,2	4,6	0,3	3,2	2,0	4,6	0,6	6,2	2,9	4,8
dovoz	5,3	2,2	7,6	7,6	3,3	3,3	1,5	2,7	11,5	5,7	2,8	4,9
vývoz	0,4	1,7	11,1	9,7	9,7	8,3	6,1	7,3	5,1	5,7	7,4	6,7
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	8,2	8,2	3,9	15,3	11,0	3,8
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,9	-4,1	-2,0	-1,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,8	-6,1	-2,1	-1,5
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	40,4	42,9	45,8	46

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	5,3	3,5	0,6	1,0
soukromá spotřeba	7,9	5,5	1,8	1,4	0,9	0,0	-0,6	0,5	4,0	4,5	0,2	1,1
vládní spotřeba	3,1	0,8	0,6	0,6	0,7	1,0	1,3	1,0	2,7	1,0	1,0	1,05
investice	3,6	2,8	7,3	0,7	1,1	0,2	-3,3	0,2	2,3	0,5	-0,5	1,1
dovoz	9,3	8,5	10,7	3,8	4,3	2,6	-1,1	1,2	9,1	8,1	1,8	2,65
vývoz	8,7	7,9	7,8	4,6	3,9	2,5	1,3	1,7	11,3	7,0	2,5	2,4
nezaměstnanost (%)	6,8	6,7	6,7	6,5	6,6	6,7	6,8	7,0	7,7	6,7	6,8	6,9
inflace (% y/y)	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,3	4,9	3,1	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	1,6	1,9	2,3	-0,7	1,5	1,8

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

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

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

Ľuboš Mokráš

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

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.

