

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Je Německo opět nemocným mužem Evropy?

ČR ČNB stále váhá se snižováním sazeb

EMU Předstihové indikátory, zdá se, našly své dno

USA Inflace pokračuje v poklesu

prosinec 2023

Magdalena Štředová, Luboš Mokráš

www.ppfbanka.cz



Německo je opět nazýváno nemocným mužem Evropy. Již od minulého roku se pohybuje na hraně recese a vyhlídky nejsou příliš příznivé. Co stojí za problémy německé ekonomiky a jak dlouho bude trvat růstové zaostávání Německa za ostatními zeměmi EU? Odpovědi na tyto otázky se skrývají v kombinaci externích šoků, energetické politiky i rostoucí konkurence pro německé exportně orientované podniky.

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

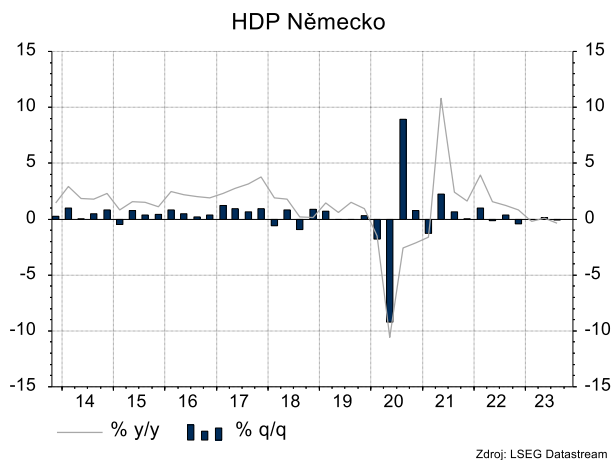
Proč je Německo opět považováno za nemocného muže Evropy a co to znamená pro Česko?

Německá ekonomika se pohybuje na hranici recese a není to jen cyklický výkyv, ale i hlubší strukturální problémy, které nedovolují rychlé oživení. Německý model, kombinující levnou dováženou energii a průmyslovou výrobu produkující zavedené značky Made in Germany, začal klopýtat už před válkou na Ukrajině. Válka, která ukončila dodávky levného ruského plynu, pak stávající problémy výrazně prohloubila. Již delší dobu trápí exportně orientovanou a na průmysl zaměřenou německou ekonomiku klesající světová poptávka po jejím zboží i konkurence z Číny. Německé hospodářství ale brzdí politika kladoucí důraz na ekologické normy v průmyslové výrobě nebo energetika bez jaderných elektráren. Průmyslová země s relativně dražšími cenami energií to nemá v globální konkurenci vůbec lehké.

Data ukazují aktuální slabost německé ekonomiky i ne příliš optimistické vyhlídky

Poslední zveřejněné statistiky německého HDP ukázaly, že ekonomika poklesla mezičtvrtletně o 0,1 %, což je mírné zhoršení oproti předchozím čtvrtletím, kdy ve 2. čtvrtletí rostla o zanedbatelných 0,1 % y/y a v 1. čtvrtletí stagnovala. Německo tak již od konce roku 2022 balancuje

Německo balancuje na hranici recese.



na hranici recese. Detaily za 3. čtvrtletí ještě zveřejněny nebyly, ale komentář německého statistického úřadu naznačuje, že hlavní brzdou růstu byla spotřeba domácností. Slabou spotřebu potvrzují měsíční data za

maloobchodní tržby, které se drží v červených číslech již 18 měsíců v řadě. Poslední údaje za maloobchodní tržby ukázaly meziroční pokles o 4,3 %. Také měkké indikátory potvrzují, že důvěra spotřebitelů je velice nízká. Index spotřebitelské důvěry GfK se od konce loňského roku drží v relativně úzkém pásmu okolo -16 bodů. Na takto nízkých hodnotách byl index naposledy při finanční krizi v roce 2008. Z produkčního pohledu je brzdou růstu jednoznačně průmysl. Ve 3. čtvrtletí průmyslová výroba soustavně klesala a také předstihové indikátory PMI ukazují, že slabost průmyslu se spíše prohlubuje, než že by se situace lepšila. PMI ve zpracovatelském průmyslu se sice již odrazil ode dna, ale stále se pohybuje hluboko pod 50. Listopadová hodnota 42,3 je sice výše než 39,8 bodu v září, ale stále ukazuje na zhoršování situace, i když o něco pomalejším tempem.

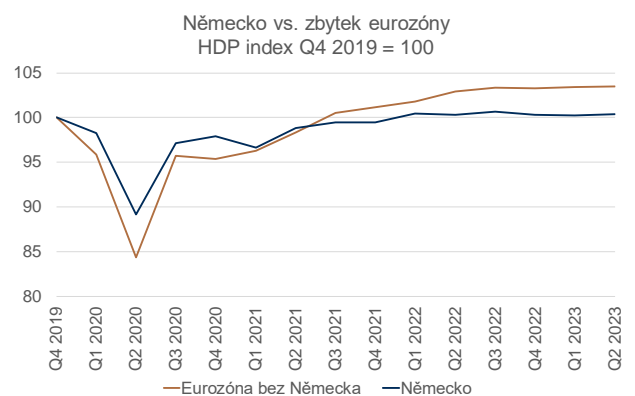
Ani ostatní předstihové indikátory nevyznívají příliš optimisticky. Index Ifo, který z měkkých indikátorů nejlépe predikuje vývoj reálné ekonomiky, se sice – zdá se – také odrazil ode dna, ale jeho aktuální hodnoty jsou na podobných úrovních jako při finanční krizi v roce 2008.

Příčiny slabosti německé ekonomiky jsou cyklické i strukturální povahy

Aktuální nepříznivé statistiky z německé ekonomiky nejsou jen cyklickým výkyvem, ale trvají již delší dobu a mají hlubší příčiny.

Mezi cyklické faktory, které brzdí ekonomický růst, patří vysoká inflace, která se podepisuje na spotřebě domácností, stále vysoké ceny energií, které dopadají jak na domácnosti, tak na průmysl, vysoké úrokové sazby, brzdící úvěrovou aktivitu, ale i nižší globální poptávka, především z Číny. Cyklickým faktorům čelí všechny země

Německo v růstu ekonomiky zaostává za zbytkem zemí eurozóny od druhé poloviny roku 2021.

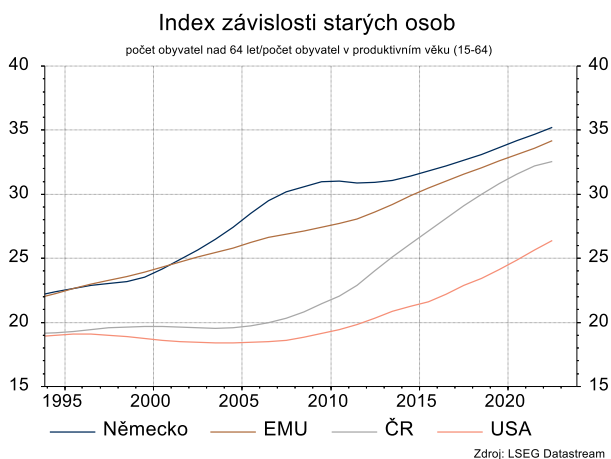


eurozóny, ale Německo ve srovnání s ostatními státy přeci jen zaostává. Německý ekonomický model, založený na levném dovozu plynu a vývozu tradičních průmyslových výrobků do zemí, jako je například Čína, v kombinaci s limitovaným růstem mezd a vládní podporou přestal fungovat a transformace je nutná a zároveň není realizovatelná v krátkém čase. Kromě struktury průmyslu a energetiky se Německo potýká i s velmi nepříznivým demografickým vývojem.

Německá populace rychle stárne

Jedním ze zásadních strukturálních problémů, který brzdí přeměnu struktury ekonomiky, je demografie. Německá populace je jednou z nejrychleji stárnoucích a již nyní se nejen průmyslové podniky potýkají s nedostatkem pracovní síly. Rozdíl mezi těmi, kdo odchází do důchodu, a těmi, kdo na pracovní trh přicházejí, se rok od roku zvyšuje, aktuálně se pohybuje okolo 300 000 za rok a bez podpůrných opatření by se podle odhadů vlády měl do roku 2030 zvýšit na 650 000. Naakumulovaný úbytek zaměstnanců v produktivním věku by se měl v roce 2030

Stárnutí německé populace ohrožuje ekonomický růst.



vyšplhat až na 5 milionů zaměstnanců. Podle aktuálních studií, podle kterých vznikl plán vlády Olafa Scholze, Německo potřebuje každý rok 400 000 pracovníků ze zahraničí, aby byla zajištěna prosperita a německý systém sociálního zabezpečení na stávající úrovni.

Německo zaostává i v digitalizaci. Podle indexu digitalizace od Evropské komise se Německo aktuálně nachází až na 13. místě ze zemí EU, těsně nad průměrem EU. Nedostatek pracovní síly se s tímto problémem prolíná, protože v Německu aktuálně chybí 150 000 kvalifikovaných IT specialistů (podle německé IT asociace Bitcomp).

Zpomalující tradiční německá zpracovatelská odvětví se nedaří nahradit jinými

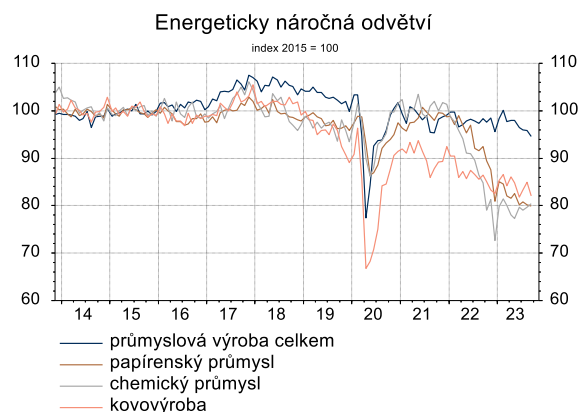
Dalším problémem je strnulá a zaostalá struktura německé ekonomiky. Německo bylo na špici v tradičním zpracovatelském průmyslu, ale nedaří se mu přechod na

moderní obory s využitím nových technologií, robotiky nebo umělé inteligence. Kromě softwarového gigantu SAP v Německu není více významných firem z technologického odvětví a zatím se nezdá, že by nové firmy v tomto oboru vstupovaly ve velkém na trh. O strnulosti struktury německé ekonomiky vypovídá i počet inovací. Podle indexu inovací sestavovaného Světovou organizací duševního vlastnictví (WIPO) je Německo na 8. místě ve světě a v rámci Evropy na 5. místě. Jak Německo zaostává v umělé inteligenci, lze demonstrovat na výzkumných pracích v tomto oboru. Pouze čtyři ze 100 nejcitovanějších prací o umělé inteligenci byly v roce 2022 z Německa.

Slabost německého průmyslu trvá již nějakou dobu. Na rozdíl od ostatních zemí eurozóny je Německo průmyslovou zemí. Podíl průmyslu na hrubé přidané hodnotě se v průměru v eurozóně pohybuje okolo 17 %, v Německu to je 21 %.

A byl to právě průmysl, který zpomalil ekonomický růst již v roce 2019. Exportně orientované Německo se potýkalo se slabou globální poptávkou, nejistotou ohledně dopadu Brexitu, ale i důrazem na ekologii, což se negativně projevovalo především v průmyslu. Velkou ránu průmyslové výrobě zasadila pandemie, která s sebou přinesla nucené odstávky výroby. Po uvolnění protipandemických opatření to byly problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích, které dále brzdily výrobu. Více než ostatní země pak byl německý průmysl zasažen válkou na Ukrajině, která začala v únoru 2022 a výrazně omezila dodávky ruského levného plynu, na kterém byla založená německá energetická koncepce. Energetická krize zasáhla zejména energeticky náročná odvětví, jako je chemický průmysl, kovovýroba, výroba skla, papíru nebo zpracování minerálních olejů. Zajímavé je, že po relativním uklidnění situace nenastal obrát v trendu. Například produkce chemického průmyslu zůstává o 20 %

Energeticky náročná odvětví se ani po poklesu cen plynu nevzpamatovala.



níže než před začátkem ruské invaze na Ukrajinu. Údaje o zahraničním obchodu ukazují nárůst dovozů v postižených odvětvích. Substituce dovozem tak stále trvá

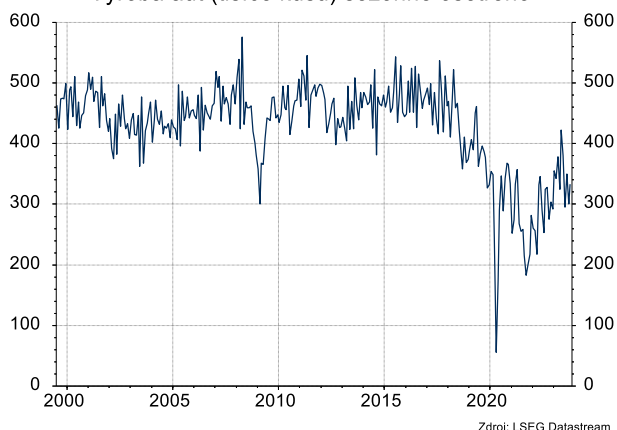


a nižší produkci v energeticky náročných odvětví alespoň prozatím nenahradila jiná odvětví.

Klíčovým odvětvím pro německou ekonomiku je dlouhodobě automobilový průmysl, na který je navázán celý řetězec malých dodavatelských firem. Z celkových výnosů průmyslu je 25 % z automobilového. 77 % aut vyrobených v Německu se exportuje. Útlum automobilového průmyslu byl v posledních letech patrný. Zatímco ještě v roce 2018 se v Německu vyrobilo 5,65 miliónu aut, v roce 2021 to bylo již jen 3,1 miliónu. V roce 2022 se sice výroba aut mírně navýšila, ale jen na 3,4 miliónu. Stejný počet nových aut byl v Německu vyroben za prvních 10 měsíců letošního roku.

Automobilový průmysl zpomaluje posledních 6 let.

Výroba aut (tisíce kusů) sezónně ošetřeno

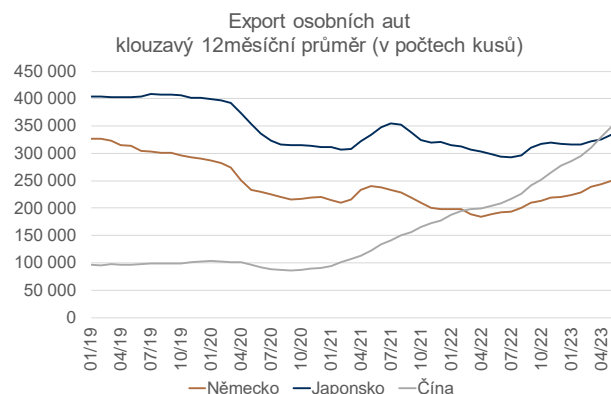


Automobilová výroba se pravděpodobně odrazila ode dna, ale dosažení objemu výroby z doby před pěti lety je stále na hony vzdálené.

Automobilový průmysl čelí kromě vysokých cen energií, kterým se dokázal až překvapivě dobře přizpůsobit (podle institutu Ifo 85 % firem v automobilovém průmyslu snížilo po únoru 2022 svou spotřebu plynu), ještě výzvě v podobě přechodu na výrobu elektrických aut i výrazné konkurenci zejména z Číny. Dovoz čínských vozidel a dílů do Německa v první polovině letošního roku vzrostl o 75 %, zatímco v opačném směru se obchod propadl o 21 %. Čína se tak z dodavatele a spotřebitele změnila na konkurenta.

To, co platí v bilaterálním obchodě mezi Německem a Čínou, platí i celosvětově. V roce 2022 Čína v počtu vyvezených osobních vozů překonala Německo a v první polovině letošního roku Japonsko a stala se největším exportérem aut na světě. Od ledna do června Čína vyvezla 2,3 miliónu aut, což je meziroční nárůst o 77 %. Naproti tomu Německo ve stejném období dokázalo vyvézt 1,6 miliónu aut. To je sice znatelně méně než Čína, ale oproti loňskému roku se jedná o více než 30% nárůst. Aby Německo udrželo krok s Čínou, bude klíčové přizpůsobení měnícímu se trhu, zejména přechodu na elektromobilitu. Přeměna to bude dlouhodobá a nákladná. Na rozdíl od čínského průmyslu musí Německo komodity na výrobu

Čína je největším světovým exportérem osobních aut.



baterií do elektromobilů dovážet, což představuje riziko pro hladké fungování dodavatelsko-odběratelských řetězců. Vzhledem k tomu, že Čína je dodavatelem mnoha klíčových komodit, například grafitu, který je pro výrobu baterií do elektromobilů nezbytný, bude Německo stále závislé na dovozech z Číny, které ale nemusí být vždy spolehlivé. Čína již v minulosti ukázala, že může omezit vývoz klíčových komodit, pokud je to pro ni výhodné.

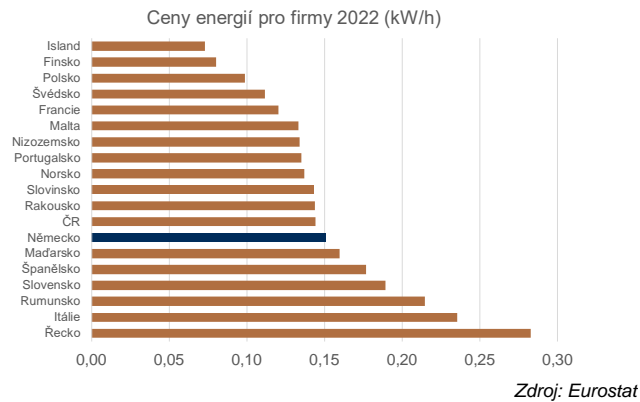
Transformaci průmyslu chce napomáhat vláda štedrými dotacemi, které si Německo jako málo zadlužená země může dovolit a má s nimi i zkušenosti. Při finanční krizi v roce 2009 strádajícím německým automobilkám výrazně pomohlo zavedení tzv. šrotovného, které zvýšilo prodeje podle některých odhadů až o 30 %. Na druhou stranu bude potřeba zabezpečit i dodávky energií za ceny, které udrží konkurenceschopnost průmyslu, což bude pro Německo výzva. A ve světle nedávného rozhodnutí Ústavního soudu, který rozhodl o zmrazení fondu, který měl dotovat drahé energie, je tato výzva ještě větší.

Energetická přeměna tzv. Energiewende bude nákladná a neobejde se bez dovozů z Číny

Německý průmysl limitují i vysoké ceny energií, které jsou pro průmyslovou zemi, jakou je Německo, klíčové. Odklon od jaderné energie (poslední tři jaderné elektrárny byly odstaveny v dubnu letošního roku) a sázka na mix obnovitelných zdrojů doplněných o levný ruský plyn nebyla dobrou volbou. Ceny energií jsou pro konkurenceschopnost průmyslové výroby klíčové. Vzhledem k tomu, že v Evropě je v provozu 168 jaderných elektráren a další se staví, představují ostatní evropské země pro Německo konkurenci, která může lákat německé firmy k přesunu výroby za levnějšími zdroji energií. Konkrétně Francie se sítí jaderných elektráren láká zejména energeticky náročná odvětví, jako je například výroba hliníku, k přesunu za levnější energií. Z historických dat je evidentní, že spotřeba energií a ekonomický růst silně korelují.



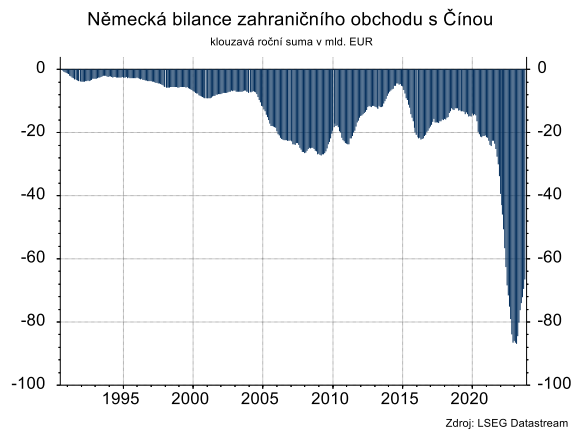
Srovnání cen energií v EU ukazuje, že co se týká cen energií, může Francie představovat pro německé firmy lákavou destinaci pro případný přesun výroby.



Energetická přeměna bude dlouhodobá a navíc nebude možná bez dovozů z Číny, která vyváží nejen velké množství komodit, jež jsou pro přechod k jiným druhům energií nezbytné (např. lithium), ale i konečných výrobků, jako jsou například solární panely. V roce 2022 Německo dovezlo solární panely v hodnotě 3,6 mld. EUR, z čehož 87 % bylo z Číny.

Export do Číny se letos propadl o 8 % a nebylo to dáno ani tak tím, že by se Německo chtělo zbavit své závislosti na Číně jako na exportní destinaci, nýbrž spíše slabou poptávkou ze strany Číny.

Deficit zahraničního obchodu s Čínou ukazuje, že Německo potřebuje více Čínu než Čína Německo



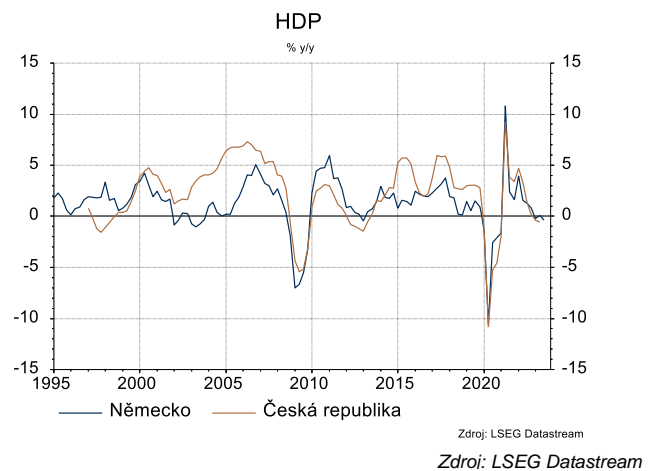
Závěr

Výše uvedené skutečnosti vyznívají spíše pesimisticky a výhled německé ekonomiky v tomto světle nevypadá příliš příznivě. Na druhou stranu Německo již v minulosti dokázalo překonat mnoho těžkostí a z nemocného muže Evropy, který se na konci devadesátých let potýkal s problémy spojenými se znovusjednocením a velmi slabým růstem, se v průběhu let stala nejsilnější ekonomika Evropy, která dokázala stát na pevných základech navzdory novým výzvám. Aktuální slabost německého

hospodářství sice nemusí a velmi pravděpodobně neznamená předzvěst úpadku Německa jako vedoucí evropské ekonomické síly, ale strukturální změny, které by mohly znovu nastartovat německý ekonomický růst, nelze realizovat ze dne na den a slabost německé ekonomiky tak bude přetrvávat. Co to znamená pro českou ekonomiku?

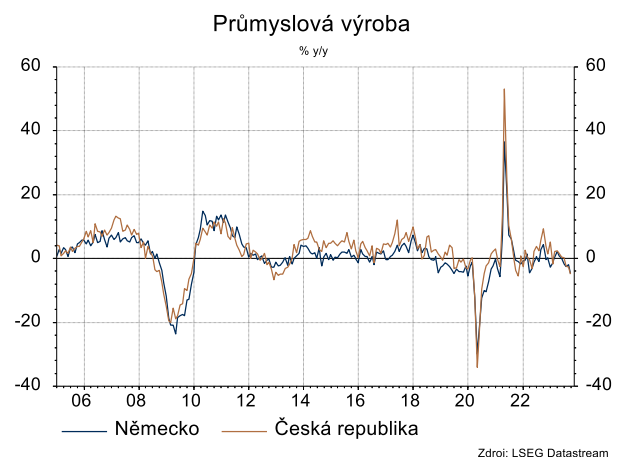
Německo je pro Česko hlavním obchodním partnerem. Do Německa směřuje 30 % českého exportu a německý dovoz představuje 28 % celkového dovozu do ČR. Vzhledem k tomu, jak je zahraniční obchod pro malou otevřenou českou ekonomiku důležitý (exporty představují 75 % HDP), je nutně výkonnost české ekonomiky

Korelace českého a německého růstu je viditelná.



a zejména její průmyslové části na německé ekonomice významně závislá. Bez oživení Německa tak bude i česká ekonomika těžko hledat stimuly pro vlastní růst.

Český průmysl je na německý silně navázán.



Ani horší než očekávaná data z reálné ekonomiky v kombinaci se slábnoucími inflačními tlaky nepřiměly ČNB ke snižování sazeb. ČNB čeká na další data, zejména pak na zveřejnění růstu mezd, aby rozhodla, zda první snížení sazeb stihne ještě do konce letošního roku, nebo zda počká až na začátek roku příštího. Každopádně čím déle bude ČNB čekat, tím rychleji potom bude muset sazby snižovat.

Ekonomická aktivita

HDP ve 3. čtvrtletí v mezičtvrtletním srovnání poklesl o 0,5 %, meziročně pak o 0,7 %. To bylo pod očekáváním trhu i ČNB. Meziroční pokles HDP byl ovlivněn nižšími výdaji na konečnou spotřebu domácností i poklesem zásob.

Data z reálné ekonomiky, která do konce listopadu Český statistický úřad zveřejnil, potvrdila slabou výkonnost ekonomiky ve 3. čtvrtletí. Slabost poptávky domácností potvrdily maloobchodní tržby, které se propadly o 4 % y/y, přičemž pokles zaznamenaly jak potraviny, tak nepotravinářské zboží. Trend klesajících maloobchodních tržeb trvá již více než dva roky, i když tempo poklesu se spolu s klesající inflací v posledních měsících zpomaluje.

Také statistiky z průmyslu vykazují klesající trend. V září průmyslová výroba propadla o 5 %. To bylo sice z velké části způsobeno propadem v energetickém sektoru, vyvolaným plánovanými odstávkami v elektrárnách i neobvykle teplým počasím v září, ale s poklesem produkce se průmysl potýká napříč odvětvími. Ani pohled na nové objednávky nesignalizuje, že by se situace měla v dohledné době zlepšit. Nové zakázky v září meziročně klesly o 5,2 %.

Inflace a centrální banka

Říjnová inflace 8,5 % skončila nad očekáváním ČNB (8,3 %). Meziměsíčně ceny vzrostly o 0,1 %, oproti meziměsíční stagnaci očekávané ČNB. Cenové tlaky tak zůstávají dále tlumené, nárůst oproti zářijovým hodnotám

Spolu s průmyslovou výrobou klesají i nové zakázky.



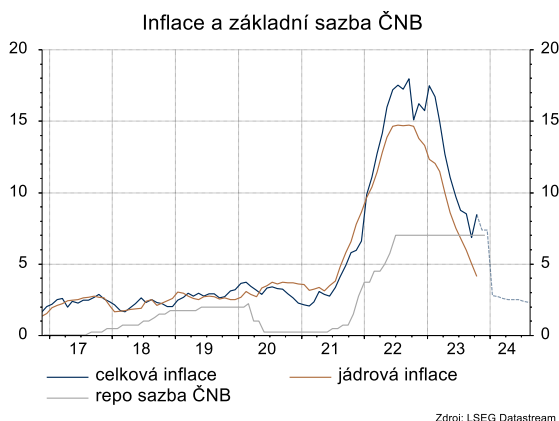
byl dán nízkou srovnávací základnou způsobenou započítáním úsporného tarifu do cen elektřiny. Bez tohoto vlivu by inflace zpomalila na 5,8 %. V meziměsíčním vyjádření růst cen táhly ceny potravin a oděvů a obuvi, což odpovídá sezónním vzorcům. Naopak ve směru nižšího růstu cen působily ceny v oddíle bydlení.

Pro ČNB může být říjnová inflace argumentem pro další váhání s poklesem sazeb. Na listopadovém zasedání pouze dva členové bankovní rady hlasovali pro snižování sazeb. Bankovní rada se rozhodla pro stabilitu sazeb navzdory nové prognóze, která stejně jako ta předcházející ukazuje na snižování sazeb již letos (o 50 bb). Za hlavní proinflační rizika považuje bankovní rada případné neukotvené inflační očekávání, mzdový vývoj a fiskální expanzi. Proti zvyšování sazeb hovoří i relativně nízké náklady případného držení stabilních sazeb po delší dobu. Takovýto závěr dává alternativní scénář, který si nechali centrální bankéři vypracovat. Ten pracuje s možností většího přecenění v lednu, se kterým jsou konzistentní stabilní sazby až do konce 1. čtvrtletí 2024. Jak bude bankovní rada hlasovat na prosincovém zasedání, je stále nejasné a ve hře jsou obě možnosti – jak stabilita sazeb, tak jejich snížení. Centrální bankéři se podle svých slov budou rozhodovat podle přicházejících dat. Data z reálné ekonomiky zatím vycházejí spíše protiinflačně, ale vyšší než očekávaná říjnová inflace může centrální bankéře přinutit k opatrnosti. Podle slov guvernérky Zamrazilové se bankovní rada obává, že vyšší inflace v posledním čtvrtletí, i když se jedná jenom o efekt vysoké srovnávací základny, může zvýšit inflační očekávání a mít tak vliv na efekt lednového přecenění. I když šance na stabilitu a snížení sazeb na prosincovém zasedání jsou celkem vyrovnané, my se mírně přikláníme k tomu, že ČNB začne se snižováním sazeb až příští rok.

Rizika

Hlavní riziko pro českou ekonomiku aktuálně představuje vývoj v Německu. Pokud se problémy tamního průmyslu budou prohlubovat, bude očekávané oživení české ekonomiky v příštím roce slabší.

Centrální banka navzdory klesající inflaci se snižováním sazeb váhá.



I když se předstihové indikátory již nezhoršují, i nadále zůstávají pod svými dlouhodobými průměry a signalizují, že po poklesu HDP ve 3. čtvrtletí může přijít pokles i v následujícím čtvrtletí. Inflace pokračuje v poklesu, ale ECB nechce o brzkém snižování sazeb zatím slyšet.

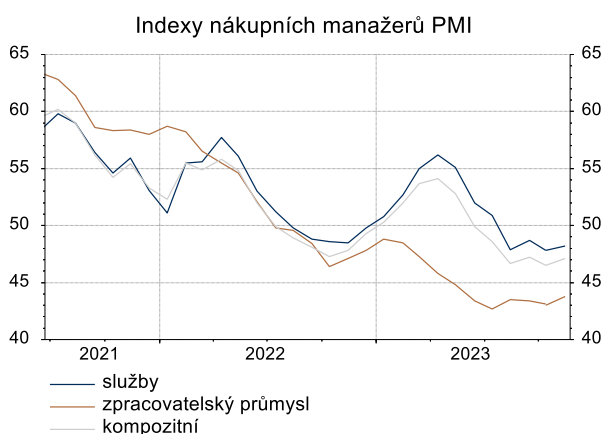
Ekonomická aktivita

Zatímco americká ekonomika překvapuje pozitivně, eurozóna za očekávání stále zaostává a tento trend potvrdila i poslední zveřejněná data, která ukázala, že HDP mezičtvrtletně poklesl o 0,1 %. I když detaily ještě zveřejněny nebyly, pohled na maloobchodní tržby potvrzuje, že celkový ekonomický růst stále brzdí spotřeba domácností. Maloobchodní tržby v meziročním vyjádření klesají již 15 měsíců v řadě. Poslední čísla za září ukázala pokles o 2,9 %. Tento vývoj je poněkud v protikladu s klesající inflací a rostoucími reálnými příjmy. První známky mírného optimismu a zlepšující se situace vykázal indikátor důvěry spotřebitelů od Evropské komise, který se v listopadu oproti očekávání mírně vylepšil z -17,9 na -16,9, což jsou hodnoty z historického pohledu stále nízké, ale mohou předznamenávat obrat.

Také průmyslová výroba se dále propadá, v září o 6,9 % y/y, zejména díky slabosti Německa. I zde ale platí, že předstihové indikátory živí opatrný optimismus. Index nákupních manažerů PMI ve zpracovatelském průmyslu v listopadu za celou eurozónu vzrostl na 43,8 bodu, to je sice stále hluboko pod hladinou 50 oddělující expanzi od kontrakce, ale zároveň je to hodnota nejvyšší za posledních šest měsíců.

Nepříznivou situaci v průmyslu částečně kompenzují služby – PMI ve službách v listopadu vzrostl na 48,2 z říjnových 47,8, což jsou ale z historického pohledu stále velice slabé hodnoty. Kompozitní PMI v listopadu vzrostl na 47,1, což signalizuje, že ekonomika eurozóny ve 4. čtvrtletí opět mezičtvrtletně mírně poklesne.

Předstihové indikátory přestaly klesat, ale zůstávají hluboko pod historickým průměrem.



Naopak trh práce zůstává překvapivě silný s nízkou nezaměstnaností okolo historických minim a rostoucí zaměstnaností, i když podle dat Eurostatu růst zaměstnanosti zpomaluje. Ve 3. čtvrtletí rostla zaměstnanost o 0,3 % y/y, o 0,1 pb pomaleji než 1. pololetí.

Inflace a centrální banka

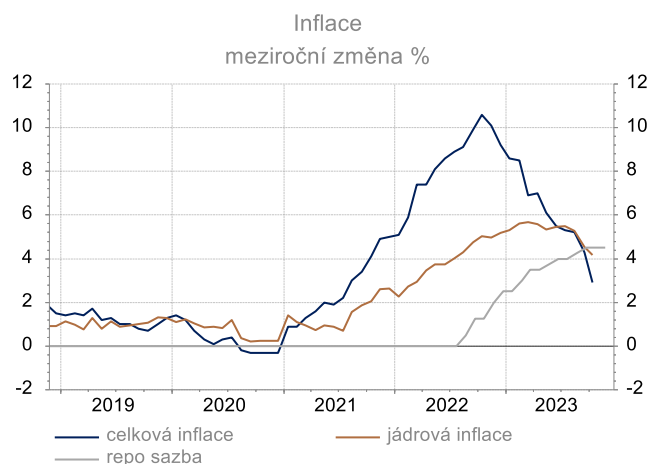
Na rozdíl od dat z reálné ekonomiky inflační čísla překvapují pozitivně. Celková inflace v eurozóně pokračuje v poklesu – v říjnu z 4,3 na 2,9 %, což bylo 0,2 pb pod očekáváním. Dezinflační trend je vidět napříč kategoriemi zboží, naopak pokles inflace ve službách postupuje pomaleji. Jádrová inflace stále zůstává poměrně vysoko na 4,2 %. Na tomto výsledku se ale podílejí z části distorce způsobené letošní změnou vah ve spotřebním koší. Dezinflační trend by měl i nadále pokračovat, i když ve službách jej bude zpomalovat růst mezd.

Klesající inflace a slabá reálná ekonomika, to je kombinace, která by měla hrát do karet uvolňování měnových podmínek. ECB se ale zatím do případného snižování sazeb příliš nehrne, spíše naopak. Někteří členové Rady guvernérů hodnotí očekávání trhu ohledně prvního snižování sazeb v polovině příštího roku jako předčasná. Například podle názoru Roberta Holzmann není vyloučené, že ECB sazby dokonce ještě zvýší. To je podle našeho názoru při aktuálním vývoji inflace a ekonomiky značně nepravděpodobné. Ale i prezidentka ECB Lagarde se ke snižování sazeb staví zdrženlivě a zdůrazňuje, že ECB ještě nemůže jednoznačně vyhlásit vítězství nad inflací. Nejbližší zasedání ECB se bude konat 14. prosince. Změnu sazeb nečekáme.

Rizika

Očekávání, že po aktuálním horším vývoji ekonomiky dojde k oživení, se nemusí naplnit. Rizikem zůstává i vývoj inflace. Pokud se nebude snižovat dostatečně rychle, nebude ECB moci uvolněním měnových podmínek podpořit reálnou ekonomiku.

Inflace klesá, ECB zatím nesignalizuje obrat v měnové politice.



Kombinace sice stále silného, ale zároveň zřetelně dynamiku ztrácejícího trhu práce pokračujícího poklesu inflace vedla investory k přehodnocení výhledů vývoje sazeb Fedu. Investoři už nepočítají s dalším růstem sazeb a předpokládají, že Fed začne sazby snižovat kolem pololetí. Mluvčí Fedu jsou ovšem stále opatrní a počítají se spíše delším obdobím stabilních sazeb. Pro skutečný vývoj sazeb bude klíčový další vývoj ekonomiky, především to, zda se Fedu podaří „měkké přistání“, nebo USA projdou recesí.

Ekonomická aktivita

Ztráta dynamiky trhu práce se projevuje především v měsíci po měsíci klesající tvorbě nových pracovních míst. Pomalu také začíná růst míra nezaměstnanosti navzdory tomu, že nabídka pracovních míst je podle JOLTS stále velmi vysoká. Z hlediska inflace, a tedy Fedu, je důležité především postupné zpomalování tempa růstu mezd. Zpomalování tempa růstu mezd při stále relativně vysoké inflaci znamená, že disponibilní příjmy už třetí měsíc v řadě meziměsíčně klesaly. Zároveň trvá velmi silná osobní spotřeba, což vede k poklesu míry úspor. Ta je nyní poblíž historických minim, na která se předtím dostala v období před finanční krizí 2008/2009. To, že se řada spotřebitelů dostává na hranu, potvrzuje například rostoucí počet problémů se splácením úvěrů na kreditních kartách. Stále trávající a zdánlivě nezastavitelná nákupní vlna („Black Friday“ byl podle předběžných údajů velmi silný) tak může relativně brzy narazit na dno. To by následně mohlo vést k nečekaně prudkému zpomalení americké ekonomiky, protože by se zkombinovala finanční vyčerpanost domácností se zhoršenou situací na trhu práce. Náš výhled pro příští rok je tak pesimistický a řadíme se k těm, kteří čekají recesi, a ne měkké přistání.

Tlak na růst mezd slábne.



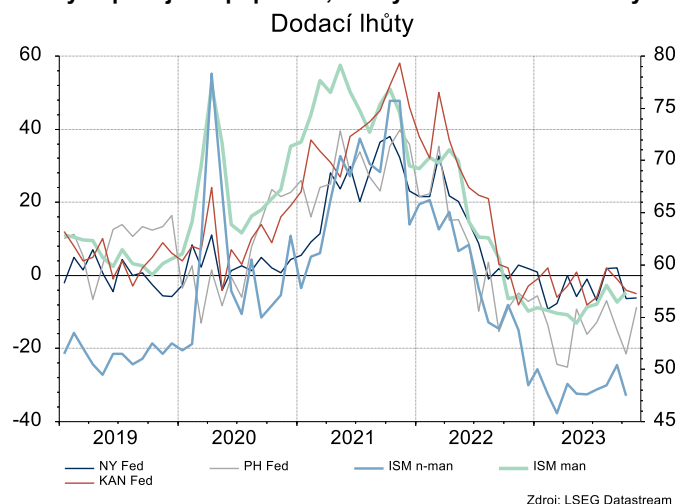
Inflace a centrální banka

Růst maloobchodních cen mírně zaostal za očekáváním. Trh to vzal jako potvrzení dezinflačního trendu a reagoval na tato data velmi prudce. Jádrové inflaci pomohlo očekávané zpomalení tempa růstu nájmu a až na nepočtené výjimky nízký růst ostatních položek. U celkové inflace hrál důležitou roli pokles cen benzínu. Ještě zřetelnější byl dezinflační trend u PPI, jehož růst zaostal za očekáváním výrazně. Kombinace pokračující dezinflace, obav ze zpomalení ekonomiky a poměrně umírněné komunikace Fedu, zdůrazňující potřebu opatrného přístupu a pečlivého vyhodnocení přicházejících dat, vedla investory k přehodnocení výhledu vývoje měnové politiky. Podle futures na federální fondy se už neočekává další růst sazeb a trh nyní počítá se začátkem cyklu snižování sazeb už koncem prvního pololetí příštího roku. Mluvčí Fedu jsou sice ve své komunikaci opatrní, ale řada z nich přece jen poměrně jasně naznačuje, že očekávání trhu jsou přehnaná a že pravděpodobně bude nutné držet sazby na současné úrovni podstatně přes pololetí příštího roku.

Rizika

Komplikovaný kompromis zažehnal riziko zastavení financování vládních institucí, ale tento opakující se problém byl opět pouze odsunut a investory bude za nějakou dobu znovu znervózňovat. Vnitropolitické dění v USA bude v příštím roce postupně nabývat na důležitosti s tím, jak se bude blížit termín prezidentských a kongresových voleb. Důležitost politiky pro dluhopisový trh i ostatní finanční aktiva bude tentokrát zvyšovat zhoršující se výhled amerického státního rozpočtu. Klíčovým rizikovým faktorem pro příští měsíce však bude recese. To, zda k ní dojde nebo ne, a pokud ano, jak hluboká a dlouhá bude, podstatně ovlivní dění na finančních trzích a politiku Fedu. Investoři proto budou pečlivě sledovat vývoj dat z reálné ekonomiky indikující její sílu.

Krátké dodací lhůty ukazují na vysokou schopnost nabídkové strany uspokojovat poptávku, a tedy na nízké inflační tlaky.



EUR/USD

Listopad přinesl podstatný posun očekávání investorů ohledně vývoje měnové politiky Fedu. Přispěla k němu především nižší než očekávaná inflace, ale už na začátku měsíce kurz reagoval na náznaky slábnutí trhu práce. To, že trh přestal počítat s dalším růstem sazeb Fedu a zkrátil dobu, za kterou čeká přechod k jejich snižování, a zároveň počítá s dlouhým obdobím stabilních sazeb v eurozóně, vedlo k poměrně výraznému oslabení dolaru a návratu k úrovním blízkým psychologické hranici 1,1, na nichž se pohyboval podstatnou část prvního pololetí. Technické momentum by mělo kurz dotlačit k této úrovni, a pokud by americká ekonomika kurz výrazněji zpomalovala, tak by ji patrně mírně překonal. Podmínkou však je, že nedojde k výraznějšímu zhoršení výhledu evropských ekonomik, že tedy zůstane v platnosti jejich očekávané mírné zotavování v příštím roce.

EUR/CZK

Koruna vůči euru během listopadu posílila. Na počátku měsíce ji povzbudilo rozhodnutí centrální banky o ponechání sazeb beze změny i relativně jestřábí vyznění následné tiskové konference. Následné horší než očekávané statistiky ohledně domácí ekonomiky ale posilování koruny zastavily a došlo k částečné korekci. Zbytek měsíce byl pak ve znamení postupného posilování, přičemž největších zisků koruna dosáhla na konci měsíce, kdy se dostala až k 24,2 EUR/CZK. K faktorům které přispěly k ziskům koruny patřilo například zlepšení výhledu ratingu pro ČR z negativního na stabilní i nižší než očekávaná inflace v některých zemích eurozóny, což snižuje sázky na možné zvyšování sazeb ECB a ztraktivňuje korunu. Koruna tak nakonec během měsíce listopadu posílila o více než 1 %. Nemysleme si ale, že by se jednalo o obrat trendu a pozitivní sentiment může rychle vyprchat. Aktuálně koruna těží z nečinnosti ČNB, dříve či později ale ČNB sazby snižovat začne. A trh s tím počítá. Snižování sazeb pak zúží úrokový diferenciel a sníží atraktivitu koruny. S tímto scénářem trh počítá a prostor pro další zisky koruny je aktuálně omezený. Naopak návrat na slabší úroveň se nám zdá pravděpodobnější. Může k němu přispět i politika ECB. Pokud jsou očekávání trhu ohledně snižování sazeb již v polovině příštího roku opravdu předčasná, jak tvrdí představitel ECB, bude koruna vůči euru méně atraktivní. Očekáváme, že v horizontu 6 měsíců se bude koruna pohybovat velice blízko současných hodnot, spíše mírně pod nimi, v intervalu 24,3–24,7 EUR/CZK.

Dluhopisy

Přelom října a listopadu přinesl zlom a po zdánlivě nezastavitelném růstu dlouhého konce americké výnosové křivky přišel obrat k poklesu. Růstový trend prošel už v první polovině října výraznou korekcí a koncem října růst

zřetelně ztrácel momentum, ale k jednoznačnému obratu trendu vedla až série dat zpochybňující další růst sazeb (trh práce, inflace). Zpočátku hrály důležitou roli i technické faktory (vybírání zisků, stoplossy), které obrat akcelerovaly. Koncem listopadu se už dlouhý konec výnosové křivky začal stabilizovat. Krátký konec křivky v zásadě kopíroval pohyb dlouhého konce, ale pohyby byly podstatně menší. Na krátký konec působilo zejména očekávání, že by Fed mohl kvůli zpomalení ekonomiky zahájit cyklus snižování sazeb dříve. Lze předpokládat, že koncem roku by mohlo být obchodování klidnější a že další výraznější pohyby si trh odloží na začátek příštího roku. Klíčový by měl být vývoj růstových parametrů, tedy zda se ekonomika bude ubírat cestou postupného zpomalování a usadí se na sice nižších, ale stále solidních úrovních (měkké přistání), nebo zda projde recesí. Náznaky výraznějšího zpomalení a vyššího rizika recese by měly vést k dalšímu poklesu výnosů, měkké přistání by mělo udržet výnosy na zhruba současných úrovních. Růst výnosů čekáme, pouze pokud by se nečekaně objevily náznaky obnovení inflačních tlaků.

Pokles dlouhého konce výnosové křivky byl v Evropě stejně výrazný jako v USA, rozdíl byl snad jen v tom, že v Evropě bylo tempo poklesu rovnoměrnější. Koncem měsíce klesající trend narušila mírná korekce způsobená obavou z vyššího objemu emitovaných dluhopisů. Tu vyvolal rozsudek německého Ústavního soudu, který zamezil převodu peněz zbylých ve fondech na zmírnění škod způsobených pandemií do mimorozpočtových fondů. Toto rozhodnutí vyvolalo obavu, že dojde k prodloužení pozastavení zákonných opatření k omezení velikosti státního zadlužení a následně k růstu objemu emitovaných dluhopisů. Výhled vývoje pro Evropu je velmi podobný jako v USA, jen už nyní relativně nízká úroveň německých výnosů bude omezovat prostor pro jejich pokles.

V České republice přišel po výrazném říjnovém růstu dlouhého konce výnosové křivky v listopadu stejně výrazný pokles. Pohyb byl opět inspirován vývojem ve světě. Pohyby na krátkém konci byly podstatně mírnější a souvisely především se změnami očekávání ohledně časování snižování sazeb ČNB. Průběh cyklu poklesu sazeb ČNB (pro krátký konec) a vývoj ve světě (pro dlouhý konec) budou dva primární hybatelé dluhopisového trhu v příštím roce. Vedle nich budou trhy ovlivňovat také stav českého hospodářství, vývoj rozpočtu a vývoj rizikové averze. Pokud by například došlo k hlubší recesi v USA, měl by dlouhý konec české křivky paradoxně spíše růst nebo alespoň klesat podstatně pomaleji než ve vyspělých státech právě kvůli zvýšení rizikové averze.

Akcie

V minulém měsíčníku jsme psali, že do konce roku pro akcie nečekáme nic dobrého, ale trh se našimi názory absolutně nenechal zmást a po několika měsících poklesu přešel do prudkého růstu, který hodnoty akciových indexů dostal na úroveň blízké letošním maximům. Významnou roli



hrála změna přesvědčení ohledně vývoje sazeb Fedu a očekávání, že poměrně brzy dojde k zahájení cyklu snižování sazeb. Akcie podpořila také relativně úspěšná výsledková sezóna. Na druhou stranu trh podle všeho absolutně nepočítá s rizikem recese a sází plně na měkké přistání. To ovšem může být kámen úrazu, a pokud se tato očekávání nebudou naplňovat, může trh poměrně brzy opět radikálně změnit směr. Tentokrát budeme opatrnější než minule a své sýčkování omezíme právě pouze na alternativu přechodu americké ekonomiky do recese. Ani u této alternativy ovšem nemusí být případný opětovný pokles nijak hluboký a dlouhý, protože trh může sázet na rychlý pokles sazeb Fedu, který pomůže ekonomiku znovu nastartovat a recesi může více méně ignorovat. Pokud se Fedu podaří měkké přistání, může trh pokračovat v růstu nerušeně.

Také akcie na pražské burze v listopadu rostly. PX index přidal +1,90 % s tím, že nejrůstovější byla akcie Erste Bank (+6,76 %), následovaná VIGem (+3,75 %) a probírat se začala Komerční banka (+1,90 %). Naopak největší pokles postihl akcie České zbrojovky (COLT) (-4,70 %) a ČEZu (-2,0 %).

Listopad byl v ČR dost ovlivněn zveřejněním hospodářských výsledků za 3. čtvrtletí. Z předchozí statistiky je jasně vidět, komu se dařilo a komu méně. Zajímavé je sledovat, jak se bankovní domy dokázaly vymanit z daně z nadměrných zisků, zatímco ČEZ musí platit ve velkém, a to má na akcie již delší dobu výraznější vliv.

Listopad nebyl jen o hospodářských výsledcích firem, ale velký vliv na akciové trhy měl trh dluhopisový s klesajícími výnosy. Trh tak spekuluje na snižování sazeb ze strany centrálních bank, což by mělo v budoucnu pomoci i akciovým trhům. Příští měsíc bude velmi zajímavý, čekali bychom vybírání zisků, ale české akcie mají stále co dohánět.

Kredit

V čase kulminující vlny respiračních onemocnění, posílené covidem v mutacích kraken a pirola, je prakticky nemožné vyhnout se nabídce největší sítě lékáren Dr. Max. Pro skupinu Penta nemohla nastat vhodnější chvíle, kdy retailové investory oslovit s nabídkou pětiletého dluhopisu svého farmaceutického klenotu. Lákavý výnos 8,5 % reprezentující více jak 400 bb. kreditní marže i štědrá odměna pro distributory převyšující 2,5 % z umístěného objemu dále zvyšují šance, že se Penta postará o největší tuzemskou emisi dluhopisů letošního roku. S nezvykle velkým klubem pěti bank míří minimálně na 2,5 miliardy korun a v případě vyššího zájmu připouští navýšení až na dvojnásobek. Pro většinu retailových investorů nebude vysoké zadlužení (až 5,95 násobek EBITDA) překážkou. Aby si ale emise našla cestu i do portfolií sofistikovanějších institucionálních investorů, dostalo se jí finanční záruky od mateřské společnosti Glebi Holdings sídlící na Kypru. Jak

byla emise přijata, se dozvíme v prosinci, protože upisovací období končí až 2 dny po Mikuláši.

Aktivní byli čeští emitenti ale i na zahraničních trzích. První benchmark po získání ratingu má za sebou EPH a za 500 milionů EUR bude pět let platit fixní kupón 6,65 %. Desetinový objem, tj. 50 milionů EUR, prodala Česká exportní banka České spořitelně. Po dobu pěti let bude vyplácet kupón na úrovni 6M EURIBOR + 33 bb. Třetí pětiletá emise pochází od firmy Energo-Pro, která si za vydaných 300 milionů USD výrazně připlatí, když kupón je stanoven na 11 %.

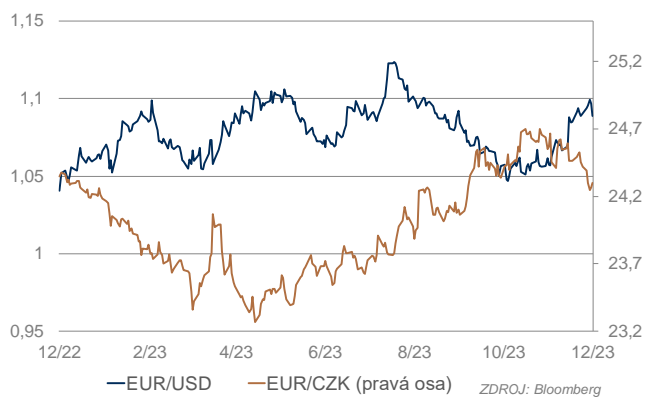
Komodity

V listopadu na jednu stranu skončil rychlý pokles cen ropy zahájený v polovině října, na druhou stranu si trh v průběhu měsíce užil opravdu vysokou volatilitu. Prudké kolísání cen (v průběhu měsíce maximum 88 USD/brl, minimum 76 USD/brl s mnoha prudkými zvraty) bylo způsobeno řadou faktorů. Mezi nejdůležitější patřily obavy ze slabosti poptávky po ropě, nejistota ohledně dalšího vývoje omezení těžby ze strany kartelu OPEC+, geopolitické faktory i měnící se názory na budoucí vývoj sazeb klíčových centrálních bank. Z faktorů, které by měly cenu ropy ovlivnit v blízké budoucnosti, bude asi nejdůležitější diskuse v rámci OPEC+ o omezeních těžby. Střednědobě by pak měl hrát prim názor trhu na vývoj poptávky po ropě. Geopolitika by měla i nadále vnášet do vývoje ceny především šum a nečekané zvraty.

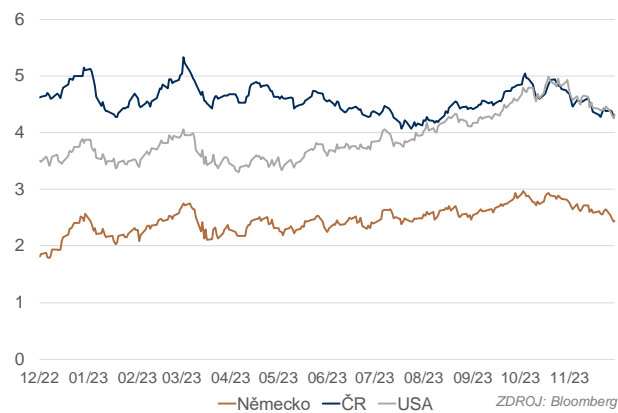
Zlato se v průběhu listopadu i přes mírné zakolísání v první polovině měsíce drželo na velmi silných úrovních. Teoreticky mu může fundamentálně pomáhat spekulace na pokles sazeb centrálních bank v příštím roce, krátkodobě může hrát roli pokles výnosů státních dluhopisů. Geopolitická nejistota také stále představuje legitimní důvod pro diverzifikaci prostředků do zlata. A v záloze jsou některé centrální banky (včetně ČNB), které znovu našly apetit k nákupům zlata. Je ovšem otázka, zda kombinace všech těchto faktorů opravňuje cenu zlata blízkou historickým maximům. Podle našeho názoru ne, což znamená, že existuje řada alternativních investic s příznivějším investičním profilem. Asi jedinými dvěma vlastnostmi zlata, které tyto alternativní investice nemají, je fyzická existence zlata a jeho tisíce let trvající popularita jako prostředku pro uložení bohatství – to ale podle našeho názoru současnou cenu zlata neopravňuje.



Devizové kurzy



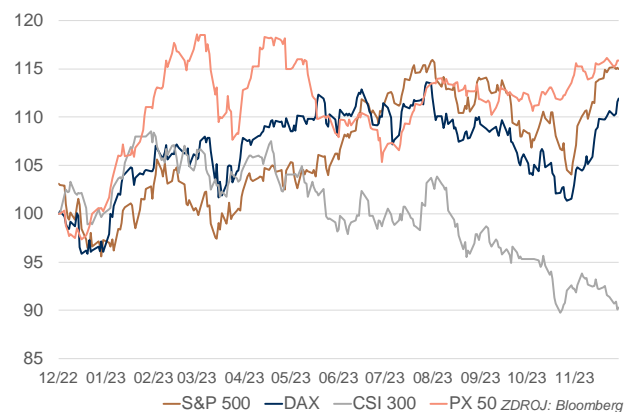
Dluhopisy (10 let)



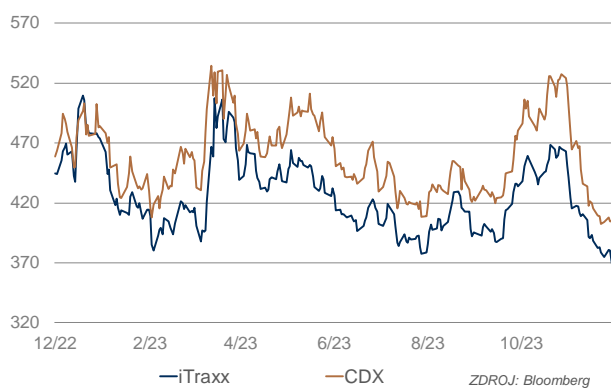
Index volatility VIX



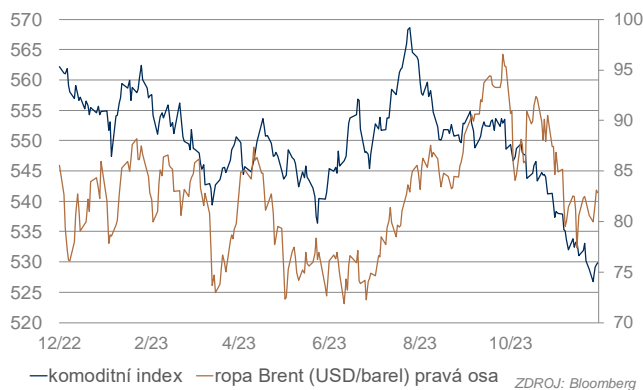
Akciové indexy (1. 12. 2022 = 100)



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	4,25-4,50	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25- 5,50	↓	5,00-5,25	→	4,00-4,75	↓
ECB (repo)	2,0	4,5	4,5	4,5	→	4,5	→	4	↓
ČNB	7,0	7,0	7,0	6,5	↓	5,5	↓	4,25	↓
KURZY									
EUR/USD	1,05	1,06	1,09	1,08	↓	1,09	↑	1,12	↑
EUR/CZK	24,38	24,66	24,33	24,6	↑	24,6	→	24,4	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,23	4,94	4,68	4,5	↓	4,0	↓	3,0	↓
US dluhopis 10y	3,50	4,73	4,32	4,2	↓	3,8	↓	3,5	↓
Něm. dluhopis 2y	2,13	3,01	2,82	2,7	↓	2,7	→	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	1,93	2,82	2,45	2,5	→	2,5	→	2,2	↓
České dluhopisy 2y	5,62	4,68	4,71	4,5	↓	4,3	↓	4,0	↓
České dluhopisy 10y	4,73	4,65	4,25	4,3	→	4,3	→	4,0	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	458,8	501,3	402,5	440,0	↑	400	↓	370	↓
EMU iTraxx 5y	444,7	441,4	372,7	405,0	↑	370	↓	340	↓
AKCIE									
S&P 500	4076,6	4237,9	4567,8					4800	↑
Eurostoxx 50	3984,5	4091,7	4382,5					4600	↑
DAX	14490,3	14923,3	16215,4					17000	↑
CSI 300	3894,8	3571,0	3482,9					4500	↑
PX	1214,3	1370,8	1389,2					1500	↑

* 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

	2023				2024				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-0,4	-0,6	-0,7	-0,1	0,3	0,7	1,6	2,2	2,4	-0,4	1,2	2,8
soukromá spotřeba	-5,4	-4,5	-0,7	-0,3	1,6	2,3	3,1	3,6	-0,8	-3,2	2,6	3,6
vládní spotřeba	3,2	3,2	0,8	1,2	1,1	1,0	1,2	1,2	0,6	2,5	1,1	1,1
investice	-0,8	2,5	1,2	3,0	7,0	4,2	3,7	3,2	3,0	2,9	4,5	3,2
dovoz	3,0	0,8	-1,8	-2,6	-0,5	1,6	2,9	3,8	6,3	-0,3	1,9	4,9
vývoz	6,4	4,4	-0,5	0,0	0,7	2,1	3,2	4,1	7,2	2,7	2,5	5,0
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,6	3,6	3,8	4,0	4,2	3,8	3,6	3,6	3,4	3,8	3,8	3,7
inflace (% y/y)	16,4	11,2	8,1	7,5	2,7	2,6	2,2	2,8	15,1	10,8	2,6	2,1
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-6,1	-0,8	-0,5	0,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,2	-3,6	-1,6	-1
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	44,2	45,0	45,4	44,4

Evropská měnová unie

	2023				2024				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,2	0,4	0,1	0,2	0,2	0,4	0,8	1,1	3,4	0,5	0,7	1,5
soukromá spotřeba	1,3	0,1	-0,6	0,4	0,4	0,7	1,0	1,2	4,4	0,4	0,9	1,4
vládní spotřeba	-0,4	-0,5	0,3	0,1	1,0	0,9	1,0	1,1	0,7	0,1	0,9	1,0
investice	1,9	1,0	0,3	0,5	0,3	0,0	0,7	1,2	0,9	1,0	0,6	1,6
dovoz	1,9	0,4	-2,3	-0,7	1,2	1,9	2,5	3,0	8,0	-0,4	1,9	2,7
vývoz	2,9	1,1	-0,7	-0,3	0,0	1,5	2,2	2,8	7,3	0,3	1,4	2,6
nezaměstnanost (%)	6,6	6,5	6,5	6,6	6,7	6,8	6,7	6,7	6,7	6,5	6,7	6,6
inflace (% y/y)	8,0	6,2	5,0	3,2	3,0	2,9	2,5	2,2	8,4	5,5	2,7	2,1
jádrová inflace (% y/y)	5,5	5,5	5,1	4,1	3,4	3,1	2,6	2,2	3,9	5,1	2,9	2,2
běžný účet (% HDP)	-0,4	1,9	1,0	1,9	1,6	1,9	1,9	2,1	-0,6	1,4	1,7	1,8

Spojené státy americké

	2023				2024				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,7	2,4	2,9	2,6	2,2	1,7	0,7	0,9	1,9	2,2	1,0	1,8
soukromá spotřeba	2,1	1,8	2,4	2,4	1,6	1,6	0,9	1,0	2,5	2,2	1,0	1,8
vládní spotřeba	2,7	4,1	4,5	3,5	2,5	2,0	1,0	1,0	-0,9	3,3	1,3	0,9
investice	-6,1	-2,2	1,8	0,9	3,3	2,2	0,6	1,2	4,8	-1,9	1,0	3,0
dovoz	-1,0	-3,9	-1,4	0,0	-0,2	2,2	1,3	1,7	8,6	-2,3	0,4	2,9
vývoz	7,3	2,1	-0,2	1,0	0,3	3,1	2,0	2,4	7,0	2,3	0,5	3,0
nezaměstnanost (%)	3,5	3,6	3,7	3,9	3,9	4,1	4,4	4,4	3,6	3,7	4,3	4,2
inflace (CPI % y/y)	5,8	4,0	3,5	3,4	3,0	2,7	2,4	2,4	8,0	4,2	2,7	2,3
jádrová inflace (PCE % y/y)	4,8	4,6	3,9	3,5	3,0	2,7	2,6	2,5	5,2	4,2	2,7	2,2
běžný účet (% HDP)	-3,4	-3,2	-3,0	-3,1	-3,1	-3,2	-3,1	-3,1	-3,8	-3,1	-3,0	-3,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,7	-8,3	-5,2	-5,6	-5,6	-4,5	-5,6	-5,6	-5,4	-6,1	-5,8	-6,0
vládní dluh (% HDP)	96,1	96,0	97,7	97,8	97,8	97,9	98,4	98,9	97,0	97,5	100,4	102,0

* 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.

