

Analytický měsíčník

Téma měsíce

A zase inflace...

ČR ČNB se obává inflačních ohnisek v ekonomice

EMU Předstihové indikátory signalizují postupné ekonomické oživení

USA Fed naznačuje odklad začátku snižování sazeb

www.ppfbanka.cz

květen 2024

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



V březnovém tématu měsíce jsme se zabývali pravděpodobným dalším vývojem sazeb klíčových centrálních bank v letošním roce. Už tehdy se začal projevovat posun očekávání začátku poklesu sazeb v USA do budoucnosti. Tento posun pokračuje i nadále, přičemž sílí názor, že letos ke snížení sazeb v USA vůbec nedojde. Příčinou je především zastavení poklesu inflace. Na to, jak se inflace chová a pravděpodobně chovat bude, se podíváme tento měsíc.

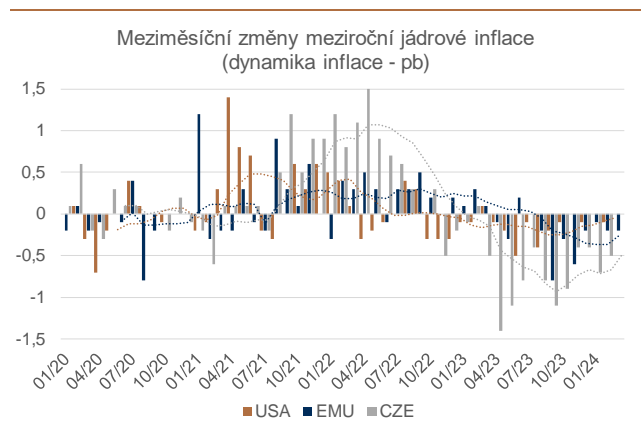
Kliknutím na kapitolu v obsahu se přesunete na její začátek. Tato šipka na dalších stranách vás vrátí zpět na obsah.

Vývoj dynamiky inflace

Inflace i nadále zůstává klíčovým parametrem pro další postup centrálních bank. Na jednu stranu podstatně klesla ze svých maxim, na druhou stranu její pokles mnohde zpomaluje a především ve Spojených státech není jasné, zda míří k cíli Fedu (2 %), nebo se chystá stabilizovat nad ním. Inflaci jsme se zabývali naposledy v březnu loňského roku (v souvislosti s rizikem vzniku mzdově-inflační spirály), je tedy nejvyšší čas na dodání aktuálních informací o jejím stavu a hlavně o předpokládaném dalším vývoji, což má samozřejmě i implikace pro měnové politiky jednotlivých centrálních bank.

Aktuální situace

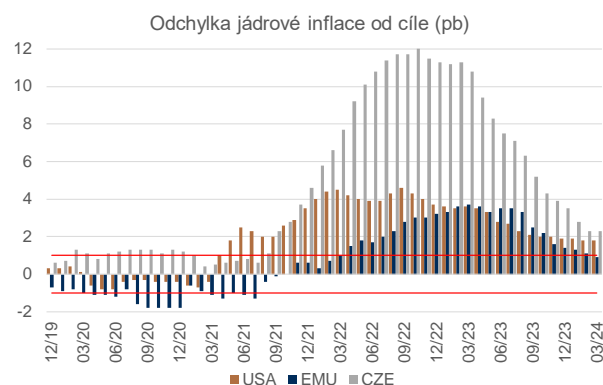
Grafy na této stránce ilustrují vývoj odchylky inflace (CPI) od cíle centrální banky v klíčových ekonomikách (USA a EMU) a u nás a dále také vývoj dynamiky inflace, to znamená, jak moc inflace v průběhu času zrychlovala a pak zpomalovala. Je z nich vidět, že inflace prošla vrcholem v USA a ČR už v roce 2022 a v EMU loni. Po průchodu vrcholem setrvale klesala, ale v hlavních ekonomikách (USA a EMU) se zatím nedostala k cíli centrálních bank. V ČR se celková inflace na cíl už dostala a jádrová inflace se k němu také blíží. V USA se pokles jádrové inflace aktuálně zastavil a není jasné, zda bude pokračovat, a pokud ano, jak rychlý bude. Z grafu vývoje dynamiky jádrové inflace je vidět, že tempo jejího zpomalování postupně klesá, což je přirozeně spojeno s přibližováním inflace k jejímu rovnovážnému stavu. Kombinace inflace stále poměrně vysoko nad cílem a rychlého zpomalování dynamiky jejího poklesu (až zastavení poklesu v případě USA) vyvolává otázku, zda



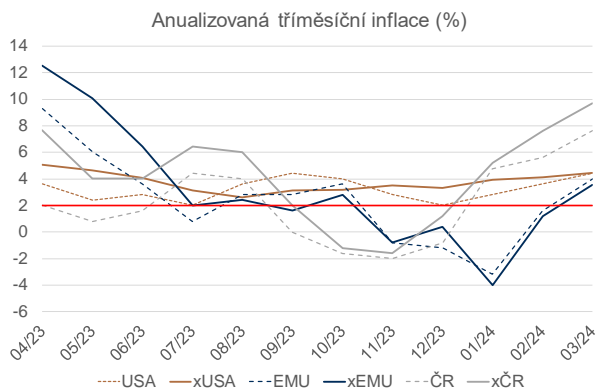
Zdroj: Bloomberg, PPF banka

rovnovážná úroveň, ke které aktuálně směřuje, není výrazně nad cílem centrálních bank. Právě tato otázka je zásadní pro další vývoj sazeb Fedu. Pokud by se pokles jádrové inflace skutečně zastavil a začalo být zřejmé, že rovnovážná úroveň inflace je nad cílem Fedu a ekonomika zůstává silná, přinutilo by to Fed sazby zvýšit. To je samozřejmě v přímém rozporu s aktuálním očekáváním přechodu k poklesu sazeb. U Fedu je tento problém stále zřejmější, v případě ECB tomu tak není. Z toho plynou rostoucí spekulace o divergenci vývoje sazeb v USA a EMU.

K analýze vývoje inflace v kratším časovém horizontu než rok se často používají anualizované tří a šestiměsíční průměry měsíčních inflací (grafy ukazují vývoj v ročním horizontu, x u zkratky státu znamená jádrovou inflaci). V případě USA oba potvrzují, že se inflace fakticky stabilizovala, a to vysoko nad cílem Fedu. V Evropě je situace podstatně dynamičtější a složitější. Grafy ukazují

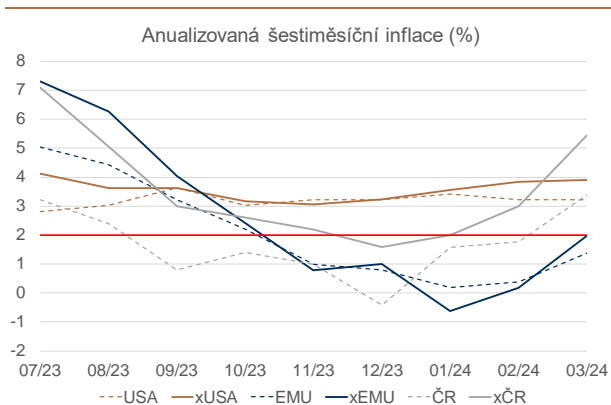


Zdroj: Bloomberg, PPF banka



Zdroj: Bloomberg, PPF banka





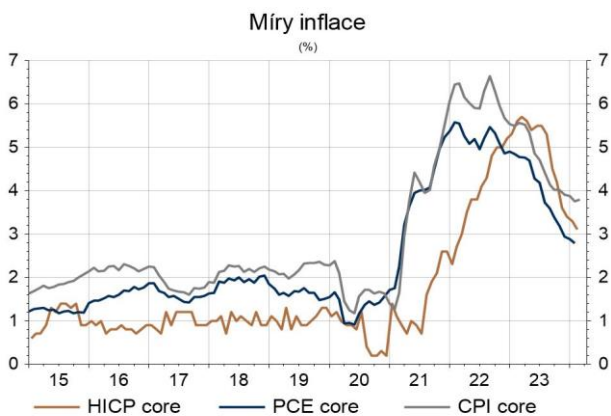
Zdroj: Bloomberg, PPF banka

rychlý pokles inflace v minulém roce a zrychlení na začátku letošního roku, které je ale dané „lednovým efektem“, tedy typickou kumulací změn cen v tomto měsíci. Sezónní očištění bohužel v tomto případě moc nepomůže, protože velikost tohoto efektu rok od roku značně kolísá a v posledních dvou letech byla navíc velikost této nepřesnosti negativně ovlivněna administrativními snahami zmírnit dopad růstu cen energií. Tento efekt je nejzřetelnější u ČR. Sezónní očištění by u nás naopak ukázalo nerealisticky nízké inflační tlaky.

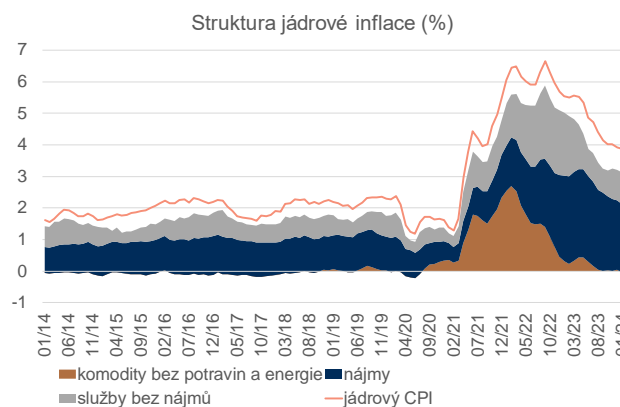
Obecně lze tedy konstatovat, že v Evropě se podle dosavadního vývoje úspěšně blížíme k dosažení inflačních cílů, kdežto v USA je situace komplikovanější.

USA

Inflace a její vliv na měnovou politiku centrální banky momentálně představuje problém hlavně v USA, proto se jí budeme věnovat podrobněji. Na konci minulého roku převládal názor, že inflace bezpečně směřuje k cíli Fedu. Občas se však už tehdy objevila varování, že „poslední míle“, tedy poslední etapa poklesu inflace, může být komplikovaná. To se v posledních měsících potvrdilo, a to především u jádrového CPI. Fed svůj inflační cíl však definuje pomocí jiného inflačního ukazatele – PCE



(personal consumption expenditures), v jehož spotřebitelském koši mají podstatně nižší váhu nájmy. Jádrový inflační index PCE díky tomu bývá většinou o něco nižší než jádrový CPI, ale v posledních měsících došlo k poměrně významnému zvětšení tohoto rozdílu až na 1 pb. Zatímco jádrový index PCE se dostal na 2,8 %, je

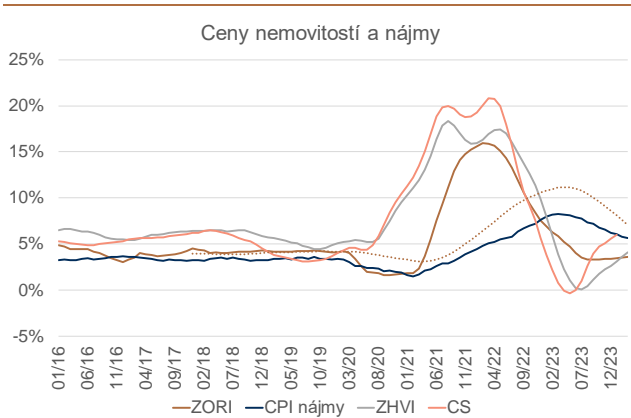


Zdroj: LSEG Datastream, PPF banka

tedy poměrně blízko cíli a tempo jeho poklesu zpomalilo jen mírně, jádrový CPI se drží na 3,8 % a jeho pokles se téměř zastavil. Nájmy přitom v jádrovém CPI představují položku s velkou váhou (aktuálně 41 %, v čase váha navíc roste). Graf ilustruje, jak velký vliv mají nájmy na jádrovou inflaci, a zároveň také ukazuje, že ceny zboží se po přechodném růstu způsobeném kombinací problémů nabídkové strany a silné poptávky vrátili v podstatě ke stagnaci. Růst cen ve službách očištěných o nájmy je proti období před pandemií výrazně zrychlený – průměr 2014–2019 byl 3,23 %, v letech 2020–2021 průměr kvůli pandemii klesl na 2,56 %, ale už koncem roku 2021 začala inflace ve službách zrychlovat a průměr od roku 2022 do března 2024 je 6,67 %, tedy více než dvojnásobek hodnoty před pandemií. Problém také je, že tempo růstu cen ve službách očištěných o nájmy klesá velmi pomalu – na maximum 8,25 % se inflace dostala v březnu 2023, aktuálně je ještě stále 5,67 %. Investoři se obávají, že pomalý pokles může naznačovat, že se usadí příliš vysoko na to, aby se Fed dostal na svůj cíl, a tyto obavy výrazně zesílily v posledních třech měsících.

Hlavní příčinou stále příliš vysoké inflace tak, jak ji měří jádrový CPI, jsou tedy nájmy. Tempo jejich růstu primárně souvisí s vývojem cen nemovitostí, zároveň je ale ovlivňuje také celkový růst cenové hladiny, což hraje významnou roli právě nyní, kdy se do nájmu se zpožděním promítá inflační šok. Vývoj cen nemovitostí se do indexu nájmu v CPI promítá pomalu a s velkým zpožděním. Je to dáno nízkou frekvencí změn nájmu, a tedy jejich velkou setrvačností. Existují alternativní indexy vývoje nájmu založené na datech o aktuálních transakcích, například Zillow Observed Rent Index (ZORT), které netrpí výraznou setrvačností a aktuální vývoj nájmu tak zobrazují realističtěji. Graf na

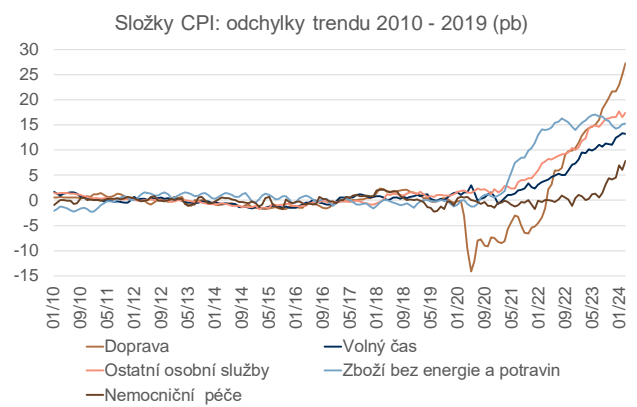




Zdroj: Bloomberg, LSEG Datastream, Zillow, PPF banka

následující straně ukazuje jednak vývoj meziroční změny indexů nájmu (CPI a ZORT) plus 24měsíční klouzavý průměr ZORT a jednak vývoj meziročních změn dvou indexů cen nemovitostí (Case-Shiller a Zillow Home Value Index (ZHVI)). Graf naznačuje, jak nájmy měřené ZORT se zpožděním kopírují vývoj cen nemovitostí a jak je index nájmu v CPI v podstatě klouzavým průměrem aktuálního vývoje nájmu měřeného ZORT. Pokud se růst cen nemovitostí stabilizuje na podobných hodnotách jako před pandemií, bude jej následovat i růst cen nájmu, to znamená, že se nejprve na těchto hodnotách stabilizuje ZORT a s poměrně velkým zpožděním bude následovat i index nájmu v CPI. ZORT už na hodnotách před pandemií je, index nájmu v CPI by se tam mohl dostat někdy koncem letošního roku. Do té doby bude spolu s vyšší inflací ve službách očištěných o nájmy zvedat jádrový CPI a plašit jak centrální bankéře, tak investory.

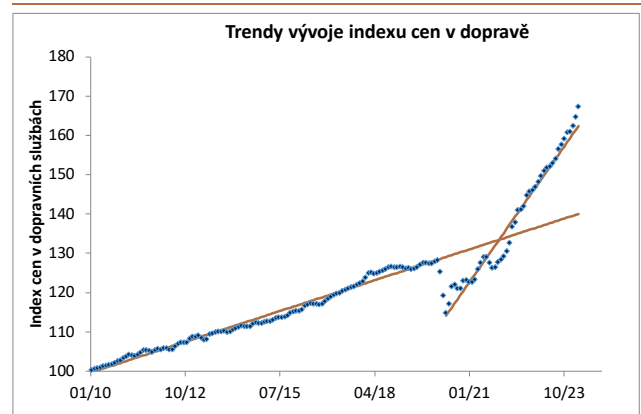
Aktuálně významně zvýšený příspěvek nájmu do jádrové inflace tedy do značné míry představuje statistický artefakt, u služeb očištěných o nájmy (pozorně sledovaných Fedem a někdy nazývaných Powellovo superjádro) je tomu však jinak. Služby bez nájmu odrážejí reálný aktuální stav, v tomto směru jsou tedy v pořádku. Přesto však nejsou čistě odrazem rovnováhy mezi poptávkou a nabídkou. Platí to především pro dopravní služby, u nichž je vývoj cen velmi významně ovlivňován dozvuky pandemie. Týká se to hlavně cen pojištění automobilů, kde se jednak projevuje nedávný zrychlený růst cen automobilů a jednak výrazný nárůst nehodovosti v období pandemie a těsně po ní, který způsobil pojišťovněm velké ztráty. Tyto ztráty jsou nyní kompenzovány zvedáním pojistného. A ceny pojištění aut kvůli svému silnému růstu už řadu měsíců významně přispívají k jádrové inflaci. Vedle tohoto efektu však zřetelně rychleji rostou i ceny v sektorech volný čas a osobní péče. K těm se v poslední době začíná přidávat



Zdroj: Bloomberg, LSEG Datastream, PPF banka

i zdravotnictví¹, konkrétně nemocniční péče. Zde se skutečně s velkou pravděpodobností jedná o důsledek silně rostoucí poptávky, kterou nabídka jen dohání. Na těsném trhu práce tato situace může generovat tlaky na růst mezd, které následně přizívají růst cen.

Kde je problém pro Fed, ukazuje názorně graf, ve kterém je zobrazen časový vývoj odchylky cenových indexů od trendu z let 2010 až 2019 pro jednotlivé sektory. Do roku 2020 rostly indexy poměrně velmi přesně v souladu s trendem, pandemie ovšem tento spořádaný poklid totálně rozbila. Nejprve se propadly ceny v dopravě kvůli lockdownům, které znemožnily cestování. Od začátku roku 2021 začaly v důsledku kombinace stimulů a problémů nabídkové strany růst ceny zboží, které předchozích deset let mírně klesaly. S mírným zpožděním následovaly některé sektory služeb – týkalo se to především volného času, osobních služeb a dopravy. U zboží se už ke konci roku 2022 vrátil růst indexu zhruba k předpandemickému trendu, ale u volného času, osobních služeb a dopravy tomu tak vůbec není, růst cen ve všech těchto sektorech zůstává významně zrychlený. Zhruba rok také významně zrychluje růst cen nemocniční péče. Ještě jednou to ilustruje graf vývoje indexu cen v dopravních službách spolu se dvěma



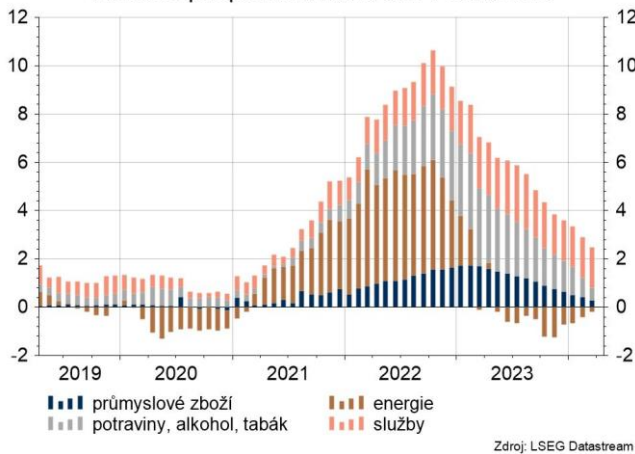
Zdroj: Bloomberg, PPF banka

¹ Ceny ve zdravotnictví významně ovlivňují velké a neekonomické výkyvy cen zdravotního pojištění.



trendy – předpandemickým a popandemickým. Jednoznačně zrychlený růst cen v některých sektorech služeb je, nehledě na zkrácení způsobené nájmy a některými dalšími specifickými faktory, pro Fed silným varováním, že v ekonomice doutnají inflační tlaky a že toto doutnání neslábne a představuje tedy významné proinflační riziko. To vysvětluje opatrnost představitelů Fedu a odsouvající se očekávání začátku poklesu sazeb. Pokud by se situace nejenže nezlepšovala, ale naopak měla tendenci se zhoršovat, není možné vyloučit ani růst sazeb.

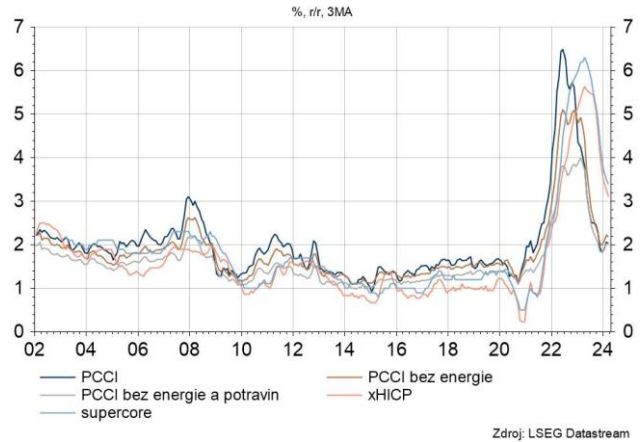
Rozklad příspěvků k růstu cen v eurozóně



EMU a ČR

V Evropě je situace ohledně inflace jednodušší než v USA. Souvisí to s rozdílnými příčinami a průběhem inflačního šoku. Na rozdíl od USA hrál v Evropě podstatně menší roli růst poptávky po ukončení protipandemických opatření. Částečně to bylo proto, že v Evropě byla přímá finanční podpora pro občany obecně výrazně menší a selektivnější, a částečně kvůli v průměru trvale vyšší míře úspor. Klíčovou roli naopak hrál růst cen energií (zemní plyn a následně elektřina od podzimu 2021 a zejména po začátku ruské invaze na Ukrajinu). Proto byla inflační vlna oproti USA zřetelně zpožděná a koncentrovaná primárně do energií. Podobně jako v USA následně došlo ke zrychlení růstu cen zboží a následně i služeb. U zboží se už inflace vrátila na nízké hodnoty, ve službách ale zůstává vysoká. Příčinou doznívání jsou sekundární efekty (postupný a zpožděný přenos vyšších produkčních nákladů do koncových cen). Nájmy mají v eurozóně podstatně menší váhu, a tedy menší vliv na inflaci než v USA, takže se zde nevyskytuje problém s jejich setrvačností, což výrazně pomáhá tempu dezinflace. To, že se inflace v eurozóně ubírá správným směrem, potvrzuje vývoj základní inflace měřené PCCI (trvalá a společná složka inflace), která se už dostala na cíl a ukazuje tedy, že v eurozóně by nemělo dojít k usazení se inflace nad cílem ECB. Přesto existují rizika, která by mohla situaci

Trvalá a společná složka inflace (PCCI)



zkomplikovat. Teoreticky by pro ECB (a ČNB) mohli představovat problém zrychlený růst mezd vyvolaný poklesem jejich reálné hodnoty v průběhu inflační vlny, ale podle zatímního vývoje dat se nezdá, že by se toto riziko realizovalo. ECB i ČNB jsou však opatrné a chtějí si být jisté, proto vyčkávají (ECB), anebo snižují sazby relativně pomalu (ČNB). Evropským centrálním bankám by situaci mohl zkomplikovat růst cen komodit, hlavně ropy, ale tyto komplikace by měly být pouze přechodné a měly by snižování sazeb nanejvýše mírně zpomalit. V Evropě by tedy měly letos sazby klesat, i když tempo a rozsah poklesu nejsou jisté a budou stále ovlivňovány aktuálním vývojem ekonomik.

Závěr

Kombinace jen velmi pozvolného zpomalování tempa růstu nájmu, stále působících dopadů pandemického období a doutnajících inflačních tlaků ve službách výrazně zpozdí začátek snižování sazeb v USA. Je otázkou, jestli Fed sníží sazby letos. Trh momentálně započítává jedno snížení, my s ním počítáme také. Pokud by ekonomika neztrácela na síle nebo dokonce akcelerovala, mohl by sazby ještě zvýšit. My sice stále předpokládáme, že by růstový impuls od stimulačních balíčků z období pandemie měl postupně ztrácet na síle, ale realita naše předpoklady nepotvrzuje – jsme tedy opatrní a připouštíme, že riziko, že sazby letos sniženy nebudou, je vysoké. Za tímto nízké považujeme riziko zvýšení sazeb, zejména kvůli tomu, že se i nadále snižuje dynamika mezd a není tedy vidět riziko plošných mzdové-inflačních tlaků. Pokud by však do současné situace ještě přišel šok na nabídkové straně (hrozí zejména od ropy), pak by k zvýšení sazeb skoro jistě došlo. V Evropě situace vypadá jednodušeji kvůli slabým ekonomikám, které pomáhají se snižováním inflace. Inflace i sazby by zde tedy měly klesat, nejisté je pouze tempo. Sledovat bude třeba dynamiku mezd, která hodně napoví o prostoru, který má ECB i ČNB pro pokles sazeb. U ČNB může hrát roli i vývoj kurzu koruny.



Předběžné údaje HDP potvrdily oživení ekonomické aktivity, které je taženo zejména domácí spotřebou a zároveň není provázáno významnějšími inflačními tlaky. Oživení ekonomické aktivity signalizují i předstihové indikátory. ČNB ale stále zůstává opatrná a proces uvolňování měnových podmínek zrychlovat nechce.

Ekonomická aktivita

Oživení spotřeby domácností pokračuje, i když tempo meziročního růstu (1,6 %) maloobchodních tržeb zůstalo v únoru za očekáváním (2,3 %). Meziměsíčně dokonce tržby v maloobchodě poklesly o 0,8 %. Tento pokles byl ale způsoben úspěšným lednem, jehož výsledky byly navíc ještě revidovány směrem vzhůru. V lednu maloobchodní tržby podle revidovaných údajů rostly o 3,2 % y/y, což je o 0,8 pb více, než ukazovaly předchozí údaje. Únorová čísla tak lze číst jako mírnou korekci velice silných lednových údajů. Celkový obrázek tedy únorová čísla nijak nemění, očekáváme i nadále růst spotřeby, který bude podporovat nízká nezaměstnanost a růst reálných mezd. Tomu odpovídají i měkké indikátory. Důvěra spotřebitelů v dubnu pokračovala v růstu. Indikátor důvěry se zvýšil o 3,9 bodu na hodnotu 103,8. Důvěra se tak dostala nad svůj dlouhodobý průměr.

Jednoznačně optimisticky vyzněly únorové statistiky průmyslové výroby, které překvapily meziročním růstem o 0,7 %, přičemž trh čekal pokles o 0,3 %. Vzrostly také nové zakázky, a to jak tuzemské (9,9 %) tak zahraniční (8,2 %). Nicméně celkový obrázek průmyslové výroby zatím neukazuje na rychlé oživení průmyslové výroby. Ta stále osciluje okolo předpandemických hodnot bez náznaků návratu na rostoucí trend před rokem 2019. Předstihové indikátory tento obrázek potvrzují. V dubnu se nálada v průmyslu zvýšila, ale stále zůstává ve srovnání s historickými hodnotami nízká, rychlé oživení v nejbližší době tak čekat nelze.

Důvěra v ekonomiku se zlepšuje hlavně mezi spotřebiteli.



Také stavebnictví v únoru rostlo, meziročně o 3,6 %. Za tímto příznivým číslem ale do značné míry stálo teplé počasí, které podpořilo zejména inženýrské stavby. Naopak bytová výstavba klesla meziročně o 1,5 %.

Inflace a centrální banka

Inflační tlaky slábnou, a to jak ve spotřebitelských, tak výrobních cenách. Ceny průmyslových výrobců v březnu meziročně stagnovaly a meziměsíčně dokonce poklesly o 0,1 %. Ceny zemědělských výrobců se při meziročním srovnání snížily již 11. měsíc v řadě, přičemž v březnu byly meziročně nižší o 13,2 %.

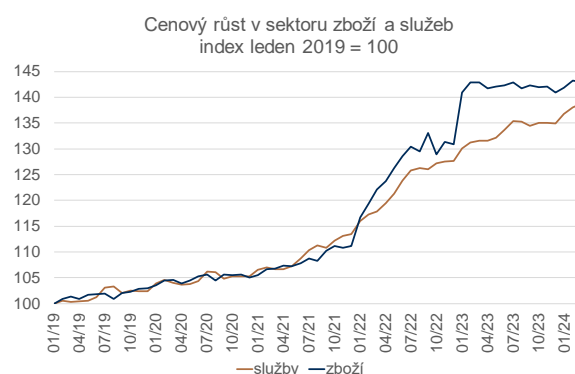
Březnová inflace stejně jako únorová zůstala přesně na 2% cíli centrální banky. Detaily ukazují, že za nízkou inflací stojí zejména ceny potravin a nealkoholických nápojů, které meziročně klesly o 6 %. Naopak nahoru táhly inflaci ceny bydlení a pohonných hmot. Stále platí, že ceny zboží rostou velice pomalu (v březnu pouze o 0,1 % y/y), naopak růst cen služeb zůstává rychlý (v březnu vzrostly o 5,4 % y/y). Pohled na vývoj cen za poslední dva roky ukazuje, že docházelo k určité divergenci cen zboží a služeb, která se v roce 2023 prohloubila. Ceny zboží od počátku roku 2023 vzrostly kumulovaně o 6,5 %, zatímco ceny služeb o necelé 1,5 %. Obavy, že ceny služeb budou dohánět ceny zboží aktuální čísla potvrzují a dělají starosti centrálním bankéřům. Jejich postoj tak zůstává relativně opatrný navzdory tomu, že jak celková, tak jádrová inflace zůstala hluboko pod zimní prognózou.

Nebylo potom překvapením, že na prvním květnovém zasedání bankovní rada rozhodla o snížení sazeb o 50 bb. Repo sazba tak aktuálně klesla na 5,25 %. Při aktuální 2% inflaci tak reálné sazby zůstávají výrazně kladné.

Rizika

Jako největší riziko stále vnímáme slabou poptávku ze zahraničí a s ní spojené pomalé oživení ekonomiky. Na druhou stranu ale nezanedbatelné je i riziko zvýšených inflačních tlaků spojených se silnější domácí poptávkou.

Ceny služeb dohánějí ceny zboží.



Zdroj: ČSÚ



Ekonomická situace se pozvolna zlepšuje a předstihové indikátory slibují, že oživení bude pokračovat. Tomuto vývoji by mělo nahrávat i plánované uvolnění měnové politiky.

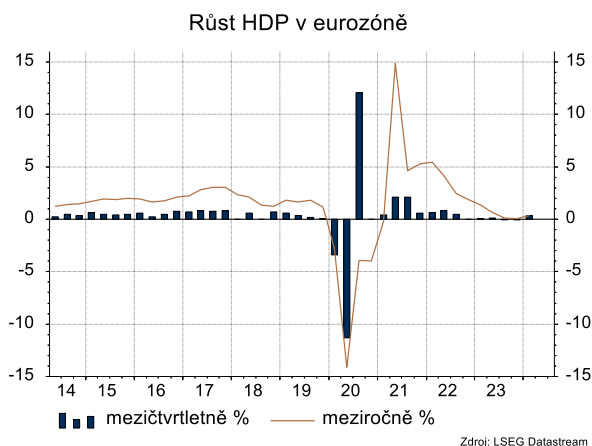
Ekonomická aktivita

Eurozóna se v 1 čtvrtletí vymanila z recese (Eurostat revidoval výsledky 4Q 2023 z 0,0 % q/q na -0,1 % y/y), přičemž oživení je rychlejší, než se čekalo. Eurozóna vzrostla o 0,3 % q/q a o 0,5 % y/y.

Také předstihové indikátory signalizují, že ekonomická situace v eurozóně se zlepšuje, a to především v sektoru služeb. PMI ve službách vzrostl v dubnu na 52,9, nejvyšší hodnotu za poslední rok. Také kompozitní PMI již druhý měsíc zůstává nad hladinou 50 a ukazuje, že ekonomika by měla ve druhém čtvrtletí růst okolo 0,3 % q/q. Postupně se zvyšuje i důvěra domácností. Podle Evropské komise důvěra domácností vzrostla na -14,7, což je sice nevyšší hodnota od března 2022, ale stále pod dlouhodobým průměrem. Také typicky německé měkké indikátory se zlepšují, což je dobrá zpráva, protože Německo bylo jednou z hlavních brzd oživení celé eurozóny. Neoptimističtější ohledně vývoje Německa je index ZEW, který roste již od léta loňského roku, optimismus je jednoznačný v očekáváních, zatímco současnou situaci hodnotí index negativně. V dubnu nad hodnotu 50 vystoupal i německý kompozitní PMI, a to poprvé od března 2024. Za tímto optimismem zaostává index Ifo, ale i ten naznačil v dubnu zlepšení, a to jak v hodnocení současné situace, tak v očekáváních.

Data z reálné ekonomiky tak optimisticky nevyznívají. Průmyslová výroba v únoru sice mírně vzrostla, ale zdaleka nevykompenzovala lednový 3% propad. Ani maloobchodní tržby nepotěšily. Meziměsíčně poklesly o 0,5 % a zůstávají tak pod průměrem konce loňského roku. Na druhou stranu pokles byl způsoben zejména volatilními německými daty.

Ekonomika eurozóny se dostala v prvním čtvrtletí letošního roku z recese.



Optimismus v toto pohledu přináší i pohled na trh práce s nezaměstnaností okolo historických minim.

Inflace a centrální banka

Detaily březnové inflace ukázaly, že za zvýšenou jádrovou inflací stojí služby. Zatímco ceny zboží v jádrovém CPI v březnu vzrostly o 1,1 % y/y, ceny služeb vyskočily o 4 % y/y. A podobné výsledky ukázaly i dubnové statistiky. Inflace se udržela na 2,4 % a nejvíce k ní opět přispěly služby. To je vývoj, který nutí centrální banku k obezřetnosti při uvolňování měnových podmínek.

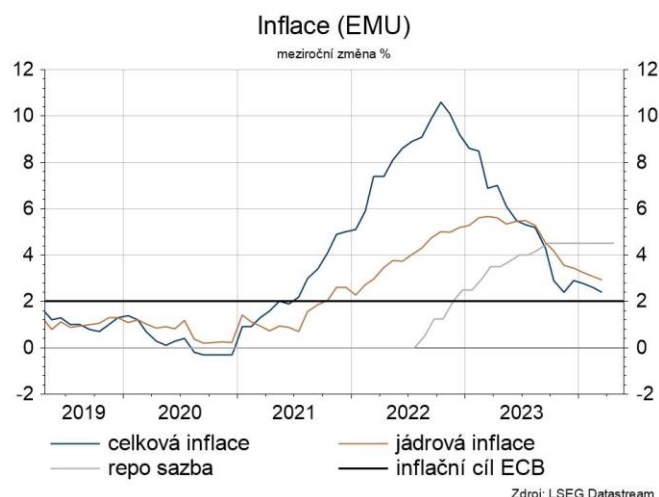
Nebylo proto překvapením, že na svém dubnovém zasedání Rada guvernérů ECB rozhodla ponechat sazby beze změny. Úroková sazba pro hlavní refinanční operace a úrokové sazby mezní zápůjční facility a vkladové facility zůstaly na úrovni 4,50 %, 4,75 % a 4,00 %. Tiskové prohlášení ale signalizovalo, že první snížení sazeb může přijít již v červnu. Zároveň se ale ECB nezavázala k předdefinované trajektorii úrokových sazeb a její rozhodování zůstává závislé na datech. Z tiskového prohlášení vyplynulo, že pokud data prohloubí důvěru členů Rady guvernérů o směřování inflace k cíli, bude načas sazby snižovat. Někteří centrální bankéři dokonce tuto důvěru měli již na dubnovém zasedání. Nakonec se ale přizpůsobili většině a se snižováním sazeb ještě počkali. Kromě čerstvých statistik bude mít Rada guvernérů na červnovém zasedání k dispozici i novou prognózu.

Co se týká snižování bilance, ECB na tomto zasedání nic na své strategii neměnila. Ve druhé polovině roku hodlá snižovat objem portfolia PEPP v průměru o 7,5 mld. EUR a tento program ukončí v závěru roku 2024.

Rizika

Inflace sice klesá, ale dosažení inflačního cíle může být dále, než se čeká. Nucené vyšší sazby centrální banky by se pak mohly negativně projevit na křehkém počínajícím ekonomickém oživení.

Inflace klesá, ECB připravuje trh na snižování sazeb.



Spojené státy americké

V dubnu pokračoval odsun očekávaného začátku snižování sazeb do budoucnosti. Svá očekávání dále posunul trh, a i rétorika představitelů Fedu mířila zřetelně tímto směrem. Změnu očekávání motivovala jak data o inflaci, tak data o růstu. Inflace byla opět o něco vyšší, než se čekalo, data z trhu práce byla silnější a maloobchodní tržby vyšší, než čekal trh. HDP přes pokračující solidní růst osobní spotřeby zklamal, důvodem byly vysoké deficity zahraničního obchodu, které vedly k jeho výraznému negativnímu příspěvku.

Ekonomická aktivita

Trh práce překvapil podstatně vyšším než očekávaným přírůstkem počtu pracovních míst a poklesem míry nezaměstnanosti. Přes jeho trvalou sílu však růst mezd pokračoval ve zpomalování, i když zůstal nad hodnotami konzistentními s dosažením inflačního cíle Fedu. Silný trh práce umožňuje pokračování vysoké osobní spotřeby, což bylo vidět na silnějším než očekávaném růstu maloobchodních tržeb. Jak ukázala struktura HDP za první čtvrtletí, těžiště osobní spotřeby je však ve službách, zboží v prvním čtvrtletí jen stagnovalo. Služby tak logicky generují největší část přírůstku pracovních míst a také nejvíc přispívají k inflaci. Slušně se dařilo průmyslu, zejména zpracovatelskému. Data o HDP ukázala stále silnou domácí spotřebu (což přispělo k vyšším importům, a tedy horšímu saldu zahraničního obchodu), ale její dynamika postupně zpomaluje, takže ekonomika jako celek pomalu ale jistě chladne. Toto chladnutí je však nerovnoměrné, některé části sektoru služeb zůstávají kvůli koncentraci spotřebitelské poptávky zjevně přehřáté. Fed možná bude muset čekat, než tato ohniska dostatečně zchladnou.

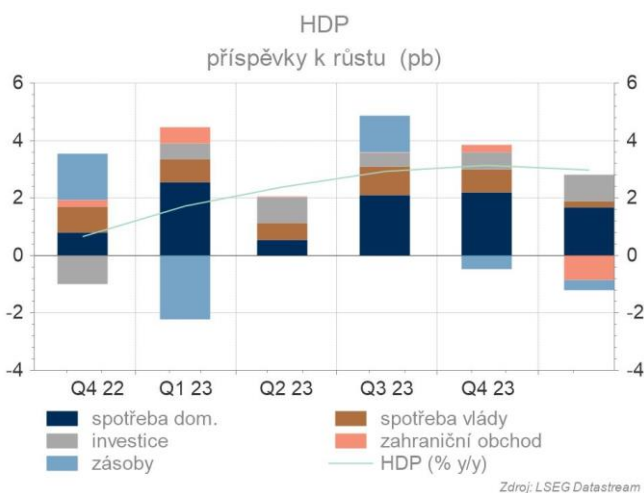
Inflace a centrální banka

Růst jádrového CPI opět mírně překonal očekávání a opět za to mohly služby. Zrychlený růst v některých segmentech služeb je důvodem ke znepokojení, přestože jeho část jde stále na konto doznívajících dlouhodobých efektů pandemie. Dost velká část růstu cen však stále souvisí s nerovnováhou mezi poptávkou a nabídkou a s nedostatkem volných pracovních sil. PPI tentokrát negativní impuls od CPI nepodpořil, jeho růst byl zhruba v souladu s očekáváním. Trh však reagoval na tři měsíce trvající sérii negativních překvapení u CPI dalším poměrně výrazným odsunem očekávaného začátku snižování sazeb do budoucnosti. Letos už počítá pouze s jedním snížením, dost silná jsou i očekávání, že sazby letos nebudou sníženy vůbec, a zatím jen poměrně vzácně zaznívají spekulace o možnosti zvýšení sazeb. Podle našeho názoru trh přestřeluje, zejména spekulace o zvýšení sazeb jsou zatím hodně předčasné. Pokles inflace je pomalý a nerovnoměrný, ale to se dalo očekávat, a na to, že tomu tak bude opakovaně, upozorňoval Fed. Ten se teď přidává k pohybu tržních očekávání a potvrzuje, že sazby budou pravděpodobně sníženy později v závislosti na tom, jak se bude inflace vyvíjet dále. Potvrdilo to i prohlášení po květnovém zasedání FOMC, které konstatovalo zpomalení poklesu inflace. Prezident Fedu Powell však potvrdil, že zvýšení sazeb momentálně není na pořadu dne. Upozornil také, že Fed sleduje nejen inflaci, ale i situaci na trhu práce a mohl by reagovat na jeho slábnutí.

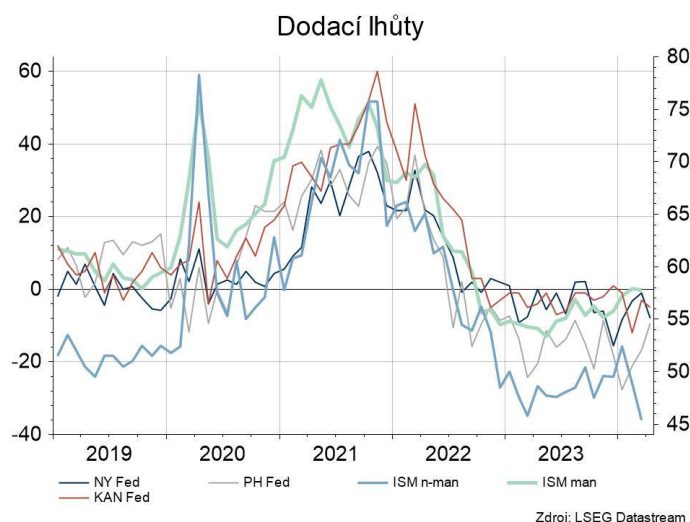
Rizika

Hlavním rizikem je momentálně nejistota ohledně časování snižování sazeb a také riziko – byť zatím jen velmi malé –, že by Fed musel sazby ještě dále zvýšit. Trh bude i nadále citlivý na inflační data, především na vývoj inflace ve službách očištěných o nájmů.

Domácí spotřeba zůstává silná.



Vývoj dodacích lhůt neukazuje na přetíženost nabídkové strany.



EUR/USD

Kurz v průběhu dubna pokračoval v trendu posilování dolaru, který byl ale přerušován ostrými korekcemi. Dolar posiloval především kvůli odsouvání očekávaného začátku cyklu snižování sazeb, ale místy mu pomáhalo i zvýšené geopolitické napětí (v dubnu především izraelsko-iránský konflikt). Korekce ve druhé polovině dubna byla částečně technická (překoupený dolar, vybírání zisků) a částečně, především na konci měsíce, euru pomohly lepší se vyhlídky evropských ekonomik. Oslabení dolaru ve druhé polovině dubna pokládáme za přechodné. Americká ekonomika by měla zůstat v podstatně lepší kondici než ekonomiky EMU, a to by mělo vést k divergenci sazeb – stabilitě v USA a poklesu v EMU. Už tak velký úrokový diferenciál by se měl dále rozšířit, a tím podpořit dolar. Kurz však zůstane silně volatilní a tato volatilita bude do značné míry překrývat základní trend, tak jako tomu bylo i v dubnu.

EUR/CZK

Koruna vykazovala v dubnu až překvapivou odolnost. V první polovině měsíce se koruna držela okolo 25,3 EUR/CZK s krátkodobým výkyvem k 25,45 EUR/CZK. Korunu z rovnováhy výrazněji nevyvedlo ani posilování dolaru. Druhá polovina měsíce se již táhla ve znamení posilování. Kurz EUR/CZK se krátce dostal až pod 25,10. Duben ukončila koruna na 25,14 vůči euru.

I přes značnou odolnost české měny se domníváme, že v nejbližších měsících nebude mít koruna příliš důvodů k posilování, spíše naopak. Vzhledem k posunu očekávání snižování amerických sazeb je pravděpodobnější, že se koruna vrátí k hodnotám okolo 25,3 vůči euru. Výraznější oslabení ale také zřejmě nehrozí. Politika ČNB zůstane opatrná a zužování úrokového diferenciálu nebude rychlé. Příznivější podmínky by pro korunu měly nastat spíše až ve druhé polovině roku se zahájením snižování sazeb ECB. Nejistota okolo měnových kurzů ale jako obvykle zůstává značná.

Dluhopisy

Duben byl v USA ve znamení setrvalého a poměrně výrazného růstu výnosů. Desetiletý výnos narostl z 4,2 % na 4,7 % a dostal se tedy poměrně výrazně nad březnová maxima. Z fundamentálního hlediska růst výnosů motivuje odsouvání očekávání snížení sazeb, ale také posun očekávané rovnovážné sazby Fedu nahoru. Roli však hrají i technické motivy, aktuálně především momentum a vysoký objem emitovaných státních dluhopisů. Momentum může vytlačit výnosy opět až k 5 %, jako tomu bylo v září minulého roku, ale fundamentálně podle našeho názoru trh už nyní přestřeluje. Dvouletý výnos se dostal k 5 %, což také považujeme za přehnané. Obrat trendu však bude vyžadovat poměrně silný makroekonomický impuls, který by trh přesvědčil, že inflace pokračuje

v poklesu k cíli. Data v dohledné budoucnosti takový impuls nemusí dodat, takže růst výnosů může pokračovat ještě dlouhé týdny. Obrat, přinejmenším krátkodobý, může přinést i podstatnější zhoršení geopolitické situace, které by vyvolalo toky do bezpečí. Až impuls přijde, bude pravděpodobně obrat rychlý a hluboký.

Výnosy v Evropě rostly v závěsu za USA, ale na rozdíl od USA bylo v Evropě pro růst málo důvodů. Vyhlídky měnové politiky vypadají poměrně jasně – sazby by měly začít brzy klesat, i když tempo jejich poklesu může být pomalé. Trend růstu výnosů (poklesu cen) státních dluhopisů se mohl částečně opírat o lepší se vyhlídky evropských ekonomik (konjunkturální indikátory jako PMI a IFO). Evropský dluhopisový trh vypadá ovlivněný technickými faktory ještě více než americký, což otevírá prostor pro prudkou změnu kurzu. Ta by ale vyžadovala podobně jako v USA impuls, který by ji vyvolal.

České výnosy následovaly světové trhy a v průběhu dubna postupně rostly. Týkalo se to i dvouletého výnosu, který by měl teoreticky být těsně vázaný na očekávanou trajektorii vývoje sazeb ČNB. Protože bankovní rada velmi pravděpodobně zůstane opatrná a sazby tedy budou klesat jen pozvolna, může domácí výnosová křivka i v dalších měsících odrážet vývoj ve světě. Především krátký konec by však měl mít už jen omezený prostor pro další růst.

Akcie

Duben byl na akciových trzích ve znamení korekce, která měla velmi podobný průběh v USA i EMU. Korekce měla podle našeho názoru především technické příčiny – trh byl už nějakou dobu zřetelně překoupený. Fundamentálně korekci podpořilo oddalování začátku cyklu snižování sazeb v USA a geopolitické napětí, především zhoršování situace na Blízkém a Středním východě. Začátek výsledkové sezóny akciím spíše pomohl, zatím převážně dobré firemní výsledky vedly k větší rozkolísanosti a narušení plynulosti poklesu. Definitivně odpískat korekci by bylo předčasné, ale pokud by pokračovala i v květnu, tak by její rozsah měl zůstat vzhledem k velikosti předchozího růstu omezený. Trvale dobrá ekonomická situace v USA a náznaky zlepšení v EMU by spolu s dobrými firemními výsledky měly střednědobě vést k návratu k růstu akciových indexů. Současná korekce tak může být dobrou příležitostí k otevírání strategických pozic.

Pražská burza dosahuje na svoje maxima z roku 2008 a to za podpory bankovních akcií. Index si za duben připsal velmi slušných 2,27 % a poráží jak americké, tak evropské akcie.

Tahounem byl především bankovní sektor - Erste bank si připsala více než 6 %, naopak Moneta bank kvůli výplatě dividendy oslabila o 6,7 %. Dařilo se ale i ostatním sektorům. COLT CZ přidala téměř 4 % a akcie ČEZu vzrostly o 3,20 %. Nedařilo se snad jen malým firmám Photon Energy - 2 % a Gevorkyan -1,55 %.



Výsledková sezóna začala nejen v USA, ale dorazila již i na pražskou burzu. Solidní výsledky představila Moneta, a očekávání předčily i výsledky Erste bank. Výsledková sezóna bude pokračovat v květnu. Hned 3.5. zveřejňuje výsledky KB, 14.5 pak ČEZ, 23.5 bude následovat COLT CZ (Q1) a poslední pak bude VIG 29.5.

Výhled na akcie se nám obecně v celém světě mírně pokazil, přesto si myslíme, že nás aktuálně nějaká zásadnější korekce nečeká. V případě zhoršení makro situace si v druhé polovině roku větší korekci už dokážeme představit. Je tedy nutné mimořádně pozorně sledovat hospodářské výsledky a predikce na další období, pozorně číst makroekonomické zprávy a mimořádně důležité budou komentáře z FEDu a ostatních centrálních bank.

Kredit

Stejně jako většina kaluží, zamrznul v dubnu i tuzemský dluhopisový rybníček a my jsme tak nezaregistrovali ani jedinou dluhopisovou transakci, která by stála za zmínku. Ještě že máme před sebou tradičně nejrušnější období roku a již v květnu můžete očekávat nabídku instrumentu, kterým bude nahrazován investiční certifikát Škoda a.s. v takřka miliardovém objemu. Doufejme, že se ostatní aranžéři nenechají zahanbit a do léta si pro nás přichystají další zajímavé transakce.

Komodity

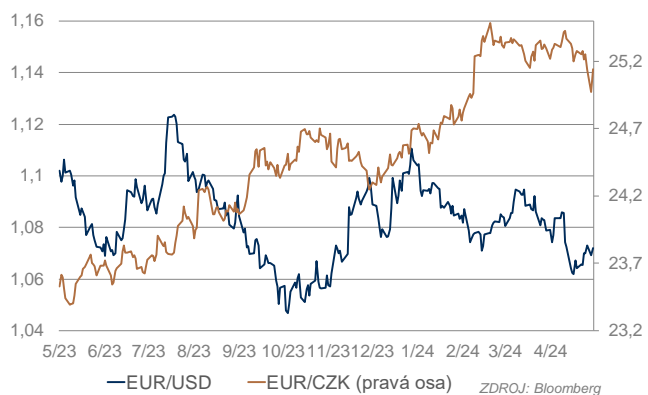
Na přelomu března a dubna se cena ropy Brent dostal na úroveň 90 USD/brl. Zde se další růst zastavil a vývoj ceny přešel do postranního trendu. Kolem poloviny měsíce prošla cena mírnou korekcí zpět k 86 USD/brl, ale ke konci měsíce se opět přiblížila k 90 USD/brl. Vývoj ceny byl stále pod silným vlivem geopolitiky, a to jak rusko-ukrajinské války, tak eskalace situace na Blízkém a Středním východě. Ropě částečně pomohl i lepšící se stav světové ekonomiky, a to jak náznaky oživení v Číně, tak příznaky přechodu k růstu v Evropě. Korekce souvisela jednak s mírným ústupem napětí mezi Izraelem a Íránem a jednak s předcházejícím vyčerpáním technického momenta. Riziko však i nadále zůstává na straně dalšího růstu, a to kvůli možnému zhoršení geopolitických krizí. Především Blízký a Střední východ jsou pro ropu kriticky důležité. Výraznější eskalace v této oblasti by mohla ropu lehko dostat jasně nad 100 USD/brl. Nezdá se, že by se OPEC chystal ustoupit od omezení produkce, na druhou stranu USA pomalu, ale jistě zesilují svoji pozici na světovém trhu, a slouží tak jako faktor omezující prostor pro další růst cen.

Cena zlata se v dubnu opět dostala na nová historická maxima (2 392 USD/oz). Faktory, které pomáhaly ceně zlata k růstu, zůstávaly stejné jako minulý měsíc: nákupy centrálních bank, zvýšený zájem retailových investorů o fyzické zlato, geopolitická nejistota. Důležitou roli hrálo také technické momentum, to se ale postupně vyčerpávalo a pravděpodobně díky tomu došlo ve druhé polovině dubna

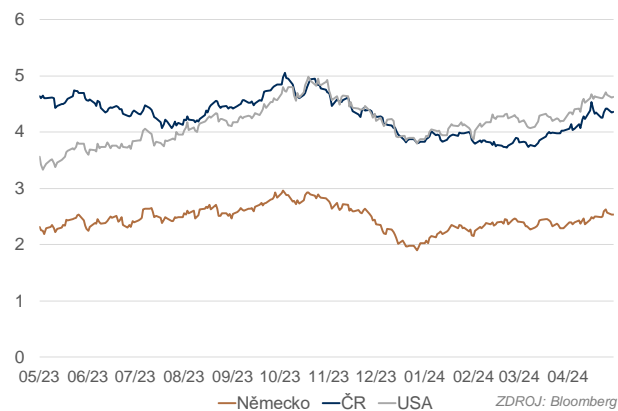
ke korekci, která vrátila cenu zlata k 2 300 USD/oz. Korekce skončila ještě před koncem měsíce a cena zlata se opět vydala na růstovou trajektorii. Trvajícím geopolitická nejistota a příklon některých centrálních bank k nákupům fyzického aktiva by měly cenu zlata podporovat i nadále, i když z čistě fundamentálního hlediska není aktuální situace pro zlato příznivá (kombinace růstu výnosů státních dluhopisů a posilování dolaru).



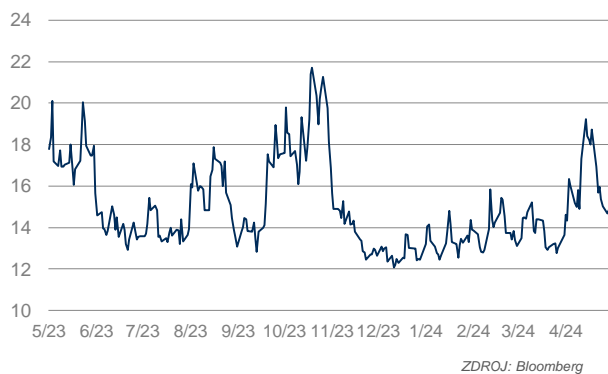
Devizové kurzy



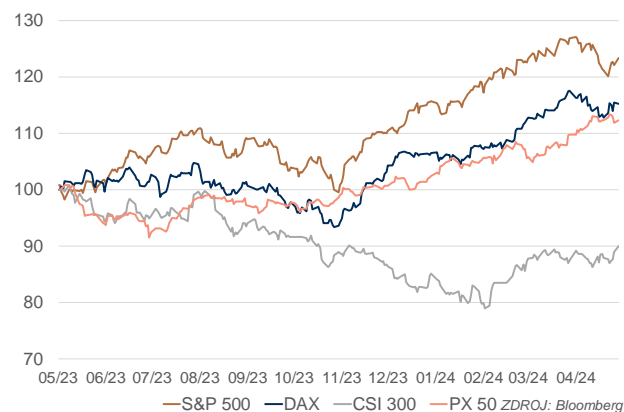
Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



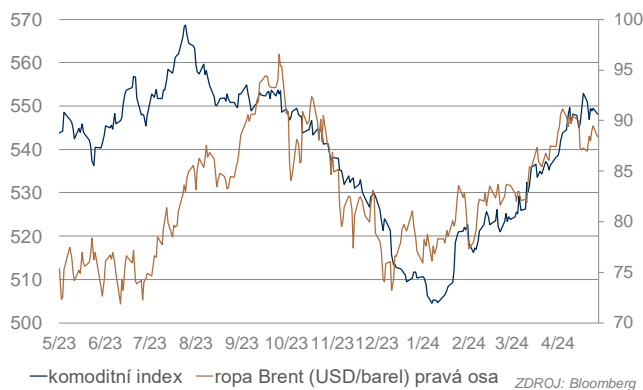
Akciové indexy (1. 5. 2023 = 100)



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	4,75-5,00	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50	→	5,00-5,25	↓	4,50-4,75	↓
ECB	3,0	4,5	4,5	4,25	↓	3,75	↓	3,25	↓
ČNB	7,0	5,75	5,25	4,75	↓	4,5	↓	3,5	↓
KURZY									
EUR/USD	1,10	1,07	1,07	1,06	↓	1,05	↓	1,08	↑
EUR/CZK	23,6	25,3	25,2	25,2	→	25,0	↓	24,8	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,01	4,62	4,97	4,8	↓	4,7	↓	4,5	↓
US dluhopis 10y	3,42	4,20	4,63	4,4	↓	4,2	↓	4,0	↓
Něm. dluhopis 2y	2,69	2,85	2,97	2,8	↓	2,5	↓	2,2	↓
Něm. dluhopis 10y	2,31	2,30	2,54	2,3	↓	2,2	↓	2,0	↓
České dluhopisy 2y	5,48	3,85	4,20	4,0	↓	3,8	↓	3,5	↓
České dluhopisy 10y	4,63	3,99	4,34	4,0	↓	3,8	↓	3,6	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	476,8	333,9	344,4	360,0	↑	330	↓	315	↓
EMU iTraxx 5y	437,0	297,1	313,6	320,0	↑	305	↓	290	↓
AKCIE									
S&P 500	4169,5	5254,4	5116,2					5500	↑
Eurostoxx 50	4359,3	5083,4	4968,4					5300	↑
DAX	15922,4	18492,5	18069,3					19200	↑
CSI 300	4029,1	3537,5	3604,4					3800	↑
PX 50	1378,1	1515,2	1545,9					1620	↑

* 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)	-0,2	-0,1	-0,6	0,2	0,4	0,6	1,6	2,2	2,4	-0,2	1,2	2,4
soukromá spotřeba	-5,6	-4,0	-2,3	-0,5	1,8	1,1	2,2	2,4	-0,8	-3,1	1,6	3,1
vládní spotřeba	3,1	3,6	3,7	3,8	2,4	1,9	0,9	1,3	0,3	3,5	1,6	1,1
investice	0,7	5,0	5,0	6,2	6,5	1,8	3,3	2,9	3,1	4,2	3,4	3,2
dovoz	3,4	1,6	-1,8	-4,7	1,0	-0,8	1,2	2,3	6,3	-0,4	0,4	4,3
vývoz	7,2	4,9	-0,5	1,0	1,5	0,7	2,5	3,2	7,2	2,5	1,6	4,4
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	7,6	2,1	2,0	2,0	2,3	15,1	10,8	2,1	2,0
běžný účet (% HDP)	2,0	-1,4	0,2	2,9	4,8	0,4	-2,4	-0,1	-6,1	0,9	0,6	1,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,2	-3,8	-2,0	-1,5
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	44,2	44,2	45	44,7

Evropská měnová unie

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,3	0,6	0,1	0,1	0,4	0,3	0,7	1,1	3,4	0,5	0,6	1,4
soukromá spotřeba	1,4	0,7	-0,3	0,6	0,6	0,9	1,0	1,3	4,4	0,5	1,0	1,5
vládní spotřeba	0,1	0,5	1,3	1,2	1,7	1,4	1,0	0,7	0,8	0,2	1,1	1,0
investice	2,0	1,7	0,5	1,5	0,6	0,4	0,8	0,4	1,0	0,7	0,8	1,6
dovoz	1,5	-0,4	-4,1	-2,5	-0,6	0,1	2,4	2,5	8,1	-1,2	1,0	2,9
vývoz	2,6	-0,5	-3,0	-2,8	-2,0	-0,2	1,8	2,4	7,3	-0,7	0,5	2,7
nezaměstnanost (%)	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,6	6,6	6,7	6,7	6,5	6,6	6,6
inflace (% y/y)	8,0	6,2	4,9	2,7	2,6	2,5	2,1	2,2	8,4	5,4	2,3	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	0,2	1,1	1,7	2,0	1,9	2,4	2,1	-0,6	1,7	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	3,1	3,1	3,0	2,1	1,6	1,9	2,5	2,4	1,7
soukromá spotřeba	2,1	1,8	2,2	2,6	2,4	2,6	2,2	1,8	2,5	2,2	2,2	1,7
vládní spotřeba	2,7	4,1	4,8	4,3	4,0	3,5	2,5	1,6	-0,9	4,1	2,6	1,0
investice	-6,1	-2,2	2,2	1,8	4,5	3,6	1,6	1,9	4,8	-1,2	2,6	2,6
dovoz	-1,0	-3,9	-1,7	-0,2	0,5	3,0	2,5	2,6	8,6	-1,7	2,3	2,5
vývoz	7,3	2,1	-0,4	2,1	1,1	4,1	3,2	2,6	7,0	2,6	2,6	2,5
nezaměstnanost (%)	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	3,6	3,6	3,9	4,1
inflace (CPI % y/y)	5,8	4,0	3,5	3,2	3,2	3,4	3,0	2,9	8,0	4,1	3,1	2,4
jádrová inflace (PCE % y/y)	4,8	4,6	3,8	3,2	2,8	2,5	2,5	2,6	5,2	4,1	2,6	2,2
běžný účet (% HDP)	-3,4	-3,2	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,8	-3,0	-3,0	-3,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,7	-8,3	-6,3	-6,5	-6,0	-5,6	-5,6	-5,4	-5,4	-6,5	-6,0	-6,1
vládní dluh (% HDP)	96,1	96,0	97,4	97,8	98,2	98,5	98,8	98,6	95,8	97,2	99,0	100,5

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

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

Ľuboš Mokráš

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

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.

