

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Dluhopisové trhy

ČR Ekonomika zůstává slabá

EMU Německo je nadále problémem eurozóny

USA Trh práce ztrácí sílu

www.ppfbanka.cz

září 2024

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



Dluhopisové trhy jsou klíčové z mnoha důvodů: na jedné straně jde o hlavní zdroj financování vlád a důležitý zdroj peněz pro firmy a současně je to i stěžejní prostředek pro uložení úspor. Dluhopisové trhy reagují na vývoj ekonomiky a zároveň vývoj ekonomiky podstatně ovlivňují. Aktuálně se nacházíme v bodu zlomu, kdy po období relativně vysokých výnosů (přinejmenším ve srovnání s minulým desetiletím) přichází jejich pokles předcházející blížícímu se zahájení cyklu poklesu sazeb klíčových centrálních bank.

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

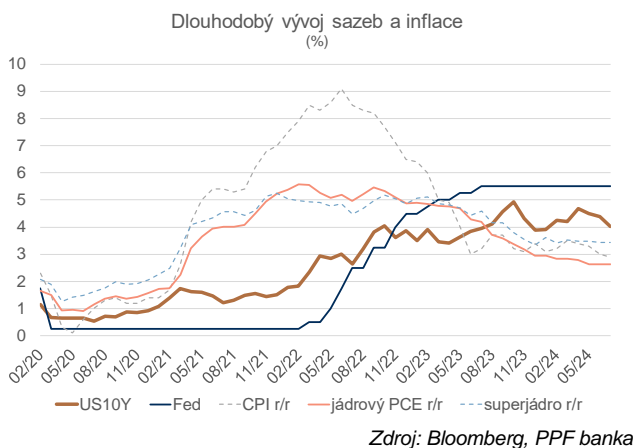
Dluhopisy

Letošní rok je ve znamení globálně ustupující inflace a následného přechodu centrálních bank k uvolňování měnové politiky, tedy ke snižování úrokových sazeb. Tento makroekonomický a měnověpolitický vývoj se odráží také v chování globálních dluhopisových trhů. Ty nejprve v prvním čtvrtletí letošního roku v reakci na nečekaně vysokou inflaci v USA přerušily obrat trendu od růstu k poklesu výnosů, ale od přelomu dubna a května, když inflace v USA začala opět klesat, přešly zase k poklesu. V tématu měsíce se na dluhopisové trhy a jejich chování podíváme blíže.

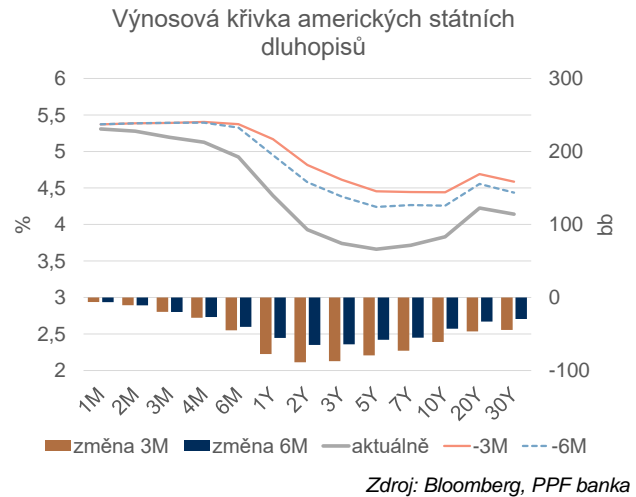
USA

Začneme ve Spojených státech, protože tamní trh je v globálním měřítku zdaleka největší a nejdůležitější. Jeho vývoj tak má podstatné dopady nejen na většinu regionálních trhů, ale i na další třídy aktiv.

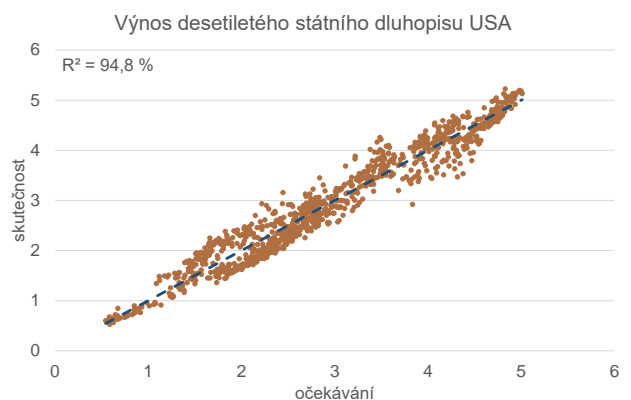
Vývoj na americkém dluhopisovém trhu v tomto desetiletí zásadním způsobem ovlivnila pandemie covidu-19. Fed ve snaze podpořit ekonomiku a stabilizovat finanční trhy na začátku pandemie snížil sazby na nulu a zaplavil ekonomiku hotovostí. To spolu s přesunem prostředků do bezpečných aktiv poslalo výnos desetiletého



dluhopisu na historická minima (0,5 % v srpnu 2020). Pandemie a opatření přijatá k omezení jejích dopadů na ekonomiku však měly nepříjemné vedlejší účinky: kombinace problémů na straně nabídky (narušení dodavatelsko-odběratelských řetězců) a na straně poptávky (prudký růst osobní spotřeby po ukončení opatření k omezení šíření pandemie) vedly k dlouho nevídané inflační vlně. Na tu reagoval jak Fed (s výrazným zpožděním), tak dluhopisový trh. Investoři antcipovali vyšší sazby už měsíce dopředu, takže růst výnosové křivky,



především na jejím dlouhém konci, byl podstatně pozvolnější než následný růst sazeb Fedu. Desetiletý výnos se na svém maximu dotkl 5 %, a to v době, kdy už především celková, ale i jádrová inflace zřetelně klesala. Výnosy rostly až do loňského podzimu kvůli tehdy panujícím obavám, že by mohlo dojít ke druhé vlně inflace způsobené těsným trhem práce a následným nadměrným růstem mezd. Ukázalo se však, že tyto obavy byly liché, a že trh poměrně výrazně přestřeloval. Inflace i nadále klesala, a navíc se začaly projevovat první příznaky slábnutí trhu práce. Díky tomu se aktuálně nacházíme za bodem obratu od růstu k poklesu výnosů. Trend poklesu výnosů byl přerušen letos na jaře kvůli nečekané sérii tří vyšších než očekávaných údajů o vývoji inflace, které opět vyvolaly obavy z druhé vlny inflace, ale podobně jako v předchozím případě se brzy ukázalo, že trh přestřeluje. Aktuálně je cyklus snižování úrokových sazeb na spadnutí (velmi pravděpodobně začne na zářijovém zasedání FOMC). Klíčová otázka nejen pro americký trh nyní je, kam až se mohou výnosy v rámci aktuálního klesajícího trendu dostat.



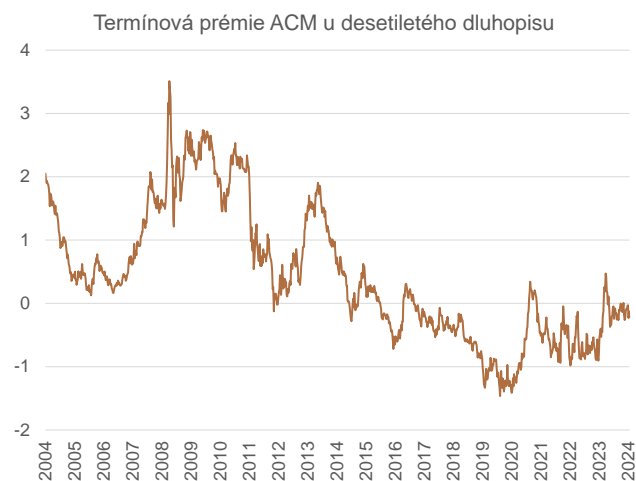
Na tuto otázku se pokusíme odpovědět pomocí relativně jednoduchého, ale účinného statistického modelu. Porovnání jeho předpovědí a skutečných hodnot výnosů desetiletých amerických státních dluhopisů je vidět v grafu. Model pracuje s tržními daty a s týdenní frekvencí, takže dokáže rychle reagovat na změny situace na trhu. Pracujeme s historickými daty za posledních dvacet let, tj. od roku 2004. Model využívá běžně dostupná data: sazbu Fedu, termínovou prémii pro desetiletý dluhopis a desetiletý inflační swap. Další proměnná zohledňuje fakt, že výnosy jsou poněkud výše ve vzestupné fázi cyklu úrokových sazeb než v sestupné (u výnosů existuje hystereze ve vztahu k vývoji sazeb). Tento fakt zohledňujeme pomocí proměnné, která má hodnotu 1 pro vzestupnou část cyklu (od prvního zvýšení sazeb v cyklu) a -1 v sestupné části cyklu (od prvního snížení sazeb). Před první změnou sazeb

	Koeficienty	Chyba stř. hodnoty	t-statistika	Hodnota P
hranice	1,269	0,059	21,500	3,8E-85
termínová premie	0,669	0,010	70,321	0
hystereze	0,321	0,011	29,518	1,2E-139
inflační swap	0,280	0,028	10,040	1,1E-22
sazba Fedu	0,425	0,006	75,533	0

v cyklu je osmítýdenní přechodné období, kdy hodnota této proměnné přechází lineárně z jedné hodnoty na druhou. Parametry výsledné mnohonásobné lineární regrese jsou v tabulce.

Krátce se zastavíme u jednotlivých proměnných. Sazba Fedu je horní mez aktuálních sazeb Fedu. Jde o hlavní vstupní proměnnou modelu: naším cílem je odhadnout, kde by měl být výnos desetiletého dluhopisu v závislosti na tom, jak se vyvíjejí sazby Fedu (tedy kde čekáme sazbu Fedu v budoucnosti). Tato proměnná má největší vysvětlující sílu, její vynechání sníží koeficient determinace R^2 modelu o 28,2 % z 94,8 % na 66,6 %.

Druhá v pořadí, co se týká vysvětlující síly, je desetiletá termínová premie. Její vynechání sníží R^2 o 24,5 %. Termínová premie vyjadřuje teoreticky ocenění

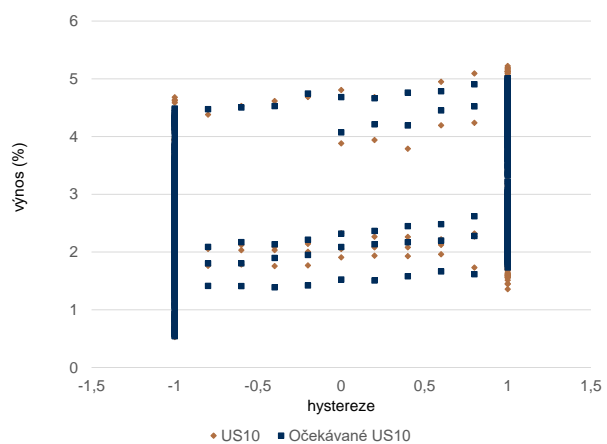


Zdroj: Bloomberg

rizika souvisejícího s držením dluhopisu s delší dobou splatnosti. Termínová premie není přímo pozorovatelná, odhaduje se. V našem modelu používáme standardní odhad termínové premie ACM (Adrian, Crump, Moench), publikovaný newyorským Fedem¹. Riziková premie by podle teorie měla kvantifikovat trhmem vnímané riziko, že se výnosy nebudou vyvíjet v souladu s očekáváním. Vzhledem k tomu, že její hodnoty jsou hlavně v posledních deseti letech dost často záporné, je však tato interpretace poněkud neadekvátní. V našem modelu jde o kriticky významný volný parametr, tedy zdroj nejistoty. Tím lze vysvětlit poměrně značnou pozornost, kterou termínové premii, a především jejímu očekávanému vývoji, věnuje trh.

Třetí v pořadí je proměnná modelující efekt hystereze. Její vynechání sníží R^2 o 4,3 %. Její význam je tedy citelně menší než u předchozích dvou proměnných, přesto je statisticky vysoce významná. Model umožňuje přímo kvantifikovat velikost hystereze (o kolik jsou výnosy vyšší ve vzestupné části cyklu a nižší v sestupné). Protože je

Vliv hystereze na výnos desetiletého dluhopisu



Zdroj: Bloomberg, PPF banka

velikost proměnné konstantně 1 nebo -1 (s výjimkou krátkých období před změnou cyklu), vyjadřuje regresní koeficient přímo velikost odchylky (což je 0,32 pb). Graf názorně ukazuje efekt hystereze.

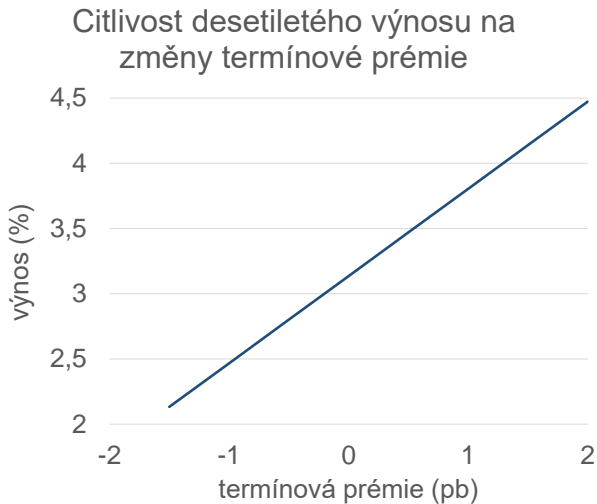
Poslední a nejméně významnou proměnnou je trhmem očekávaná inflace, jak ji vyjadřuje inflační swap. Její vynechání by snížilo R^2 sice pouze o 0,5 %, přesto je statisticky významná. Z praktického hlediska se ve většině případů hodnota námi použitého inflačního swapu pohybuje mezi 2,0–2,5 %, takže je kvůli opatrnějším odhadům vhodné používat konzervativní hodnotu 2,5 %. Proměnná se dá použít na testování citlivosti výnosu na změny inflačních očekávání.

A teď už konečně k tomu, co nám model říká o očekávaném vývoji na americkém dluhopisovém trhu. Podíváme se, kde by podle modelu měl být desetiletý výnos za rok. Trh podle futures na federální fondy počítá

¹ https://www.newyorkfed.org/research/data_indicators/term-premia-tabs#/overview



s tím, že v té době bude sazba Fedu na 3,5 %. Termínovou prémii použijeme aktuální (-0,2 pb), inflační swap 2,5 % a u hystereze budeme v sestupné části cyklu úrokových sazeb, takže hodnota proměnné bude -1. Očekávaná hodnota za těchto předpokladů je 3,00 %, což je podstatně méně, než je hodnota aktuální. Podíváme se ještě na hodnoty na 95% konfidenčním intervalu. Horní hodnota je 3,27 % a dolní 2,73 %, v tomto intervalu by se tedy výnos za daných předpokladů měl nacházet s 95% pravděpodobností. Nejistota spojená s inflačním swapem



Zdroj: Bloomberg PPF banka

vzhledem k použité konzervativní hodnotě znamená, že by výnos mohl být spíše mírně nižší (pokud bude tržní hodnota inflačního swapu nižší než 2,5 %). Vliv nejistoty termínové premie je zobrazený v grafu. Použité mezní hodnoty (2 pb maximum a -1,5 pb minimum) odpovídají hodnotám, které se vyskytly od začátku roku 2014. Běžné výkyvy byly sice podstatně menší (90 % hodnot v tomto období bylo mezi -1 pb a 0,4 pb), ale zároveň výraznější růst termínové premie a její návrat na hodnoty obvyklé před rokem 2010 nikdy nelze úplně vyloučit. Její potenciální zvýšení může například souviset s růstem amerického státního dluhu a s kombinací dopadu větší nabídky dluhopisů a obav investorů z poklesu jejich kvality (nižší rating). Negativní vliv může mít i využití zmrazení devizových rezerv jako nástroje zahraniční politiky a s tím související nižší zájem zahraničních investorů o koupi amerických státních dluhopisů. Celkově se výsledek našeho odhadu dá shrnout tak, že prostor pro pokles výnosů v USA ze současných hodnot při stávající velikosti termínové premie je stále podstatný. Pokud by americké ekonomice hrozila recese nebo by se do ní přímo dostala, byl by pokles sazeb ještě větší, a tím pádem by byl i podstatně větší prostor pro pokles výnosů. Z dlouhodobějšího hlediska (rok a více) je však pravděpodobný spíše růst termínové premie, a tedy proti současnosti relativně vyšší výnosy za jinak stejných podmínek.

EMU

Americkému trhu státních dluhopisů jsme se věnovali tak obsáhle proto, že – jak jsme už psali – má podstatný vliv na vývoj ve zbytku světa. Náš pohled na dluhopisový trh v EMU proto začneme stručným pohledem na to, jak moc velký tento vliv je. Použijeme k tomu korelační koeficient jako jednoduchou statistickou míru závislosti. Korelace desetiletého výnosu amerického a německého desetiletého státního dluhopisu pro období od roku 2004 dodnes je 0,86 pro úroveň a 0,78 pro týdenní změny, což jsou v obou případech vysoká čísla. Korelace nám samozřejmě nic neříká o tom, která proměnná je nezávislá a která závislá. Ve skutečnosti je závislost vzájemná – evropský trh reaguje na vývoj v USA a americký reaguje na události ve světě včetně Evropy. Váha a velikost těchto reakcí je však úměrná velikosti ekonomik a ještě více velikosti dluhopisových trhů. V obou případech mají výrazně navrch USA, jsou to tedy primárně ony, kdo určují vývoj. Pro srovnání uvedme ještě korelaci mezi úrovní německého desetiletého výnosu a sazbou ECB, která činí 0,78. Statisticky měřená souvislost mezi sazbou ECB a německým desetiletým výnosem je tedy poněkud nižší než mezi německým a americkým desetiletým výnosem. Zároveň jsou cykly úrokových sazeb v USA a EMU poměrně hodně synchronizované. Korelace mezi sazbami Fedu a ECB je 0,77, což je dáno vzájemnou závislostí obou ekonomických oblastí, ale stejně jako u dluhopisového trhu USA hrají prim.

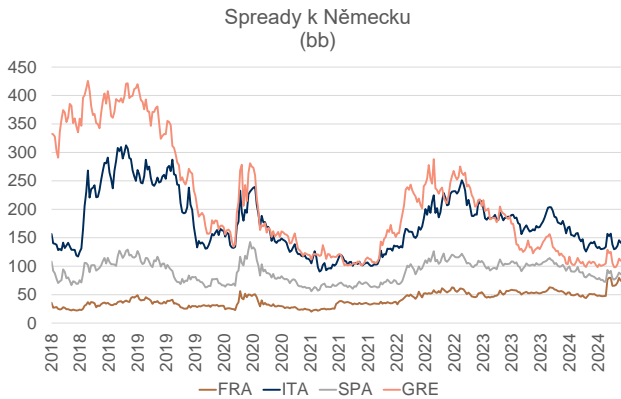


Zdroj: Bloomberg

Výnosy dluhopisů v Evropě samozřejmě nezávisí jen na vývoji v USA a eurový trh netvoří jen německé státní dluhopisy. Proto se teď podíváme na specifika evropského trhu. Začneme dlouhodobou historií, protože je vysoce relevantní pro současnost. Historicky definuje evropský dluhopisový trh kontrast mezi počátečním obdobím (zhruba do finanční krize 2008), kdy byly spready mezi výnosy dluhopisů jednotlivých států velmi malé, a trh se tak choval skoro jednotně, a následným obdobím, kdy finanční krize tuto idylu nejprve narušila, aby ji téměř vzápětí úplně zlikvidovala řecká dluhová krize, která málem zničila eurozónu. Evropský dluhopisový trh se po krizi už nikdy



k idyle nevrátil (a patrně ani nevrátí), i když je proti krizovým letům aktuálně podstatně klidnější. Tento relativní klid však narušuje riziko, že se něco podobného, jako byla řecká finanční krize, může opakovat, navíc ještě v podstatně větším měřítku, protože tentokrát by šlo hlavně o Itálii, i když důvěra klesá i vůči Francii.



Zdroj: Bloomberg

Další graf ukazuje kratší časový kontext od roku 2018 a tentokrát ukazuje vývoj spreadů (rozdílů ve výnosech) mezi Německem a dalšími státy. Tento časový rámec byl zvolen, protože v roce 2018 se poprvé objevily obavy o stabilitu italských financí jako jednoznačný prvek výrazně ovlivňující trh. Do té doby sice italský spread také kolísal, ale důvody byly externí (hlavně řecká dluhová krize). V roce 2023 se italský desetiletý výnos dostal nad řecký a ukázal tím jednak, jak daleko v očích investorů pokročila stabilizace řeckých státních financí, a naopak jak málo důvěřují italským snahám o stabilizaci státních financí. V poslední době, konkrétně od zveřejnění výsledků voleb do Evropského parlamentu a ohlášení předčasných voleb ve Francii, budí pozornost i francouzský dluhopisový trh. Volby připomněly dlouho známý fakt, že francouzské veřejné finance se dlouhodobě nevyvíjejí příznivě. Politická nejistota pak citelně zhoršila vyhlídky na efektivní řešení tohoto problému. Jak je vidět, posun ve vnímání rizikovosti francouzských dluhopisů je zatím kosmetický, ale zároveň jde o zřetelné varování, že pokud tento problém nebude řešen, mohou se francouzské výnosy vydat „italskou cestou“. Veřejné finance v EMU obecně čelí řadě problémů: nepříznivý vývoj demografie, slabý růst ekonomik (produktivita), nároky sociálního státu (vysoké mandatorní výdaje) a nyní stále více i náklady spojené se „zelenou transformací“. Tyto faktory budou podstatně ovlivňovat především dlouhodobý vývoj a hrozí, že zejména u periferních států budou tlačit výnosy nahoru. V kratším časovém horizontu bude dominovat vývoj sazeb ECB ovlivňovaný především inflací, a tedy tím, nakolik se jí bude dařit stlačovat k cíli, a trhem práce, a zde především tempem růstu mezd a jeho vztahem k růstu produktivity práce. V EMU přitom hrozí, že se kdykoliv mohou aktualizovat dlouhodobé problémy s rozpočty, což do

vývoje vnáší permanentní riziko prudkých posunů výnosů směrem nahoru u periferních trhů.

Závěr

Základní závěr naší exkurze dluhopisovými trhy je, že aktuálně lze očekávat další pokles výnosů, který by měl trvat měsíce a měl by být postupný. Tato prognóza pochopitelně závisí na splnění jejich předpokladů, tedy především zahájení a následném pokračování cyklu snižování úrokových sazeb v USA a v EMU. V USA primárně hrozí rychlejší a výraznější pokles výnosů, než předpokládá náš hlavní scénář (3,5 % za 12 měsíců u desetiletého dluhopisu), pokud se ekonomika místo „hladkého přistání“ dostane do recese. Evropu by takový vývoj podstatně ovlivnil, ale na druhou stranu má svá vlastní rizika, a to jak ekonomická, tak politická. Hlavním ekonomickým rizikem je, že se nebude dařit stlačit inflaci na cíl ECB, což ji bude nutit držet vyšší sazby po delší dobu, a bude tedy držet výnosy relativně výše. Vedle toho existuje řada politických rizik, aktuálně především ve Francii, kde se stále nedaří sestavit vládu, ale potenciálně může být nestabilní situace v klíčově důležitém Německu, kde má vláda také slabou podporu. Proto v Evropě čekáme jen mírný pokles výnosů až stagnaci (německý desetiletý dluhopis za dvanáct měsíců na 2,3 %).

Pro český dluhopisový trh znamená kombinace očekávaného poklesu sazeb a výnosů ve světě a poklesu sazeb doma také prostor pro pokles výnosů. Situaci ovšem komplikují specifické domácí problémy, především nedobrá stav ekonomiky a přes přijatá opatření stále negativní vývoj veřejných financí (což je spojeno se slabostí ekonomiky). Prostor pro další pokles výnosů tedy je, otázkou ovšem je, jak veliký, přičemž existuje riziko, že vnější nebo vnitřní turbulence mohou klesající trend lehko přerušit nebo i zvrátit. Proto jsme u nás podobně opatrní jako v Německu a očekáváme desetiletý výnos v ČR na 3,7 %.



Poslední data ukazují, že větším problémem než inflace začíná být ekonomický růst. Nedaří se především průmyslu, který čeká na oživení zahraniční poptávky. Ve světle nepříznivých dat z reálné ekonomiky přehodnocují instituce i analytické odhady letošního růstu směrem dolů.

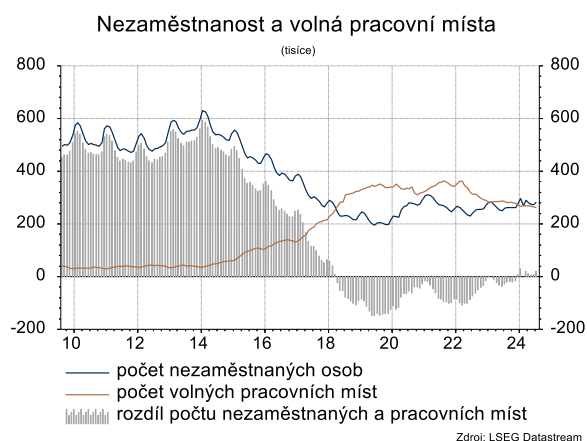
Ekonomická aktivita

Spotřeba domácností zůstává hlavním motorem české ekonomiky. To potvrdily červnové statistiky maloobchodních tržeb, které meziročně vzrostly o 4,4 %, čímž překonaly tržní očekávání. I když zároveň došlo k revizi květnových čísel směrem dolů, zůstáváme optimisty, co se týká domácí spotřeby, která by měla i nadále růst. Silný trh práce, rostoucí reálné mzdy i vysoká míra úspor by tomuto trendu měly napomáhat. Poslední červencová data z trhu práce potvrdila, že ochlazení trhu práce je jen marginální. Nezaměstnanost sice vzrostla o 0,2 pb, to lze ale přisuzovat sezónním vlivům (příchod čerstvých absolventů středních a vysokých škol do evidence úřadu práce). Porovnání se stejným obdobím minulého roku ukazuje, že nezaměstnanost vzrostla celkově o 0,3 pb a počet volných pracovních míst překonal na rozdíl od loňského července počet nezaměstnaných. Ale pouze o 20 tisíc, což značí, že trh práce zůstává silný.

Zatímco domácí poptávka zůstává silná, ta zahraniční na oživení stále čeká, což nepříznivě ovlivňuje výsledky průmyslové výroby. Po květnovém meziročním propadu o 3,2 % následoval v červnu opět propad o 3,4 %. Meziroční pokles byl ovlivněn vysokou srovnávací základnou především u automobilového průmyslu, ale zároveň pokračoval pokles výroby ve strojírenství. Problémem je zde především trvalá slabost největšího českého obchodního partnera, Německa.

Také měkké indikátory ukazují, že průmysl by měl nadále zůstat slabý. V červenci PMI ve zpracovatelském průmyslu poklesl na 43,8, nejslabší hodnotu od počátku letošního roku. Naopak v srpnu došlo k nečekanému zlepšení na 46,7 což bylo sice nad očekáváním, ale stále hluboko pod 50. Konjunkturální indikátory ČSÚ v srpnu

Napětí na trhu práce se snížilo jen velmi mírně.



také pokračovaly v poklesu. Zhoršila se jak důvěra podnikatelů, tak spotřebitelů. U podnikatelů klesla důvěra ve službách a stavebnictví, průmysl korigoval mírně nahoru po silném poklesu minulý měsíc. Důvodem poklesu důvěry ve službách jsou obavy z nižších spotřebitelských výdajů. Spotřebitelská důvěra se po zotavení na začátku roku vrací na nižší úroveň.

Nedaří se ani stavebnictví. V červnu poklesla stavební produkce o 10,5 % v porovnání se stejným obdobím předchozího roku, přičemž v podstatě shodným tempem klesala jak pozemní, tak inženýrská stavební produkce.

Inflace a centrální banka

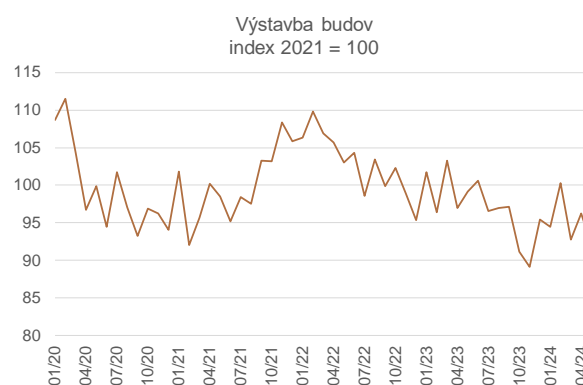
Inflace v červenci mírně zrychlila z meziročních 2,0 % na 2,2 %. Poněkud rychlejší než očekávaný růst cen souvisel zejména s bazickým efektem – meziroční pokles cen potravin byl v červnu větší než v červenci. Meziměsíčně dominoval typický sezónní růst cen zájezdů (25,1 % m/m, váha ve spotřebitelském koši 1,9 %).

Ze zápisu ze srpnového zasedání bankovní rady vyplynulo, že členové bankovní rady věří, že inflace se ve zbytku letošního roku bude nacházet poblíž 2% cíle, přičemž rizika vnímají jako vyrovnaná. I přesto se bankovní rada shodla na tom, že je potřeba vytrvat v restriktivní měnové politice a strategie opatrného snižování sazeb by měla podle guvernéra Michla umožnit cyklus snižování sazeb kdykoliv přerušit nebo zastavit. Jedním z důvodů opatrnosti bankovní rady je relativně slabá koruna. Jestřábí vyznění poslední prognózy ČNB nás nicméně nepřimělo ke změně našeho základního scénáře. Stále počítáme s tím, že repo sazba na konci roku klesne na 4 %, rizika jsou ale vychýlena směrem k vyšším sazbám.

Rizika

Problémy německé ekonomiky představují hrozbu hlavně pro český průmysl. Bez oživení v Německu, jehož první známky stále marně vyhlížíme, rychlejší oživení české ekonomiky nepřijde. Riziko představuje i geopolitické napětí, které zvyšuje rizikovou averzi a obecně nesvědčí celému středoevropskému regionu.

Navzdory rostoucí poptávce po hypotékách stavební boom nepřichází.



Ekonomická situace zůstává stabilní, a to znamená ne příliš příznivá. V srpnu částečně pomohla olympiáda konaná v Paříži, která podle konjunkturálních indikátorů výrazně podpořila služby ve Francii. Průmysl je však nadále slabý v celé eurozóně, a především v klíčově důležitém Německu. Zároveň nadále mírně nad cílem jen pomalinku klesá inflace. Slabost ekonomiky a zmírnění růstu mezd by měly motivovat ECB ke snížení sazeb na zářijovém zasedání bankovní rady, přestože inflace ještě není na cíli. Rychlost dalšího poklesu sazeb je však velmi nejistá.

Ekonomická aktivita

Finální data o vývoji německého HDP za druhé čtvrtletí potvrdila mezičtvrtletní pokles o 0,1 %. Klesaly především investice, ale mírně klesla i osobní spotřeba, a to přestože reálné příjmy rostou. Německo je tak výjimkou mezi klíčovými státy EMU, protože ostatní z „velké čtyřky“ (kromě Německa ještě Francie, Itálie a Španělsko) rostly a díky nim rostlo i HDP za celou eurozónu. Podle toho, jak se vyvíjejí konjunkturální indikátory a indikátory spotřebitelské důvěry, to na brzké zlepšení situace v Německu nevypadá, spíše naopak. Německo stále trpí kvůli své orientaci na průmysl a export slabostí globální poptávky, především slabostí Číny. Navíc čínská snaha řešit slabost domácí poptávky větší orientací na export je dodatečný problém, především u pro Německo klíčového důležitého automobilového průmyslu. A aby nebylo problémů málo, v současné nedobré situaci odbory tlačí na výrazný růst mezd, což s sebou nese jednak riziko dalšího zhoršení německé konkurenceschopnosti a jednak riziko, že rychlejší růst mezd bude nutit ECB brzdit snižování sazeb.

Olympiáda byla dopingem pro francouzské služby, což pomohlo místnímu a následně i celoevropskému PMI a pomůže to i HDP za třetí čtvrtletí, ale jako u každého dopingu jde jen o přechodnou pomoc. Francie se nadále potýká s politickými problémy, momentálně s neschopností sestavit po předčasných volbách vládu. Politická nejistota se přenáší i do ekonomiky. Za současné situace navíc hrozí potíže se sestavením a schválením rozpočtu na příští rok, což by mělo praktické negativní důsledky pro ekonomiku.

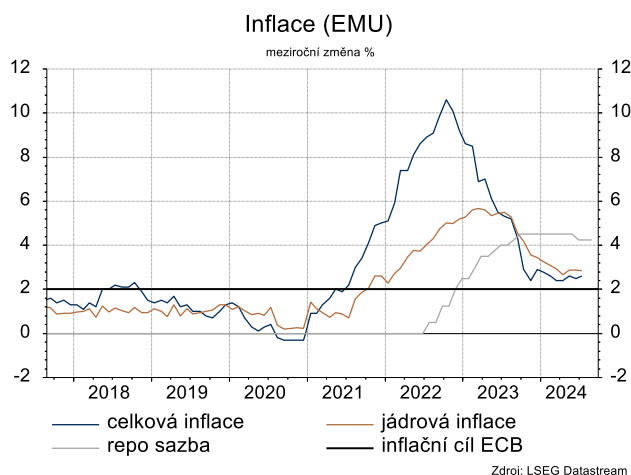
Inflace a centrální banka

Srpnová data o vývoji inflace v eurozóně potvrdila její pokračující, ale pouze pomalý pokles. Inflace není daleko od cíle (2,2 %, cíl je 2,0 %), ale jak naznačil i hlavní ekonom ECB Lane, stále není zaručeno, že se na cíl dostane. ECB přesto v září velmi pravděpodobně sazby sníží. Motivovat ji k tomu bude hlavně slabost ekonomiky – růst HDP je tak nízký, že je pod potenciálním růstem HDP eurozóny, a sazby jsou přitom poměrně výrazně restriktivní. Problémem pro ECB je hlavně těsný trh práce, ale srpnová data ukázala, že tempo růstu mezd výrazně kleslo, takže tento problém momentálně není akutní. To se však ještě může změnit, takže další postup ECB je vysoce nejistý.

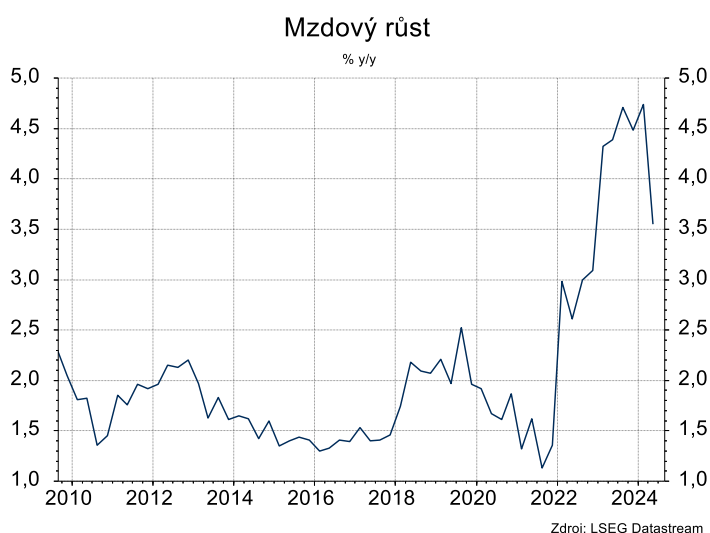
Rizika

Kombinace slabého růstu a stále příliš vysoké inflace je i nadále hlavním evropským problémem. Platí to především pro klíčovou ekonomiku eurozóny Německo, kde se kombinuje stagnace hospodářství se silným tlakem odborů na růst mezd. Rizikem je i politická nestabilita, kde momentálně vyniká především Francie svojí neschopností sestavit vládu, ale stabilní není ani situace v Německu, kde zemské volby potvrdily slabost vládní koalice. Další pokles podpory vládních stran tak ještě více zhoršil už tak nedobrou situaci kvůli politické nejistotě.

Inflace se k cíli blíží jen velmi pomalu.



Růst mezd zpomaluje.



Jak data, tak vystoupení členů FOMC naznačují, že se začátek cyklu poklesu sazeb výrazně přiblížil. Konkrétně lze očekávat, že k prvnímu snížení dojde 19. září. Důvodem je nejen postupný návrat inflace k cíli, a tedy sílící restriktivnost měnové politiky (kvůli růstu reálných úrokových sazeb), ale především stále zřetelnější známky slábnutí trhu práce. A jak řekl prezident Fedu Powell na konferenci v Jackson Hole, cílem Fedu není dále ochlazovat trh práce, další slábnutí trhu práce je nežádoucí.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce byla všeobecně slabší. Nižší než očekávaný byl růst počtu zaměstnaných a vyšší byla míra nezaměstnanosti. Ta mimochodem narostla nad úroveň, která podle pravidla ekonomky Sahm indikuje blížící se recesi. A v neposlední řadě byl nižší, než se čekalo, růst mezd, což je obzvláště významné pro Fed. Osobní spotřeba však slabší dynamikou trhu práce zatím nijak neutrpěla – maloobchodní tržby byly solidní, a zatím tedy stále není vidět, že by americký spotřebitel ztrácel dech. Tradičně slabý byl konjunkturální index ISM ve výrobě, připojila se k němu tentokrát i reálná data se slabou průmyslovou výrobou a slabšími než očekávanými jádrovými (bez vojenské a dopravní techniky) objednávkami zboží dlouhodobé spotřeby. Službám se však podle ISM daří zatím stále dobře, z mírné kontrakce minulý měsíc se vyhouply zpět do solidní expanze. I přes negativní vývoj na trhu práce jsou šance na měkké přistání stále vysoké. Fed už brzy začne snižovat sazby, což bude mít kromě přímého působení na cenu peněz také nepřímý pozitivní psychologický efekt, především na začátku cyklu patrně silnější než efekt přímý.

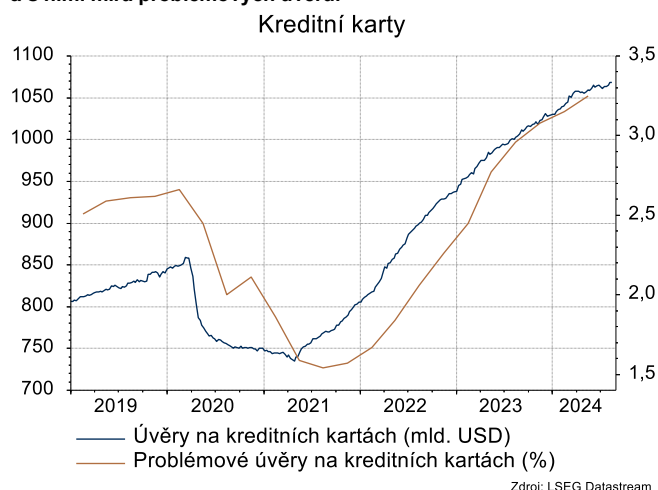
Inflace a centrální banka

Maloobchodní ceny rostly velmi blízko očekáváním, což znamená, že pokračoval velmi pomalý pokles inflace. Data sice nebyla tak příznivá jako v předchozích měsících, ale stále byla v souladu s návratem k inflačnímu cíli Fedu. Ceny průmyslových výrobců (PPI) rostly poněkud méně, než se čekalo, což je pochopitelně vítané a přispívá k optimismu ohledně dalšího vývoje inflace. Důležité je, že jak řekl Powell v Jackson Hole, byly do značné míry odstraněny nerovnováhy mezi poptávkou a nabídkou, které stály za inflační vlnou z předchozích let. Fed tedy může být optimistický, přestože se inflace stále drží nad cílem a aktuálně klesá jen pomalu. Jediný přetrvávající problém představují nájmy. To by se sice v blízké budoucnosti nemělo změnit, ale zbytek inflačního koše by měl přesto zajistit návrat inflace na cíl. Fed tak na svém zasedání 19. září téměř jistě začne snižovat sazby pravděpodobně o 25 bb na 5,25 %. Podle našeho názoru do konce roku přidá další dvě snížení o 25 bb, trh však počítá s alespoň jedním snížením o 50 bb. Nedá se to vyloučit, ale zatím to podle našeho názoru není hlavní varianta.

Rizika

Rychle se blíží termín prezidentských voleb. Po dramatech spojených s atentátem na Trumpa a výměnou kandidáta demokratů na poslední chvíli se v srpnu situace zklidnila. Šance obou kandidátů se aktuálně do značné míry srovnaly, takže trh je ve stavu zvýšené nejistoty. Dá se očekávat, že s blížícím se datem voleb bude napětí růst, což může generovat výkyvy na trhu. Stále trvá momentálně malé, ale nezanedbatelné riziko, že se Fedu nepodaří měkce přistát a ekonomika spadne do recese. Trh s tím momentálně nepočítá, takže pokud by se objevily výraznější příznaky, že se takový scénář může reálně uskutečnit, byla by reakce prudká.

Přes velmi vysoké úroky stále roste dluh na kreditních kartách a s nimi míra problémových úvěrů.



Míra úspor klesla pod 3 %.

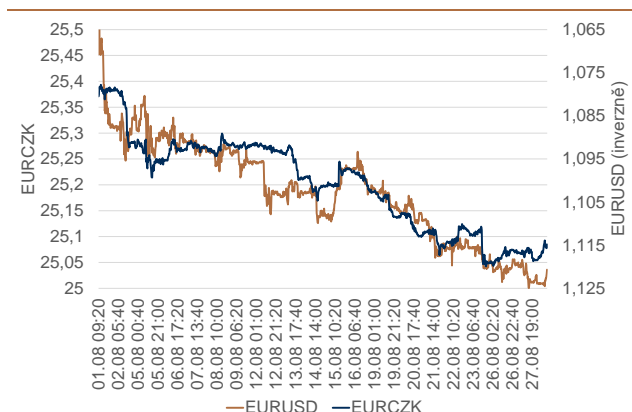
Osobní úspory jako procento disponibilního příjmu



EUR/USD

Srpen přinesl dlouho nevídané oslabení dolaru – naposledy se na podobných úrovních jako na konci srpna pohyboval v dubnu minulého roku. Impulsem, který odstartoval srpnový trend, byla relativně slabá data z amerického trhu práce a následný krátkodobý kolaps japonského akciového trhu a s ním související všeobecný neklid na finančních trzích. Data z trhu práce pochopitelně výrazně zvýšila pravděpodobnost zahájení cyklu poklesu sazeb v USA, ale s tím se počítalo už dlouho. Trh se však také evidentně začal bát, že se USA řítí do „tvrdého přistání“, tedy do recese, a reagoval na to započítáním agresivního postupu Fedu – krátce po zveřejnění dat trh v panice počítal se třemi sníženími o 50 bb v letošním roce. Tento extrém byl poměrně brzy korigován a trh momentálně počítá „pouze“ s jedním snížením sazeb o 50 bb (a dvěma o 25 bb), ale technický impuls a momentum působily dál a do konce srpna vytlačily kurz až těsně pod 1,12. Z technického hlediska bude důležité, zda se aktuálnímu trendu podaří překonat maximum z loňského dubna (1,124), pak by se otevřel prostor k jeho dalšímu pokračování. Naopak pokud vydrží pokles pod technickou hladinu podpory pro euro 1,11 by bude to znamenat konec trendu. Podle našeho názoru je pravděpodobnější opakování loňského scénáře: rychlé vyčerpání technického momenta a návrat na podstatně nižší úroveň. Takový vývoj by dával smysl i fundamentálně. Stav americké ekonomiky se sice mírně zhoršuje, ale je stále podstatně lepší než stav většiny evropských ekonomik, zejména Německa. Fed bude snižovat sazby, ale ECB také. Proto si myslíme, že návrat kurzu zpět mírně pod 1,10 je aktuálně nejpravděpodobnějším scénářem jeho dalšího vývoje.

EUR/CZK



Zdroj: Bloomberg

Koruna k euru v průběhu měsíce setrvale posilovala, což pravděpodobně souviselo s kompenzací posílení eura k dolaru. Příkladným byl jejich vývoj nápadně podobný, jak ukazuje graf. Zajímavé je, že zlotý a forint byly

ovlivněny podstatně méně, byly také výrazně volatilnější a vyvíjely se poměrně synchronně. Pokud posílení koruny skutečně souviselo s oslabením dolaru, měl by tento vliv ještě nějakou dobu přetrvávat. Konkrétně by teoreticky měl případný obrat trendu u kurzu eura k dolaru posunout korunu na slabší úroveň. U koruny aktuálně hraje roli také blízkost psychologicko-technické hladiny 25,00. Problémy s jejím překonáním by mohly nějakou dobu bránit koruně dále sledovat oslabování dolaru, i kdyby pokračovalo. Konečně snadno se může stát, že korunu od její srpnové závislosti na vývoji eura k dolaru osvobodí nějaký domácí impuls, například měnící se názory trhu na další postup ČNB.

Dluhopisy

Dluhopisy ve Spojených státech také reagovaly na údaje z trhu práce a kolaps japonského akciového trhu na začátku srpna dramatickým propadem, který ale dlouho nevydržel, protože se nenaplnily obavy, že prudký propad akciových indexů v Japonsku je příznakem destabilizace finančního systému. Výnosy se tak relativně rychle vrátily až téměř k úrovním, ze kterých klesly, aby se pak začaly pomalu vracet na nižší úroveň. Na konci srpna se nacházely ještě stále mírně nad dnem propadu ze začátku měsíce, ale dá se předkládat, že jejich pokles bude pokračovat a že se pod toto minimum výhledově dostanou, i když by mohlo nějakou dobu jakožto technická hladina odporu další pokles brzdit. Důvodem pro další pokles výnosů je primárně očekávaná trajektorie vývoje sazeb Fedu, sekundárně působí obavy z výrazného zpomalení americké ekonomiky. Právě měnící se názory trhu na akutnost rizika „tvrdého přistání“ budou hodně přispívat k volatilitě na dluhopisovém trhu. Z jednotlivých událostí bude mít největší vliv zasedání FOMC a de facto ohlášené snížení sazeb, především jeho velikost, ale komunikace na tomto zasedání bude také velmi důležitá. Trh však může reagovat i na podstatnější vývoj geopolitických faktorů a na průběh americké předvolební kampaně.

Evropské trhy reagovaly podobně jako americké na kolaps japonského akciového trhu poklesem výnosů. Podobně jako v USA se po uklidnění situace vrátily na vyšší úroveň, ale na rozdíl od USA se ani nepřiblížily hodnotám před poklesem. Ke konci měsíce mírně klesly, ale tento pohyb byl také tlumený. Podstatně mírnější výkyvy německých dluhopisů než jejich amerických kolegů souvisí s jejich výrazně nižší úrovní, a tedy menším prostorem pro pokles. To by měl být také určující faktor dalšího vývoje – ECB bude v září pravděpodobně snižovat sazby, přičemž tempo dalšího snižování je nejisté, ale dlouhý konec křivky by měl reagovat jen omezeně, protože značná část celkového očekávaného snížení už je započtena ve výnosové křivce. Riziko je tak spíše směrem nahoru, pokud by například přišla negativní data o vývoji inflace nebo mezd.



Na českém dluhopisovém trhu v srpnu převládal prázdninový poklid. Český trh také reagoval na globální turbulence na začátku srpna, ale jen mírně a krátce. Ve zbytku měsíce se už výnosy hýbaly jen poměrně málo. Září by už mohlo být živější. Obchodování mohou ovlivnit centrální banky (nejen rozhodnutím o sazbách, ale i komunikací a tím, jaký naznačí další postup). Při přetrvávající slabosti ekonomiky stále existuje další prostor pro pokles výnosů, ale za předpokladu, že se poblíž cíle bude držet inflace. Podle některých názorů by mohla koncem roku mírně zrychlit, což by prostor pro pokles výnosů značně omezilo.

Akcie

Světové akciové trhy si na začátku srpna prošly dlouho nevídaným šokem. Na jeho prvopočátku stála patrně japonská intervence na podporu jenu, která dosáhla cíle: oslabování jenu se zastavilo. To vedlo k rozvazování pozic těžících z rozdílu v sazbách v Japonsku a jinde ve světě (carry trades). S poměrně krátkým odstupem přišlo ne úplně očekávané zvýšení sazeb Bank of Japan a téměř vzápětí dvojice slabých dat z USA (nejprve výrobní ISM, potom důležitější data z trhu práce). Tempo rozvazování pozic financovaných z jenu nabralo dramaticky na síle, což vedlo k propadu akcií především v Japonsku (index Nikkei se vnitrodenně propadal až o 12 %, což je nejvíce od roku 1987). Z Japonska se panika přenesla na ostatní trhy, takže nějakou dobu bylo opravdu hodně živo a panovaly obavy, že jsme na počátku tržního kolapsu. Tyto obavy se naštěstí ukázaly jako liché, situace na trhu se zklidnila nečekaně rychle. Samozřejmě nelze vyloučit, že tato nestabilita nebyla izolovaná a že se podobných nebo ještě horších nestabilit nemůžeme dočkat znovu. My jsme však relativně optimističtí. Podle našeho názoru by stabilizaci nálady investorů a následně trhu měl hodně pomáhat pokles sazeb centrálních bank, jenž by měl akcie obecně podpořit a snížit riziko dalších výprodejů. Na druhou stranu reakce trhu na výborné výsledky klíčově důležité společnosti z technologického sektoru Nvidia ukazuje, že očekávání jsou skutečně extrémně vysoká, takže prostor pro zklamání a následné korekce je velký.

Pražská burza si podobně jako český dluhopisový trh dala v srpnu pauzu. Zaostala za výkonností hlavních světových trhů a v průběhu měsíce mírně klesla (index PX o 1,0 %). Klesala převážná většina akcií, nejvíce Photon Energy (o 7,7 %), kde pokračoval dlouhodobý klesající trend. Z významných akcií klesly nejvíce ČEZ (o 4,4 %) a Komerční banka (o 5,5 %). Pražskou burzu ovlivnil globální propad na začátku měsíce, na rozdíl od řady dalších světových burz se však nedokázala rychle vrátit na předchozí úroveň a do konce měsíce jen pomalu odpracovávala úvodní ztrátu. V září bude náš akciový trh opět sledovat vývoj ve světě, takže důležitá budou především zasedání centrálních bank. Vzhledem k tomu, že ve světě očekáváme pokračující růstový trend, měla by

růst i pražská burza a po prázdninách by mohl být její růst poněkud živější.

Kredit

Do poloviny prázdnin překonal objem korporátních dluhopisů vydaných českými emitenty hodnotu 170 mld. korun (5,5 mld. v EUR a 31,68 mld. v CZK) a v srpnu si tak všichni účastníci tuzemského primárního trhu dluhopisů vybrali zasloužený odpočinek. Že je ale i v tomto období klidu trh stále aktivní jasně dokázala jediná zajímavá transakce z posledního týdne. Stále ještě polostátní ČEZ umístil 700 mil. EUR „zeleného“ dluhopisu, kterým se zavazuje snížit emise CO2 o 57,4 % do roku 2030. V případě nesplnění bude investorům vyplacen bonus 75 bb. I přes relativně delší tenor sedmi let přesáhl zájem investorů 1,3 mld. EUR a celkový výnos byl z indikovaných 185 bb nad 7Y IRS snížen o 15bb na konečný výnos 4,174 % p.a.

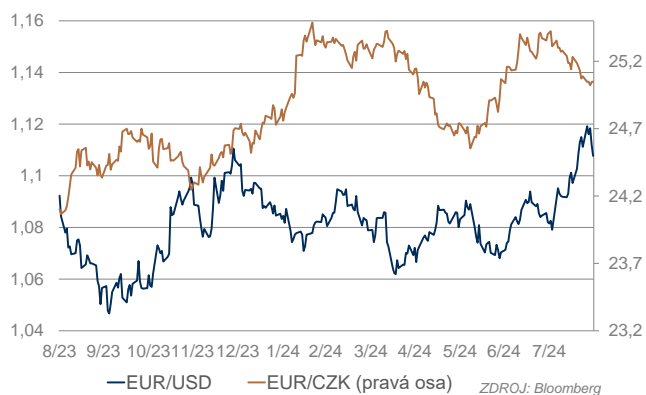
Komodity

Cena ropy v srpnu kolísala v širokém rozmezí (Brent mezi 75,0 a 82,5 USD/brl). Výkyvy souvisely s protichůdným působením obav ze slabosti světové ekonomiky (hlavně Čína, částečně EU a potenciálně USA) a zároveň dostatečné produkce na jedné straně a negativním působením geopolitických ohnisek napětí (hlavně Blízký východ) na straně druhé. Na konci měsíce navíc situaci zkomplikoval výpadek dodávek z Libye, cena ropy přesto v té době klesala. Podobný charakter obchodování, jako byl v srpnu, by měl pokračovat. Očekávat tedy lze neočekávané změny směru a pokračující velké výkyvy motivované přicházejícími informacemi. Riziko je však spíše na straně nižší ceny kvůli dostatečné nabídce vzhledem k aktuální poptávce.

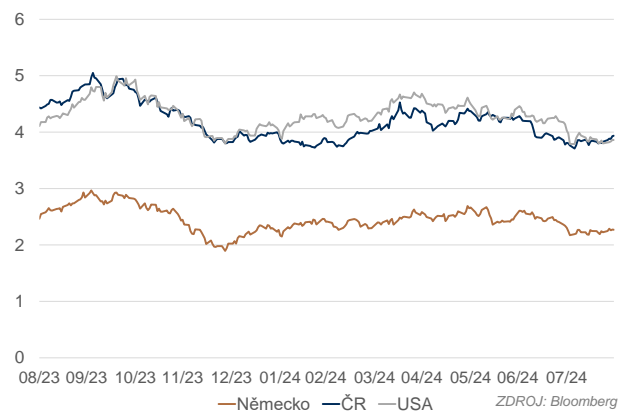
Cena zlata v srpnu pokračovala v růstu a dostala se na nová historická maxima. Aktuálně jí pomáhá přechod hlavních centrálních bank ke snižování sazeb, a tedy všeobecný pokles výnosů a úroků jak aktuální, tak očekávaný. Zlato při nižších úrocích až tak netrpí tím, že nenese žádný výnos. Hlavním zdrojem růstu však jsou a nadále budou centrální banky a jejich nákupy, jakož i přesvědčení investorů, že tento stav bude vzhledem ke geopolitické situaci přetrvávat dlouhodobě. Očekávat tedy lze další posun ceny nahoru, ale s rizikem i podstatných výkyvů.



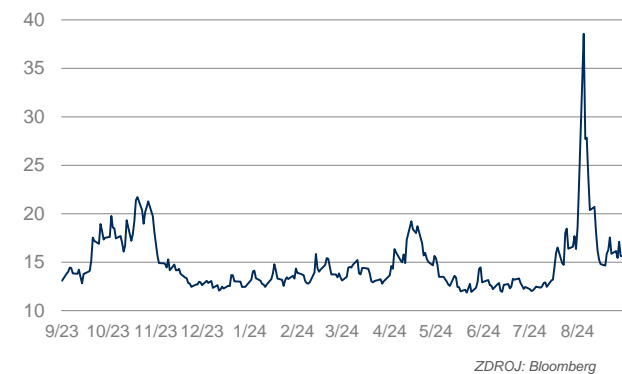
Devizové kurzy



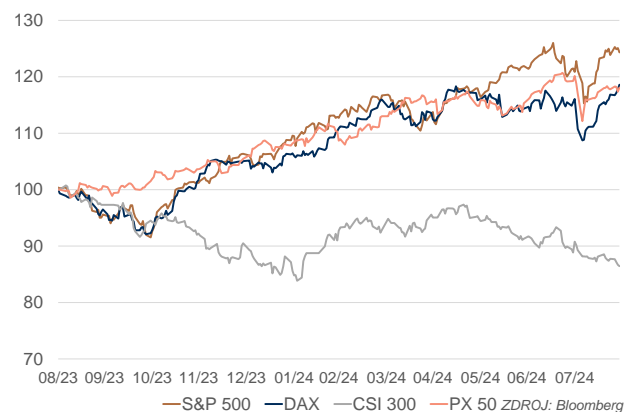
Dluhopisy (10 let)



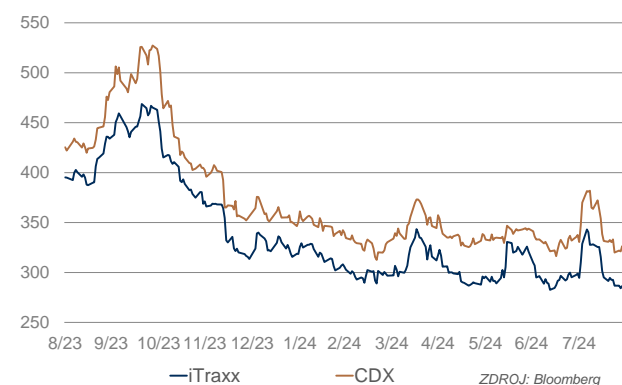
Index volatility VIX



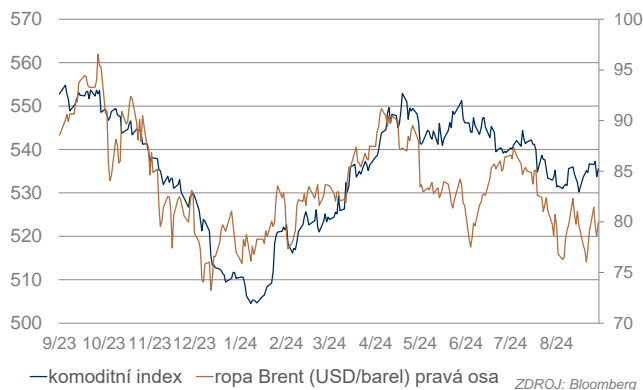
Akciové indexy (1. 7. 2023 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	M-12	M-1	SOUČASNÁ HODNOTA	3 M		6 M		12 M	
				ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50	4,75-5,00	↓	4,75-5,00	↓	4,0-4,25	↓
ECB	4,5	4,5	4,25	4	↓	3,75	↓	2,75	↓
ČNB	7,0	4,75	4,50	4,25	↓	4	↓	3,5	↓
KURZY									
EUR/USD	1,08	1,09	1,11	1,10	↓	1,11	↑	1,12	↑
EUR/CZK	24,1	25,4	25,0	25,0	→	24,9	↓	24,8	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,88	3,88	3,92	3,8	↓	3,7	↓	3,6	↓
US dluhopis 10y	4,18	3,79	3,90	3,8	↓	3,7	↓	3,5	↓
Něm. dluhopis 2y	2,99	2,35	2,41	2,3	↓	2,3	→	2,3	→
Něm. dluhopis 10y	2,55	2,17	2,33	2,3	↓	2,3	→	2,3	→
České dluhopisy 2y	5,51	3,70	3,63	3,6	↓	3,5	↓	3,5	→
České dluhopisy 10y	4,42	3,80	3,92	3,8	↓	3,8	→	3,7	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	422,1	369,9	321,9	315	↓	305	↓	290	↓
EMU iTraxx 5y	391,9	328,7	289,2	290	→	285	↓	270	↓
AKCIE									
S&P 500	4515,8	5346,6	5648,4					5900	↑
Eurostoxx 50	4282,6	4638,7	4942,9					5150	↑
DAX	15840,3	17661,2	18853,0					19500	↑
CSI 300	3791,5	3384,4	3265,0					3400	↑
PX 50	1340,7	1569,0	1594,8					1650	↑

* 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)	0,3	0,2	-0,4	0,0	0,4	0,6	1,8	2,4	2,9	0,0	1,2	2,8
soukromá spotřeba	-4,7	-3,3	-2,9	-0,5	1,7	1,0	2,6	2,9	0,4	-2,9	2,0	3,5
vládní spotřeba	3,4	3,0	3,8	3,9	3,2	4,3	2,1	1,7	0,4	3,5	2,6	0,7
investice	2,6	3,6	2,4	2,2	-0,1	0,7	-0,8	0,2	6,3	2,7	-0,7	3,7
dovoz	3,4	1,0	-2,2	-4,6	-2,9	-1,5	2,0	5,1	6,0	-0,6	1,1	6,2
vývoz	6,4	5,3	-0,2	0,9	-0,1	0,4	3,8	3,8	5,2	3,0	2,5	4,3
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,6	3,6	3,8	4,0	4,2	3,8	3,6	3,6	3,4	3,6	3,8	4,0
inflace (% y/y)	16,4	11,2	8,1	7,6	2,1	2,5	2,0	2,3	15,1	10,7	2,2	2,0
běžný účet (% HDP)	2,1	-1,0	0,0	0,6	5,7	-1,2	-1,8	0,4	-4,7	0,4	0,7	0,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,2	-3,1	-2,1	-1,9
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	0,5	0,1	0,2	0,5	0,5	0,8	1,1	3,5	0,4	0,7	1,4
soukromá spotřeba	1,5	0,7	-0,2	0,8	0,8	1,0	1,0	1,1	4,6	0,6	1	1,5
vládní spotřeba	0,3	0,6	1,6	1,6	1,6	1,5	1,0	0,6	0,8	1,6	1,2	0,9
investice	1,5	1,5	0,5	1,4	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5	0,5	1,4	-0,4	1,5
dovoz	2,0	-0,1	-3,9	-2,4	-1,6	-0,6	1,5	1,5	8,2	-1,3	0,4	2,9
vývoz	3,3	0,0	-2,5	-2,3	-0,6	0,5	2,5	3,0	7,4	-0,5	1,4	2,6
nezaměstnanost (%)	6,6	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,6	6,8	6,6	6,5	6,5
inflace (% y/y)	8,0	6,2	4,9	2,7	2,6	2,5	2,3	2,4	8,4	5,5	2,4	2,1
jádrová inflace (% y/y)									1,4			
běžný účet (% HDP)	-0,2	0,3	1,2	1,6	2,1	2,4	2,7	2,6	-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	2,9	2,9	2,1	1,6	1,9	2,5	2,3	1,8
soukromá spotřeba	2,1	1,8	2,2	2,7	2,2	2,4	2,2	1,7	2,5	2,2	2,1	1,8
vládní spotřeba	2,7	4,1	4,8	4,6	3,9	3,5	2,4	1,7	-0,9	4,1	2,7	1,2
investice	-6,1	-2,2	2,2	1,5	5,0	4,6	2,4	2,8	4,8	-1,2	3,6	2,9
dovoz	-1,0	-3,9	-1,7	-0,1	1,1	4,3	3,9	4,0	8,6	-1,7	3,3	2,7
vývoz	7,3	2,1	-0,4	1,8	0,5	2,9	2,2	1,6	7,0	2,6	1,8	2,3
nezaměstnanost (%)	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,3	4,4	3,6	3,6	4,0	4,2
inflace (CPI % y/y)	5,8	4,0	3,5	3,2	3,3	3,2	2,7	2,6	8,0	4,1	3,0	2,4
jádrová inflace (PCE % y/y)	4,8	4,6	3,8	3,2	2,9	2,6	2,7	2,7	5,2	4,1	2,7	2,2
běžný účet (% HDP)	-3,6	-3,4	-3,3	-3,2	-3,2	-3,5	-3,4	-3,4	-3,9	-3,3	-3,2	-3,2
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,7	-8,3	-6,3	-6,5	-5,9	-5,8	-5,8	-6,4	-5,4	-6,5	-6,5	-6,4
vládní dluh (% HDP)	96,1	96,0	97,4	97,6	98,2	98,4	98,6	98,5	95,8	97,2	99,0	100,9

* 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 Skřípská

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 919
bskripska@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

Jan Milota

ODBOR DEBT CAPITAL MARKETS
+420 224 175 899
jmilota@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.

