

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Povinné minimální rezervy jako nástroj měnové politiky

ČR ČNB zůstává opatrná, nechce se snižováním sazeb spěchat

EMU ECB zřejmě dovršila cyklus utahování měnové politiky

USA Fed v září ponechal sazby stabilní

říjen 2023

Magdalena Středová, Luboš Mokráš

www.ppfbanka.cz



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

Povinné minimální rezervy byly v minulosti tradičním nástrojem měnové politiky, který ovšem se zaváděním cílování inflace přestal být relevantní. Některé země dokonce od nutnosti držet povinné minimální rezervy ustoupily, jiné jejich výši značně omezily. Tento nástroj tak přestal alespoň ve vyspělých zemích poutat jakoukoliv pozornost. Tedy až donedávna, kdy ECB a po ní i ČNB přišly s novým opatřením, podle kterého přestávají povinné minimální rezervy úročit.

Jsou povinné minimální rezervy nástrojem měnové politiky?

Nejdříve ECB a krátce po ní i ČNB přestaly úročit povinné minimální rezervy a shodně argumentují, že jejich krok není motivován měnově-politicky, nýbrž čistě snahou ušetřit. Povinné minimální rezervy ale byly – a v některých zemích ještě jsou – tradičně používány jako nástroj měnové politiky. Opravdu nebude mít rozhodnutí centrálních bank žádný měnově-politický dopad?

Funkce povinných minimálních rezerv

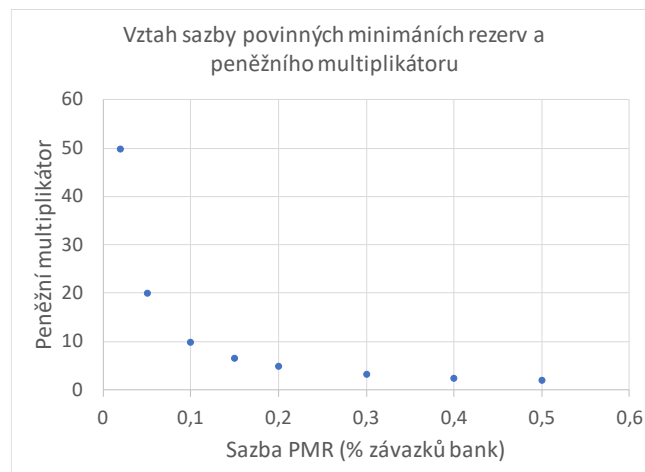
Povinnými minimálními rezervami (PMR) se rozumí objem hotovosti, který každá banka musí mít uložený u centrální banky. Výši PMR stanovuje centrální banka jako procentuální část závazků komerčních bank vůči nebankovním subjektům. Většina centrálních bank rozlišuje podle typu závazků, přičemž povinné minimální rezervy musí komerční banky držet vůči krátkodobým závazkům, zpravidla do 2 let.

Hlavní důvody nutnosti držení povinných minimálních rezerv jsou v odborné literatuře zmiňovány tři: obezřetnostní, měnově-politický a likviditní.

Původně byly PMR zaváděny primárně jako obezřetnostní nástroj centrálních bank, aby zajistily, že komerční banky drží dostatečnou rezervu aktiv, aby nebyla v případě otřesů na finančních trzích otřesena důvěra v bankovní sektor. Tuto funkci ale do značné míry postupně převzala přísnější regulace (kapitálové a likviditní požadavky, nástroje regulující úvěrovou aktivitu apod.) i pojištění vkladů, které předchází případným runům na banku a riziku nedostatečné likvidity.

Aktivními změnami výše povinných minimálních rezerv lze provádět měnovou politiku. Výše povinných minimálních rezerv totiž ovlivňuje peněžní multiplikátor, jenž určuje množství peněz, které vytvářejí komerční banky úvěrovou emisí. Čím vyšší sazba PMR, tím nižší je multiplikátor, a tedy úvěrová aktivita bankovního sektoru. V teorii banky použijí všechny hotovostní peníze bez PMR na úvěry nebo jiné finanční aktivity; zvýšením či snížením sazby PMR tak může centrální banka regulovat výši multiplikátoru a úvěrovou aktivitu. V praxi není multiplikace peněžní zásoby, která není součástí PMR, zdaleka stoprocentní. Záleží na parametrech dané ekonomiky, jako je poptávka po úvěrech na straně jedné a přísnost úvěrových kritérií na straně druhé. Nevýhodou využívání PMR k měnově-politickým cílům je potom právě nejednoznačná kvantifikace dopadů změn PMR. Na druhou stranu používání PMR jako nástroje měnové politiky může mít pro některé země výhodu, protože při zvyšování sazby PMR za předpokladu jejich neúročení nedochází k nechtěnému přílivu kapitálu tak, jak se to může stát při zvyšování sazeb.

Výše sazby povinných minimálních rezerv výrazně ovlivňuje peněžní multiplikátor.



Příliš velký příliv kapitálu totiž může limitovat účinek měnové restrikce. To je jeden z důvodů, proč zejména některé rozvojové země, pro které je regulace přílivu kapitálu zásadní, PMR jako nástroj měnové politiky stále hojně využívají.

Vyspělé ekonomiky tuto funkci neuplatňují a sazby povinných minimálních rezerv dlouhodobě nechávají stabilní nebo je i dokonce zrušily. Vyspělé země se obecně spoléhají na úrokové sazby a cílené stahování nebo dodávání likvidity pomocí pravidelných repo operací.

Aktivně k měnově-politickým účelům využívá povinné minimální rezervy například čínská centrální banka. Z hlediska západního standardu je ale činnost čínské centrální banky odlišná. Úrokové sazby zde nejsou primárním nástrojem měnové politiky. Ve snaze podpořit čínskou ekonomiku čínská centrální banka v posledních

Sazba povinných minimálních rezerv se v jednotlivých zemích liší výrazně. Aktivně ji využívají spíše rozvojové země.

	Sazba povinných minimálních rezerv (%)
ČR	2,0
Polsko	0,5
Maďarsko	10,0
EMU	1,0
Fed	0,0
UK	0,0
Argentina	42,3
Turecko	8,0
Čína	7,6

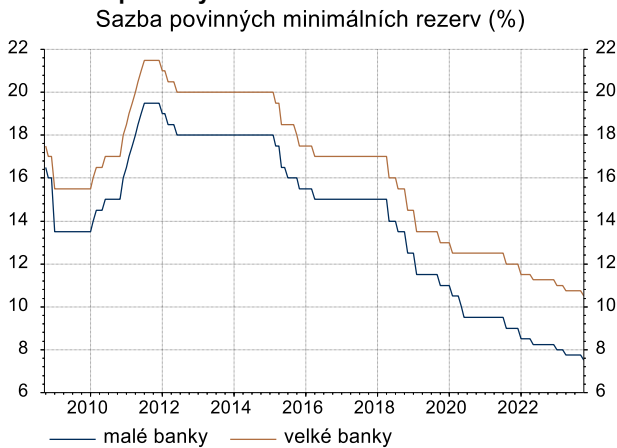
Zdroj: CEICdata



dvou letech postupně snižovala sazbu PMR z 9,5 % v červenci 2021 na současných 7,6 %.

K centrálním bankám, které v poslední době využily aktivně sazbu povinných minimálních rezerv pro měnovou politiku, patří i maďarská centrální banka. Sazbu povinných minimálních rezerv držela MNB 6 let nezměněnou na 1 %, v říjnu 2022 ji ale zvýšila na 5 % ve chvíli, kdy z nějakého důvodu již nechtěla zvyšovat základní sazbu nad stávajících 13 % a chtěla z trhu stahovat přebytečnou likviditu. Sazbu PMR pak ještě v dubnu 2023 zdvojnásobila na 10 %. Zda tato opatření byla lepší než klasické zvýšení sazeb, je otázkou, kterou nejen vzhledem ke zpoždění měnové politiky nelze zodpovědět. Používání nestandardních nástrojů každopádně nepřispívá k transparentnosti měnové politiky, což je pro účinnost měnově-politických rozhodnutí klíčový parametr.

Čínská centrální banka aktivně využívá sazbu PMR k měnově-politickým účelům.



Poslední funkcí povinných minimálních rezerv je funkce likviditní, tedy schopnost dostat závazkům plynoucím z mezibankovního styku. Jedná se o jakýsi polštář, ze kterého mohou banky pokrýt případnou náhlou potřebu likvidity, a tím zamezit jejímu krátkodobému nedostatku. To přispívá ke stabilizaci úrokových sazeb na mezibankovním trhu a k jeho hladšímu fungování. Likviditní funkce je v literatuře aktuální jedinou široce sdílenou funkcí PMR, která jejich existenci ospravedlňuje. Záleží pak na konkrétních charakteristikách mezibankovního trhu, zda je možné se bez povinných minimálních rezerv obejít. Povinné minimální rezervy již zrušilo několik zemí, mezi které patří USA, Velká Británie, Norsko, Kanada, Nový Zéland a Švédsko. Ostatní země stále povinné minimální rezervy aplikují, ale aktivně je nemění.

Konec úročení povinných minimálních rezerv a jejich vliv na chování komerčních bank

Inflační vlna, která se šíří již více než dva roky, s sebou přinesla nutnost zvyšování sazeb, což v prostředí vysokého

přebytku likvidity zvýšilo i náklady centrálních bank. Ačkoliv v teorii by ztráta centrální banky neměla v podstatě ničemu vadit (centrální banka nemá za cíl zisk, ale inflační cíl, a vzhledem ke svému právu tisknout peníze nemůže zkrachovat), jak ECB, tak ČNB při zrušení úročení PMR použily právě argument vylepšení hospodářského výsledku.

ECB zveřejnila rozhodnutí o konci úročení povinných minimálních rezerv na konci července letošního roku. V doprovodném komentáři ujistila, že neúročení povinných minimálních rezerv nesníží účinnost měnové politiky, ale právě naopak, sníží náklady na její provádění.

Jen dva měsíce poté se ke stejnému kroku odhodlala i ČNB a argumentace byla velice podobná: „Česká národní banka přistoupila k tomuto kroku s cílem snížit náklady na provádění měnové politiky při zachování její efektivity.“

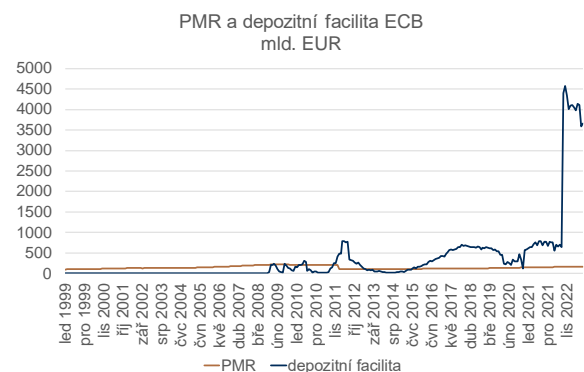
Je ovšem pravdou, že toto opatření nemá dopad do měnové politiky? A opravdu centrální banky neúročením povinných minimálních rezerv výrazně ušetří?

Povinné minimální rezervy mají v bilancích centrálních bank v prostředí vysokého přebytku likvidity velice malý podíl. Shodou okolností je tento podíl jak v ECB, tak u ČNB okolo 4 %. Zbytek úložek, které u nich mají banky, centrální banky nadále úročí.

ECB

Konkrétně u ECB měly banky podle posledních zveřejněných údajů v rámci depozitní facility uloženo 3 600 mld. EUR, zatímco celkový objem povinných minimálních rezerv dosáhl 168 mld. EUR. PMR úročila ECB do 20. září depozitní sazbou. Tu na svém posledním zasedání zvýšila o 25 bp na 3,75 %. Pokud předpokládáme, že se objem povinných minimálních rezerv výrazněji nemění a zároveň je ECB u konce s utahováním měnové politiky, znamená konec úročení PMR pro ECB úsporu okolo 6,3 mld. EUR při celkové bilanci přes 7 triliónů EUR. Úspora, jakkoliv malá v porovnání s bilanční sumou

V období nedostatku likvidity PMR plní svou likviditní funkci, při aktuálním přebytku likvidity zabírají PMR pouze nepatrnou část úložek komerčních bank u ECB.

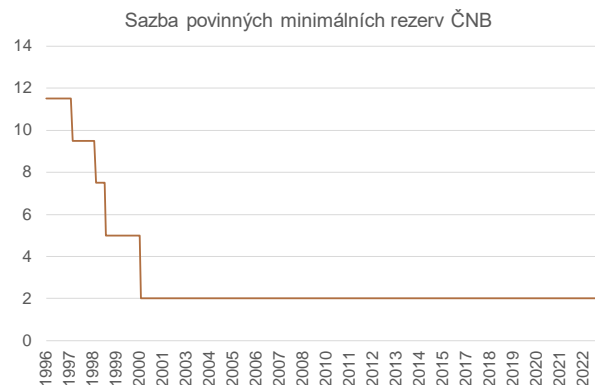


na straně ECB, ale znamená náklady na straně komerčních bank, které je budou stěžejně ochotné vzít na sebe a spíše je přenesou na své klienty, a to s velkou pravděpodobností snížením sazeb na depozitech. Z pohledu komerčních bank totiž konec úročení PMR prakticky znamená snížení sazeb. Pokud ECB doposud úročila veškeré vklady depozitní sazbou a poměr objemu povinných minimálních rezerv a objemu prostředků uložených v rámci depozitní facility je 96:4, lze se dopočítat, že ukončením úročení PMR vlastně z pohledu komerčních bank došlo k poklesu depozitní sazby o 0,15 pb. To sice není mnoho, ale je to přeci jen poněkud paradoxní ve chvíli, kdy ECB ještě poté, co tento krok zavedla, zvýšila depozitní sazbu o 0,25 pb.

ČNB

Obdobná situace nastala i v České republice, jen o něco později. ČNB sice sazby již více než rok nezvedá a drží je nezměněné, ale zároveň se z bankovní rady stále ozývají hlasy, že debata o snižování sazeb je předčasná. Obdobně jako ECB i ČNB stahuje likviditu a povinné minimální rezervy v důsledku přebytku likvidity tvoří jen malou část úložek komerčních bank u centrální banky. Konkrétně depozita komerčních bank u ČNB se podle posledních zveřejněných údajů pohybují okolo 2 700 mld. CZK, zatímco povinné minimální rezervy oscilují kolem 115 mld. CZK. Ukončením úročení povinných minimálních rezerv sazbou 7 % tak ČNB ročně ušetří cca 8 mld. CZK, což je jen zlomek ztráty, kterou centrální banka aktuálně má převážně z přečeňování devizových rezerv (v roce 2022 411 mld. CZK). Českou národní bankou ušetřených 8 mld. CZK ale znamená náklad pro komerční banky. Pro úplnost je třeba dodat, že vzhledem k loňskému zisku 102,6 mld. CZK celkový náklad 8 mld. CZK neznámá pro bankovní sektor také tak významnou položku.

Se zavedením cílování inflace v roce 1998 byla sazba PMR ČNB snižována a měnově-politická funkce PMR utlumena.



Úročení PMR 0 % místo 7 % mohou komerční banky vnímat jako snížení sazeb o 0,3 pb (PMR tvoří zhruba 4 %

jejich úložek u ČNB). Je to tedy v podstatě počátek měnového uvolňování, i když poněkud kostrbatý. Banky jen těžko budou chtít náklady spojené s ukončením úročení PMR absorbovat do svých marží a přenesou je na klienty v podobě nižších sazeb na depozitech. Nižší sazby na depozitech potom znamenají nižší motivaci k úsporám, vyšší spotřebu, a tedy menší tlak na snižování inflace.

Závěr

Ačkoliv jak ECB, tak ČNB deklarovaly, že jejich rozhodnutí zrušit úročení povinných minimálních rezerv nebude mít vliv na měnovou politiku, domníváme se, že dopad pocítí zejména klienti bank na depozitních účtech. Podle ekonomické teorie by mělo platit, že nižší depozitní sazba tlumí i sklon k úsporám. Jedná se tedy o mírné uvolnění měnových podmínek. Toto uvolnění je opravdu jen mírné a jeho dopad do inflace tedy rozhodně není možné přečeňovat. Výraznější problémy nepřinese ani bankám, které své dodatečné náklady s velkou pravděpodobností přenesou na klienty. Sporná zůstává transparentnost takového rozhodnutí. ČNB se dlouhodobě vymezuje proti svému vlastnímu modelu, který ji vybízí ke snižování sazeb, a představitelé bankovní rady stále trvají na tom, že je to předčasné. Ukončením úročení PMR ale s prvním snížením sazeb de facto začali.



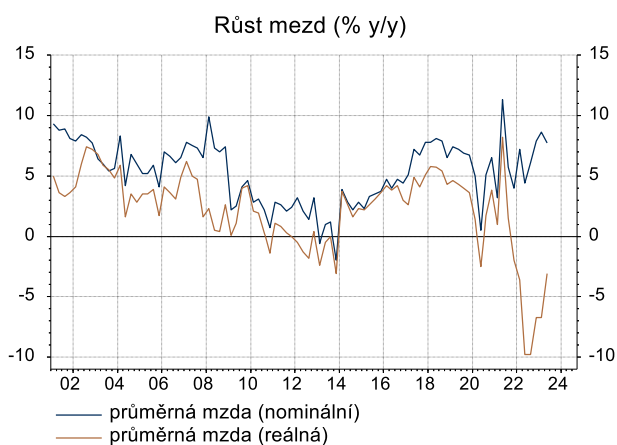
První data z průmyslu za 3. čtvrtletí ukazují na zpomalení. V poklesu pokračuje i soukromá spotřeba, i když volnějším tempem. Zatímco u spotřeby se dá s klesající inflací očekávat pozvolné oživení, průmyslu se na lepší časy soudě podle výsledků německé průmyslové výroby zdaleka neblýská.

Ekonomická aktivita

Po červnovém pozitivním překvapení přinesl červenec naopak nečekaně nepříznivé výsledky průmyslové produkce. Místo očekávaného meziročního růstu o 0,6 % průmyslová produkce poklesla o 2,8 % y/y. K poklesu přispěla nejvíce výroba a rozvod elektřiny a plynu kvůli letním odstávkám, zároveň se ale překvapivě nedařilo ani dalším odvětvím. Celkový propad tak nedokázal zastavit ani automobilový průmysl, který zůstává v růstu zejména díky nízké srovnávací základně a který k meziročnímu růstu přispěl 2,35 pb. I když jedno nepříznivé číslo v poměrně rozkolísaných datech nelze přeceňovat, výsledky německého průmyslu vzbuzují obavy, že červencový propad českého průmyslu může být předzvěstí horších časů. Ne příliš optimistické vyhlídky průmyslu potvrzují i statistiky nových objednávek, které ukazují na meziroční pokles o 3 %.

Naopak pokles tržeb v maloobchodě byl o něco mírnější, než se čekalo. Meziročně se maloobchodní tržby snížily o 1,8 %, přičemž trh očekával více než 3% pokles. Maloobchodní tržby klesají již 15 měsíců v řadě, ale spolu s klesající inflací se rychlost jejich poklesu zpomaluje. Stejně tak zpomaluje pokles růstu reálných mezd, i když pomaleji, než jsme čekali. Ve 2. čtvrtletí mzdy reálné poklesly o 3,1 %, což je sice výrazně méně než pokles o 6,7 % v 1. čtvrtletí, ale více než očekávala ČNB i trhy (-2,3 % y/y). S tím, jak bude pokles inflace pokračovat, se dá očekávat, že chuť domácností utrácet by se měla postupně zvyšovat. K výraznějšímu oživení domácí poptávky ale pravděpodobně dojde až v příštím roce.

Reálné mzdy stále klesají.



Inflace a centrální banka

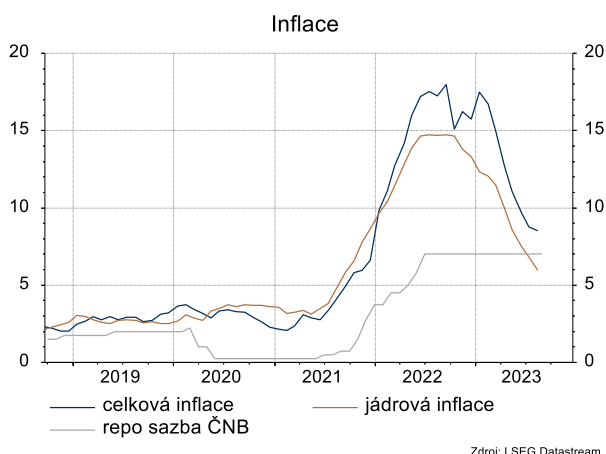
Inflace v srpnu pokračovala v poklesu. Spotřebitelské ceny vzrostly meziročně v souladu s očekáváním o 8,5 %, což bylo o 0,3 pb méně než v červenci. Zpomalení tempa růstu cen nastalo napříč spotřebním košem, opačným směrem ovšem působily ceny pohonných hmot, kde rostoucí cena ropy zmiřuje meziroční pokles cen v oddíle doprava. Poklesla i jádrová inflace, která se dostala na 6 % (0,2 pb níže, než očekávala prognóza ČNB). Pokles meziroční míry inflace by měl pokračovat i v září (k 7,5 %), ale ve 4. čtvrtletí se pokles inflace zastaví a inflace pravděpodobně mírně vzroste díky efektu nižší srovnávací základny, kdy ve 4. čtvrtletí loňského roku ČSÚ započítal do cen energií úsporný tarif, a tím srovnávací základnu uměle snížil. K velkému skoku v inflaci směrem dolů by pak mělo dojít v lednu. S navýšením inflace na konci roku i s lednovým skokem opačným směrem počítá model ČNB, který v poslední době až překvapivě dobře ladí se skutečností. Přesto ale jeho závěry většina centrálních bankéřů bere s rezervou a snižování sazeb, které model ukazuje, odmítá.

Již před zářijovým zasedáním se centrální bankéři vyjadřovali ke snižování sazeb. Někteří připouštěli, že debata začne již v září (Procházka, Holub), zatímco jiní takovéto debaty považovali za předčasné (Michl). Samotné zasedání 27. září pak příliš nového nepřineslo. Sazby zůstaly v souladu s všeobecným očekáváním beze změny a náznakem kdy bychom se mohli dočkat prvního snížení sazeb jsme se nedočkali. Podle našeho názoru je reálná šance, že tomu tak bude ještě letos.

Rizika

Stagnující německá ekonomika představuje riziko pro tu českou, která je na ní exportně závislá. Riziko slabšího růstu umocňuje i otálení ČNB s prvním snižováním sazeb. Dalším rizikem pro českou ekonomiku jsou rostoucí ceny ropy – pokud vyšší ceny ropy vydrží, budou zvyšovat inflaci a brzdit růst, a to nejen u nás ale i u odběratelů našeho exportu.

Inflační dynamika klesá.



I přes nepříznivé vyhlídky růstu se ECB na zářijovém zasedání rozhodla ke zvýšení sazeb. Stagnující ekonomiky a klesající inflace ale s velkou pravděpodobností další měnové utahování nedovolí.

Ekonomická aktivita

Data z reálné ekonomiky potvrzují, že růstový potenciál eurozóny není příliš velký. Průmyslová výroba v červenci poklesla meziměsíčně o 1,1 %, více, než očekával trh. V meziročním vyjádření byla průmyslová produkce o 2,2 % nižší. I když za horšími výsledky stojí částečně volatilní irská data, ani výsledky ostatních zemí nevyznívají příliš optimisticky. Průmyslová výroba v zemích eurozóny bez Irska v červenci poklesla o 0,5 %. V porovnání mezi zeměmi je vidět, že s největšími problémy se potýká Německo. Tamní zpracovatelský průmysl v červenci meziměsíčně poklesl o 1,6 %. A předstihové indikátory mnoho optimismu také nepřinášejí. Hodnocení současné situace podle indexu ZEW je nejhorší za poslední 3 roky. Očekávání se sice již poslední 4 měsíce výrazněji nepropadají, jak tomu bylo na počátku letošního roku, ale na obrat k pozitivnímu trendu Německo stále čeká. Index Ifo, jehož schopnost předvídat budoucí vývoj německé ekonomiky je hodnocena o trochu lépe, v září také příliš nadějných vyhlídek nepřinesl. Mírné zlepšení očekávání bylo pouze kosmetické a hodnocení současných podmínek se zhoršilo.

Co se týká spotřeby domácností, podle posledních údajů z maloobchodních tržeb není velmi pravděpodobné, že by ona byla tím nutným impulsem k oživení ekonomik eurozóny. V červenci maloobchodní tržby poklesly meziměsíčně o 0,2 %, meziročně o 1 %. Zároveň v září poklesl i index spotřebitelské důvěry. Na prudký obrat ve spotřebě domácností to tedy zdaleka nevypadá.

Rostoucí trend důvěry spotřebitelů byl v srpnu a v září přerušen.



Inflace a centrální banka

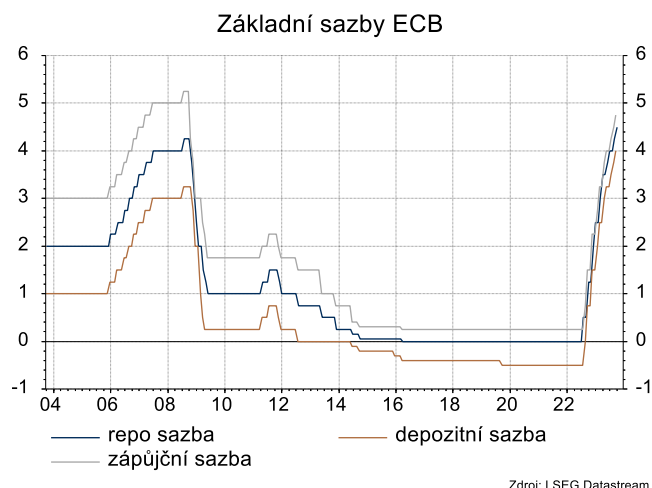
ECB na svém zářijovém zasedání poměrně překvapivě rozhodla o zvýšení sazeb o 25 bb. Repo sazba byla zvýšena na 4,5 %, depo na 4 % a zápůjční na 4,75 %. Spolu s tím ECB vyslala poměrně jednoznačný signál, že cyklus utahování měnových podmínek je u konce. Podle tiskového prohlášení Rada guvernérů usuzuje, že základní úrokové sazby ECB dosáhly úrovně, která dostatečně dlouhým působením výrazně přispěje k včasnému návratu inflace k cíli. I když budoucí rozhodnutí budou záviset na přicházejících datech, domníváme se, že pravděpodobnost dalšího zvýšení sazeb je minimální. Celková ekonomická situace v eurozóně se podle předstihových indikátorů zhoršuje a inflace vykazuje klesající tendenci již 10 měsíců v řadě.

Zhoršující se ekonomický výhled reflektovala ve své nové prognóze i centrální banka. Výhled růstu pro příští rok byl podstatně snížen z 1,5 % na 1,0 %, zároveň byl ale také zvýšen výhled inflace pro roky 2023 i 2024. Tento na první pohled paradoxní pohyb vysvětlila prezidentka Lagarde očekáváním vyšších cen energií, které budou zvyšovat cenovou hladinu a zároveň tlumit ekonomickou aktivitu. Zatímco změna výhledu růstu reálné ekonomiky je v souladu se signály předstihových indikátorů, ohledně inflačního výhledu je ECB relativně pesimistická. Centrální bankou prognózovaná 3,2% inflace příští rok je výrazně nad konsensem Bloombergu (2,7 %). ECB podle našeho názoru udělala tečku za zvyšováním sazeb. Nyní bude držet sazby po nějakou dobu beze změny. Kdy začne s jejich snižováním, je krajně nejisté. Očekáváme, že dříve než v polovině příštího roku to nebude.

Rizika

Riziko stagflace je v eurozóně poměrně reálné. Inflace sice stále klesá, ale vysoké ceny energií mohou její pokles zpomalit a ve stejnou chvíli reálná ekonomika hledá impulz, který by nastartoval nutné oživení.

ECB zřejmě dovršila cyklus utahování měnových podmínek.



Spojené státy americké

Fed si na svém zářijovém zasedání dal pauzu a ponechal sazby beze změny. Důležitější než samotné rozhodnutí o sazbách však tentokrát byly změny v prognóze. Fed nyní počítá s podstatně silnější ekonomikou, než tomu bylo v minulé prognóze, a to jak letos, tak příští rok. To samozřejmě ovlivňuje i výhled sazeb. Kombinace makroekonomické prognózy a „dot plotu“ (výhled vývoje sazeb) ukazuje na možnost dalšího zvýšení sazeb a dlouhého období, kdy budou drženy na vysokých úrovních. Data zveřejněná v září optimismus Fedu ohledně růstu vesměs podpořila. Podle našeho názoru však stále existuje řada rizik a recese není ani zdaleka vyloučena. Ostatně i šéf Fedu Powell na tiskovce po zasedání FOMC přiznal, že měkké přistání je sice možné, ale hlavní scénář Fedu to není.

Ekonomická aktivita

Trh práce zůstává stabilně silný. Potvrzují to jak oficiální data o vývoji míry nezaměstnanosti a změně počtu zaměstnanců, tak týdenní žádosti o podporu v nezaměstnanosti. Mírný růst míry nezaměstnanosti měl pozitivní důvod – růst míry participace, tedy větší nabídku pracovní síly. V poklesu pokračuje poptávka po pracovní síle (JOLTS), ale přesto je stále lehce nad úrovní před pandemií. Konečně tempo růstu mezd lehce zpomalilo a zaostalo za očekáváním, aktuální mzdově-inflační tlaky jsou tedy stále pod kontrolou. To se však může brzy změnit, varováním v tomto směru je stávka odborů v automobilkách a tvrdé požadavky odborů na růst mezd. Američtí spotřebitelé podporovaní vysokou zaměstnaností a zvyšováním mezd zůstávají při chuti, maloobchodní tržby překvapily rychlejším než očekávaným růstem. Podstatný

vliv měly sice vyšší ceny benzínu, ale důležité je, že to nevedlo k poklesu u ostatního zboží a že tedy stále je z čeho utrácet. Průmyslová výroba zůstává stabilní, stejně jako relativně slabé konjunkturální indikátory.

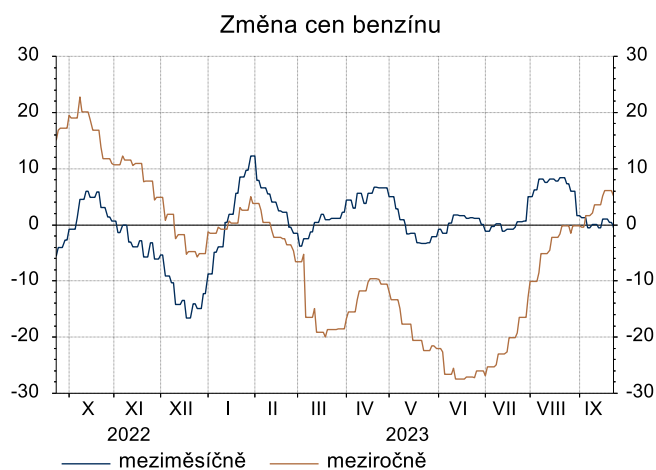
Inflace a centrální banka

Srpnová inflace byla trochu vyšší, než se čekalo, ale nijak podstatně. Celkovou inflaci táhly nahoru ceny energií, což souviselo s růstem cen ropy a slábnutím bazického efektu. V jádrové inflaci stále hrají důležitou roli nájmy, vedle nich však inflaci zvýšily i služby v dopravě, obzvláště pojistky na automobily, jejichž ceny v posledních měsících prudce rostly. Zatím se však nezdá, že by ceny ve službách podstatněji ovlivňoval růst mezd. Ceny zboží meziměsíčně mírně klesly. Fed na svém zasedání naznačil možnost dalšího růstu sazeb, trh s tím momentálně příliš nepočítá. Pravděpodobnost dalšího zvýšení sazeb je podle futures na federální fondy o něco méně než 50 %. Fed bude v následujícím období hodně citlivý na přicházející data, a to v obou směrech – rychlejší růst mezd, pokračující vysoká osobní spotřeba nebo opětovné zrychlení inflace by vedly ke zvýšení sazeb, zeslábnutí trhu práce a osobní spotřeby k stabilním sazbám. Snížení sazeb v dohledné době není pravděpodobné.

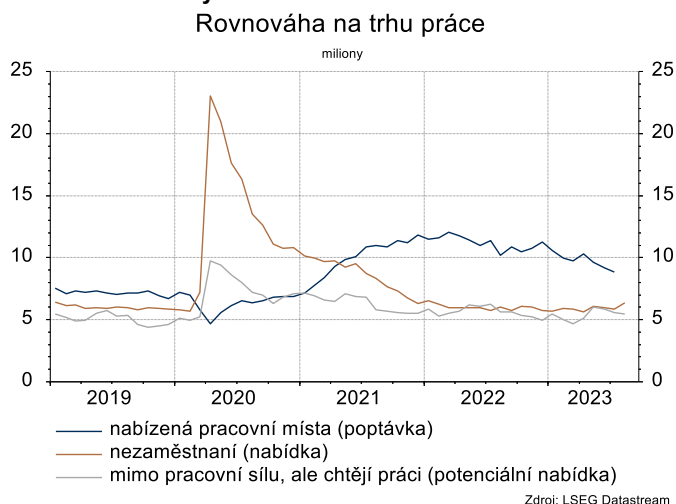
Rizika

USA momentálně čelí třem specifickým rizikům: zastavení výplat části státních zaměstnanců (na poslední chvíli termín posunut z 1.10. na 17.11.), stávce v automobilovém průmyslu a obnovení splácení půjček na vzdělání. Všechna tři rizika mohou negativně ovlivnit růst. Pokud by si odbory vynutily výrazný růst mezd, mohla by se opakovat situace ze sedmdesátých let s druhým kolem vysoké inflace, tentokrát tažené mzdami. Kombinace vyčerpání finančních rezerv z doby pandemie a obnovení splátek půjček na vzdělání může podstatně negativně ovlivnit osobní spotřebu, jež je motorem americké ekonomiky.

Srpnový růst cen benzínu podpořil celkovou inflaci.



Poptávka po pracovní síle sice klesá, ale trh práce přesto zůstává velmi silný.



EUR/USD

Dolar po korekci na přelomu srpna a září pokračoval ve zbytku měsíce v posilování. Důvod byl stejný jako v předchozím období – zřetelně lepší výkonnost americké ekonomiky ve srovnání s Evropou, obzvláště když se vezme do úvahy očekávání. Pokračuje také těsná provázanost mezi vývojem kurzu a vývojem na dluhopisovém trhu – růst výnosů v USA podporuje dolar. To mělo dopad i na očekávaný vývoj sazeb – v USA se očekávání posunula významně nahoru, v Evropě dolů. Pokud by se současné makroekonomické trendy a trendy v měnové politice udržely, má dolar prostor pro další posílení. Udržení aktuálního tempa růstu v USA však zdaleka není jisté, recese způsobená vyčerpáním kupní síly amerického spotřebitele a následným zeslábnutím trhu práce je stále možná. V takovém případě by se dolaru dařilo podstatně hůře. Evropě pak v blízké budoucnosti opět hrozí energetická krize, i když zde je situace podstatně lepší než loni, takže i toto riziko je podstatně nižší. Pokud by se však realizovalo, znamenalo by to propad kurzu eura.

EUR/CZK

Česká koruna v září oslabila až na nejslabší hodnoty za poslední rok. Spouštěčem dalších ztrát koruny vůči euru byla tentokrát polská centrální banka, která nečekaně razantně snížila základní sazbu o 75 bb i přesto, že polská inflace stále zůstává dvouciferná. I když ČNB je ve svých prohlášeních mnohem opatrnější a stále zdůrazňuje, že snižování sazeb začne až ve chvíli, kdy si bude jistá, že inflace směřuje ke 2 %, koruna následovala polský zlotý a oslabila až k 24,6 EUR/CZK. Potvrzuje se tak, že krátkodobé pohyby středoevropských měn jsou značně korelovány. Zároveň ale tržní reakce jsou často přestřelené a nejinak tomu bylo i tentokrát. Koruna část svých ztrát dokázala smazat a na konci měsíce se pohybovala okolo 24,4 EUR/CZK. To je pouze o 10 haléřů slabší kurz, než očekává ČNB ve své prognóze pro 4. čtvrtletí letošního roku.

Co se týče výhledu kurzu koruny, očekáváme, že koruna bude hledat důvod k posílení velice těžko. Dříve či později ČNB začne sazby snižovat a tím se bude zužovat úrokový diferenciál, a tedy i atraktivita koruny. Očekáváme, že koruna by se mohla do konce roku pohybovat okolo stávajících hodnot a s počátkem cyklu uvolňování měnové politiky v příštím roce spíše oslabit.

Dluhopisy

Faktory, které v předchozím období táhly růst výnosů, přetrvaly i v září, takže na konci měsíce se desetiletý výnos dostal až lehce nad 4,5 %, což je maximum od roku 2007. Faktory stojící za růstem jsou stabilní: překvapivě dobrá výkonnost americké ekonomiky, kterou reflektuje posun Fedu na víc jestřábí pozice, plus expanzivní rozpočtová politika. Roli hraje i posun dlouhodobých očekávání,

konkrétně příklon trhu k tezi, že došlo k nárůstu neutrální úrokové sazby, a že tedy sazby Fedu budou dlouhodobě vyšší. Další vývoj by měl být velmi citlivý na zveřejňovaná data – pokračující solidní růst ekonomiky a pomalý pokles inflace by měly udržet růstový trend, i když současná úroveň výnosů už začíná omezovat prostor pro jeho pokračování. Případný další růst by tedy měl být pomalý a přerušovaný četnými mírnými korekcemi. Aktuální úroveň výnosů vytváří vysoké riziko podstatné korekce, pokud by data nesplňovala očekávání, především pokud by naznačovala podstatnější riziko výrazného zpomalení ekonomiky. Zda se mohou výnosy na současné, případně ještě vyšší úrovni udržet dlouhodobě, je diskutabilní. Pro ty, kdo věří, že proti minulému desetiletí došlo k podstatné změně, že se neutrální úroveň úrokových sazeb posunula významně nahoru a že výnosy podpoří i dlouhodobá rozpočtová expanze, je to realistický scénář. My jsme opatrnější a předpokládáme, že ze současné úrovně výnosů klesnou, i když ne až na hodnoty, které jsme viděli před vypuknutím pandemie. Hlavním důvodem našeho názoru je předpoklad, že nedošlo k podstatné změně hodnoty neutrální úrokové sazby.

Výnosy se posunuly nahoru i v Německu, jejich úroveň však zůstává podstatně nižší než v USA. Navíc je růst německých výnosů pomalejší než amerických, takže se stále rozšiřuje úrokový diferenciál – ten na deseti letech v září dosáhl 170 bb. Důvodem rozšiřování diferenciálu je především aktuální slabost evropských ekonomik a specificky té německé kombinovaná s nečekaně dobrou výkonností ekonomiky americké. Spready mezi německými výnosy a výnosy periferních dluhopisů (Itálie, Španělsko) se v září rozšířily, což může ukazovat na růst nejistoty a rizikové averze ohledně dalšího vývoje evropských ekonomik. Kombinace nejisté ECB naznačující, že růst sazeb skončil, a trvajících slabostí evropských ekonomik by měla omezovat prostor pro další růst výnosů. Riziko je aktuálně spíše na straně jejich poklesu, pokud by došlo ke korekci v USA nebo pokud by se dále zhoršil výhled pro Evropu. Střednědobě bude záležet na tom, jak se Evropa dokáže vypořádat s aktuálně slabou výkonností svého hospodářství. Dokud nevidíme přesvědčivější známky oživení, bude udržení současné úrovně výnosů hodně záviset na chování amerického trhu.

Střed a dlouhý konec výnosové křivky se v ČR v září posunuly nahoru, což bylo dáno především reakcí na vývoj na světových trzích. Z domácích faktorů trh zajímá vývoj sazeb ČNB, který má však vliv primárně na krátký konec křivky. Trh nyní očekává určitější informace o časování začátku snižování sazeb a také o jeho tempu. Z makroekonomických parametrů je klíčové tempo poklesu inflace a v této souvislosti odhady, jak moc klesne na začátku příštího roku. Konečně je pro trh zajímavý i vývoj rozpočtu, očekávání jeho vývoje v příštím roce a emisní aktivita ministerstva financí. V měsíčním horizontu by měl český trh sledovat vývoj ve světě, možné jsou výraznější



reakce na vyjádření ČNB. Střednědobě bude klíčová ČNB, ale prostor pro pokles výnosů bude omezovat jejich vysoká úroveň na hlavních trzích.

Akcie

Zdá se, že se v srpnu konečně vyčerpalo růstové momentum akciového trhu a ten ve druhé polovině září začal sklouzávat do korekce. Trvajícím překvapivě dobrá výkonost americké ekonomiky je z hlediska akcií dvousečná – na jednu stranu by sice měla podpořit výkonost společností, na druhou stranu ovšem znamená vysoké úrokové sazby a vysoké výnosy státních dluhopisů, což negativně ovlivňuje valuaci založenou na diskontování hotovostních toků. Na akcie také přímo negativně působí větší atraktivnost státních dluhopisů při aktuálních výnosech. Do třetice trh negativně ovlivňuje nezanedbatelné riziko, že současná výkonost ekonomiky nevydrží. Další pokračování korekce pokládáme za značně pravděpodobné, jeho hloubku však hodně ovlivní budoucí výkonost americké ekonomiky. Pokud se podaří hladké přistání, měla by být korekce omezená, pokud však přeci jen dojde k recesi, může být propad akcií citelný.

Evropské akcie v září do značné míry kopírovaly vývoj v USA. Vzhledem k neuspokojivé výkonosti evropského hospodářství a vysokou inflací vynuceným vysokým sazbám ECB je perspektiva akcií v Evropě horší než v USA. Předpokládáme, že obecně bude Evropa pokračovat ve sledování USA a jejich vzájemná relativní výkonost bude záviset na tom, jak rychle se Evropě podaří nastartovat hospodářství a zda v USA dojde k recesi.

Akcie na pražské burze a nejen tam atakovaly do poloviny září hodnoty, které odpovídají úrovním mírně pod maximem letošního roku. U indexu PX to bylo cca 3–4 % pod letošním maximem. Vše se ovšem změnilo po zasedání ECB a hlavně FEDu, kdy došlo k výraznému posilování USD a především výraznému nárůstu výnosu dluhopisů, a to jak USA, tak EU. Zároveň zaznělo silné prohlášení o tom, že by trh neměl spekulovat na rychlý pokles sazeb. To vše je natolik negativní akciový koktejl, že index PX smazal veškerý profit a pro akcie to ve finále nebyl pozitivní měsíc. U nás v ČR se ovšem pár titulů v plusu najde. Je to především Kofola +4,9 %, a to díky pozitivnímu létu, následovaná VIGem +3,9 %; podpory se dočkal i ČEZ +0,93 %. Naopak nejhůře dopadla Komerční banka -5,5 %, Pilulka -4,45 % a Erste Bank -3,4 %.

Mix negativního sentimentu a růstu výnosů může ovlivnit blížící se zveřejnění kvartálních výsledků firem, které přijde hned na začátku října. Výsledky mohou pád akcií urychlit, nebo ho částečně zmírnit. Budeme si muset počkat, ale podzim bude velmi pravděpodobně složitě období.

Kredit

O drtivou většinu aktivity na primárním trhu dluhopisů se v září postaraly finanční instituce. Česká spořitelna si pohodlně došla pro 500 milionů EUR s dalším zeleným MREL dluhopisem, který je splatný za 5 let s možnou call opcí po 4 letech. Celková kniha v objemu 1,75 mld. EUR umožnila srazit indikovaný kreditní spread z úrovně 270 bb o poctivých 35 bb na konečných 235 bb. Není divu, že se takovým úspěchem nechala zlákat i tuzemská pobočka UniCredit Bank a v polovině měsíce přišla s nabídkou šestiletého floateru s call opcí po pěti letech. Nenechte se ošálit kreditním spreadem, který s hodnotou 301 bb nevyvolává podobné ovace, jako v případě dluhopisu České spořitelny. O jaký husarský kousek se ve skutečnosti jedná, nám odhalí až následující fakta. Na svět přišel totiž další MREL dluhopis bez ratingu, který není dokonce ani přijat k obchodování na regulovaném trhu. O jeho distribuci se navíc postarala exkluzivně pouze mateřská společnost v Miláně, které je právem považováno za hlavní město módy a až v druhém sledu pak za pulzující centrum finančního světa. Celkový umístěný objem 430 milionů EUR dává tušit, že potřeba banky po MREL financování byla naplněna beze zbytku.

Pro korunové investory byl po celé září v nabídce stále dluhopis DEK, kterého se prostřednictvím ČS a ČSOB podařilo umístit 1,2 mld. CZK. Maximální indikovaný objem 2 mld. CZK a finální kreditní spread na úrovni 250 bb. dává tušit, že o emisi nebyl takový zájem, jaký emitent předpokládal. Posledním zajímavým počinem se může pyšnit finanční skupina J&T, která prostřednictvím svého JTSEC Financing I a.s. vydala pětileté dluhopisy s výnosem 8,25 % v celkovém objemu 1,5 mld. CZK. Nadstandardní výnos ale může klienty těšit po omezenou dobu, jelikož již příští rok má emitent právo dluhopis předčasně splatit.

Komodity

Cena ropy pokračovala v růstu, který začal v červenci. V průběhu září se Brent dostal nad 97 USD/brl, což je blízko maximálních hodnot z loňského podzimu. Hlavním důvodem růstu jsou omezení na straně nabídky, především omezení těžby OPEC a specificky Saudské Arábie. Roli hraje i nejistota kolem dodávek Ruska a omezený růst produkce v USA. Nezdá se, že by vyšší ceny motivovaly americké těžaře k vyšší aktivitě, spíše naopak. Roli v tom pravděpodobně hraje především obava, že fosilní paliva jsou neperspektivní. Na straně poptávky pak růst cen podporuje silná domácí poptávka v USA. Aktuální momentum by mělo udržet ropu v růstu, překonání hranice 100 USD/brl v dohledné době je možné. Pokud OPEC nez mírní omezení těžby, může růst ropy pokračovat i střednědobě. Výrazně by mu pomohlo, pokud by se podařilo více rozhýbat čínskou ekonomiku. Klíčovým rizikem na straně poklesu ceny je OPEC, pokud by se rozhodl uvolnit omezení těžby. Důvodem pro takové

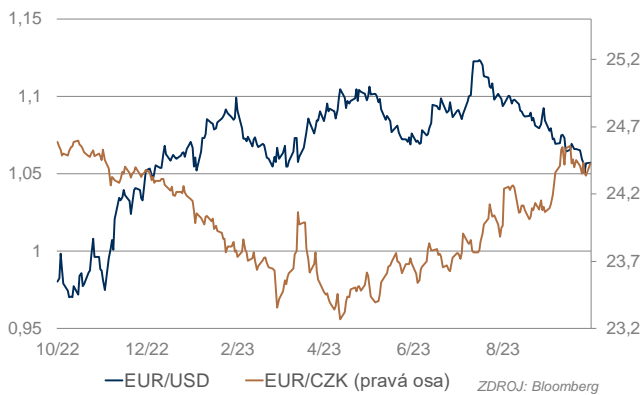


rozhodnutí by byla snaha neurychlit vysokou cenou odklon od ropy.

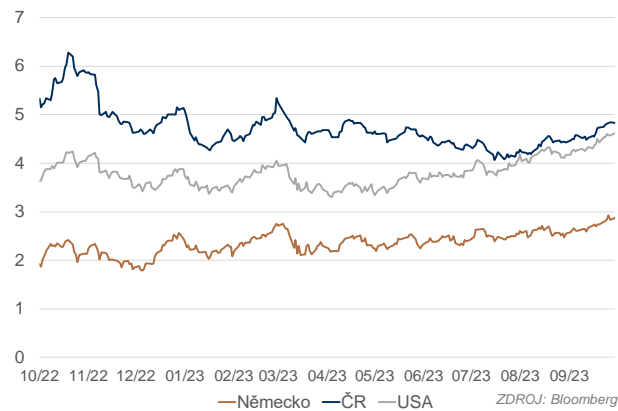
Cena zlata i v září pokračovala po většinu měsíce v pomalém driftu na nižší úrovně. Až v úplném závěru měsíce došlo ke skokovému poklesu na 1840 USD/oz. Důvodem pro pokles ceny zlata jsou především vysoké úroky a posilující dolar. Oba faktory by měly vést k podstatně většímu poklesu ceny zlata, než vidíme, takže vývoj v posledních měsících lze poněkud paradoxně označit za příznivý pro zlato. Zlato podpořily centrální banky (především čínská), které ho nakupovaly, a roli patrně hraje i snaha diverzifikovat do likvidního fyzického aktiva, jež souvisí s geopolitickými riziky a ekonomickou nejistotou. V dohledné době by měly přetrvávat pro zlato negativní faktory. Zda bude jeho cena nadále klesat převážně pomalu, nebo její pokles trvaleji zrychlí, bude záležet především na nákupní aktivitě centrálních bank.



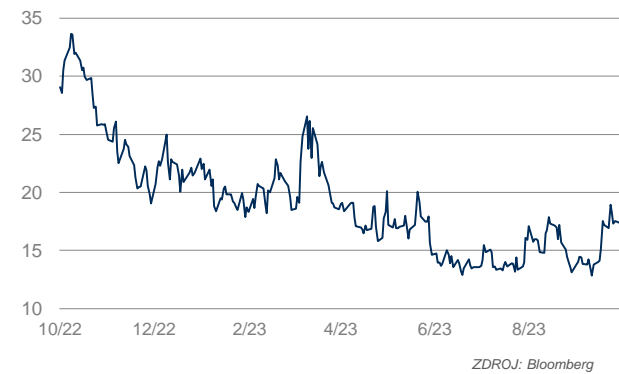
Devizové kurzy



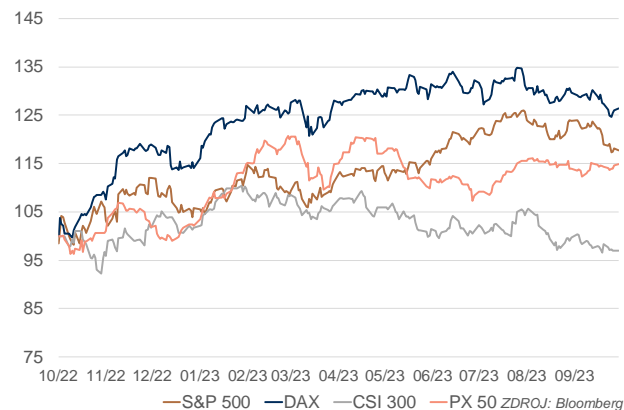
Dluhopisy (10 let)



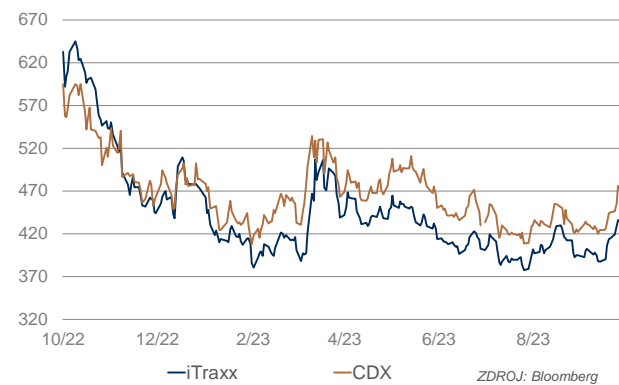
Index volatility VIX



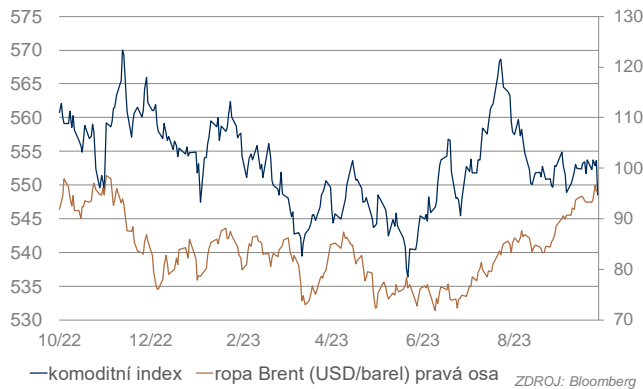
Akciové indexy (1. 7. 2022 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



			SOUČASNÁ HODNOTA	3 M		6 M		12 M	
	M-12	M-1		ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	3,0-3,25	5,00-5,25	5,25-5,50	5,25- 5,50	→	5,25-5,50	→	4,75-5,00	↓
ECB (repo)	1,25	4,25	4,5	4,5	→	4,5	→	4,0	↓
ČNB	7	7	7	6,75	↓	6,5	↓	5,0	↓
KURZY									
EUR/USD	0,98	1,08	1,06	1,08	↑	1,09	↑	1,12	↑
EUR/CZK	24,55	24,13	24,40	24,40	→	24,6	↑	24,6	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,28	4,88	5,08	4,9	↓	4,4	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	3,83	4,18	4,61	4,2	↓	3,5	↓	3,0	↓
Něm. dluhopis 2y	1,76	2,99	3,21	3,0	↓	3,0	→	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	2,11	2,55	2,85	2,5	↓	2,3	↓	2,0	↓
České dluhopisy 2y	5,95	5,96	5,15	5,2	→	5,2	→	4,0	↓
České dluhopisy 10y	5,40	4,80	4,72	4,7	→	4,5	↓	3,8	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	595,0	422,1	480,6	380,0	↓	360	↓	320	↓
EMU iTraxx 5y	633,1	391,9	423,0	350,0	↓	320	↓	290	↓
AKCIE									
S&P 500	3585,6	4515,8	4288,1					4800	↑
Eurostoxx 50	3318,2	4282,6	4197,1					4600	↑
DAX	12114,4	15840,3	15447,0					17000	↑
CSI 300	3827,1	3790,1	3689,5					4500	↑
PX	1123,4	1340,7	1353,1					1500	↑

* Změna oproti předchozímu období (šipka dole u kurzu znamená změnu v prognóze směrem k silnějším hodnotám USD, resp. CZK)
ZDROJ: Bloomberg, Reuters, ČNB, PPF banka a.s.



Hlavní makroekonomické ukazatele

Česká republika

	2022				2023				2021	2022	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	4,7	3,4	1,4	0,1	-0,5	-0,6	0,3	1,3	3,5	2,4	0,1	2,3
soukromá spotřeba	8,0	-0,3	-4,8	-5,4	-5,9	-5,3	-2,4	0,2	4,1	-0,8	-3,4	3,8
vládní spotřeba	1,6	1,8	-1,7	0,6	3,1	2,8	2,2	1,0	1,4	0,6	2,3	1,1
investice	5,4	3,7	2,2	0,8	-1,6	-0,5	1,3	3,3	0,7	3,0	0,6	4,4
dovoz	5,8	3,0	8,1	8,3	3,4	3,7	2,4	3,2	13,2	6,3	3,2	4,5
vývoz	2,3	3,3	12,7	10,9	7,0	8,1	6,3	7,9	6,8	7,2	7,3	6,4
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,5	3,2	3,4	3,5	3,6	3,6	3,8	4,0	3,8	3,4	3,8	3,7
inflace (% y/y)	11,2	15,8	17,6	15,7	16,4	11,2	8,4	8,7	3,9	15,3	11,2	3,8
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,8	-6,1	-1,7	-0,9
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,1	-3,6	-4,2	-2,5
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	40,4	43,4	45,0	46

Evropská měnová unie

	2022				2023				2021	2022	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	5,4	4,2	2,4	1,7	1,1	0,4	0,2	0,4	5,4	3,4	0,5	0,8
soukromá spotřeba	8,4	5,9	2,7	1,5	0,8	0,1	-0,9	0,2	4,1	4,7	0,1	1
vládní spotřeba	3,2	1,0	0,6	0,9	-1,1	-0,5	-0,4	-0,6	2,6	0,9	-0,7	1
investice	3,8	2,7	4,7	0,8	1,9	1,0	-0,1	0,6	2,1	0,8	0,7	0,8
dovoz	10,2	9,2	10,6	3,2	1,8	0,4	-2,2	0,0	9,4	8,2	0,1	2,3
vývoz	9,1	8,3	7,6	4,3	2,7	1,1	0,4	0,9	11,7	7,2	1,2	2
nezaměstnanost (%)	6,8	6,7	6,7	6,7	6,6	6,5	6,5	6,6	7,7	6,7	6,5	6,7
inflace (% y/y)	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,2	5,0	3,3	2,6	8,4	5,6	2,7
jádrová inflace (% y/y)	3,0	3,7	4,7	5,0	5,5	5,5	5,2	4,2	1,5	3,9	5,1	2,9
běžný účet (% HDP)	1,6	0,6	-0,7	-0,7	-0,2	1,9	1,8	2,2	2,3	-0,7	1,3	1,7

Spojené státy americké

	2022				2023				2021	2022	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	3,7	1,8	1,9	0,9	1,8	2,5	2,4	1,8	5,9	2,1	2,0	0,9
soukromá spotřeba	4,8	2,3	2,2	1,6	2,4	2,3	2,1	2,0	8,3	2,7	2,2	0,9
vládní spotřeba	-1,6	-1,3	-0,3	0,9	2,7	3,9	3,4	2,8	0,6	-0,6	3,0	1,2
investice	11,6	7,2	2,0	-3,8	-8,0	-3,7	-1,0	-2,1	9,0	4,0	-2,6	1,1
dovoz	12,7	11,2	7,4	1,5	-2,2	-4,5	-2,3	-0,8	14,1	8,1	-2,6	0,7
vývoz	5,1	7,3	11,3	4,6	7,9	1,6	-1,3	-0,3	6,1	7,1	1,8	0,4
nezaměstnanost (%)	3,8	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6	3,7	3,8	5,4	3,6	3,7	4,4
inflace (CPI % y/y)	8,0	8,7	8,3	7,1	5,8	4,1	3,5	3,2	4,7	8,0	4,1	2,6
jádrová inflace (PCE % y/y)	5,3	5,0	5,0	4,8	4,7	4,5	4,0	3,5	3,5	5,0	4,1	2,7
běžný účet (% HDP)	-3,8	-3,9	-3,8	-3,7	-3,4	-3,4	-3,2	-3,2	-3,6	-3,8	-3,1	-2,9
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,0	-4,2	-5,4	-5,4	-6,8	-5,1	-5,4	-5,7	-10,6	-5,4	-6,3	-6,0
vládní dluh (% HDP)			98,6	95,8	96,1	96,0	97,1	97,8	98,4	97,0	97,3	100,0

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

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

Ľuboš Mokráš

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

Barbora Skřipská

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ
+420 224 175 919
bskřipska@ppfbanka.cz

Tomáš Krejčí

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

Dušan Jalový

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

Miroslav Tutter

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

UPOZORNĚNÍ

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

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

