

# Analytický měsíčník

Téma měsíce

**Přestože inflace klesá,  
rychlý růst cen potravin  
pokračuje**

ČR Inflace klesá, ale jen pozvolna

EMU Problémy bankovního sektoru neodradily ECB od dalšího zvýšení sazeb

USA Pád několika bank změnil výhled vývoje měnové politiky

duben 2023

Magdalena Středová, Luboš Mokráš-

[www.ppfbanka.cz](http://www.ppfbanka.cz)



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

Růst cen potravin vnímají spotřebitelé velmi citlivě zejména proto, že potraviny představují velkou část spotřebitelského koše, a k citlivosti přispívá i vysoká frekvence nákupů. Aktuální rychlý růst cen potravin není jen sezónním výkyvem, ale celosvětovým fenoménem. Co stojí za nebývalým růstem cen potravin a je pravděpodobné, že ceny začnou v dohledné době klesat?

## Rychlý růst cen potravin pokračuje navzdory poklesu cen potravinářských komodit

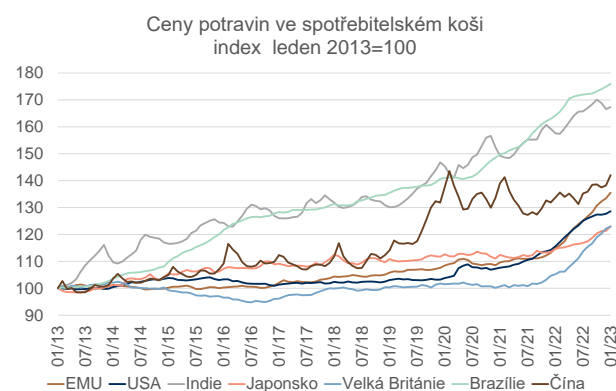
Růst cen potravin podnítila pandemie covidu a s ní spojené problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích. Napadení Ukrajiny, která představuje významného vývozce potravin, zejména obilovin a rostlinných olejů, v únoru loňského roku růst cen potravin výrazně urychlilo. Situace na globálních trzích se ale od té doby do značné míry zklidnila. Problémy v dodávkách ustoupily, ceny základních potravinářských i energetických komodit se vrátily na úroveň před válkou (nikoliv před pandemií) a celková inflace již začíná ve většině zemí klesat. Tento vývoj ale zejména v EU ceny potravin, které platí koneční spotřebitelé, nekopírují.

### Příčiny růstu cen potravin od roku 2020

Růst cen potravin je globálním fenoménem poslední dva roky. Jednu z výjimek představuje Čína, kde ve stabilizaci cen potravin hrály velkou roli státní regulace a pomoc.

Nejmarkantnější nárůst cen potravin pro konečné spotřebitele zaznamenala Evropská unie, Velká Británie a Spojené státy americké. Zatímco průměrný růst cen potravin v EU a USA v letech 2000–2020 činil 2 %, v roce 2022 přesáhl 11 % (v USA 11,9 %, v EU 11,4 %). V lednu letošního roku se růst cen potravin pro konečné spotřebitele v EU vyšplhal na 18 %, nové historické maximum. Růst cen potravin v minulosti podle dostupných

**Růst cen potravin, které platí koneční spotřebitelé, je globální záležitostí již dva roky.**



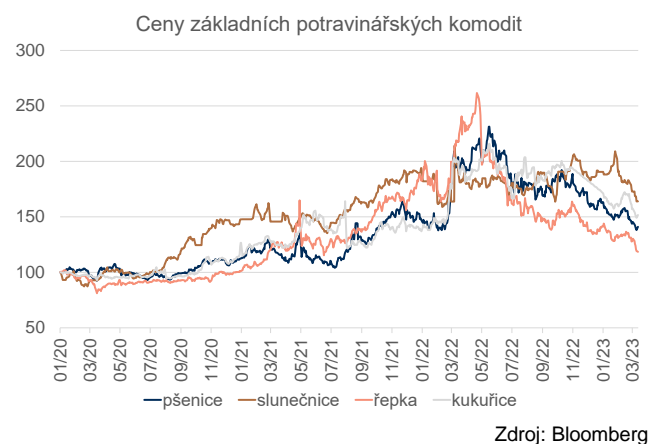
Zdroj: Datastream

dat od roku 1997 nikdy nedosáhl dvouciferných hodnot. Největší růst, necelých 8 %, přinesl rok 2008.

Růst cen potravin od roku 2020 měl několik příčin. První byla pandemie, která narušila dodávky přerušením

dodavatelsko-odběratelských řetězců kromě jiného i v potravinářském průmyslu, což přispělo k růstu cen konečných výrobků. Jen co odezněly lockdowny a problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích ani nestačily ustoupit, přišel další šok v podobě ruské agrese vůči Ukrajině. I když ani USA ani EU nejsou na dodávkách potravin z Ukrajiny a Ruska přímo závislé, jejich podíl na celosvětovém obchodu s některými potravinami vytvořil tlak na růst cen, a to i přesto, že k fyzickému narušení a nedostatku nakonec nedošlo. K růstu cen stačila jen nejistota a obavy z možných budoucích výpadků. Ukrajina spolu s Ruskem hrají významnou roli na mezinárodním trhu se zrninami. Vývoz pšenice z Ruska a Ukrajiny představoval před válkou ¼ celosvětového objemu. Dalšími významnými potravinářskými komoditami, které válka výrazně ohrozila, je kukuřice (15 %), ječmen (27 %) nebo slunečnicový olej (56 %). Obavy o dostatek potravin navíc vedly k embargům na vývoz potravin v některých jiných zemích, což tlak na růst cen potravin dále zintenzivnilo. K těmto faktorům se přidaly rostoucí ceny energií a náklady na dopravu nebo obavy o nedostatek hnojiv, jejichž významným výrobcem a vývozcem bylo právě Rusko

**Ceny potravinářských komodit již výrazně poklesly.**



Zdroj: Bloomberg

a také Bělorusko, jehož podpora Ruska v konfliktu přináší také značné nejistoty. Určitou roli hrálo i počasí. Sucho, kterým trpí poslední dva roky další významný vývozců potravin Argentina a které postihlo část Evropy v létě 2022, mělo negativní vliv na sklizeň, a tudíž vytvořilo dodatečný tlak na růst cen. Globální index cen potravin FAO dosáhl v březnu 2022 historicky nejvyšších hodnot od počátku sledování v roce 1990.

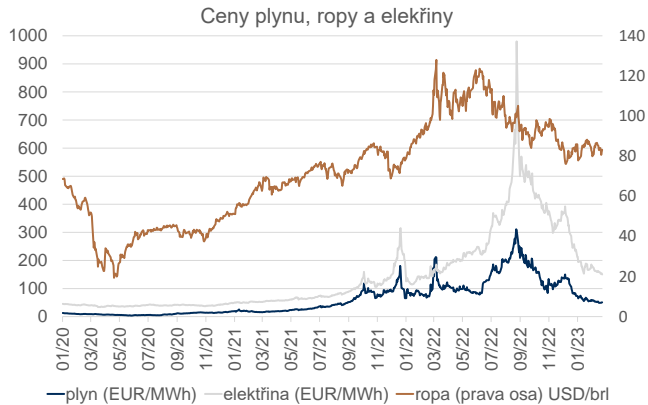




## Proč ceny potravin v obchodech neklesají?

Příčiny růstu cen potravin byly zřejmé, méně jasný je důvod, proč ceny potravin v obchodech dále rostou. I když válka ještě zdaleka neskončila a nejistota zejména ohledně energií stále trvá, situace se do značné míry stabilizovala. Ceny elektřiny, plynu i ropy poklesly a vrátily se na své

**Ceny energií na trhu významně poklesly, což by mělo snižovat náklady i v potravinářském průmyslu.**

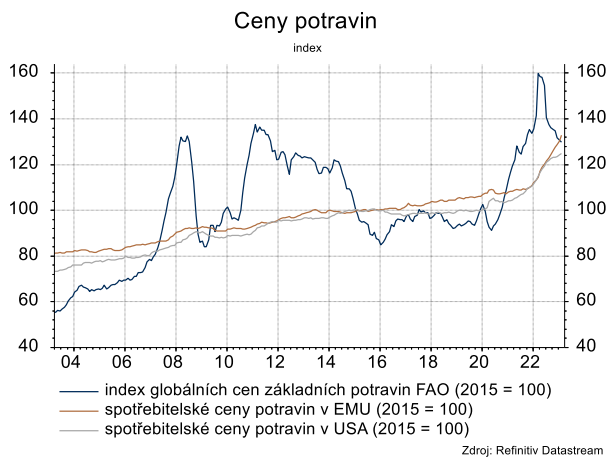


Zdroj: Bloomberg

předpandemické úrovně. Také ceny potravinářských komodit výrazně poklesly. Index základních cen potravin klesá již od dubna 2022 a aktuálně je již téměř o 19 % nižší ve srovnání s maximy v březnu 2022.

Vztah mezi cenami potravinářských komodit a cenami

**Souvislost mezi cenami potravin pro konečné spotřebitele a indexem FAO prakticky neexistuje.**



Zdroj: Refinitiv Datastream

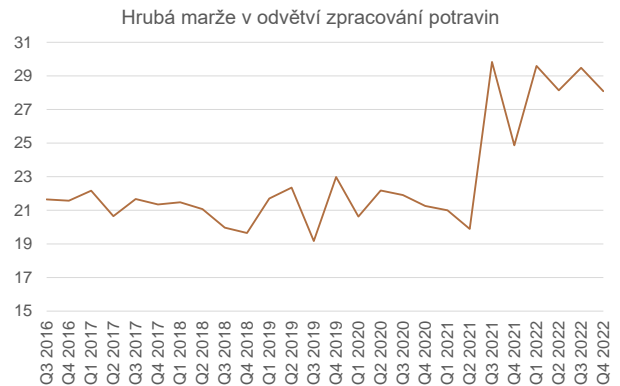
v obchodech ale prakticky neexistuje. To je dáno zejména tím, že podíl nákladů na základní potraviny ve zpracování potravin až do konečného produktu, který přichází na pulty obchodů, je relativně malý.

Jaký podíl na konečné ceně daného produktu mají samotné zemědělské produkty a jaký další náklady, se výrazně liší podle produktu, ale i země. Z výsledků studie Evropské komise vyplývá, že v EU představují náklady na samotné zemědělské produkty v potravinářském průmyslu

v průměru 20–30 % celkových nákladů. Ceny samotných komodit tak tvoří pouze malou část ceny, kterou platí konečný spotřebitel. Zbytek jsou náklady na energie, dopravu, mzdy, náklady na balení potravin a další. Konečné ceny v obchodech jsou pak výsledkem cen v potravinářském průmyslu v kombinaci s náklady na skladování, mzdy, nájem a podobně. Pokles ceny potravinářských komodit tak má jen pramalý dopad na konečnou cenu v obchodech. Při takto složitém řetězci je poměrně těžké přesně určit, co je příčinou rychlého růstu cen potravin pro spotřebitele.

Dalším důvodem kromě zvyšujících se nákladů může být i zvyšující se marže. Hrubá marže je definována jako podíl rozdílu prodejní a nákupní ceny na prodejní ceně. Z definice je tedy jasné, že odvětví, která neprodávají fyzická aktiva, jako jsou například některé služby (typicky konzultační, právní apod.), mají vyšší marže, a naopak potravinářský průmysl se řadí mezi odvětví s nižšími maržemi. Podle dat CSI Market se průměrné marže pohybují okolo 50 %, zatímco v potravinářském průmyslu okolo 22 %. Data ale ukazují, že marže s rostoucí inflací v posledních dvou letech nezanedbatelně rostly.

**Marže v potravinářském průmyslu v posledních dvou letech rostou.**



Zdroj: CSI Market

**Proč ceny potravin stále rostou vysokým tempem, když inflace již začíná klesat?**

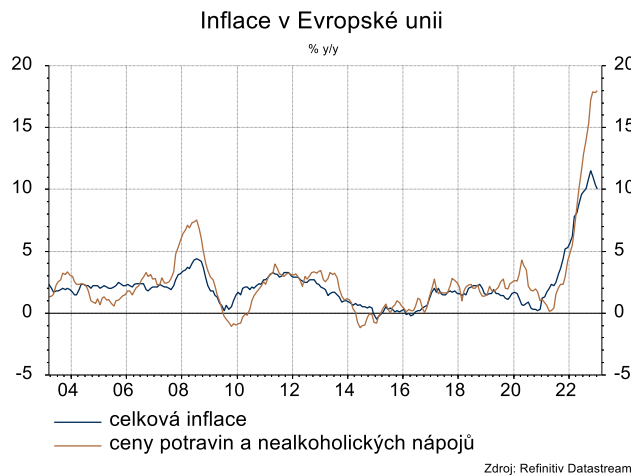
Zajímavým fenoménem především v Evropě je, že zatímco ve většině zemí je již inflační vrchol za námi a inflace začíná pozvolna klesat, tempo růstu cen potravin naopak ve většině zemí nezmírňuje, v některých naopak stále akceleruje.

Ceny potravin jsou typické většími výkyvy okolo trendu. Prozatím ale není zřejmé, zda aktuální vysoké ceny představují pouze výkyv, nebo zda dochází k dlouhodobé změně. Trh s potravinami je charakteristický relativně malou silou poptávky, protože potraviny nespádají mezi zbytečné zboží a jejich nákup nelze jednoduše odložit, pouze



v případě nutnosti nahradit levnější variantou, což se do značné míry již děje. Tento posun není podle evidence jednotlivých firem působících na potravinovém trhu tak

## Celková inflace klesá, tempo růstu cen potravin nikoliv.

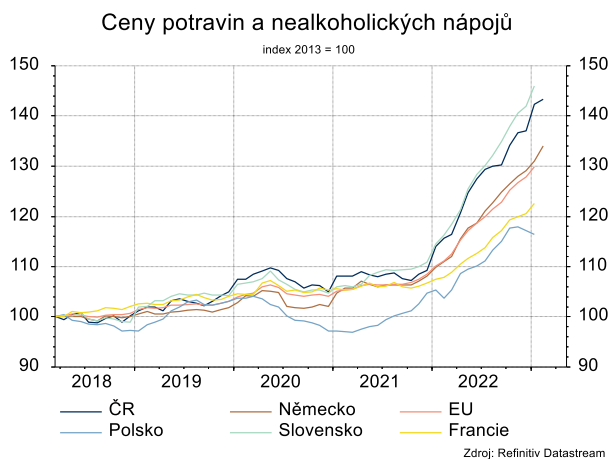


strmý, aby smazal příznivý vliv na zisky firem plynoucí z vyšších cen. Navíc odklon od drahých potravin nutně znamená vyšší nákupy levnějších alternativ. Zvýšená poptávka v tomto segmentu poté dává prostor pro zdražování levnějších potravin. Navíc se zdá, že po pandemii obecně nedošlo k návratu na stejnou úroveň návštěvnosti restaurací a vysoká inflace a pokles reálných příjmů budou tento trend prohlubovat. Tlak na pokles cen potravin v maloobchodě tak bude i nadále malý.

## Růst cen potravin v ČR je jedním z nejrychlejších

Ve srovnání s průměrem zemí EU je Česko zemí s rychlejším růstem cen potravin. Vzhledem k tomu, že celková inflace je také jedna z nejvyšších, nejedná se

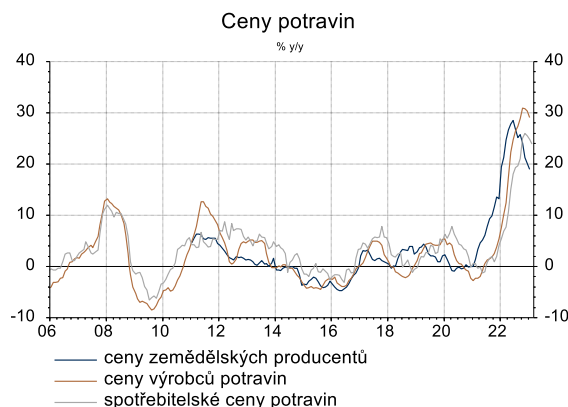
### Ceny potravin rostou v ČR rychlejším tempem než ve většině ostatních zemí EU.



o příliš překvapivý fakt. Spotřebitelé reagují výrazně a se zvyšujícími cenami klesá reálná spotřeba, a to i u potravin,

kteří obecně vykazují poměrně značnou stabilitu a příliš neklesaly ani v recesích hlubších, než je ta aktuální. Navzdory klesajícím tržbám u potravinářského zboží ale nedochází k tlaku na snižování cen, nebo alespoň zmírňování jejich růstu. Zdá se, že je to hlavně nabídková strana, která má sílu určovat spotřebitelské ceny potravin.

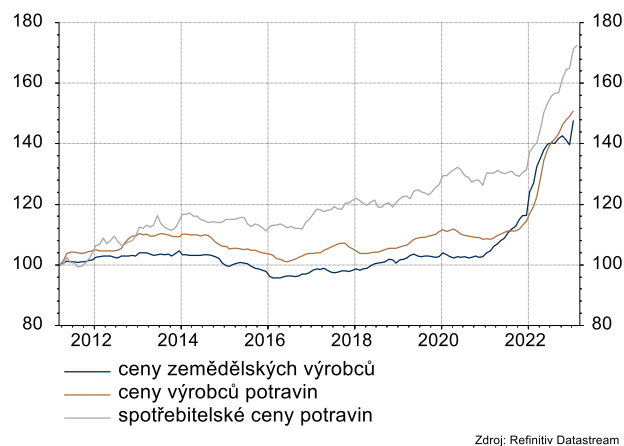
## Ceny zemědělců a průmyslových výrobců potravin silně koreluje s cenami potravin pro konečné spotřebitele.



Tomu nasvědčuje i korelace mezi spotřebitelskými cenami potravin, cenami v potravinářském průmyslu a cenami zemědělských prvovýrobců.

Které subjekty vstupující do dlouhého procesu výroby potravin se na růstu cen podílejí nejvíce, je předmětem sporů mezi zemědělci, potravináři a konečnými prodejci

## Z dlouhodobého pohledu rostou spotřebitelské ceny potravin rychleji než ceny výrobců, poslední vlna zdražování byla ale rovnoměrně rozložena mezi zemědělce, výrobce i konečné prodejce.



potravin. Z dlouhodobého pohledu se ukazuje, že maloobchodní ceny rostou rychleji než ceny výrobců, ale vlna zdražování potravin z posledních dvou let byla mezi zemědělce, výrobce i prodejce rozložena poměrně rovnoměrně. Za poslední 2 roky vzrostly ceny zemědělců i zpracovatelů potravin shodně o 39 %, maloobchodní ceny potravin pak o 32 %.



Jediný jednoznačný důvod rychlejšího růstu cen potravin pro konečné spotřebitele najít nelze. Podílí se na něm několik faktorů. Kromě těch výše zmiňovaných obecných, jako jsou specifika trhu potravin, může jistou roli hrát koncentrace na potravinářském trhu, která je často uváděna jako typický český problém. Nicméně dostupné studie nepotvrzují, že by se český trh s potravinami nějak výrazně vymykal z evropského průměru. Z detailních studií vyplývá, že koncentrace na potravinářském trhu je v České republice pouze mírně nadprůměrná ve srovnání s ostatními zeměmi EU. Důvodem rychlejšího růstu cen potravin mohou být například menší státní zásahy (například Polsko snížilo DPH na potraviny na 0 %, zatímco Česká republika DPH na potraviny neměnila). Jiným směrem se vydalo Maďarsko, které zavedlo stropy na ceny vybraných potravin, což ovšem vedlo k jejich nedostatku. Také ceny energií jsou v ČR jedny z nejvyšších, což ovlivňuje ceny v celém potravinářství.

## Závěr

Po strmém růstu cen v roce 2022 lze očekávat, že se tempo bude snižovat, už jen z titulu vysoké srovnávací základny. Co platí pro inflaci obecně, by mělo platit i pro potraviny. U potravin zdá se má větší sílu nabídková než poptávková strana, ale i zde bude nutně působit vysoká srovnávací základna. Díky tomuto faktoru by mohly maloobchodní ceny potravin růst výrazně pomaleji než v roce 2022, sezónní vlivy by měly jako každoročně způsobit meziměsíční poklesy cen, ale v meziročním vyjádření pokles cen potravin kvůli pokračující celkové inflaci nepředpokládáme. Predikce ČNB očekává, že růst cen potravin v roce 2023 zvolní z 12,9 % v loňském roce na 8,3 %. Pro rok 2024 ČNB dokonce předpovídá u maloobchodních cen potravin deflaci -0,8 %. Tento předpoklad není zcela nerealistický, ale existuje řada rizik, která mohou ceny potravin opět zvýšit. Tradičně bude hrát roli počasí, ale také geopolitická situace a s ní spojený možný nárůst nejistoty na globálních trzích. Již na počátku války Ruska proti Ukrajině bylo vidět, že pouze samotný strach z možných budoucích výpadků může vést k rychlému nárůstu cen nebo vývozním kvótám. Zvýšené marže by naopak mohly podporovat stabilní ceny. Také snížená poptávka by měla další zvyšování cen brzdit, i když pouze omezeně.



Spotřeba domácností zůstává slabá a stále silné inflační tlaky ovlivňují náladu spotřebitelů a tlumí optimismus brzkého oživení domácí poptávky. Inflace sice klesá, ale pouze pomalu a měnová politika ČNB zůstává a ještě minimálně další dvě čtvrtletí zůstane beze změny. A možná ještě déle.

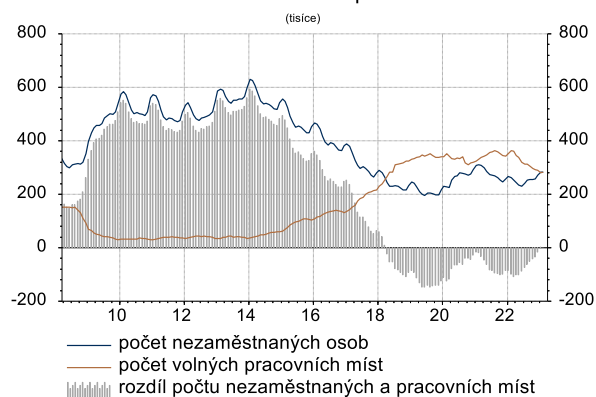
## Ekonomická aktivita

První letošní měsíční statistiky z reálné ekonomiky nevyzněly příliš příznivě. Průmyslová výroba zklamala meziročním poklesem produkce o 1,4 %, přičemž trh čekal naopak meziroční nárůst o 2,3 %. Zklamání přinesl zejména automobilový průmysl, který meziměsíčně poklesl o 8 %, což sice díky nízké srovnávací základně stále znamenalo meziroční růst (13,3 %), ale značně nižší než v prosinci minulého roku (33 %). Na horší výsledek průmyslové produkce mělo vliv i počasí. Díky nadprůměrným lednovým teplotám totiž poklesla výroba energií. Naopak se dařilo stavebnictví, které meziročně vzrostlo o 5,1 %. K růstu významně přispělo pozemní stavitelství (+7,9 % y/y), podpořené teplým počasím, které umožnilo provádět stavební práce bez omezení. Naopak na výstavbě bytů se již začíná projevovat útlum způsobený vysokými sazbami, a tudíž drahými hypotékami. Počet zahájených bytů meziročně klesl o 8,8 %, dokončených pak o 15,4 %.

Sektor maloobchodu pokračoval v poklesu, tentokrát o 7,6 % y/y, a kvůli přetrvávající vysoké inflaci by měly být tržby v maloobchodě slabé i v následujících měsících. Nálada spotřebitelů se od konce loňského roku sice znatelně vylepšila, ale trend zlepšování spotřebitelské důvěry přerušila březnová data mírným poklesem, oživení spotřeby domácností by mělo být pouze pozvolné. Poptávku domácností by měl posílit například trh práce, který potvrzuje svou sílu. V únoru nezaměstnanost zůstala stabilní na 3,9 %. Na druhou stranu vzhledem k pokračujícímu poklesu reálných mezd by se maloobchodní tržby mohly k růstu vrátit až v roce 2024.

## Trh práce zůstává silný, ale zdaleka ne tak napjatý jako v předchozích 5 letech.

Nezaměstnanost a volná pracovní místa



## Inflace a centrální banka

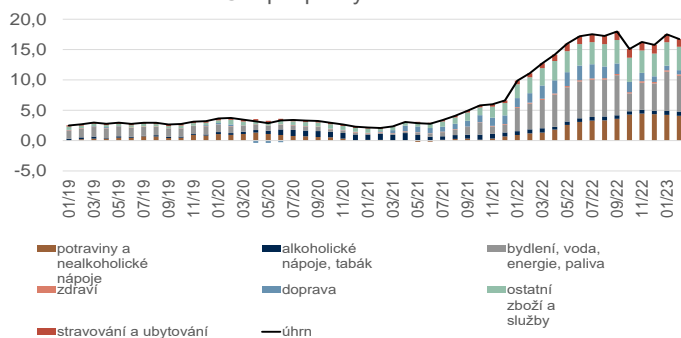
Česká inflace v únoru v souladu s očekáváním poklesla, ale dynamika růstu cen zůstává silná. V únoru spotřebitelské ceny vzrostly meziročně o 16,7 %, což je o 0,8 pb méně než v lednu. ČNB očekávala 16,5 %. Meziroční pokles inflace byl zapříčiněn hlavně vysokou srovnávací základnou. Pohled na meziměsíční růst cen o 0,6 % ukazuje na přetrvávající inflační tlaky. Ty byly patrné zejména v oddíle rekreace a kultura (2,6 % m/m), ale rostly i ceny potravin (0,7 % m/m), bytového zařízení (1,5 % m/m) a dopravy (0,9 % m/m) kvůli růstu pohonných hmot. Vysoká srovnávací základna zejména v oddíle bydlení zapříčinila zpomalení meziročního růstu. Ceny elektřiny zmírnily růst z 36,4 % v lednu na 32 % v únoru, u zemního plynu z 87 % na 74,3 %. Tento efekt by měl postupně slábit a snižovat příspěvek oddílu bydlení, energie a paliva k celkové inflaci. V lednu přispěl k inflaci 6,5 pb, v únoru 5,9 pb. V dalších měsících bude inflace klesat. Otázkou zůstává, jak rychle. Aktuální dynamika meziměsíčního růstu cen ukazuje na to, že odhady ČNB mohou být příliš optimistické, a riziko, že sazby zůstanou stabilní déle, než ukazuje aktuální model (do konce 3Q), je vysoké. To potvrdil na posledním zasedání i guvernér Michl, který se vymezil proti očekávání trhu, že aktuální sazby jsou již na vrcholu a snižování sazeb by mohlo začít již v srpnu letošního roku. Podle našeho názoru je velice málo pravděpodobné, že by se bankovní rada letos rozhodla sazby zvýšit nad aktuálních 7 %. K takovému kroku by se ČNB odhodlala pouze pod tlakem výrazného šoku podobného začátku války na Ukrajině, který nelze vyloučit, ale jehož pravděpodobnost je malá. Na druhou stranu pravděpodobnost, že sazby zůstanou nezměněny, je vysoká.

## Rizika

I když jsou české banky dobře kapitalizované a mají dostatek likvidity a výraznější problémy českého bankovního systému se nepředpokládají, nejistota spojená s problémy bankovního sektoru v Americe i v Evropě zvyšuje rizikovou averzi v celém regionu.

## Za poklesem meziroční inflace stojí především vysoká srovnávací základna v oddíle bydlení, energie a paliva.

CPI příspěvky k růstu cen



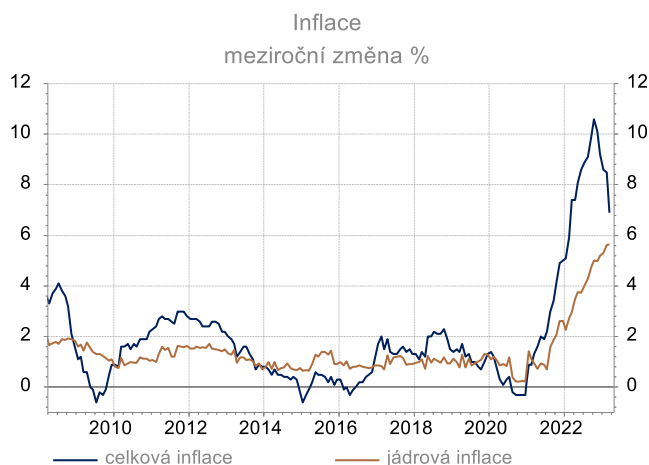


Celková inflace sice klesá, ale jádrová nikoliv. Centrální banka má proto důvod pokračovat v utahování měnových podmínek. Krize bankovního sektoru může ale proces utahování měnových podmínek ovlivnit, a to i přesto, že evropský bankovní sektor je v dobré kondici s vysokým kapitálem i likviditou.

## Ekonomická aktivita

Revize HDP za 4Q 2022 potvrdila, že se eurozóna v roce 2022 vyhnula recesi, ale velmi těsně. Podle konečných čísel HDP eurozóny v mezičtvrtletním srovnání stagnoval. Podle zveřejněných detailních čísel ekonomiku ve 4. čtvrtletí brzdily investice a soukromá spotřeba, zatímco opačným směrem v mezičtvrtletním srovnání působil zahraniční obchod, výdaje vlád i zásoby. První čísla z letošního roku zatím naznačují, že oživení by mělo pokračovat, i když zatím pouze pozvolna. Průmyslová výroba v lednu předčila očekávání, když meziměsíčně vzrostla téměř o 0,7 %, ale dobrý výsledek byl významně ovlivněn volatilními irskými daty. Bez nich by propadla o 0,3 % m/m. A ani podle předstihových indikátorů by se situace ve zpracovatelském průmyslu neměla nějak výrazně zlepšit. Index PMI pro zpracovatelský průmysl zůstává již od poloviny loňského roku pod 50 a v březnu dokonce oproti očekáváním poklesl na 44. Naopak situace se výrazně vylepšuje v sektoru služeb. V březnu PMI ve službách vzrostl na 55,6 a pokračoval tak v růstovém trendu započatém na začátku roku. Oživení je taženo spíše domácí poptávkou než zrušením striktních proticovidových opatření v Číně. Síla domácí poptávky ale není taková, aby stačila na rychlé oživení. Podle indikátorů spotřebitelské důvěry od Evropské komise se po 5 měsících zastavil trend zlepšování nálady spotřebitelů a v březnu mírně poklesl. V porovnání s historickými hodnotami zůstává spotřebitelská důvěra slabá.

**Celková inflace klesá kvůli cenám energií, v jádrové se stále promítají výrazné cenové tlaky.**



## Inflace a centrální banka

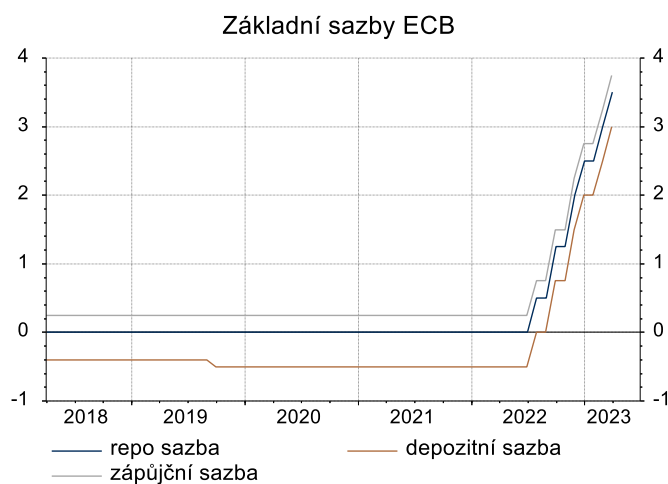
Na březnovém zasedání se ECB nezalekla problémů bankovního sektoru, splnila svůj slib z února a zvýšila základní sazbu o 50 bb. Depozitní sazba je nyní na 3,0 %, repo sazba na 3,5 %. Celkem očekávaně ECB nechtěla v prostředí zvýšené nejistoty předjímat své další kroky. Podle hodnocení ECB zůstane inflace příliš vysoká po příliš dlouhou dobu, z čehož vyplývá, že aktuální měnové podmínky nepovažuje za dostatečně přísné.

Zveřejněna byla i nová prognóza, která podle očekávání zvýšila výhled růstu reálné ekonomiky pro letošní rok. Inflační výhled byl upraven směrem dolů pro celkovou inflaci, výhled jádrové inflace byl naopak posunut nahoru. Jaký bude další postup ECB? Před turbulencemi na bankovním trhu se kvůli vyšší inflaci očekávalo zvýšení sazeb o 50 bb na květnovém zasedání a o 25 bb na červnovém. Aktuální problémy bankovního sektoru přinášejí do výhledu měnové politiky novou nejistotu. Zvýšená nejistota podle Rady guvernérů zvyšuje nutnost rozhodování na základě aktuálních dat. Vzhledem k tomu, že evropské banky jsou silně regulované a dobře kapitalizované s vysokým podílem likvidity, je velice pravděpodobné, že by se situace mohla uklidnit. ECB stále dokola ujišťuje, že je připravena v případě potřeby jednat. ECB by tak na květnovém zasedání mohla mít prostor pro další zvýšení sazeb. Pravděpodobnost zvýšení o 50 bb sice výrazně klesla, ale rozhodně není nulová.

## Rizika

I když jsou banky v EMU v mnohem lepší kondici než při finanční krizi z let 2008–2009, přelévání nedůvěry může na finančních trzích způsobit další turbulence. Možné zpřísnění úvěrových podmínek pak může nahradit utahování měnových podmínek pomocí zvyšování sazeb.

**Navzdory problémům bankovního sektoru ECB zvyšuje sazby.**



Nejvýznamnější událostí března byl rychlý pád Silicon Valley Bank (SVB), který vedl k podstatnému přehodnocení očekávaného vývoje sazeb. Před pádem SVB trh očekával ještě podstatný růst sazeb až k 6 %, po pádu SVB začal velmi rychle pochybovat, zda k nějakému zvýšení sazeb vůbec dojde. Důvodem přehodnocení výhledu měnové politiky je především očekávané utažení úvěrových podmínek, které by podle odhadů mělo nahradit dvě až tři zvýšení sazeb.

## Ekonomická aktivita

Stále trávající sílu trhu práce potvrdil především opět silnější než očekávaný růst počtu zaměstnanců. Míra nezaměstnanosti sice mírně vzrostla, ale to bylo způsobeno zvýšením míry participace na pracovní síle, což je pozitivní. Podle dat z JOLTS zároveň přetrvává silná poptávka po pracovní síle. Nejdůležitější informací z trhu práce byl nezrychlující růst mezd, nehrozí tedy bezprostřední riziko rozjezdu mzdově-inflační spirály. Dobrou kondici ekonomiky potvrdily i konjunkturální indikátory (ISM, PMI), přičemž předběžný index nákupních manažerů PMI za březen překvapil pozitivně jak u výrobního sektoru, tak u služeb, a mohl už být ovlivněn pádem SVB. Ani v datech z průmyslu, a to jak přímo u průmyslové výroby, tak u objednávek zboží dlouhodobé spotřeby, nejsou vidět žádné významné známky bezprostředně probíhajícího slábnutí. Hodnocení vyhlídek ekonomiky se však přesto posunulo od převládajícího očekávání měkkého přistání (tedy jen mírného zpomalení ekonomiky) k očekávání recese, jež by měla začít už v létě. Podle našeho názoru je možná trh momentálně až příliš pesimistický, měkké přistání je stále možné, ale hodně bude záležet na tom, jak moc budou reálně utaženy úvěrové podmínky, tedy také na tom, jestli se situace

v bankovním sektoru plně uklidní, nebo budou dopady pádu SVB dlouhodobější.

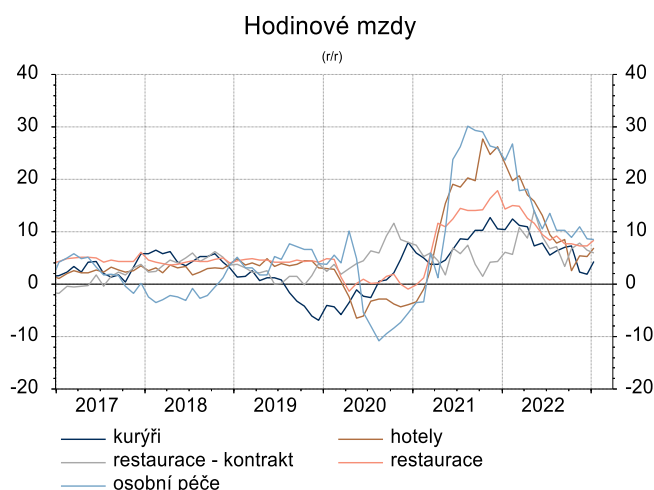
## Inflace a centrální banka

Březnová inflace byla opět do značné míry v souladu s očekáváním. Dezinflace je stále pomalá, ale už příští data by to měla změnit u celkové inflace, protože se výrazně projeví vliv vysoké základny u cen energií (ceny ropy výrazně vzrostly po útoku Ruska na Ukrajinu). Jádrou inflaci nadále podstatně přizivuje zvyšování nájmu, ale tento vliv by měl poměrně brzy začít slábnout kvůli opožděnému dopadu podstatného zpomalení růstu cen rezidenčních nemovitostí. Proti očekáváním mírnějším růstem ale překvapily ceny výrobců, což je samozřejmě z hlediska inflace pozitivní. Fed na svém zasedání nakonec zvýšil sazby o 25 bb. Těsně před zasedáním se považovalo za množné i ponechání sazeb beze změny, na začátku března se ještě spekulovalo o možnosti sazby zvýšit o 50 bb. Fed bude nyní hodně citlivý na vývoj ekonomiky. Trh momentálně nepočítá s dalším růstem sazeb, naopak relativně brzo čeká jejich snížení a do konce roku návrat ke 4 %.

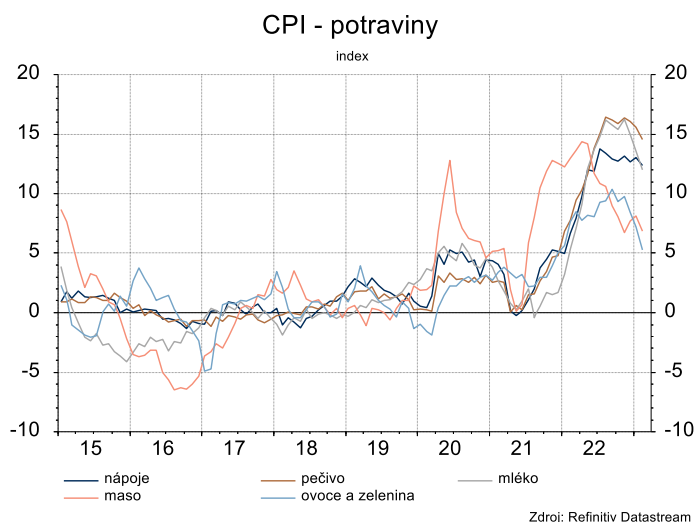
## Rizika

Bankovní sektor je nadále ve středu pozornosti a nějakou dobu v něm zůstane. Situace se podstatně uklidnila, nejsou vidět známky, že by bezprostředně hrozil další podobný problém, jako měla SVB. Situace se však může změnit velmi rychle, jak ukázal právě pád SVB. Velmi pozorně budou sledována data o vývoji likvidity a bilanci bank. Trh se bude soustřeďovat jak na stabilitu depozit, tak na míru útlumu úvěrování. Pokud by dopady na úvěrování nebyly až tak závažné, může se na trh vrátit optimističtější nálada. Sága kolem stropu zadlužení pokračuje, zatím nic nenasvědčuje, že by kromě politického divadla měla způsobit i reálné problémy.

Tempo růstu mezd ve službách se postupně normalizuje.



Ceny potravin rostou stále rychle, ale dynamika začíná klesat.





## EUR/USD

Březen byl pro dolar velmi rušným měsícem, především kvůli nestabilitě v bankovním sektoru. Kurz k euru byl ovlivněn jak pádem amerických bank, tak zanedlouho následujícím kolapsem Credit Suisse. K volatilitě přispěla i zasedání obou klíčových centrálních bank. Kurz kvůli tomu dovoce kolísal mezi 1,052 a 1,091. Ke konci měsíce se dolar posunoval na slabší úroveň, hlavně kvůli silicímu přesvědčení trhu, že Fed už se zvyšováním sazeb skončil, zatímco ECB ještě bude pokračovat. S velmi vysokou volatilitou je potřeba počítat i nadále. Obě centrální banky daly najevo zvýšenou citlivost na přicházející data, proto se může rychle a výrazně měnit názor trhu na vývoj jejich měnových politik a s tím i atraktivita jednotlivých měn. Větší riziko vidíme na straně slabšího dolaru, především pokud by se začaly potvrzovat obavy trhu, že USA směřují do recese.

## EUR/CZK

Na počátku března koruna pokračovala v posilování až ke 23,4 vůči euru, nejsilnějším hodnotám od července 2008. Spanilou jízdu koruny ale vzápětí překazily problémy bankovního sektoru, které se sice českých bank netýkaly, ale zvýšená nejistota na trhu se do koruny negativně promítla. Koruna se vrátila k hladině 24 EUR/CZK. Jak rychlá reakce Fedu na problémy kalifornských bank, tak převzetí švýcarské Credit Suisse bankou UBS trhy poměrně záhy uklidnilo a koruna opět začala posilovat. Tento trend podpořil na konci března i guvernér Michl, který zopakoval svůj kladný postoj k silné koruně s tím, že by ČNB nevodila ještě silnější měna. Stále platí, že z fundamentálního pohledu (deficit platební bilance, pokles HDP, vysoká inflace) nemá koruna k posilování mnoho důvodů. Její vývoj je tažen hlavně spekulativním kapitálem, který využívá stále vysokého úrokového diferenciálu, doplněným oprávněným očekáváním, že výrazné oslabení koruny by ČNB korigovala intervencemi. Posilování koruny podporuje i činnost exportních podniků, které z korunových úvěrů přecházejí na eurové. Eura poté přeměňují na koruny, což zvyšuje poptávku po korunách.

## Dluhopisy

Větší část první poloviny března byla ve znamení optimismu ohledně budoucího vývoje ekonomiky a s tím souvisejícího růstu očekávané konečné sazby Fedu. Dluhopisy reagovaly růstem výnosů. Pád SVB přinesl okamžitý zlom a prudký pád výnosů. Ten souvisel nejprve s odlivem prostředků do bezpečí, a poté, co se situace začala zklidňovat, s podstatnou změnou očekávání vývoje sazeb Fedu a růstem pesimismu ohledně dalšího vývoje ekonomiky. Výnosy dosahovaly minima v období největšího napětí (pád SVB a poté Credit Suisse), ke konci měsíce se částečně vzpamatovaly. Krátký konec křivky klesl kvůli změně názoru trhu na vývoj měnové politiky podstatně více

než dlouhý, došlo tedy ke zmenšení negativního sklonu křivky. Se zvýšenou volatilitou je nutné počítat i nadále kvůli centrálními bankami signalizované vyšší citlivosti na vývoj ekonomiky. Pokud se bude potvrzovat obava trhu z recese, výnosy klesnou. K poklesu by vedlo také obnovení nestability v bankovním sektoru. Výraznější růst ze současných úrovní nevypadá pravděpodobně.

Vývoj na evropských dluhopisových trzích byl velmi podobný jako v USA. Růst výnosů na začátku měsíce byl sice mnohem omezenější a skončil dříve než v USA, ale jejich pád po začátku bankovní krize byl také hodně prudký. Následná volatilita však byla zřetelně menší než v USA. V Evropě se očekávání dalšího vývoje sazeb příliš nezměnila, takže sklon německé křivky zůstal zhruba stejný. Nedošlo ani k větší změně rozdílu mezi výnosy německých a periferních (Itálie, Španělsko, Portugalsko...) dluhopisů. To svědčí o tom, že trh věří, že by v případě výrazného růstu výnosů slabších států unie podle všeho skutečně zasáhla ECB. Další vývoj bude podobně jako v USA citlivý na zveřejňovaná data. Prostor pro pokles německých výnosů je malý, patrně by k němu vedla jen opravdu velká změna k horšímu u evropských ekonomik anebo potíže dalších bank.

Výnosy českých dluhopisů začaly klesat ještě před začátkem bankovní krize a v poklesu celkem stabilním tempem pokračovaly zhruba do dvou třetin měsíce. Poté se stabilizovaly. Na rozdíl od hlavních světových trhů se na našem trhu neodehrála žádná dramata. Pád výnosů nebyl tak prudký a volatilita byla ještě nižší než v eurozóně. Důvodem byla hlavně logická stabilita očekávání ohledně vývoje sazeb ČNB i to, že české banky nebyly nijak ohroženy. Relativní stabilitu lze čekat i nadále. Trh bude přijímat především impulsy ze zahraničí, z domácích budou trh ovlivňovat aukce ministerstva financí.

## Akcie

Akciové trhy jako celek přežily bankovní krizi bez zásadnějších problémů. Index Standard and Poor's 500 končil měsíc přibližně na stejných hodnotách, na jakých začínal. Pád SBV sice poslal celý trh do poklesu, ale ten nebyl nijak mimořádně hluboký ani prudký a indexy se poměrně brzy začaly vracet na vyšší úroveň. Krizí byly zasaženy výrazně některé sektory, pochopitelně hlavně bankovním. Dalším sektorem, který trpěl, byly malé technologické společnosti. To souvisí jednak s tím, že se SBV výrazně podílela na jejich finanční obsluze, a jednak že tyto společnosti budou citlivé na utažení úvěrových podmínek. Přes růst očekávání recese v letošním roce se trh zatím drží v relativně dobré kondici. Podle našeho názoru to však nevydrží. Dokud budou data indikovat solidní stav ekonomiky, mohou akcie pokračovat v uspokojivé výkonnosti. Když však data začnou ukazovat, že ekonomika skutečně míří ke dnu, akcie podle našeho názoru budou reagovat negativně.



Pražská burza si prošla korekcí a následovala tak vývoj na zahraničních trzích. Vliv na vývoj cen neměla ani výsledková sezona, kterou máme už v zásadě za sebou.

Ani pražské burze se nevyhnula negativní nálada spojená s krachem bank v USA s dozvukem v podobě sloučení Credit Suisse a UBS.

Ke konci měsíce přišlo uklidnění a Erste Bank nakonec skončila poklesem jen -15 %, KB -3,5 % a akcie ČEZ -2 %. Vítězem za březen jsou akcie Philip Morris ČR, které jako defenzivní titul dávající velmi slušnou dividendu profitovaly z aktuální situace a připsaly si +1,4 %.

Výhled na další měsíce je ne úplně jasný, protože pražská burza je hodně o bankovních titulech a osobně si nemyslíme, že situace v tomto sektoru je plně zapomenuta. V následujících měsících tedy očekáváme nadále volatilitu a nervózní obchodování. Významným hybatelem budou nadále rozhodnutí centrálních bank a vývoj mocného úroku, a to jak u nás, tak na západoevropských trzích.

## Kredit

Švýcarské bankovníctví, hodinky a čokoláda – pojmy, které si svou výjimečností získaly celosvětový věhlas a o které tato malá alpská země také náležitě pečuje. Důkazem budiž události třetího březnového víkendů, které mohly dát pamětníkům vzpomenout na zásadní okamžiky z června 2000 a těm mladším aspoň na září 2008. Švýcarská centrální banka ale nepřipustila ani scénář IPB, ani Lehman Brothers a problémovou banku Credit Suisse předala poklidně do rukou největšího konkurenta UBS. Tím uklidnila akciové trhy a pondělní open tak nezbarvil burzovní indexy do syté rudé. Už už to vypadalo na hezký konec, když tu náhle přišla ledová sprcha.

Nečekané rozhodnutí centrálních bankéřů v Curychu přivolalo na jednu třídu aktiv příslovečný armagedon. Podmíněně konvertibilní dluhopisy (také známé jako AT1 či CoCo) krachující Credit Suisse byly odepsány na nulu a nedošlo tak ani k běžné konverzi dluhopisů do akcií. Držitelé dluhopisů byly rázem v horší pozici než samotní akcionáři a vněveč vyšla i snaha ECB o uklidnění držitelů CoCo dluhopisů evropských bank. Celoevropský index iBoXX CoCo odepsal během několika dnů více než 17 % a rozšířil tak letošní ztráty na astronomických 22,68 %. Negativní sentiment se přirozeně rozšířil i na tzv. MREL dluhopisy a přeřál tak v posledních měsících hojně využívaný penězovod pro celý bankovní sektor, včetně toho tuzemského. V následujících týdnech tak bude zajímavé sledovat, jak si s tímto vývojem trh poradí. Naštěstí už teď víme, že i kdyby se přestaly MREL instrumenty emitovat, můžeme se těšit na zajímavé korporátní emise. Z těch, které byly již oznámeny, stojí za zmínku připravovaná emise společnosti Colt (dříve Česká zbrojovka), kterou bude na trh umisťovat Česká spořitelna s Komerční bankou. V roce 2021 se emisní kreditní spread

podářilo stlačit na 180 bb pro šestiletou emisi a v roce minulém pak dokonce na 140 bb pro sedmiletou splatnost.

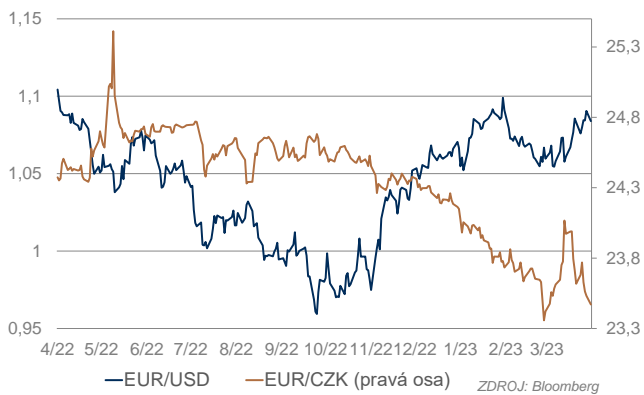
## Komodity

Vývoj ceny ropy měl v březnu tři fáze. Cena nejprve mírně rostla, což souviselo s tehdy panujícími optimistickými názory na vývoj světové ekonomiky. Po pádu SVB následoval prudký pokles, který primárně souvisel s obecným zvýšením rizikové averze. Konečně ve třetí fázi došlo k návratu k růstu poté, co se začala uklidňovat situace v bankovním sektoru. Růst v závěru měsíce odpracoval zhruba polovinu poklesu po pádu SVB. Další vývoj ceny ropy bude záviset na rovnováze nabídky a poptávky. Na straně nabídky je klíčovým faktorem schopnost a ochota Ruska dodávat dostatek ropy na mezinárodní trh. Případný pokles dodávek z Ruska by byl faktorem podporujícím růst cen ropy. Důležitý bude také vývoj postoje OPEC, a to jak co se týká reakce na případný pokles cen ropy, tak reakce na případný výpadek ruských dodávek. Na straně poptávky je klíčovým faktorem dynamika růstu světové ekonomiky. Bankovní krize sice na jedné straně zmenšila prostor pro další růst sazeb Fedu a ECB, na druhé straně však pravděpodobně podvede k utažení podmínek pro poskytování úvěrů, a tedy k utlumení úvěrové emise, což menší zvýšení sazeb více než kompenzuje. Momentálně tedy hrozí, že růst světové ekonomiky bude spíše hroší než lepší, a tedy že ceny ropy budou z tohoto hlediska spíše nižší než vyšší.

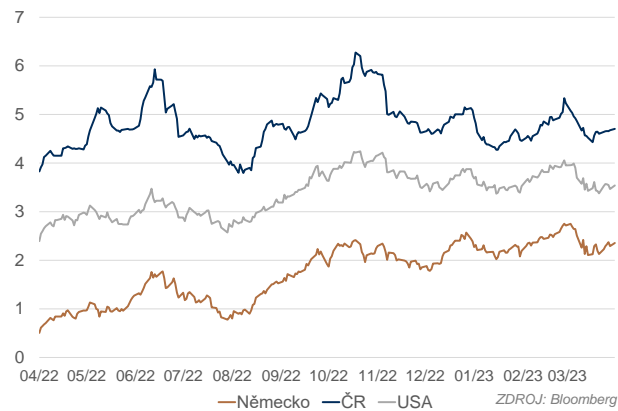
Bankovní krize byla klíčovým faktorem i pro březnový vývoj ceny zlata. Krize a s ní související obavy o stabilitu finančního sektoru cenu zlata katapultovaly až nad hodnoty nad 2 000 USD/oz. Zklidnění situace ke konci měsíce sice vedlo k umazání části zisku, zatím ale pouze poměrně mírně. Důvodem je pravděpodobně slabost dolaru, a to jak aktuální, tak očekávaná. Zlato tedy sice ztrácí podporu od nejistoty kolem bankovního sektoru, ale tuto ztrátu kompenzuje zisk ze slábnutí dolaru. Vliv vývoje kurzu dolaru by měl nadále dominovat za předpokladu, že bude pokračovat stabilizace a zklidňování situace v bankovním sektoru. Cenu zlata bude ovlivňovat i vývoj názorů na další postup centrálních bank a případně obavy z recese. Pokud se dolar nevrátí k posilování, měla by se cena zlata držet na poměrně vysokých úrovních a rizika jsou spíše na straně jejího dalšího růstu.



## Devizové kurzy



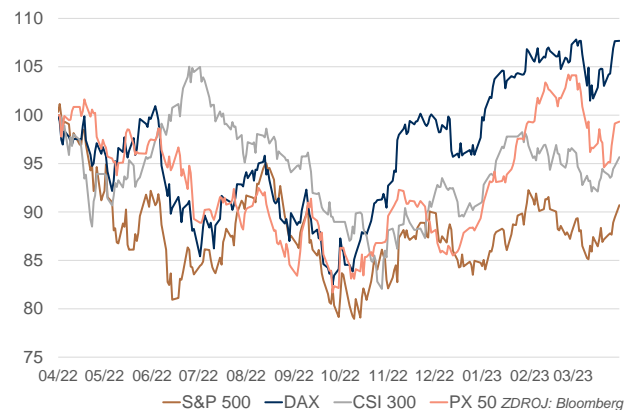
## Dluhopisy (10 let)



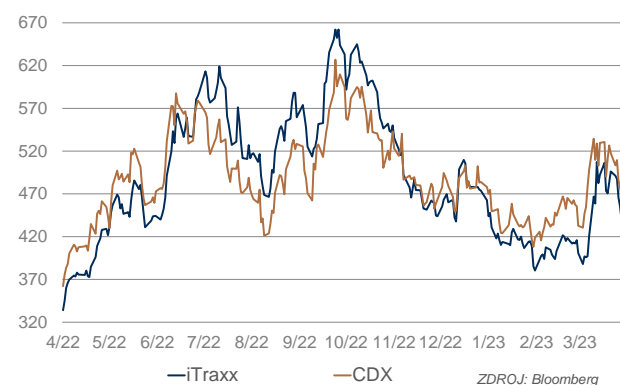
## Index volatility VIX



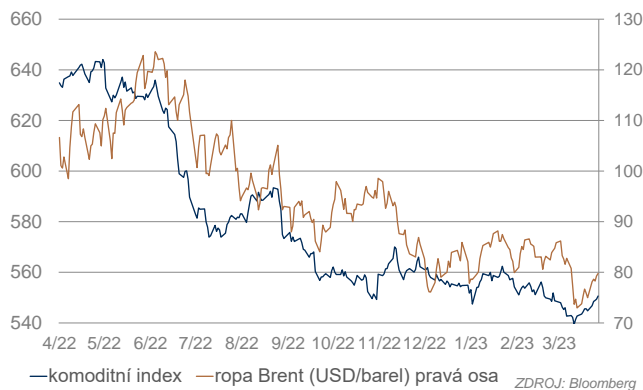
## Aktiové indexy (1. 4. 2022 = 100)



## 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*
<b>SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK</b>									
Fed	0,25-0,5	4,50-4,75	4,75-5,00	5,00- 5,25	↑	5,25-5,50	→	4,75-5,00	↓
ECB	0	3	3,5	4,0	↑	4,0	→	4,0	→
ČNB	5	7	7	7	→	7	→	6	↓
<b>KURZY</b>									
EUR/USD	1,10	1,06	1,08	1,08	→	1,10	↑	1,13	↑
EUR/CZK	24,4	23,5	23,5	24,0	↑	24,4	↑	24,4	→
<b>DLUHOPISY</b>									
US dluhopis 2y	2,46	4,86	4,11	4,4	↑	4,3	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	2,38	3,95	3,54	3,6	↑	3,5	↓	3,0	↓
Něm. dluhopis 2y	-0,07	3,21	2,76	3,0	↑	2,8	↓	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	0,56	2,72	2,35	2,5	↑	2,4	↓	2,2	↓
České dluhopisy 2y	4,92	5,68	5,43	5,7	↑	5,5	↓	4,0	↓
České dluhopisy 10y	3,91	4,94	4,61	5,0	↑	4,8	↓	3,8	↓
<b>KREDIT</b>									
USA CDX 5y	362,2	432,6	463,4	460,0	↑	435	↓	380	↓
EMU iTraxx 5y	334,0	400,8	438,2	430,0	↑	405	↓	350	↓
<b>AKCIE</b>									
S&P 500	4545,9	4045,6	4109,3					4500	↑
Eurostoxx 50	3918,7	4294,8	4319,6					4350	→
DAX	14446,5	15578,4	15631,6					15500	→
CSI 300	4276,2	4130,6	4090,6					4500	↑
PX 50	1373,3	1420,5	1350,8					1400	↑

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



# Hlavní makroekonomické ukazatele

## Česká republika

	2022				2023*				2021	2022*	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	4,7	3,5	1,5	0,3	-0,9	-0,6	0,1	0,3	3,5	2,5	-0,2	2,5
soukromá spotřeba	8,0	0,0	-5,2	-5,5	-4,7	-4,2	-0,3	0,6	4,4	1,5	-2,0	3,5
vládní spotřeba	2,0	1,4	-1,8	0,9	0,5	1,0	2,7	1,2	3,0	1,0	1,4	1,3
investice	7,1	6,0	7,2	4,6	-7,2	-11,4	-7,5	-7,0	0,6	5,4	-8,0	3
dovoz	5,3	2,2	7,6	7,6	1,8	2,2	1,1	2,7	11,5	3,0	3,0	6
vývoz	0,4	1,7	11,1	9,7	5,5	7,1	5,4	6,7	5,1	3,0	3,0	6,5
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	17,8	15,6	16,3	11,3	7,8	8	3,9	15,3	10,7	3,5
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-0,9	-4,1	-2,0	-1,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-5,1	-4,9	-4,1	-3
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	41,9	44,1	45,8	46,2

## Evropská měnová unie

	2022				2023*				2021	2022*	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	5,5	4,4	2,4	1,8	1,1	0,4	0,3	0,6	5,3	3,5	0,5	1,2
soukromá spotřeba	7,9	5,5	1,8	1,4	1,0	0,1	-0,5	0,3	4,0	4,0	0,1	1,15
vládní spotřeba	3,1	0,8	0,6	0,5	0,8	1,1	1,3	1,0	2,7	1,2	1,2	1,1
investice	3,6	2,8	7,3	2,1	3,2	1,7	-1,4	0,3	2,2	3,5	0,4	1,5
dovoz	9,3	8,5	10,7	3,8	4,7	3,1	0,0	2,1	9,1	8,0	2,5	2,8
vývoz	8,7	7,9	7,8	4,9	3,7	2,3	1,0	1,8	11,3	7,1	2,2	2,9
nezaměstnanost (%)	6,8	6,7	6,7	6,5	6,7	6,9	7,0	7,0	7,7	6,7	6,9	6,9
inflace (% y/y)	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,3	4,7	3,0	2,6	8,4	5,6	2,4
jádrová inflace (% y/y)	3,0	3,7	4,7	5,0	5,5	4,7	4,0	3,5	1,5	4,1	4,6	2,5
běžný účet (% HDP)	1,6	0,6	-0,3	-0,8	0,1	-0,4	0,7	0,9	2,3	0,4	0,9	1,3

## Spojené státy americké

	2022				2023*				2021	2022*	2023*	2024*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	3,7	1,8	1,9	0,9	1,6	1,8	0,9	0,3	5,9	2,1	1,0	1,0
soukromá spotřeba	4,8	2,3	2,2	1,6	1,9	1,6	1,0	0,9	8,3	2,7	1,3	1,0
vládní spotřeba	-1,6	-1,3	-0,3	0,9	2,0	2,6	2,0	1,3	0,6	-0,6	1,7	1,0
investice	11,6	7,2	2,0	-3,8	-5,7	-2,6	-0,6	-1,9	9,0	4,0	-2,5	1,0
dovoz	12,7	11,2	7,4	1,5	-2,2	-3,1	-1,4	0,0	14,1	8,1	-1,2	1,4
vývoz	5,1	7,3	11,3	4,6	6,8	3,3	0,0	1,3	6,1	7,1	3,1	2,2
nezaměstnanost (%)	3,8	3,6	3,6	3,6	3,5	3,7	4,0	4,3	8,1	5,4	3,6	3,9
inflace (CPI % y/y)	8,0	8,7	8,3	7,1	5,8	4,3	3,7	3,3	1,2	4,7	8,0	4,3
jádrová inflace (PCE % y/y)	5,3	5,0	5,0	4,8	4,6	4,4	3,9	3,5	1,3	3,5	5,0	4,0
běžný účet (% HDP)	-3,8	-3,9	-3,7	-3,6	-3,4	-3,3	-3,3	-3,2	-2,9	-3,6	-3,9	-3,2
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,2	-4,3	-5,5	-5,5	-5,0	-5,1	-4,8	-4,9	-15,6	-10,8	-5,5	-3,9
vládní dluh (% HDP)	98,6	100,5	98,6	95,8	96,2	96,7	97,4	97,8	99,8	98,4	97,0	97,3

\* Předpověď

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



## Karel Tregler

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

## Magdalena Středová

ODBOR MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA  
+420 224 175 950  
mstredova@ppfbanka.cz

## Ľuboš Mokráš

ODBOR MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA  
+420 224 175 860  
lmokras@ppfbanka.cz

## Barbora Skřipská

ODBOR PRIVÁTNÍHO BANKOVNICTVÍ  
+420 224 175 919  
pnemejc@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.

