

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Jak vysoké sazby mění trh rezidenčních nemovitostí?

ČR Inlace se po roce a půl vrátila na jednociferné hodnoty

EMU ECB zvýšila repo sazbu na historické maximum

USA Fed po pauze zvýšil sazby

www.ppfbanka.cz

srpen 2023

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

Rostoucí úrokové sazby se projeví na trhu s nemovitostmi. Po období setrvalého růstu cen došlo napříč zeměmi k jejich poklesu nebo alespoň zpomalení rychlosti růstu. V České republice nemovitosti rostly od roku 2015 jednou z nejvyšších rychlostí v EU. ČNB pak začala jako jedna z prvních zvyšovat sazby a tempo jejich zvyšování bylo také jedno z nejrychlejších. Znamená to, že z nejvyššího růstu čeká český nemovitostní trh největší propad? Z analýzy faktorů ovlivňujících specificky český trh nemovitostí vyplývá, že prudký pokles cen je málo pravděpodobný.

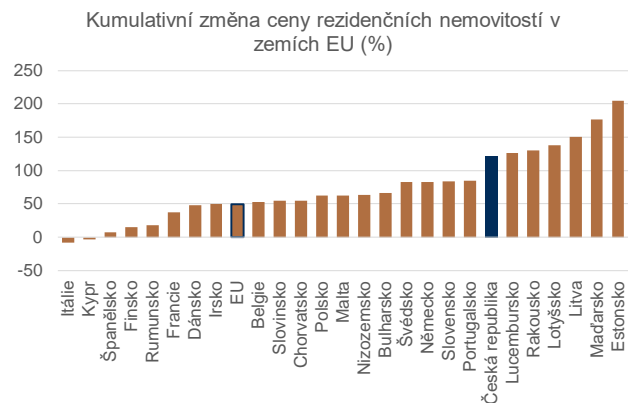
Po letech růstu cen nemovitostí se situace mění

Několikaletý rychlý růst cen nemovitostí spolu s růstem úrokových sazeb ve většině zemí EU skončil. Specificky české nadhodnocené nemovitosti ale zatím zůstávají dosažitelné pouze pro úzkou skupinu vysokopříjmových domácností. Výhled vývoje cen nemovitostí je nejistý, ale vzhledem k tomu, že kromě poptávky klesá významně i nabídka, je pravděpodobné, že dostupnost bydlení v České republice zůstane stále problematickou záležitostí.

Vývoj cen rezidenčních nemovitostí – mezinárodní srovnání

Ceny rezidenčních nemovitostí celosvětově dlouhodobě rostly. I když se tempo tohoto růstu v jednotlivých zemích lišilo, častým společným znakem byla jeho postupná akcelerace, ale i zastavení při zpříšňování měnové politiky centrálních bank napříč zeměmi. K zemím EU s nejrychlejším kumulovaným růstem za 3 roky (Q3 2019 – Q3 2022) patří Česká republika (53 %), Estonsko (51,3 %), Maďarsko (50,8 %) nebo Litva (50,9 %). Prudkému růstu

Ceny nemovitostí téměř ve všech zemích EU od roku 2010 prudce rostly.

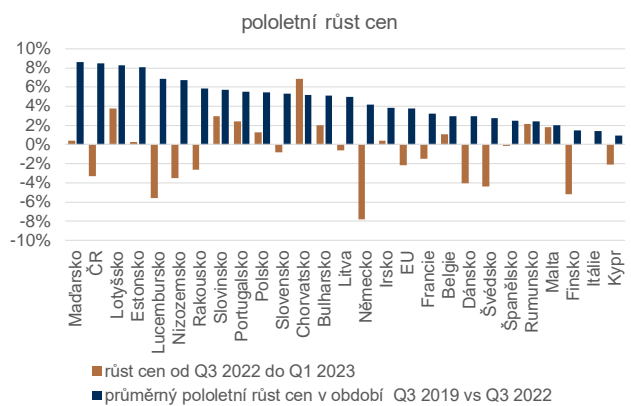


Zdroj: Eurostat

cen se ale nevyhnulo ani jinak cenově velmi stabilní Německo (27,3 %). V průměru ceny nemovitostí v daném období v EU vrostly o 23,4 %. Situace se ale změnila s akcelerací inflace a následným zvyšováním sazeb centrálních bank. Zatímco ve všech zemích EU s výjimkou Itálie a Kypru ceny nemovitostí kumulativně ve tříletém období od 2Q2019 do 3Q 2022 rostly, od 3. čtvrtletí loňského roku se situace začala měnit a v následujících čtvrtletích pak byly změny patrnější. Kumulativně za poslední čtvrtletí loňského roku a první čtvrtletí letošního roku se ceny nemovitostí dostaly v polovině zemí EU do záporných čísel a ve zbylých zemích jejich růst výrazně

zpomalil. Důvod obratu je jasný: kombinace vysokých úrokových sazeb, drahých materiálů a klesajících reálných příjmů domácností. Otázkou zůstává, zda obrat v trendu bude pokračovat, nebo zda se jednalo o jednorázovou korekci. Vzhledem k tomu, že nemovitostní trh je výrazně regionálně odlišný, nelze jednoznačný trend vysledovat. Soustředíme se proto výhradně na faktory, které budou určovat vývoj cen nemovitostí v České republice.

Růst cen nemovitostí již dosáhl svého vrcholu.

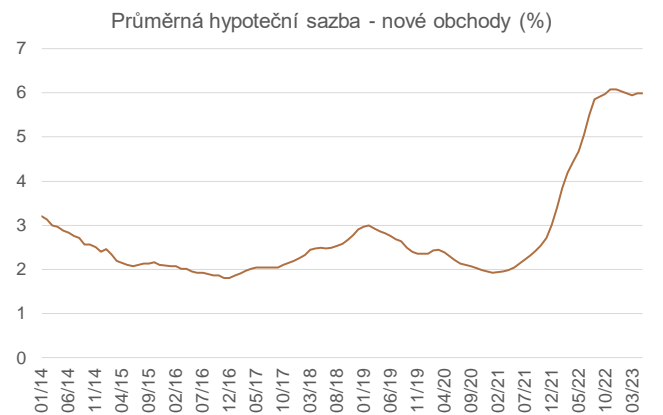


Zdroj: Eurostat

Vývoj trhu rezidenčních nemovitostí v ČR

Česká národní banka začala se zvyšováním sazeb jako jedna z prvních, a tempo zvyšování bylo navíc velice rychlé. Během jednoho roku se základní sazba dostala z 0,25 % na 7 %, na což adekvátně reagovaly sazby na hypotéky.

Sazby na nové hypotéky



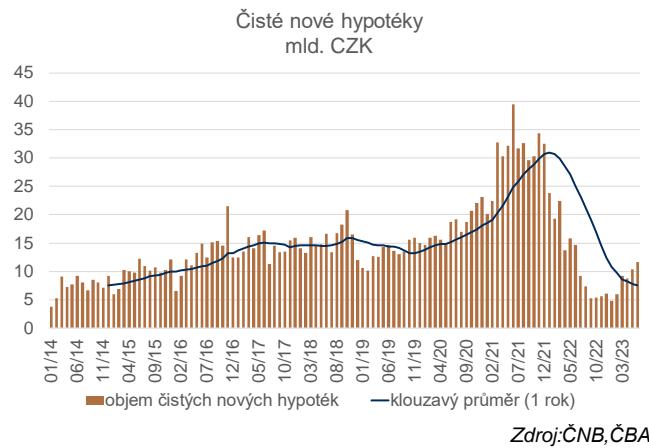
Zdroj: Eurostat



Zvýšené sazby mnoha lidem znemožnily při současných cenách nemovitostí získat hypotéku. Konkrétně před začátkem zvyšování sazeb v první polovině roku 2021 se průměrné sazby hypoték pohybovaly okolo 2 %, zatímco na vrcholu na konci roku 2022 dokonce přesáhly 6 %. To se výrazně projevilo na splátkách. Vezmeme-li průměrnou cenu třípokojového bytu v Praze, který se prodává v závislosti na lokalitě a kvalitě za cenu okolo 8 milionů korun, a předpokládáme-li, že si domácnost vezme maximální hypotéku (na 80 % ceny nemovitosti), tedy 6,4 milionu CZK na 20 let, pak s úrokovou sazbou 2 % bude měsíčně splácet 32 000 CZK. S úrokovou sazbou 6 % je ale měsíční splátka o více než 10 000 CZK vyšší.

Vysoké sazby centrální banky tak pochopitelně viditelně ovlivnily poptávku po hypotékách. V roce 2022 banky poskytly o 64 % nových hypoték méně.

Objemy nových hypoték bez refinancování s nárůstem sazeb prudce poklesly.



Výhled vývoje cen rezidenčních nemovitostí

Česká národní banka zatím signalizuje, že sazby ponechá na současných vysokých úrovních po delší dobu. Znamená to, že pokles cen nemovitostí bude pokračovat nebo se dokonce zrychlí? Odpověď na tuto otázku není jednoznačná, ale je možné identifikovat zásadní faktory, které budou vývoj cen nemovitostí určovat.

Nabídková strana další pokles cen zřejmě podporovat nebude

Poptávka poklesla kvůli vysokým cenám nemovitostí i hypoték, a bude-li poptávka klesat i nadále, mělo by to tlačit ceny nemovitostí dále dolů. Tak by tomu bylo ale v případě, kdy by byla dostatečná nabídka. Spolu s rostoucími úroky ale rostly i ceny stavebních materiálů, navíc nejistota ohledně budoucího vývoje výrazně poznamenala novou výstavbu. Tento fakt ukazují data Českého statistického úřadu o pozemním stavitelství, které se na konci roku 2022 dostalo do útlumu a od té doby zůstává v červených číslech. I když celkové číslo nevyznívá

nijak dramaticky – pozemní stavitelství se v období od ledna do května letošního roku v porovnání se stejným obdobím předchozího roku propadlo o 0,8 % – vyhlídky příznivé nejsou. Počet nově vydaných stavebních povolení poklesl za stejné období o 6,7 %. Pesimisticky vyznívá také statistika zahájených a dokončených bytů. V minulosti platilo, že počty nově zahájených bytů a počty dokončených bytů se v průběhu 12 měsíců vyrovnaly, aktuálně se mezera mezi nimi bezprecedentně zvětšila.

Rozdíl mezi počtem zahájených a dokončených bytů ukazuje na výrazné zpoždění již započatých projektů.

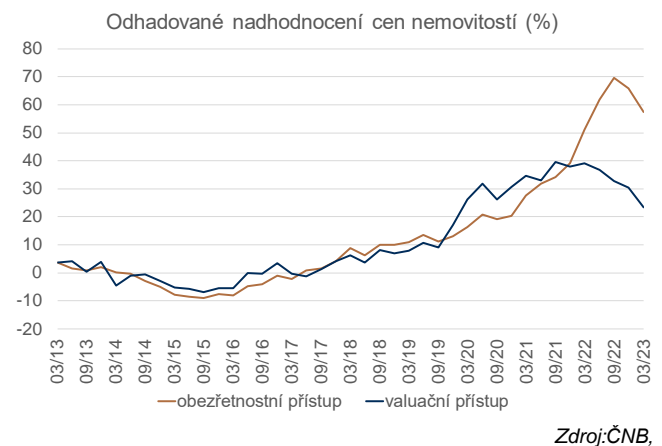


Počet dokončených bytů ukazuje na limity na straně nabídky nemovitostí, což je faktor, který by měl spíše podporovat růst cen nemovitostí.

Nadhodnocení cen nemovitostí a jejich nedostupnost může tlačit ceny dolů

Podle modelů ČNB zůstávají ceny nemovitostí vysoce nadhodnocené a jejich mírný pokles zatím cenovou dostupnost vlastního bydlení podstatně nezlepšil. ČNB používá k hodnocení cen nemovitostí dva přístupy – obezřetnostní a valuační. Obezřetnostní je založený na

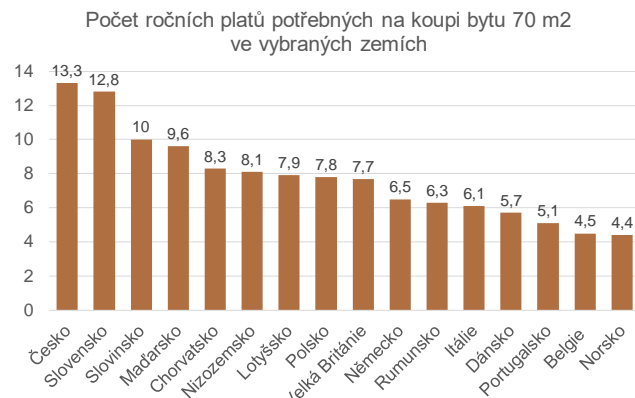
Nadhodnocení bytů podle ČNB klesá ale jen mírně.



výpůjční kapacitě domácností a hodnotí ceny nemovitostí s ohledem na bezpečnou a dlouhodobě udržitelnou obsluhu přijatého úvěru. Podle ČNB zůstávají nemovitosti pro mediánovou domácnost pořizující si vlastní bydlení v průměru nadhodnocené o 57 % (ke konci prvního čtvrtletí 2023). Valuační přístup vychází z teorie oceňování aktiv a posuzuje výhodnost pořízení nemovitosti vzhledem k jejímu dlouhodobému pronájmu a alternativním investičním možnostem. Nadhodnocení u investičních bytů se také snížilo, ale model vidí ceny investičních bytů stále nadhodnocené o 23 %. Nadhodnocenost z pohledu valuačního přístupu ukazuje na ochotu investorů akceptovat nízký výnos z pronájmu nebo alternativně optimistická očekávání budoucího růstu nájemného. Očekávání růstu nájemného může vycházet z očekávání růstu příjmů, které by měly v prostředí silného trhu práce dohánět pokles z předchozích čtvrtletí, ale i z vysokých úroků, které zvyšují splátky hypoték a zvýhodňují nájemní bydlení před vlastnickým. Nenaplnění těchto očekávání by v budoucnu mohlo přispět k tlaku na pokles cen. Svou roli v akceptaci nízkého výnosu ale může hrát i vnímání rizikovosti investic do nemovitostí v porovnání s alternativami. Investování do nemovitostí mohou domácnosti vnímat jako méně rizikové a menší výnos jim proto dlouhodobě nemusí vadit.

V porovnání s ostatními vyspělými zeměmi Česko vychází jako jedna ze zemí s nejméně dostupným bydlením. Češi spoří na bydlení nejdéle v Evropě. Na byt o výměře 70 m² potřebují 13,3násobek průměrného ročního platu. Česká republika tak patří mezi země s nejméně dostupným bydlením. Tyto skutečnosti by teoreticky měly působit spíše na pokles cen nemovitostí, ale historie ukázala, že samotné modelové nadhodnocení cen bytů nemusí nutně znamenat jejich budoucí pokles.

Na mediánový byt Češi v průměru vydělávají mnohem déle než obyvatelé okolních států.



Zdroj: Deloitte property index

Nákupy rezidenčních nemovitostí bez hypotéky mohou tlumit tlak vysokých sazeb na pokles cen

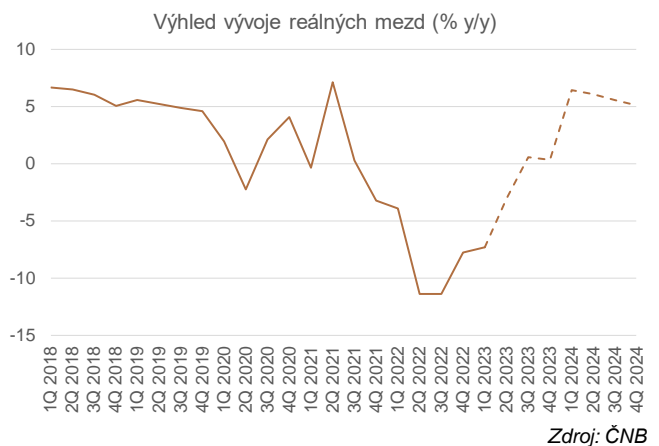
Vysoké sazby centrální banky by i nadále měly ovlivňovat hypotéky. Navzdory klesající inflaci centrální bankéři signalizují, že snižování sazeb není na pořadu dne. 7% repo sazba tak může vydržet až do konce roku. Poté sazby začnou klesat, což by zájem o hypotéky mohlo podpořit. Přispět k vyššímu zájmu by mohlo i zrušení pravidla DSTI (posuzování hypoték k čistému příjmu žadatele). Určitý růst objemu nových hypoték byl sice vidět již z červnových čísel, ale podle našeho názoru je tento růst dán hlavně sezónními faktory a poptávka po hypotékách zůstane pravděpodobně do konce roku slabá. Z tohoto pohledu by ceny nemovitostí mohly ještě letos klesat, ale s oživením poptávky po úvěrech na bydlení v příštím roce může tlak na pokles cen opadnout.

Pro úplnost je třeba dodat, že zdaleka ne všechny rezidenční nemovitosti se kupují na hypotéku. Podle odhadů serveru cenovamapa.org, který využívá data z katastru nemovitostí, je každý druhý byt ve velkých městech koupen z úspor bez hypotéky. Vzhledem k tomu, že vysokopříjmové domácnosti mají stále tzv. nadúspory z doby covidu, může tlak na růst cen nemovitostí zesílit bez ohledu na vysoké sazby centrální banky.

Očekávání růstu reálných disponibilních příjmů, silný trh práce, ale i preference vlastního bydlení budou působit ve směru růstu cen nemovitostí

Koupě bytu se odvíjí z velké části od disponibilních příjmů domácností, které kvůli vysoké inflaci od konce roku 2021

Očekávaný růst mezd by měl tlak na pokles cen nemovitostí zmírňovat.



Zdroj: ČNB

v meziročním vyjádření výrazně klesaly. S klesající inflací a stále silným trhem práce se dá ale předpokládat, že mzdy porostou nejen v nominálním, ale i reálném vyjádření, což by mělo přispět k vyšší poptávce po nemovitostech. Češi



navíc jednoznačně preferují vlastní bydlení před nájemním. Téměř 80 % Čechů bydlí ve vlastním bytě nebo domě, což je obvyklé v rámci regionu, kde je ovšem bydlení lépe dostupné. Naopak například v sousedním Německu je podíl nájemního bydlení 50 %. Preference vlastního bydlení se může v průběhu času měnit. V poslední době se podíl nájemního bydlení dokonce mírně zvyšuje, ale podle průzkumů Sociologického ústavu se zdá, že lidé tuto možnost berou jako dočasnou. Polovina lidí aktuálně žijících v nájmu plánuje v budoucnu koupit vlastní nemovitosti. Změna preference k nájemnímu bydlení tak není alespoň v současnosti na pořadu dne a pokles cen z tohoto titulu tedy neplyne.

Refixace stávajících hypoték může některým domácnostem způsobit problémy, nabídku nemovitostí ale jen těžko zvýší

I přes rychlý růst úrokových sazeb banky nezaznamenaly větší problémy se splácením hypoték. K refixacím stávajících hypoték ale bude docházet postupně a čím déle zůstanou sazby ČNB na vyšších úrovních, tím větší počet domácností nárůst splátek hypoték postihne. To by teoreticky mohlo pro některé domácnosti v krajním případě znamenat i nucený prodej nemovitosti. Tento scénář by se podle našeho názoru naplnil pouze v případě nárůstu nezaměstnanosti. Zdá se ale, že trh práce zůstává i nadále silný. Celkové zadlužení domácností je navíc v porovnání s okolními zeměmi relativně malé, a nemělo by tedy představovat významnější problém.

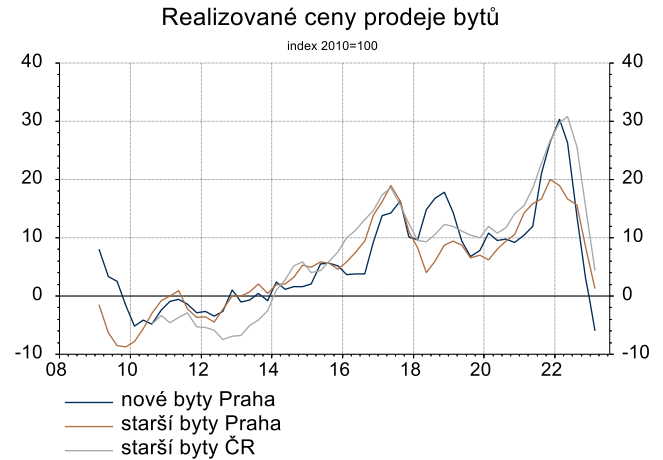
Regulace a daňové změny

Na ceny nemovitostí může mít vliv i případná regulace. Růst daně z nemovitosti (vládní balíček ji zvyšuje na dvojnásobek) může dále pokračovat, a tím snižovat atraktivitu koupě investičních bytů. Stejným směrem může působit případná regulace krátkodobých pronájmů, která může na trh přinést vyšší nabídku. K dalšímu poklesu cen nemovitostí by pomohly i pobídky na straně nabídky, jako je například zjednodušení nebo zrychlení vydávání stavebních povolení. Všechny tyto faktory mohou působit v dlouhodobějším horizontu a nebudou mít vliv na ceny nemovitostí v následujících dvou letech.

Závěr

Ceny rezidenčních nemovitostí již dvě čtvrtletí po sobě klesají. A je velice pravděpodobné, že za celý letošní rok zaznamenají poprvé od roku 2013 meziroční pokles. I když budoucí vývoj cen nemovitostí je velice nejistý, z naší analýzy vyplývá, že faktory působící ve směru dalšího poklesu cen by měly být slabší než síly, které budou podporovat cenový růst. Nebude se tak s velkou pravděpodobností opakovat situace po finanční krizi, kdy ceny nemovitostí, hlavně těch starších, klesaly pět let. Na

Propad cen bytů by se výrazněji prohlubovat neměl.



druhou stranu dvojciferný růst cen tak, jak jsme jej viděli v roce 2021 a 2022, by se v nejbližší době opakovat neměl. Očekáváme, že drahé hypotéky i stále vysoké ceny budou limitovat poptávku, a ceny nemovitostí tak mohou ještě mírně poklesnout a následně s oživením ekonomiky v příštím roce opět pozvolna růst. Byty tak zřejmě zůstanou dosažitelné pouze pro úzkou skupinu vysokopříjmových domácností.



Květnová průmyslová produkce sice překvapila pozitivně, ale jak české, tak německé předstihové indikátory naznačují, že průmysl čekají těžké časy. Naopak spotřeba domácností by mohla díky klesající inflaci začít českou ekonomiku podporovat, i když v reálných datech zatím obrat vidět není.

Ekonomická aktivita

Statistiky průmyslové produkce z května po delší době překvapily pozitivně, když meziročně vzrostla o 1,4 %, zatímco trh očekával pokles o 0,8 % y/y. Detailní čísla ukazují, že produkce rostla napříč odvětvími, kromě výroby energií, kterou negativně ovlivnily plánované odstávky uhelných elektráren. Bez nich by výsledky byly ještě lepší. Významný pozitivní vliv na průmyslovou produkci má i nadále automobilový sektor díky nízké srovnávací základně způsobené loňskými výpadky dodávek některých komponentů, které nejen že významně snížily srovnávací základnu, ale zvýšily i objem nedokončených zakázek, jež letos pomáhají automobilovému průmyslu v prudkém růstu. Tento pozitivní impuls se ale bude postupně vyčerpávat a předstihové ukazatele signalizují, že průmysl čekají těžší časy. PMI ve zpracovatelském průmyslu v červnu zaznamenal již 13. pokles v řadě. Aktuální hodnota 40,8 představuje tříleté minimum. Ve stejném duchu vyznívají i předstihové indikátory ČSÚ. Nepříznivě se vyvíjejí i statistiky nových zakázek, které klesají dokonce v nominálním vyjádření.

Ani spotřebitelská poptávka se nevyvíjí příznivě. Tržby v maloobchodě i nadále klesají. Domácnosti šetří kvůli vysoké inflaci, která při nízkém růstu mezd reálně snižuje jejich disponibilní příjem. Klesající trend zmírňují jen vyšší nákupy pohonných hmot ovlivněné poklesem jejich ceny. Nálada mezi spotřebiteli v červenci se mírně zlepšila a vykompenzovala květnový a červnový pokles. Z historického pohledu ale spotřebitelé zůstávají relativně pesimističtí.

Inflace a centrální banka

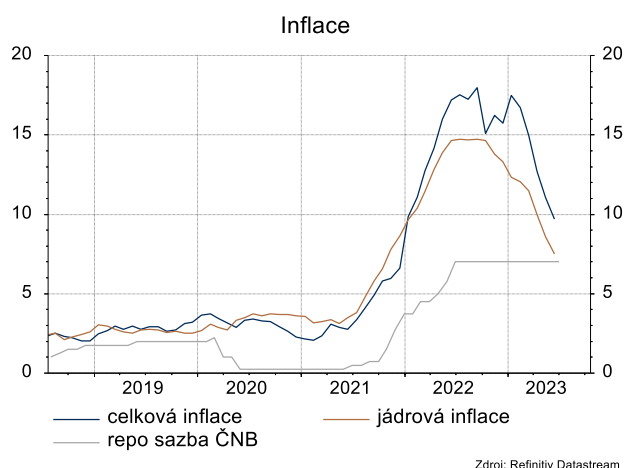
Červnová inflační čísla zveřejněná Českým statistickým úřadem nepřekvapila. V souladu s očekáváním trhu inflace v červnu poklesla na 9,7 % z květnových 11,1 %. Pokles meziroční míry inflace je nyní dán vysokou srovnávací základnou. V meziměsíčním vyjádření ceny vzrostly o 0,3 %, na čemž se nejvíce podílely ceny v oddíle rekreace a kultura, především ceny dovolených s komplexními službami, což lze považovat za běžný sezónní vývoj cen těchto položek, který neznamena zvýšené poptávkové inflační tlaky. Naopak ceny v oddíle bytové vybavení a zařízení domácnosti meziměsíčně dokonce poklesly. Ceny potravin v porovnání s předchozím měsícem stagnovaly.

V meziročním vyjádření byla inflace nejnižší od prosince 2021 a díky vysoké srovnávací základně by její pokles měl pokračovat. V červenci může být inflace opět o 1 pb nižší. Pokles meziroční míry inflace se zastaví ve 4. čtvrtletí kvůli efektu započítání vládního úsporného balíčku do cen energií v loňském roce, který uměle snížil srovnávací základnu pro letošní rok. Z hlediska ČNB ale budou klíčová až první čísla příštího roku, která více napoví, zda inflace klesá do blízkosti inflačního cíle, nebo zda se usazuje výše. To pak bude mít zásadní vliv na rozhodování o měnové politice. Z vyjádření členů bankovní rady se zatím zdá, že ČNB bude s případným snižováním sazeb velice opatrná. Červnový údaj, i když je nižší než jarní prognóza ČNB, nebude mít na nastavení měnových podmínek vliv. Očekáváme stabilní sazby a první snížení nejdříve ve 4. čtvrtletí letošního roku. Riziko je ale vychýleno jednoznačně ve směru pozdějšího snížení sazeb.

Rizika

Rizikem pro českou ekonomiku může být vývoj v Německu, a to především v oblasti průmyslu, který je s německým velmi pevně svázán. Riziko představuje i rychlejší než očekávané oslabení koruny, které může vést k oddalování snižování sazeb s negativními dopady do reálné ekonomiky.

Inflace konečně klesla na jednociferné hodnoty.



Spotřebitelská důvěra zůstává pod dlouhodobým průměrem.



Eurozóna se sice nenachází v technické recesi, ale vyhlídky nejsou příznivé. Data z reálné ekonomiky i předstihové indikátory v poslední době překvapují negativně. Inflace sice klesá, ale jádrová se drží stále vysoko. Za těchto podmínek je možné, že červencové zvýšení sazeb ECB bylo již posledním. Vše bude záležet přicházejících datech.

Ekonomická aktivita

Po mezičtvrtletní stagnaci HDP v 1. čtvrtletí ekonomika eurozóny mírně zrychlila (0,2 % q/q ve 2Q), ale růst je stále velmi pomalý. Navíc data z reálné ekonomiky poslední dobou překvapují negativně. Průmyslová výroba v květnu meziměsíčně vzrostla pouze o 0,2 %, což v meziročním vyjádření znamenalo pokles o 2,2 %. Z dlouhodobého pohledu se průmyslová produkce pohybuje okolo předpandemických hodnot, ale výraznější oživení není na pořadu dne. Zaostává stále automobilový průmysl, který sice v meziročním srovnání rychle roste díky srovnávací základně, ale v porovnání s vrcholem v letech 2017–2018 pracuje jen na 80 %. A předstihové indikátory signalizují spíše zhoršení než zlepšení situace. Index nákupních manažerů ve zpracovatelském průmyslu klesá již 5. měsíc v řadě. V červenci se podle předběžných údajů propadl na 42,7 bodu, hluboko pod hladinu 50 oddělující kontrakci od expanze. Nejhorší situace je v Německu, kde se PMI ve zpracovatelském sektoru propadl dokonce pod 40.

Také chuť domácností nakupovat zůstává nízká. Spotřebitelská důvěra se sice postupně zvyšuje, ale stále zůstává pod dlouhodobým průměrem.

Inflace a centrální banka

Inflace v eurozóně zpomaluje. Z historických maxim 10,6 %, kterých dosáhla v říjnu loňského roku, se postupně dostala až na červencových 5,3 %. Za poklesem stojí

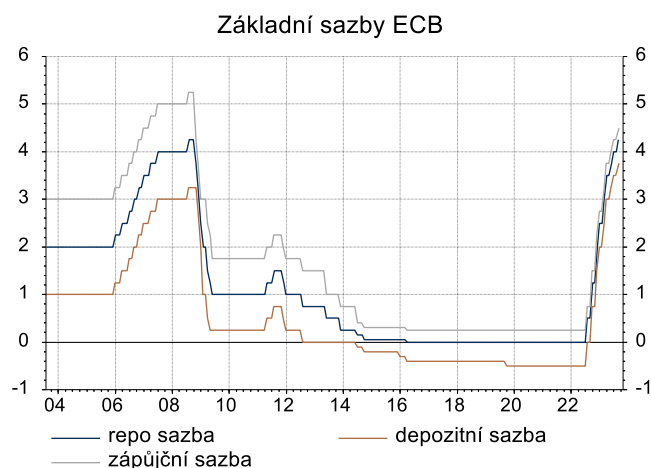
hlavně vysoká srovnávací základna cen energií a potravin. Naopak jádrová inflace klesá jen velmi pozvolna a stále se drží okolo historických maxim a nenásleduje celkovou inflaci v poklesu. V červnu i v červenci se držela shodně na 5,5 %. Vyšší jádrová inflace, jakkoliv je odůvodnitelná postupným promítáním vyšších nákladů do cen jádrových položek, znepokojuje ECB, která na svém červencovém zasedání podle očekávání zvýšila sazby o 25 bb. Depozitní sazba je nyní na 3,75 %, repo sazba na 4,25 %, což jsou nejvyšší úrovně od vzniku eura. ECB se tím přiblížila již k vrcholu aktuálního cyklu zpříšňování měnové politiky, ale otázka, zda v září přijde ještě jedno zvýšení, je stále na stole. V prohlášení zůstala formulace, že inflace zůstane příliš vysoká po příliš dlouhou dobu. Zároveň ale ECB v tiskovém prohlášení uvedla, že dosavadní zvýšení sazeb se do ekonomiky promítá výrazně a že vývoj z posledních měsíců podporuje očekávání dalšího poklesu inflace. Obava z příliš vysoké jádrové inflace přetrvává. Na rozdíl od minulých zasedání odpovídala prezidentka Lagarde na tiskové konferenci po měnově-politickém zasedání vyhýbavě a nekonkrétně s tím, že další kroky ECB budou záležet na přicházejících datech.

Vzhledem k tomu, že poslední data ohledně růstu reálné ekonomiky i výhledu měkkých indikátorů překvapovala spíše negativně, a inflace zároveň vykazuje klesající trend, trh si nedostatek informací ohledně zářijových kroků vyložil tak, že si ECB připravuje půdu pro minimálně pauzu ve zvyšování sazeb, a euro proti dolaru oslabilo pod 1,1. My se k tomuto názoru také přikláníme, ale zvýšení sazeb v září vyloučit nelze.

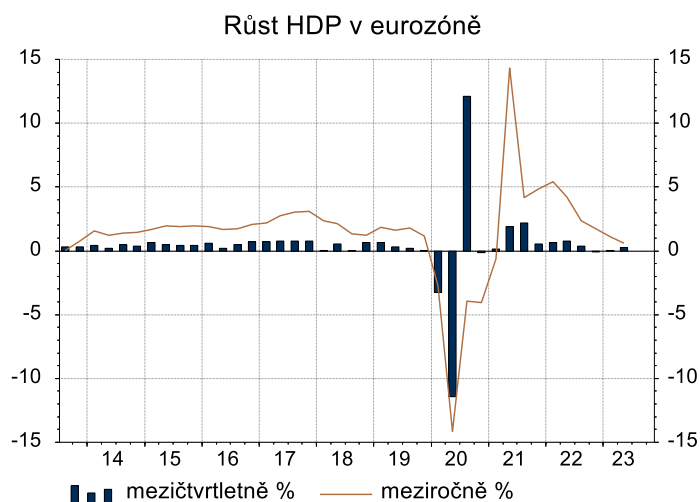
Rizika

Horší než očekávané měkké indikátory ukazují, že existuje nemalé riziko pomalejšího ekonomického oživení ve druhé polovině letošního roku.

Repo sazba ECB se dostala na historická maxima.



Eurozóna pozvolna roste, ale vyhlídky moc dobré nejsou.



Z dat byla v červenci nejzajímavější inflace, která překvapila rychlejším než očekávaným zpomalováním. Zřetelně zpomaluje především takzvané superjádro – tedy jádrová inflace ve službách očištěná o nájemné, které je klíčové pro další vývoj měnové politiky. Trh práce zůstává stabilně silný, což podporuje dostatečně silnou osobní spotřebu. Spotřebitelé navíc vnímají stav a vyhlídky ekonomiky lépe, jak naznačuje rostoucí spotřebitelská důvěra. Kombinace stále solidní osobní spotřeby a lepších se investic pomohla americké ekonomice k nečekaně silnému růstu HDP ve druhém čtvrtletí.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce konzistentně potvrzují jeho setrvalou sílu. Svoji silou překvapil alternativní údaj o počtu nově obsazených pracovních míst od ADP, oficiální data už tak silná nebyla. Počet nabízených pracovních míst (JOLTS) se po překvapivém růstu nad 10 milionů vrátil pod tuto hranici, ale historicky je stále na velmi vysoké úrovni. Míra nezaměstnanosti se stále drží mírně nad 3,5 %, což se v USA dá označit za plnou zaměstnanost. Trh práce tedy Fedu dává stále důvody k spíše přísnější měnové politice. Silný trh práce pomáhá udržovat stabilní vysokou osobní spotřebu, což je klíčové pro růst ekonomiky. Konjunkturální indexy i údaje o vývoji průmyslové výroby sice ukazují na poměrně výraznou slabost zpracovatelského průmyslu, což v minulosti spolehlivě indikovalo blížící se recesi, ale tentokrát je možné, že síla trhu práce a s ní související stabilní osobní spotřeba udrží ekonomiku v růstu. O tom, zda obvykle spolehlivé indikátory blížící se recese, jako je inverze výnosové křivky, tentokrát zklamou, tedy rozhodne trh práce. Sledovat se proto vyplatí týdenní údaj o počtu nových žádostí o podporu v nezaměstnanosti, který je

jednak vysokofrekvenční a jednak mezi daty z trhu práce patří k těm, které změny indikují mezi prvními.

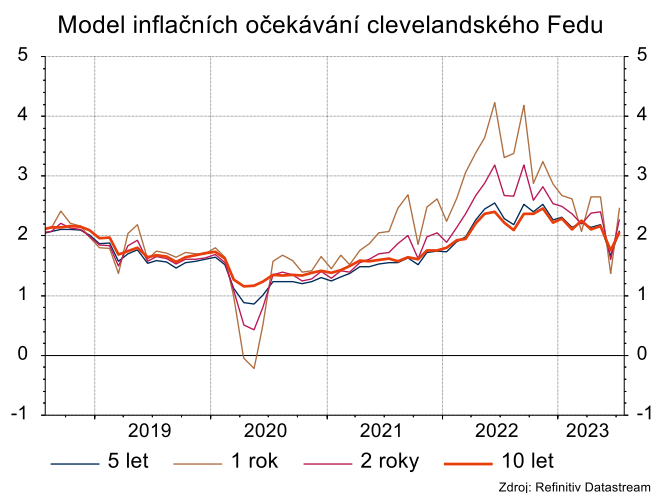
Inflace a centrální banka

Červnová inflace překvapila nižšími než očekávanými hodnotami, a to jak u celkové, tak u jádrové inflace. Podstatnou část jádrové inflace stále tvoří nájemné, jehož růst ale v souladu s očekáváním začíná postupně zpomalovat. Fedem ostře sledovaný růst jádrových služeb očištěných o nájemné v meziročním vyjádření rychle zpomaluje, meziměsíčně se v posledních několika měsících drží na hodnotách, které jsou v souladu s plněním inflačního cíle Fedu. Inflace by měla zpomalovat i nadále, otázkou je, jaké bude tempo tohoto zpomalování. Trh se momentálně obává, že tempo zpomalování inflace bude pomalé a že inflace se bude ustalovat nad cílem Fedu, a proto očekává spíše jestřábí chování Fedu. Fed na svém posledním zasedání očekávání trhu potvrdil a zvedl sazby na 5,5 %, ale zároveň byl velmi opatrný, co se týká výhledu měnové politiky. Podle posledního dot plotu má prostor pro ještě jedno zvednutí sazeb, trh s ním však momentálně nepočítá. Prezident Fedu Powell zdůraznil závislost dalšího vývoje měnové politiky na vývoji stavu ekonomiky, tedy na přicházejících datech.

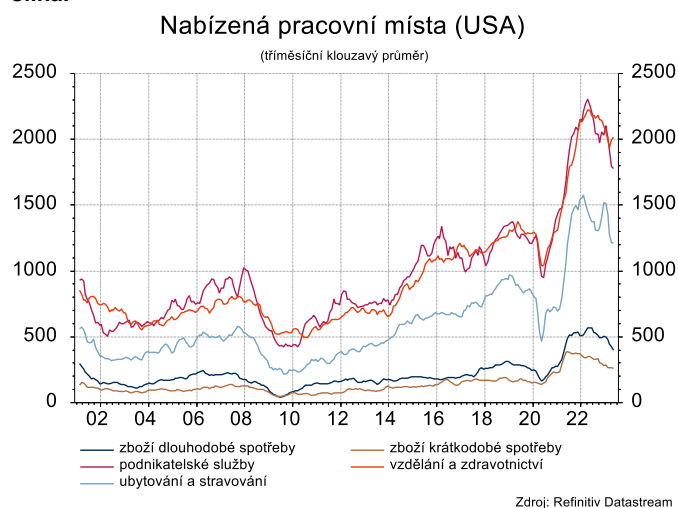
Rizika

Riziko recese ve druhém pololetí se snižuje, a i kdyby recese přišla, byla by pravděpodobně jen mělká a krátká. Zdá se, že dosavadní zvýšení sazeb Fedu nevede k podstatnějšímu zpomalování ekonomiky a především zatím nevedlo k oslabení trhu práce. Hlavním rizikem je tak momentálně nejistý výhled americké ekonomiky, především to, jak rychle bude dále klesat inflace a na jaké úrovni se začne stabilizovat. To rozhodne o tom, jak se bude dál vyvíjet měnová politika, zda ještě dojde k růstu sazeb a jak dlouho zůstanou na vysokých úrovních.

Dlouhodobá inflační očekávání se stabilizují poblíž cíle Fedu.



Poptávka po pracovní síle klesá, ale historicky je stále velmi silná.



EUR/USD

Vývoj kurzu eura k dolaru prošel v červenci několika fázemi. První týden kurz pokračoval ve volatilní konsolidaci, v níž strávil většinu června. Druhý týden byl ovšem ve znamení rychlého oslabení, které souviselo především s nižší než očekávanou inflací. Rozsah oslabení (z 1,083 na 1,124) však lze označit za překvapivý a musely se na něm výrazně podílet technické faktory, protože zas až tak zásadní překvapení v inflačních datech nebylo. Třetí týden kurz po prudkém pohybu konsolidoval a ve čtvrtém se dolar vrátil na silnější úroveň. Dolaru v závěru měsíce pomohl opačný posun očekávání ohledně růstu ekonomiky v USA a EMU (v USA zlepšení vyhlídek, v EMU zhoršení). Obě centrální banky (ECB i Fed) budou nyní hodně závislé na zveřejňovaných datech, což znamená, že kurz eura k dolaru může silně reagovat jak na data z USA, tak z EMU a samozřejmě také na vystoupení centrálních bankéřů obou bank. Očekávat lze proto zvýšenou volatilitu bez jednoznačného směru. Pokud by se potvrdila tendence k lepším vyhlídkám americké a horším vyhlídkám evropské ekonomiky, mělo by to spíše pomoci dolaru a kurz by se tak mohl posunout hlouběji pod psychologickou úroveň 1,1.

EUR/CZK

Tlak na oslabování koruny v červenci pokračoval. Koruna v průběhu měsíce vůči euru oslabila až nad 24,10 a dostala se tak na nejslabší úroveň od prosince minulého roku. Koruně nesvědčí kombinace výhledu zužujícího se úrokového diferenciálu a ne příliš příznivých vyhlídek ekonomického oživení, zejména v exportně orientovaném průmyslu. Ačkoliv od dubnových minim koruna oslabila o 3,5 %, žádný ze členů bankovní rady se k vývoji zatím nijak nevyjádřil. A to i přesto, že silná koruna je od té doby, co do guvernérského křesla usedl Aleš Michl, hlavním nástrojem boje proti inflaci. ČNB intervenovala proti oslabování koruny v období od ledna do října loňského roku, kdy se snažila udržet korunu okolo 24,5 vůči euru. Aktuální úroveň jsou tak zatím silnější. Domníváme se ale, že případné další rychlé oslabování koruny nad 24,3 EUR/CZK by reakci ČNB, alespoň ve slovní formě, vyprovokovalo.

Domníváme se, že koruna by v nejbližších měsících měla zůstat okolo stávajících hodnot. Její vývoj bude záležet nejen na domácích datech, ale možná ještě větší vliv bude mít zahraniční dění, zejména politika ECB.

Dluhopisy

Obchodování na začátku července ovlivnilo především zveřejnění dat o počtu nově obsazených pracovních míst od ADP. Dluhopisy reagovaly na výrazně vyšší než očekávaný počet prudkým růstem, když trh začal očekávat vyšší sazby Fedu po delší dobu. Stačil ovšem týden a zveřejnění dat o vývoji inflace a výnosy se vrátily na původní úroveň. Po týdenní konsolidaci začaly výnosy opět

růst kvůli posunu tržních očekávání k lepší výkonnosti ekonomiky, a tedy více jestřábímu chování Fedu. Fed na posledním zasedání FOMC deklaroval, že jeho rozhodování na dalších zasedáních bude záviset na přicházejících datech, což z hlediska očekávaného vývoje na dluhopisovém trhu znamená pravděpodobnost silnějších reakcí na přicházející data a možnost častějších změn směru vývoje. Klíčová budou především data o vývoji inflace a stavu trhu práce.

Evropské dluhopisy v první polovině měsíce následovaly vývoj v USA, ve druhé se výnosy udržely na nízkých úrovních kvůli zhoršujícím se vyhlídkám evropských ekonomik, a tedy předpokládanému posunu ECB holubičím směrem. Pokud se tyto předpoklady potvrdí, měly by výnosy driftovat směrem dolů. Hodně ovšem bude záležet také na vývoji v USA. Silná americká ekonomika implikující vyšší sazby by měla pomoci držet vyšší úroveň výnosů v Evropě a naopak.

U českých dluhopisů pokračoval trend k postupnému poklesu výnosů, který začal v polovině května. Vývoj ve světě sice ovlivnil i náš trh, ale domácí faktor v podobně očekávání začátku poklesu sazeb ČNB převažoval. Trh bral do úvahy jak domácí faktory v podobě poklesu inflace, tak slabost evropských ekonomik, která vzhledem k silné provázanosti české ekonomiky a zbytku EU negativně ovlivňuje i její vyhlídky. Pro ČR je obzvlášť nepříjemné, že mezi nejslabší evropské ekonomiky patří Německo, které je naším největším obchodním partnerem. Představitelé ČNB se sice snaží spekulace trhu na pokles sazeb mírnit, ale bez podstatnějšího úspěchu. Významná je poptávka ze zahraničí motivovaná kombinací úrokového diferenciálu a očekávaného poklesu sazeb a výnosů. Pohled zahraničních investorů na ČR může zlepšovat i snaha vlády o fiskální disciplínu. Pokud v těchto očekáváních nedojde k podstatnějšímu posunu, což nepředpokládáme, měl by pomalý drift na nižší úroveň pokračovat i nadále. Jeho tempo bude ovlivňovat především názor trhu na další postup ČNB, který bude ovlivněn jak komunikací ČNB, tak zveřejňovanými daty. Dalším důležitým faktorem bude vývoj ve světě (dluhopisové trhy i ekonomická data).

Akcie

Americké akcie pokračovaly v růstu i v červenci. Pomohla jim kombinace lepších se očekávání vývoje ekonomiky a nižší než očekávané inflace. Ve druhé polovině měsíce probíhala výsledková sezóna, která zatím vývoj akciového trhu nijak zásadně neovlivnila. Evropské akcie na tom byly o poznání hůře kvůli slabým růstovým ukazatelům a zhoršujícím se vyhlídkám hospodářství. Růst indexů byl v Evropě proto jen slabý.

Pražská burza hýří optimismem a následuje tak rozvinuté trhy především v USA. PX index před výsledkovou sezónou, která nás v Praze teprve čeká, přidal velmi silných 7 %. Tahounem růstu byla Erste bank +12 %, následovaly ČEZ +7 % a KB +6 %. Moneta, která má jako



první zveřejnění výsledků za sebou, přidala rovněž slušných 7 % i přes to, že výsledky jsou na první pohled horší, než se čekalo.

Když nebudeme počítat Photon Energy, tak za červenec neskončila v záporu žádná emise, což není obvyklé. Optimismus panoval napříč trhem. Ke konci měsíce doháněl ztrátu po dividendě ČEZ, když ministr financí řekl, že daň z nadměrných zisků může být zrušena dříve, než bylo původně schváleno.

Srpen bude o výsledcích za 2. čtvrtletí a hodně napoví, jak se firmy vypořádávají s nižším výkonem ekonomiky a silným poklesem maloobchodních tržeb. U bank bude důležité sledovat růst oprávek a nastavení na budoucí snižování úrokových sazeb.

Prázdninový režim by měl, co se volatility a objemů obchodů týče, vydržet, a to i přes očekávané události. Každopádně trh nikdy nespí, a tak je třeba se přichystat na podzim, který nemusí být úplně pozitivní.

Kredit

Červenec, první z letních měsíců, kdy se svět prakticky zastaví. Nejinak tomu bylo i letos a nad zrcadlově klidnou hladinu rybníčku korunových dluhopisů vyskočila jediná mříčka. Pro Energetický a průmyslový holding umístila PPF banka exkluzivně mezi své klienty dvouletý floater v objemu 450 milionů, s výnosem 140 bb nad PRIBOR a pololetní výplatou kupónu.

Abychom ale nekončili naše povídání bohapustou sebechválou, zmíníme ještě jednu velice zajímavou emisi. Tuzemská společnost Energo-Pro získala pro svůj netradiční dluhopis garanci od americké vlády (konkrétně US International Development Finance Corporation). Díky tomu dosáhla jako český emitent na nejlepší rating od společnosti Moody's za poslední roky – Aa1. Neobvyklou strukturu amortizovaného dluhopisu se splatností 12 let pro ni exkluzivně umístil Goldman Sachs, s fixním výnosem 4,262 % a v zajímavém objemu 300 milionů EUR. Společnost má tak zajištěny prostředky pro výplatu jistiny dluhopisů splatných v příštím roce.

Komodity

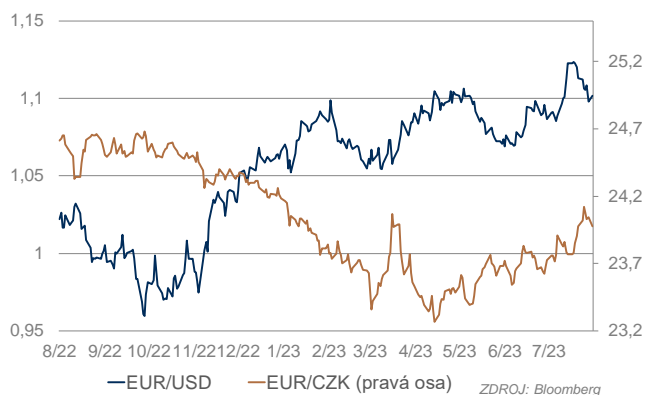
Cena ropy se v průběhu července posunula citelně nahoru, čemuž pomohl především růst optimismu ohledně americké ekonomiky a klesající inflace v USA a EMU. Ke konci měsíce optimismus podpořil i stimulační balíček čínské vlády. Celkově se tak vylepšily vyhlídky růstu světové ekonomiky, a tedy i růstu spotřeby ropy. Roli mohl hrát i další růst geopolitického napětí po odstoupení Ruska od dohody o exportu ukrajinského obilí a následných výhrůžkách obou stran konfliktu ohledně civilní dopravy v Černém moři. Pokud by se napětí dále stupňovalo, mohlo by to komplikovat export ruské ropy, a tím potenciálně snížit nabídku ropy na světovém trhu. Budou-li pokračovat ekonomické trendy z července, má ropa prostor pro další

růst. Obzvláště důležité by měly být informace o vývoji čínské ekonomiky, protože Čína je klíčovým zdrojem přírůstků poptávky po ropě. Pohled na Čínu byl v předchozích měsících velmi pesimistický, takže prostor pro posun pozitivním směrem je značný. Zároveň byla slabost čínské ekonomiky důležitým důvodem pro nízkou úroveň cen ropy. Významnou roli může hrát i další vývoj konfliktu mezi Ruskem a Ukrajinou. Stupňování napětí by ceny ropy také podpořilo.

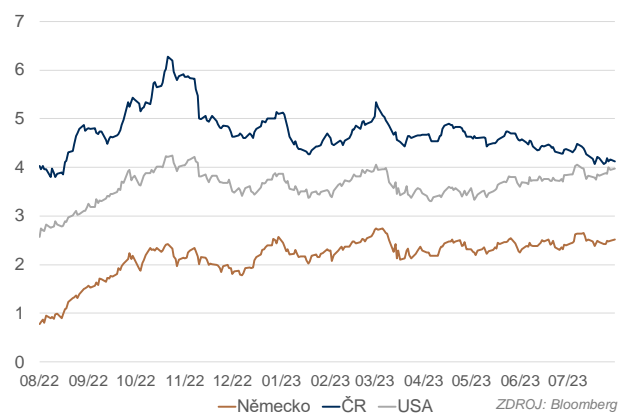
Po postupném poklesu v květnu a červnu se cena zlata v červenci vzpamatovala a do konce měsíce se s výkyvy vrátila na úroveň, na níž se pohybovala v první polovině června. Vývoj ceny do značné míry kopíroval vývoj kurzu eura k dolaru, modifikovaly jej také měnící se názory na výkonnost světové ekonomiky a vývoj sazeb hlavních centrálních bank. Perspektiva průchodu sazeb ECB a Fedu vrcholem a eventuálního obratu k poklesu je pro zlato příznivá, protože znamená, že konkurenční způsoby uložení peněz budou mít výhledově nižší výnos, a zlato tedy bude relativně atraktivnější. Pro zlato je pozitivní i stále vysoká úroveň geopolitického rizika. Podstatným faktorem pro další vývoj jeho ceny bude především kurz dolaru. Očekávaný spíše slabší dolar a spekulace na budoucí pokles sazeb by mohly zlatu pomáhat i v srpnu.



Devizové kurzy



Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



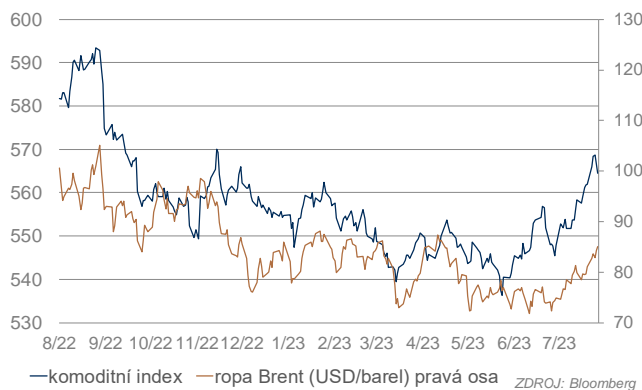
Akciové indexy (1. 8. 2022 = 100)



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	2,25-2,50	5,00-5,25	5,25-5,50	5,25- 5,50	→	5,25-5,50	→	4,75-5,00	↓
ECB (repo)	0,5	4	4,25	4,25	→	4,25	→	4	↓
ČNB	7	7	7	7	→	6,5	↓	4,5	↓
KURZY									
EUR/USD	1,03	1,09	1,10	1,09	↓	1,10	↑	1,13	↑
EUR/CZK	24,6	23,8	23,9	24,0	↑	24,1	↑	24,3	↑
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	2,88	4,90	4,89	4,9	→	4,4	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	2,65	3,84	3,97	3,8	↓	3,3	↓	3,0	↓
Něm. dluhopis 2y	0,28	3,20	3,07	3,0	↓	3,0	→	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	0,82	2,39	2,51	2,4	↓	2,3	↓	2,0	↓
České dluhopisy 2y	6,44	5,32	5,10	5,3	↑	5,2	↓	4,0	↓
České dluhopisy 10y	4,18	4,35	4,05	4,2	↑	4,0	↓	3,8	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	477,7	429,7	408,3	380,0	↓	360	↓	320	↓
EMU iTraxx 5y	510,8	402,4	377,1	350,0	↓	320	↓	290	↓
AKCIE									
S&P 500	4130,3	4450,4	4582,2					4800	↑
Eurostoxx 50	3708,1	4399,1	4468,9					4600	↑
DAX	13484,1	16147,9	16467,5					17000	↑
CSI 300	4170,1	3842,5	4014,6					4500	↑
PX	1233,6	1275,2	1357,6					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	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	4,7	3,5	1,5	0,3	-0,5	-0,5	0,6	1,0	3,5	2,5	0,2	2,5
soukromá spotřeba	8,0	0,0	-5,2	-5,5	-6,4	-5,0	-1,6	2,2	4,4	-0,9	-2,6	4,1
vládní spotřeba	2,0	1,4	-1,8	0,9	3,9	2,0	3,5	0,0	3,0	0,6	1,6	1,3
investice	7,1	6,0	7,2	4,6	0,3	3,2	2,0	4,6	0,6	6,2	2,9	4,8
dovoz	5,3	2,2	7,6	7,6	3,3	3,3	1,5	2,7	11,5	5,7	2,8	4,9
vývoz	0,4	1,7	11,1	9,7	9,5	8,3	6,1	7,3	5,1	5,7	7,4	6,7
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	8,2	8,2	3,9	15,3	11,0	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)	5,5	4,4	2,4	1,8	1,0	0,6	0,2	0,5	5,4	3,4	0,5	1
soukromá spotřeba	7,9	5,5	1,8	1,4	0,8	0,1	-0,9	0,3	4,1	4,7	0,1	1,2
vládní spotřeba	3,1	0,8	0,6	0,6	-1,1	-0,4	-0,1	-0,5	2,6	0,9	-0,5	1,05
investice	3,6	2,8	7,3	0,7	1,9	0,7	-3,3	0,6	2,1	0,8	-0,1	0,9
dovoz	9,3	8,5	10,7	3,8	1,8	0,6	-2,8	0,3	9,4	8,2	0,1	2,6
vývoz	8,7	7,9	7,8	4,6	2,7	1,1	0,5	1,2	11,7	7,2	1,4	2,4
nezaměstnanost (%)	6,8	6,7	6,7	6,5	6,6	6,5	6,7	6,8	7,7	6,7	6,7	6,8
inflace (% y/y)	6,1	8,0	9,3	10,0	8,0	6,2	4,8	3,0	2,6	8,4	5,5	2,5
jádrová inflace (% y/y)	3,0	3,7	4,7	5,0	5,5	5,5	4,0	3,0	1,5	4,1	5,1	3
běžný účet (% HDP)	1,6	0,6	-0,3	-0,8	-0,2	1,9	1,9	2,2	2,3	-0,7	1,5	1,9

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	2,3	1,6	0,9	5,9	2,1	1,3	0,8
soukromá spotřeba	4,8	2,3	2,2	1,7	2,4	2,2	1,8	1,6	8,3	2,7	1,7	0,8
vládní spotřeba	-1,6	-1,3	-0,3	0,8	2,7	3,5	2,8	2,1	0,6	-0,6	2,6	0,9
investice	11,6	7,2	2,0	-4,0	-8,0	-3,8	-1,6	-3,1	9,0	4,0	-2,8	1,0
dovoz	12,7	11,2	7,4	1,8	-2,2	-2,8	-0,8	0,4	14,1	8,1	-0,6	1,2
vývoz	5,1	7,3	11,3	5,2	7,9	3,4	0,2	1,1	6,1	7,1	2,5	1,3
nezaměstnanost (%)	3,8	3,6	3,6	3,6	3,5	3,6	3,8	4,1	8,1	5,4	3,6	3,8
inflace (CPI % y/y)	8,0	8,7	8,3	7,1	5,8	4,1	3,4	3,1	1,2	4,7	8,0	4,1
jádrová inflace (PCE % y/y)	5,3	5,0	5,0	4,8	4,7	4,5	4,1	3,7	1,3	3,5	5,0	4,3
běžný účet (% HDP)	-3,8	-3,9	-3,7	-3,5	-3,4	-3,4	-3,4	-3,4	-2,8	-3,6	-3,8	-3,2
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,2	-4,3	-5,5	-5,5	-6,8	-5,0	-5,2	-5,6	-15,4	-10,6	-5,4	-3,9
vládní dluh (% HDP)	98,6	100,5	98,6	97,9	96,1	96,0	96,8	97,5	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 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.

