

Analytický měsíčník

www.ppfbanka.cz

Téma měsíce

Jak dlouho může vydržet optimismus na finančních trzích?

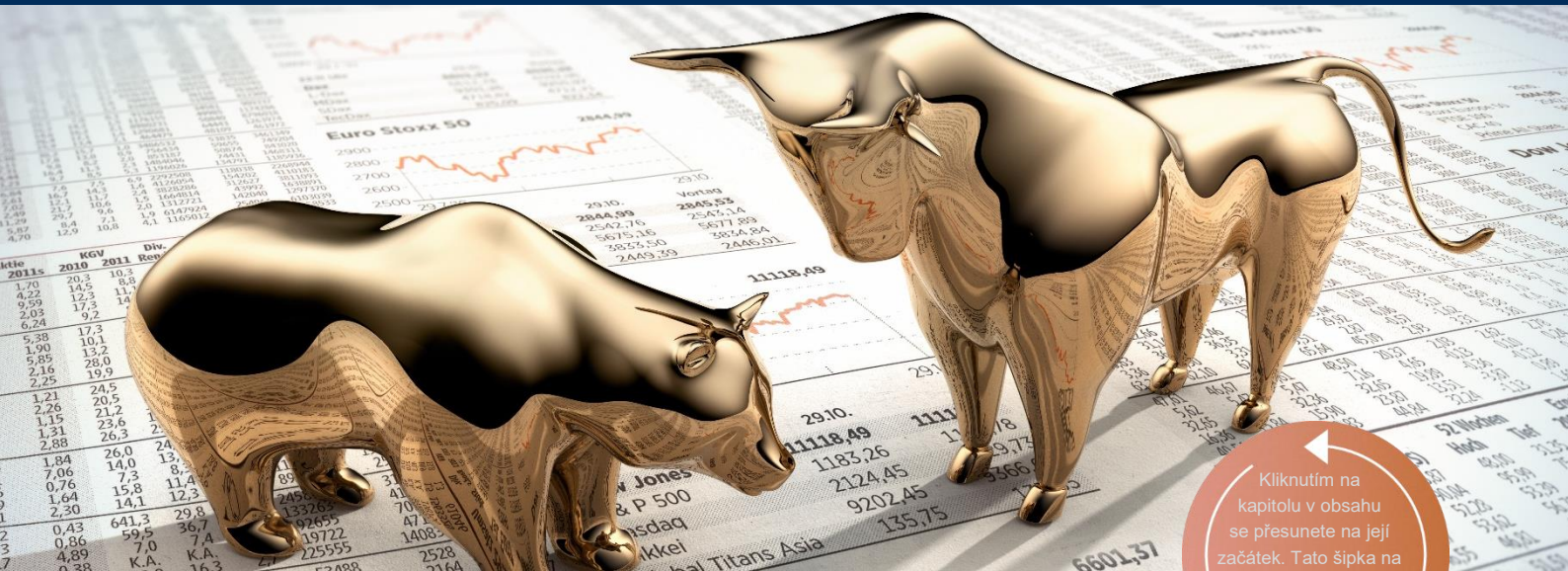
ČR Ani inflace na cíli nepřesvědčila ČNB
k razantnějšímu snížení sazeb

EMU ECB naznačuje první snižování sazeb
v červnu

USA Fed nepřeceňuje mírně vyšší inflaci

duben 2024

Magdalena Štíedová, Luboš Mokráš



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

Optimismus na finančních trzích jako by neznal mezí. Historická maxima atakují akcie v Americe, v Evropě, ale i celosvětově. Rostou i ceny jiných aktiv, jako je zlato nebo kryptoměny. Optimismus na trzích převládá po korekci v roce 2022, i když aktuální ekonomická ani geopolitická situace není v celosvětovém měřítku zdaleka tak růžová.

Finanční trhy hýří optimismem. Jak dlouho ještě?

Akciové trhy rostou nebývalým tempem, a to nejen ty americké, ale i evropské, a vzhůru směřují dokonce i japonské akcie, které dlouhou dobu platily za synonymum stagnace. Kromě akcií ale roste i cena zlata a historická maxima pokořil také bitcoin. Růst v poslední době zaznamenaly i dluhopisy. Optimismus finančních trhů je poměrně zarážející, vezmeme-li v úvahu, že období rostoucího objemu peněz je již minulostí a hlavní centrální banky postupně likviditu stahují. Optimismu nenahrává ani obchodní válka mezi USA a Čínou. Trh jako by ignoroval i válečné konflikty mezi Ruskem a Ukrajinou a mezi Izraelem a hnutím Hamás. Zarážející je i to, že trh neznepokojují ani pokračující snahy o deglobalizaci po postcovidových problémech v dodavatelsko-odběratelských řetězcích ani přibývajících protekcionistická opatření ve snaze chránit domácí podniky před zahraniční konkurencí. Může za těchto podmínek optimismus na trzích přetrvat? Čeká nás splasknutí bubliny, zvolnění růstu, nebo pokračování stávajícího trendu? To jsou otázky, na které není lehká odpověď, ale napovědět může pohled na určitá specifika trhu a na faktory ovlivňující dění na finančních trzích.

Akciové trhy

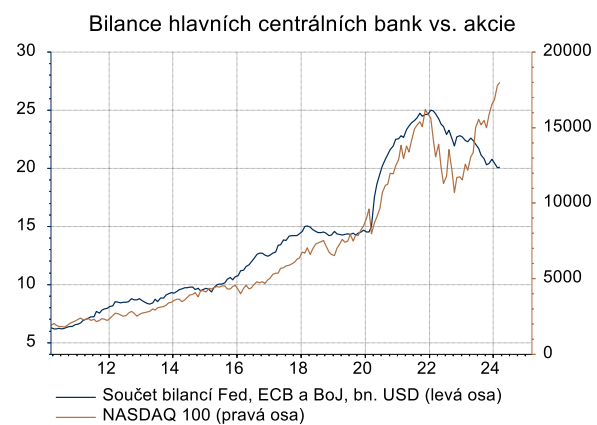
Akciové indexy trhají historická maxima, a to jak americké, tak evropské, a dokonce i japonské. Americký index Standard & Poor's vzrostl za poslední rok a půl o 32 %,

evropský EURO STOXX 50 o 41 % a japonský Nikkei o 39 %. I když rychlý růst akciového trhu není nic neobvyklého, nynější situace se jak svou délkou, tak rychlostí růstu přeci jen vymyká.

Co za tímto vývojem stojí a může pokračovat dále? Růst cen akcií obvykle ovlivňuje kombinace faktorů, jako je rostoucí ziskovost firem, klesající úrokové sazby, dobrý ekonomický výhled, dostatek likvidity a v neposlední řadě sentiment, který váhu některého z faktorů často přeceňuje. Aktuálně ne všechny zmiňované faktory jednoznačně podporují rychlý růst cen akcií a aktuální optimismus je tak trochu záhadou a je otázkou, zda je ospravedlnitelný.

Takto strmý dlouhodobý růst cen akcií byl naposledy v letech 2020–2021, kdy také nebyl ekonomický výhled po covidových uzavírkách a s nastupujícími problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích nijak růžový. Optimismus na akciových trzích ale neznal mezí. Na akciové trhy však působil jeden významný faktor, a to

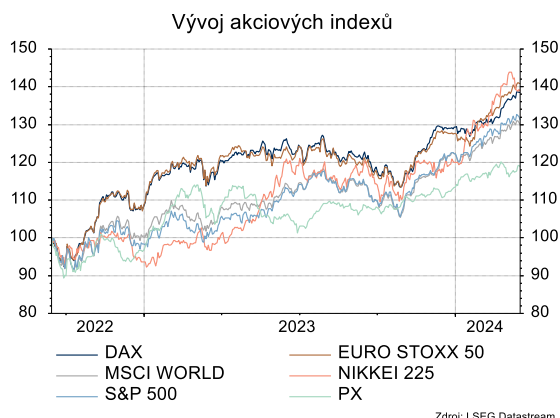
Vztah množství dodávané likvidity a cen akcií byl v posledním roce narušen.



přebytek likvidity. Globální akciové trhy v podstatě kopírovaly rozvahy hlavních centrálních bank. Dodávání likvidity v souvislosti s koronavirovou pandemií tak způsobilo na trhu prudký růst cen akcií a tzv. kvantitativní utahování, které začalo v roce 2022, naopak vedlo ke značné korekci a poklesu jejich cen. Nyní se ale akcie od bilancí centrálních bank odpoutaly. I když celkově zásoba likvidity zůstává z historického pohledu vysoká, neospravedlňuje aktuální rychlý růst cen akcií. Proč se akcie přestaly chovat v souladu s minulými pozorováními? Jediným vysvětlením se zdá být silnější působení jiných faktorů, jako je ziskovost nebo optimistická očekávání, zejména ohledně nových technologií.

Pohled na agregátní výnosy firem ukazuje poměrně optimistický obrázek vysvětlující jejich dlouhodobý a relativně rychlý růst. Je ovšem otázkou, zda takovýto

Za poslední rok a půl akciové indexy rostou celosvětově. Růst v letošním roce ještě akceleruje.



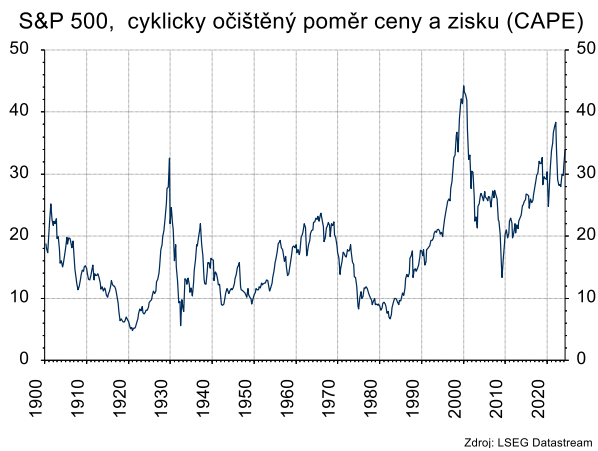
Výnosy firem rostou



vývoj ziskovosti můžeme očekávat i do budoucna. Máme za to, že spíše ne.

V tomto ohledu podle našeho názoru bije do očí i ocenění akcií. Cyklicky očištěné P/E (cena/zisk) je jen o něco níže než před splasknutím dotcom bubliny na konci

Cyklicky očištěné P/E S&P 500



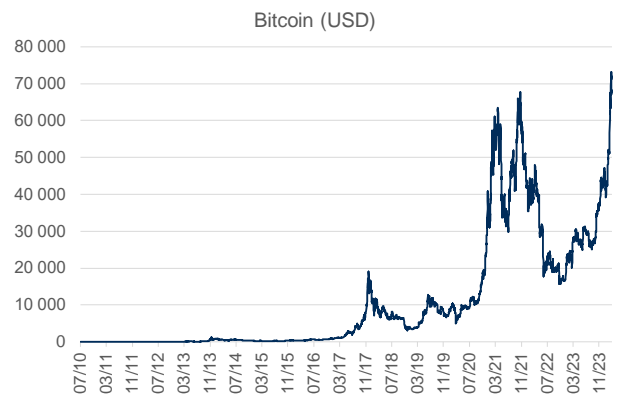
devadesátých let. Zdá se, že ocenění je postaveno na velice optimistických scénářích a na až nezdravé víře ve světlé zítřky. Výhled nemusí být zdaleka tak příznivý. Sazby sice již dosáhly svého vrcholu a další pohyb bude směrem dolů, ale pokles sazeb může být odložen a k normalizaci měnových podmínek může docházet pomaleji, než si trh aktuálně myslí. Navíc je otázkou, kam až sazby mohou klesnout. Debata nejen mezi centrálními bankéři ukazuje na obavy, že by se neutrální sazba mohla posunout vzhůru. Neutrální sazba je sice teoretická, a tedy nepozorovatelná veličina, a určení její výše podléhá vysoké míře nejistoty, považujeme však za velice nepravděpodobné, že by se sazby měly vrátit na historická minima z let 2014–2020. Svou roli v budoucích ziscích firem, a tedy v cenách akcií, bude hrát daňová zátěž. S ohledem na demografické výzvy

a aktuální historicky nízké daňové zatížení přitom není pravděpodobné, že bude docházet k jejímu dalšímu snižování. Ziskovost nefinančních firem zřejmě jen těžko dále agregátně poroste stejným tempem jako v letech 2019–2022. Mnoho investorů věří, že situaci zachrání nové technologie. Pozornost se v tomto ohledu upíná na umělou inteligenci. To ale trochu připomíná internetovou horečku z konce devadesátých let a s ní spojený růst akcií internetových firem a jejich následný propad. Již nyní při všeobecném optimismu disproporcionálně rostou především velké technologické tituly. V roce 2023 byly za většinu růstu amerického indexu S&P zodpovědné akcie „Magnificent 7“ – Amazon, Apple, Alphabet, Meta, Microsoft, Nvidia a Tesla. A tyto akcie nadále pokračují v růstu. Nadšení z nových technologií se projevuje nejen v sentimentu na trhu, ale i rozšířením využíváním nových technologií. V ideálním případě nové technologie mohou pomoci ve snižování nákladů, zvyšování produktivity a podpoře ekonomického růstu, a podpořit tak další akciové zisky. Tento výhled není ale ani zdaleka jistý. Navíc i kdyby se optimismus ohledně nových technologií potvrdil, ceny akcií budou reagovat i na další podněty. Trhy budou i nadále čelit nejisté geopolitické situaci, problémům v zahraničním obchodě a vyhraný není ani boj proti inflaci.

Bitcoin

Dalším aktivem, které trhá historické rekordy, je bitcoin, jehož cena již překonala 70 000 USD a k výraznějším korekcím zatím nedochází. Bitcoin již za dobu své

Cena bitcoinu trhá historická maxima.



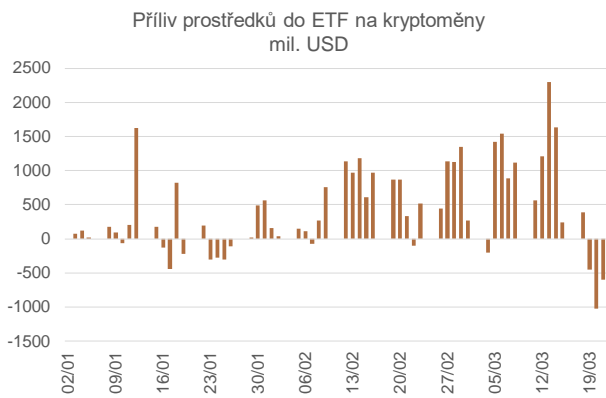
existence zažil strmé vzestupy i pády. A zde ještě více než u akcií platí, že každá teorie je na předpovídání jeho ceny krátká.

Za 14 let existence bitcoinu ho jeho volatilita prakticky vyloučila z možnosti použití jako určité formy platidla, ale jako finanční aktivum je čím dál tím populárnější, a to navzdory absenci fyzického aktiva nebo jakýchkoliv výnosů. Růst ceny bitcoinu je založen čistě na očekávání,



že cena poroste dále. V podstatě se tedy jedná o víru, že poptávka po fakticky bezcenném aktivu stále poroste. Nedávný prudký růst ceny bitcoinu měl ale kromě celkového optimismu, který se šíří na finančních trzích, ještě jednu příčinu, a tou bylo vytvoření ETF (exchange-traded funds) na bitcoin. ETF jsou fondy obchodované na burze. Jedná se o nástroj kolektivního investování, kde si malý investor kupuje pouze malou část portfolia s určitými podkladovými aktivy, které je vytvořeno tak, aby co nejlépe sledovalo určitý tržní index. ETF na bitcoiny pak sledují právě cenu bitcoinu. Investoři tak mohou do bitcoinů investovat přímo přes svého brokera a nemusí si pořizovat bitcoinovou peněženku, čímž se obchodování s bitcoinem otevřelo širšímu publiku. Lepší dostupnost zvýšila poptávku a vzhledem k omezenému množství bitcoinů v oběhu i cenu.

Příliv prostředků do ETF na kryptoměny dosáhl od počátku roku 25 mld. USD.



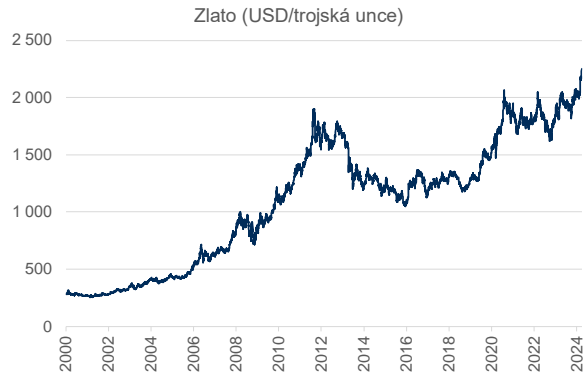
Zdroj: Bloomberg

Důvod aktuálního růstu je tedy celkem zřejmý. Méně jasný je výhled. Bude-li stále více investorů bitcoin zařazovat do svých portfolií například v rámci diverzifikace, mělo by to mít příznivý vliv na jeho cenu. Historie ale ukazuje, že nálady trhu jsou vrtkavé, a u kryptoměn to platí dvojnásob. V neprospěch kryptoměn obecně a bitcoinu nevyjímaje hovoří zavádění tvrdší regulace, ale i skandály na kryptoburzách, které podřívají důvěryhodnost těchto typů aktiv. Bitcoin je často přirovnáván ke zlatu, které je jako aktivum nenesoucí úrok považováno za dobrý prostředek diverzifikace a určitý bezpečný přístav. S tím, že bitcoin nenesoucí úrok, bychom souhlasili, méně pak už s tím, že se může jednat o alternativu ke zlatu. Při pohledu na historický vývoj ceny bitcoinu se zdá, že v tomto bezpečném přístavu se příliš často vzdouvají vlny. Zlato je navíc fyzické aktivum, které lze považovat za pojistku pro případ opravdu vážné krize, bitcoin existuje, jen když funguje internet.

Zlato

Také cena zlata roste již více než rok, od konce roku 2022 o 30 %. To je trochu v kontrastu s teorií, která předpokládá inverzní vztah cen akcií a zlata. Zlato je obecně bráno jako bezpečný přístav, proto v případě propadu akcií a převládajícího pesimismu mají investoři teoreticky

Všeobecný optimismus na finančních trzích poměrně překvapivě žene vzhůru i ceny zlata.



Zdroj: Bloomberg

tendenci utíkat z akcií do zlata. To ale rozhodně neodráží aktuální situaci. Zlatu může teoreticky nahraovat nepříliš příznivá geopolitická situace. Proč ji ale investoři do akcií ignorují, zůstává nejasné. Dalším pozitivem pro zlato je výhled snižování sazeb. Zlatu jako aktivu, které nenesoucí úrok, ale jehož atraktivita vychází ze změny ceny, svědčí nízké úroky.

Stejně jako u bitcoinu lze i u zlata vyzorovat jeden specifický faktor, který podporuje růst jeho ceny: poptávka po zlatě z rozvíjejících se trhů. Velkou roli v tomto trendu hraje Čína. Poptávka po zlatě byla v loňském roce patrná nejen ze strany čínské centrální banky, která nakoupila zlato v objemu 225 tun, čímž zvýšila své zlaté rezervy na 2 350 tun, ale i u čínských investorů, kteří hledají bezpečné uložení svých prostředků po turbulencích na realitním trhu. Roli hraje též tlak čínských úřadů, které se snaží všemožným způsobem stále více omezovat bohaté a úspěšné lidi.

Jak to bude se zlatem dál? Ačkoliv je považováno za bezpečný přístav, jeho volatilita je až překvapivě vysoká. Podle našeho názoru není příliš důvodů k dalšímu strmému růstu jeho cen. Úrokové sazby budou postupně klesat, ale spíše pomalejším tempem. Geopolitická situace bude i nadále napjatá, a i když nelze vyloučit eskalaci některého z aktuálních konfliktů, není to náš hlavní scénář.



Dluhopisy

Ve všeobecné euforii stoupají i ceny dluhopisů. Tento růst ale zdaleka není tak prudký a poměrně logicky vychází z očekávaného poklesu úrokových sazeb. I dluhopisy ovšem podléhají tržnímu přestřelování a reagují na očekávání o načasování snižování sazeb. Kdy a jak rychle budou úroky ze stávajících úrovní klesat, jisté není, ale směr je jasný. Dluhopisům by se tak i nadále mělo dařit relativně dobře. I když prudký růst cen se očekávat nedá, protože snižování sazeb je již v cenách částečně započítáno.

Ceny dluhopisů rostou spolu s klesajícími úrokovými sazbami.



Zdroj: Bloomberg

Závěr

Optimismus na finančních trzích s vysokým růstem cen akcií, který v letech 2020–2021 nabral na rychlosti, vystřídal v roce 2022 propad. Pohled na delší časovou řadu ale ukazuje propad v roce 2022 jako dočasnou korekci v dlouhodobém strmém růstu akciového trhu. Toto zdání však podle našeho názoru klame.

Trhy mají tendenci přehánět, a to na obě strany. Výrazný optimismus nebo pesimismus střídá vystřízlivění a korekce, tentokrát to s velkou pravděpodobností nebude jinak.

Technologický optimismus vede k víře v růst produktivity, ale z historické zkušenosti je zřejmé, že nějaký čas trvá, než nová technologie výrazněji ovlivní produktivitu práce. Je velice pravděpodobné, že umělá inteligence značně ovlivní způsob i efektivitu práce, ale dnešní optimisté tyto plody patrně ještě sklízet nebudou. Stejně jako tomu bylo na konci devadesátých let, kdy internet opravdu znamenal výraznou změnu ve společnosti, ale ti, kteří tomu správně věřili, stejně prodělali nemalé peníze.

Přehánění, ke kterému dochází na akciovém trhu, je ještě markantnější při obchodování s kryptoměny. Vlna pesimismu může ve velice krátké době učinit bitcoin naprosto bezcenným. Naopak zlatu by teoreticky měla vlna pesimismu pomoci, ale jeho nedávný vzestup navzdory

rostoucím cenám akcií jeho další zisky podle našeho názoru limituje.

I když predikovat vývoj na finančních trzích je velice ošidná záležitost, troufáme si tvrdit, že pokračování tempa růstu z posledního roku a půl je nepravděpodobné.

Akcie dlouhodobě rostou, aktuální tempo je ale zarážející.



O největší překvapení se v březnu postarala inflace, která se dostala na 2% inflační cíl. Klesající inflace se konečně projevila i na spotřebě domácností. Naopak průmysl zůstává kvůli nízké zahraniční poptávce stále slabý.

Ekonomická aktivita

Začátek roku 2024 byl ve znamení oživené spotřeby domácností, ale na druhé straně slabého průmyslu.

Lednové statistiky maloobchodních tržeb potvrdily, že spotřeba domácností se již odrazila ode dna. Maloobchodní tržby v lednu meziročně vzrostly o 2,4 %, přičemž rostly tržby jak za potravinářské, tak nepotravinářské zboží. Tržby za potraviny vzrostly po 20 měsících poklesu. Reálně jsou maloobchodní tržby stále zhruba o 5 % nižší než před covidem. Pokud bychom prodloužili růstový trend reálných tržeb z let 2015–2019, jsou aktuální reálné tržby zhruba o 15 % nižší. Spotřeba domácností tak má rozhodně prostor pro další růst. Během roku by jí k tomu měla pomáhat nízká inflace, která podpoří růst reálných mezd. Také nálada mezi spotřebiteli ukazuje, že oživení spotřeby domácností by mělo pokračovat. V březnu se indikátor důvěry spotřebitelů zvýšil na 99,9 bodů, což je nejvyšší hodnota od listopadu 2021.

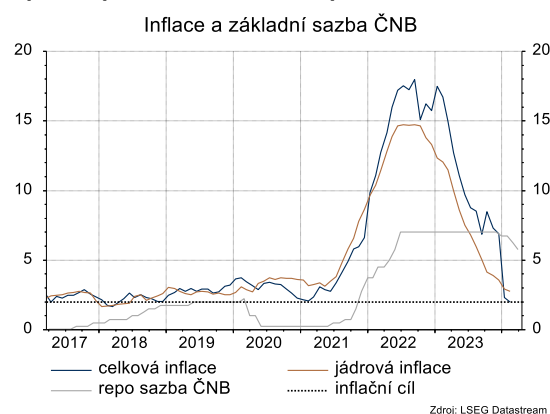
Naopak průmyslová výroba je stále slabá. Meziročně v lednu průmyslová výroba stagnovala, což ale byl horší výsledek, než očekával trh. Navíc klesají i nové zakázky, což průmyslu příliš optimistické vyhlídky nedává.

V lednu se nedařilo ani stavebnictví, které meziročně pokleslo o 5,9 %. Toto číslo bylo sice ovlivněno relativně vysokou srovnávací základnou, ale celkově stavební výroba zůstává na hodnotách roku 2021. V lednu bylo navíc slabé zejména pozemní stavitelství, bez něhož se chronický problém dostupnosti bydlení jen těžko vyřeší.

Inflace a centrální banka

Inflace je zpět na inflačním cíli. Únorová inflační čísla skončila pod očekáváním ČNB i trhu. V únoru spotřebitelské ceny vzrostly meziročně o 2,0 %,

Inflace překvapivě dosáhla v únoru inflačního cíle, ČNB je i přesto při snižování sazeb opatrná.



meziměsíčně o 0,3 %. Trh přitom očekával inflaci o 0,2 pb vyšší. V modelu ČNB byla dokonce únorová inflace na 2,8 %, což bylo ale způsobeno již lednovou odchylkou. Zpomalení meziročního tempa růstu cen bylo způsobeno především cenami potravin a nealkoholických nápojů, naopak ceny bydlení, ceny ubytovacích služeb a stravování působily opačným směrem.

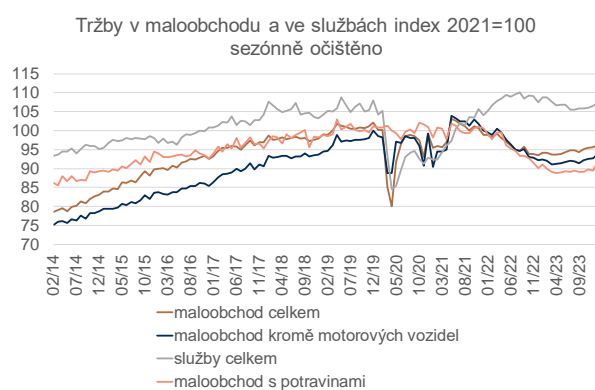
I přes nízkou inflaci plní cíl ČNB zůstává bankovní rada velice opatrná. ČNB na svém březnovém jednání snížila dvoutýdenní repo sazbu o 0,5 pb na 5,75 % a současně rozhodla o snížení diskontní sazby ve stejném rozsahu na 4,75 % a lombardní sazby na 6,75 %. Tedy přesně podle očekávání a v souladu s tím, jak se vyjadřovali členové bankovní rady.

Rozhodnutí ale nebylo jednomyslné, dva členové bankovní rady hlasovali pro snížení o 75 bb. A není se čemu divit. Inflace je na cíli a sazby na 5,75 %. Zajímavé je, že podle guvernéra Michla bankovní rada vyhodnotila rizika výhledu jako mírně proinflační, a to i přesto, že podle stávající prognózy měla být inflace v únoru 2,8 %, tedy o 0,8 pb vyšší. Guvernér Michl také zdůraznil zvýšenou jádrovou inflaci, která v únoru poklesla na 2,8 % (předpověď ČNB počítala s 3,5 %). Jako proinflační riziko zmiňoval guvernér také mzdy, které ale rostly v souladu s prognózou. Navzdory protiinflačním číslům, která vyšla od zveřejnění poslední prognózy, tak bankovní rada zůstává výrazně jestřábí a signalizuje, že sazby zůstanou nad prognózou. Na to reagoval hned po zasedání kurz koruny posílením pod 25,2 vůči euru, ale koruna své zisky moc dlouho neudržela. A právě kurz koruny byl jediným daty podloženým proinflačním rizikem v porovnání se stávající prognózou. Ta počítala v prvním čtvrtletí s kurzem 24,7 vůči euru, což je o 2 % silnější kurz než aktuální hodnota. Další zasedání bude 2. května. Očekáváme, že nás na něm čeká další snížení sazeb o 50 bb.

Rizika

Největším aktuálním rizikem pro českou ekonomiku je zahraniční poptávka. Pokud německá ekonomika bude slabá, dopad to bude mít zejména na český průmysl.

Maloobchodní tržby signalizují obrat k lepšímu.



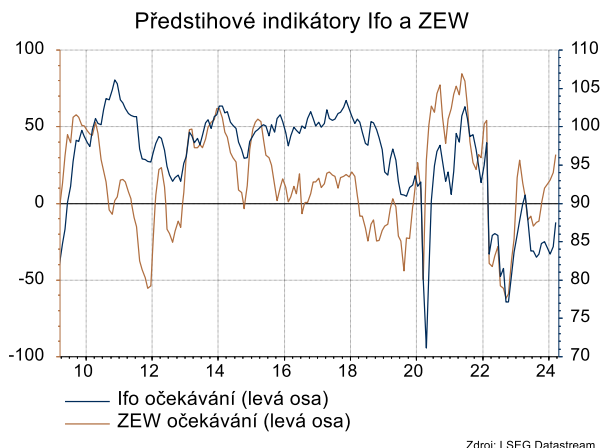
Kombinace slabé ekonomiky a klesající inflace zatím nepřesvědčila ECB o nutnosti brzkého snižování sazeb. Debata o načasování snížení sazeb ale začíná.

Ekonomická aktivita

První data z reálné ekonomiky pro letošní rok vykazují značnou volatilitu. Průmyslová výroba v eurozóně v lednu meziročně poklesla o 6,7 %, což bylo znatelně více, než očekával trh (-2,7 % y/y). Odchylku od očekávání lze připsat tradičně volatilním irským datům. Průmyslová výroba v Irsku v lednu meziměsíčně poklesla o 29 % a částečně tak kompenzovala prosincový výrazný nárůst o 19 % m/m. Volatilitu irských dat způsobuje zejména velké množství nadnárodních společností, které mají kvůli výhodnému zdanění sídlo právě v Irsku, přičemž výroba probíhá jinde. Ale i bez irských volatilních dat zůstává průmyslová produkce slabá. To potvrdil i březnový index PMI ve zpracovatelském průmyslu, který zklamal očekávání a místo pokračujícího postupného růstu započatého na konci loňského roku poklesl na 45,7 bodu, což byla nejnižší hodnota za posledních 11 měsíců. Opět nejslabší bylo Německo, kde se PMI ve zpracovatelském průmyslu propadl na 41,6 bodu. Naopak optimismem hýří index ZEW, který se ale již od poloviny minulého roku výrazně rozchází s předpověďmi indexu Ifo. Ten naopak zůstává pesimistický. I když jeho březnové hodnoty poměrně překvapivě a prudce vzrostly, zůstává z historického pohledu na velmi nízkých hodnotách. Vzhledem k tomu, že index Ifo historicky lépe předvídá vývoj reálné ekonomiky, nevypadají vyhlídky Německa příliš lákavě.

Naopak mírný optimismus lze cítit ze sektoru služeb, kde se PMI drží druhý měsíc v řadě nad hladinou 50 bodů a signalizuje růst. Sektor služeb se zlepšuje i v zaostávajícím Německu.

Index ZEW je v poslední době výrazně optimističtější než Ifo.



Také poptávka domácností zůstává slabá a pokračuje klesající trend. Dobrou zprávou je postupně se lepší nálada mezi spotřebiteli. Index spotřebitelské důvěry od Evropské komise v březnu opět o něco vzrostl, ale z historického pohledu stále zůstává na nízkých úrovních.

Inflace a centrální banka

Klesající inflační trend v eurozóně pokračuje, ale inflace stále zůstává nad cílem ECB. Ta ovšem se snižováním sazeb nijak nespěchá. Na svém posledním zasedání v souladu s očekáváním ponechala sazby beze změny, repo sazba tak zůstává na 4,5 %, depo na 4 %. ECB nezměnila nic ani v plánu na ukončování reinvestic v rámci programu APP. Reinvestovaný objem bude snížen v druhém pololetí o 7,5 mld. EUR za měsíc a na konci roku 2024 by měly reinvestice skončit úplně.

Nová prognóza opět snížila jak výhled inflace, tak růstu. Zatímco ještě v září 2023 ECB očekávala, že ekonomika EMU v roce 2024 poroste o 1 %, v prosinci to bylo 0,8 % a nyní výhled počítá s růstem HDP o pouhých 0,6 % y/y. Také výhled inflace byl přehodnocen směrem dolů, a to nejen té celkové, ale i jádrové. Tato změna predikce by měla implikovat brzké snižování sazeb. Rétorika ECB se však v tomto duchu nenese.

Prezidentka Lagarde na tiskové konferenci potvrdila, že Rada guvernérů vnímá pokrok v dezinflačním procesu, ale pro uvolňování měnových podmínek potřebuje ještě větší jistotu a další důkazy, že inflace bezpečně směřuje k 2% cíli. I nadále tak rozhodování ECB bude záležet na datech. Slova prezidentky Lagarde, že ECB bude vědět mnohem více v červnu, naznačují, že ECB chystá na první snížení sazeb právě na červen.

Rizika

Rizikem pro rychlejší oživení eurozóny zůstává průmysl. Delší váhání ECB se snižováním sazeb bude situaci zhoršovat.

Průmyslová výroba zůstává slabá a podle předstihových indikátorů se to ještě nějakou dobu nezmění.



Data zveřejněná v průběhu března ukázala na jedné straně slábnutí růstové dynamiky americké ekonomiky, na druhé straně inflace podruhé za sebou překonala očekávání. Trh kvůli inflaci dále odsunul očekávání prvního poklesu sazeb – s květnem se už prakticky nepočítá a ani červen není započten na sto procent. Zasedání Fedu vyznělo v souladu s těmito očekáváním, když indikovalo tři snížení sazeb v letošním roce.

Ekonomická aktivita

Přírůstek pracovníků sice opět překonal očekávání, ale za předchozí dva měsíce došlo u tohoto údaje k podstatné revizi směrem dolů. Nečekaně také narostla míra nezaměstnanosti a kleslo tempo růstu mezd. Trh práce sice zůstává silný a jeho síla bude díky poptávce po pracovní síle ve službách (volný čas, zdravotnictví) pokračovat, ale přece jenom je možné pozorovat zřetelné známky ztráty jeho dynamiky. Data o vývoji maloobchodních tržeb naznačila, že poněkud chladne i zatím velmi silná osobní spotřeba. Naopak u průmyslové produkce, která je sice dlouhodobě v růstu, jenž ale vykazuje spíše slabou dynamiku, došlo k mírnému zlepšení. Jistou míru ztráty růstové dynamiky potvrzuje i „nowcast“ atlantského Fedu GDPnow. Na začátku března se GDPnow dostal krátce nad 4 %, na konci měsíce však už klesl na 2,8 %. Podstatný podíl na tom mělo snížení odhadu osobní spotřeby a odhadovaný pokles zásob. Skoro tříprocentní růst by byl velmi solidní, nad odhadem potenciálního růstu, takže aktuální data zcela jistě neukazují na hrozbu recese. Potvrdily to i předběžné indexy nákupních manažerů PMI, které ukázaly, že jak výrobní sektor, tak sektor služeb jsou nadále v expanzi, i když relativně mírně.

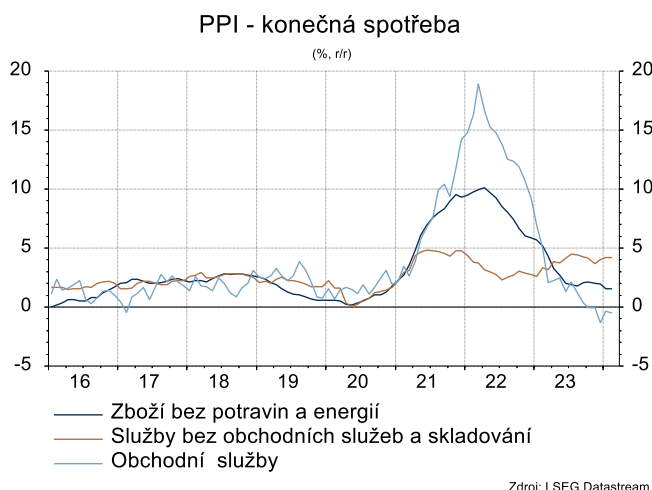
Inflace a centrální banka

Jádrová inflace byla v únoru opět vyšší, než se očekávalo. Růst nájmu tentokrát zpomalil v souladu s očekáváním, naopak se trochu zhoršila situace u zboží. Největší problém ovšem stále představují jádrové služby očištěné o nájmy, kde je nejvíce cítit setrvačnost. Inflace by měla zpomalovat i nadále, ale roste riziko, že bude mít tendenci se usadit nad cílem Fedu. V této situaci je otázka, jak na to bude Fed reagovat. Březnové zasedání FOMC nepřineslo ve srovnání s předchozím žádný zásadnější posun. Členové FOMC i nadále počítají se třemi sníženími sazeb letos a s dalšími třemi příští rok. Roste ovšem riziko, že snižování sazeb začne později a bude pomalejší. Kromě inflace bude záležet i na růstu ekonomiky, především na stavu trhu práce. Růst míry nezaměstnanosti by podpořil ochotu Fedu začít snižovat sazby, protože změny v měnové politice se na trhu práce projevují s obzvlášť velkým upožděním. Při současné úrovni inflace jsou navíc sazby Fedu už poměrně výrazně restriktivní a Fed pro letošek počítá s růstem ekonomiky blízko jejího potenciálu. Růst sazeb by vyžadoval přechod ke zrychlování inflace, což pokládáme za velmi málo pravděpodobné. Stabilní sazby po zbytek roku by vyžadovaly zastavení poklesu inflace a silnou ekonomiku, což považujeme za nepravděpodobné.

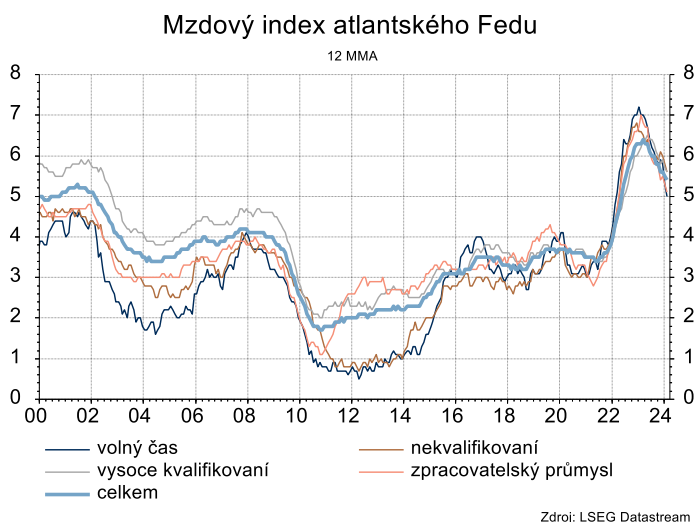
Rizika

Bude potřeba sledovat náznaky zpomalování ekonomiky. Trh nyní počítá s měkkým přistáním nebo se zachováním silného růstu. Výraznější zpomalení nebo dokonce hrozby recese by proto byly velkým překvapením se zásadním dopadem na finanční trh. Rovněž je třeba pozorovat vývoj osobní spotřeby. Její zdánlivě nezastavitelný růst by se přece jenom mohl vyčerpat, což by mohlo negativně ovlivnit trh práce a nastartovat sestupnou spirálu.

Stejně jako CPI i PPI překonává očekávání.



Tempo růstu mezd trendově klesá.



EUR/USD

Trend oslabování dolaru, který začal v polovině února, vydržel téměř měsíc a dostal se až na 1,095, přestože k němu nebyly fundamentální důvody. Ještě před polovinou března však kurz přešel do zhruba týden trvající konsolidace, po níž došlo k obratu a dolar začal opět posilovat. Trend posilování stihla ještě přerušit krátká prudká korekce v reakci na zasedání Fedu, po jejímž skončení ale pokračoval a dostal se zřetelně pod úroveň ze začátku měsíce (1,073 vs. 1,080). Obchodování bylo v posledních týdnech hodně technické, odráželo nejistotu a měnící se názory trhu ohledně vývoje sazeb jak v USA, tak v EMU. Předpokládáme, že podobný charakter obchodování bude zachován i v dubnu. Měly by tedy převažovat technické faktory (krátkodobé trendy) a trh by měl reagovat na fundamentální podněty asymetricky. Kurz by se měl i nadále pohybovat v poměrně širokém rozmezí bez dlouhodobého trendu.

EUR/CZK

Tlak proti koruně v březnu mírně zeslábl. Koruna dokonce bez zjevné příčiny v polovině března posílila až k 25,10 EUR/CZK, ale zisky dlouho neudržela a vrátila se k 25,3 EUR/CZK. Stejně krátkodobě zareagovala na poměrně jestřábí vyznění tiskové konference po měnověpolitickém zasedání centrální banky dne 20. března. Poté se koruna opět dostala pod tlak, zřejmě kvůli pohybům na eurodolarovém trhu. Posilování dolaru koruně nikdy nesvědčí a v březnu tomu nebylo jinak. Koruna končila měsíc na hodnotách 25,3 EUR/CZK.

Výhled koruny zůstává nejistý. Podle našeho názoru ani ve druhém čtvrtletí nebude příliš důvodů, proč by měla posilovat. Očekáváme, že se bude pohybovat okolo 25,3 EUR/CZK, přičemž jsou velice pravděpodobné krátkodobé výkyvy oběma směry. Posilovat by koruna mohla začít ve druhé polovině roku poté, co se snižováním sazeb začne ECB.

Dluhopisy

V březnu americké výnosy kolísaly bez jednoznačného směru – na přelomu února a března začal jejich krátkodobý pokles, v polovině měsíce se během několika dnů vrátily na hodnoty z jeho začátku a pak zase začaly klesat, aby se na konci měsíce vrátily opět na vyšší úroveň. Celkový rozsah kolísání je zhruba mezi 4,06 % až 4,34 %. Trh momentálně očekává, že k prvnímu zvýšení sazeb Fedu dojde nejdříve v červnu, a stále více počítá s tím, že sazby zůstanou relativně vysoko. Jeho názor by mohlo změnit pouze výrazné zpomalení ekonomiky, které by tlačilo výnosy dolů, ale na to to momentálně nevypadá. Směrem k vyšším výnosům by mohlo působit rychlé zadlužování USA. Výraznější odchylky od současného pásma v měsíčním

horizontu neočekáváme a i ve střednědobém horizontu by měly být pohyby výnosové křivky relativně omezené.

Výnos německého desetiletého dluhopisu sledoval v březnu velmi podobnou trajektorii jako jeho americký kolega. Evropa i USA se vyvíjejí velmi podobně už od listopadu minulého roku, rozdíl mezi desetiletým americkým výnosem a desetiletým německým výnosem se drží poblíž 190 bb, což je blízko průměru za posledních deset let. Rozdíl mezi italským a německým desetiletým dluhopisem se pohybuje kolem 130 bb, což je mírně pod průměrem a ukazuje to na nízkou míru vnímaného rizika v eurozóně. V Evropě je riziko opačné než v USA. Překvapením, které by mohlo podstatněji posunout tržní výnosy, by byl silnější než očekávaný růst. Poslední konjunkturální indexy z Německa byly sice trochu lepší, než se čekalo, ale podle našeho názoru to není dost na to, aby trh začal měnit očekávání vývoje evropských ekonomik. V měsíčním i střednědobém horizontu proto čekáme pokračující kolísání poblíž současných úrovní.

Český desetiletý výnos se v průběhu března sunul postupně nahoru, což patrně souviselo jak s jestřábím nastavením ČNB, tak s udržováním výnosů ve světě na relativně vysokých úrovních. Desetiletý výnos celkově narostl o zhruba 20 bb, přiblížil se zpět ke 4 %, a vrátil se tak k hodnotám, které převažovaly v lednu. Posun českého desetiletého výnosu nahoru vedl k rozšíření úrokového diferenciálu k německému. Podle našeho názoru by měl růst skončit. Nepočítáme s tím, že by český desetiletý výnos výrazně překročil 4,0 %. Naopak, pokud by se kvůli kombinaci slabé ekonomiky a nízké inflace více prosazovaly holubičí hlasy v rámci bankovní rady ČNB, mohl by se lehce vrátit na nižší hodnoty.

Akcie

Trhy v USA i EMU probereme najednou, protože jejich vývoj je už řadu měsíců velmi podobný. Pokračuje stabilní růstový trend, jehož současná fáze začala na konci loňského října. Volatilita je velmi nízká (index volatility S&P500 se pohybuje kolem 13 %), což ukazuje na velmi nízké vnímané riziko ze strany investorů. Je otázka, nakolik je toto vnímání realistické. Podle našeho názoru příliš ne. To ovšem neznamená, že růstový trend musí brzy skončit, může klidně trvat ještě měsíce. Znamená to spíše, že až nějaký šok růstový trend ukončí, bude následný pohyb směrem dolů prudký a výrazný. V dohledné budoucnosti žádný jasný blížící se šok nevidíme, akcie by tedy skutečně mohly růst dále. Výjimkou by snad mohla být situace na trhu komerčních nemovitostí, ale tento problém je všeobecně znám a nevypadá to, že by hrozilo jeho bezprostřední vyhocení. Sledovat vývoj situace v této oblasti se však určitě vyplatí.

Pražská burza se svojí výkonností drží západoevropských trhů, i v březnu velmi slušně posílila. A to i přes to, že nejvýznamnější společnost ČEZ při oznámení hospodářských výsledků svoje minoritní



akcionáře vůbec nepotěšila a v den oznámení poklesla o více než 6 %, přičemž pokles dále pokračoval a akcie směřovaly zpět k hranici 800 CZK, tedy tam, kde začaly na začátku března. Naopak velmi dobře se dařilo především bankovním akciím. Erste Bank se dostala v březnu na nejvyšší hodnotu od února 2022 a připsala si více než 7% růst. Dařilo se také další rakouské akcií společnosti VIG, která si připsala 5 %. Nedařilo se naopak nováčkovi v PX indexu firmě Primoco, která oslabila o 5,5 %. Podobně na tom byla i druhá nová firma v indexu PX, a to Gevorkyan, která oslabila o 3,8 %.

Kredit

V březnu na temné nebe tuzemských korporátních dluhopisů vyšla jediná hvězdička. Postarala se o ní skupina J&T, která vydala miliardovou emisi šestiletého dluhopisu s výnosem 7,25 % a call opcí hned po prvním roce života. S kreditním spreadem lehce nad 3,50 % se jedná o zajímavou investici, u které ale existuje podstatné riziko předčasného splacení, v případě dalšího poklesu úrokových sazeb.

Doufejme, že nás v následujících měsících čeká větší aktivita tuzemských emitentů. Již v dubnu má splatný dluhopis společnost EP Infrastructure v nominální hodnotě 750 milionů EUR. Část prostředků si emitent zajistil již v březnu dvěma transakcemi s Commerzbank. Tyto Schuldscheiny, jak se křížencům mezi úvěrem a dluhopisem dle německého práva říká, byly vydány se splatností 3 a 5 let, každý v nominální hodnotě 285 milionů EUR.

Komodity

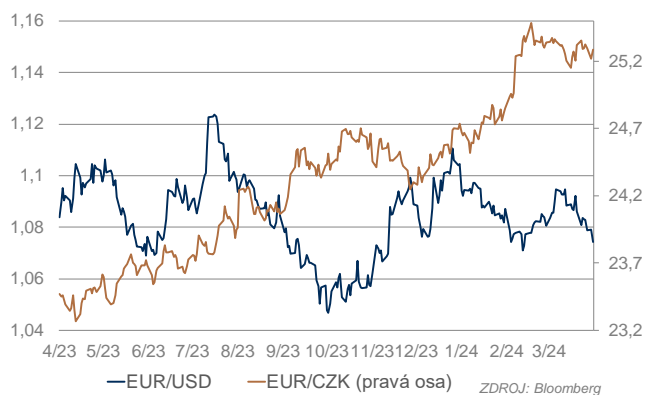
Cena ropy se s výkyvy zvedá už od poloviny prosince loňského roku. Růstový trend podporují jak faktory na straně poptávky, tak na straně nabídky. Světové ekonomice se obecně daří poněkud lépe, než se čekalo. Týká se to především Spojených států, ale dobrou výkonnost vykazuje i řada asijských ekonomik a snad se pomalu rozjíždí i Čína. Na nabídkové straně hraje prim geopolitika, především konflikt mezi Ruskem a Ukrajinou a nověji i dopady konfliktu mezi Hamásem a Izraelem, především ostřelování lodí v Rudém moři. Růst produkce v USA zatím na zastavení trendu nestačil, naopak OPEC naznačuje, že by mohl být ochoten podpořit cenu omezením vlastní produkce. Za těchto okolností je možný další růst ceny, i když spíše pomalý a postupný (pokud nedojde k prudkému zhoršení geopolitické situace). Rizikem je zklidnění geopolitické situace nebo výraznější zhoršení růstových vyhlídek světové ekonomiky. V takovém případě by ropě hrozil ostrý propad ceny.

Zlato už na začátku března překvapivě prudce posílilo a v průběhu měsíce se jeho cena dostala na nová historická maxima nad 2200 USD/oz. Jednoznačný bezprostřední impuls pro tak prudký skok se nedá

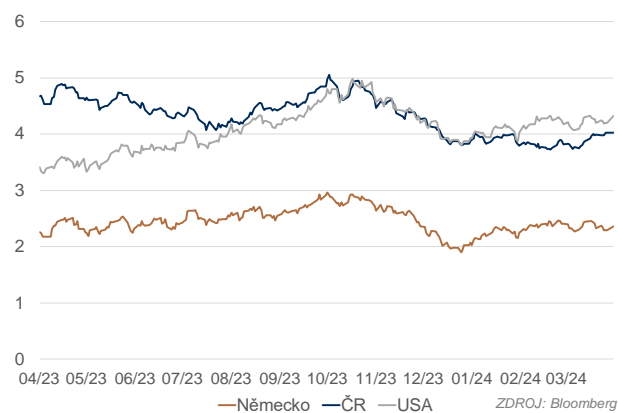
identifikovat, patrně jde o kumulativní efekt delší dobu probíhajících nákupů některých centrálních bank, především čínské. V Číně také silně roste poptávka po zlatě jako prostředku k uložení majetku, což souvisí se silícím negativním postojem čínských orgánů k úspěšným podnikatelům. Někteří komentátoři dávají růst cen zlata do souvislosti s blížícím se poklesem sazeb Fedu a ECB, ale proč by měla cena reagovat tak, jak reagovala právě v březnu, když je už poměrně dlouho zřejmé, že sazby dříve nebo později půjdou dolů, není jasné. Podobně je to s geopolitickou situací. Ta určitě zlatu pomáhá, ale v březnu nedošlo k zásadnímu zhoršení. Prudkost pohybu je pravděpodobně daná technicky. Mohlo například dojít k prolomení opční bariéry. Další růst ceny zlata nelze vyloučit, na jeho straně je jednoznačně momentum, ale fundamentální důvody pro něj podle našeho názoru chybí. Výprodej momentálně nevypadá pravděpodobně, musel by se změnit některý důležitý faktor pomáhající ceně nahoru, ideálně by musela oficiálně zastavit nákupy Čína.



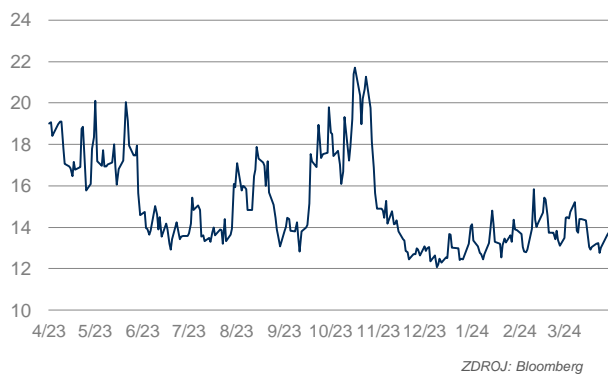
Devizové kurzy



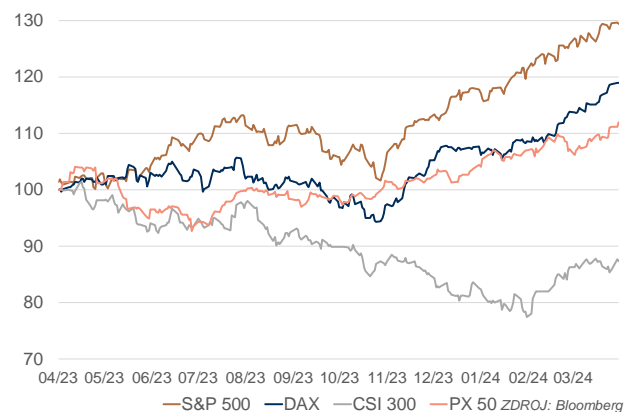
Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



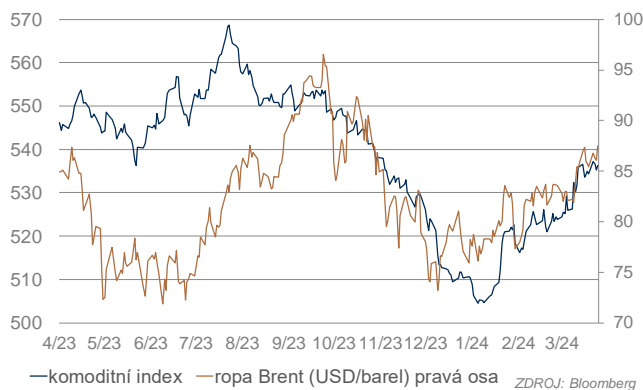
Akciové indexy (1. 4. 2023 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	SOUČASNÁ HODNOTA			3 M		6 M		12 M	
	M-12	M-1		ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	4,75-5,00	5,25-5,50	5,25-5,50	5,00-5,25	↓	4,75-5,00	↓	3,75-4,00	↓
ECB	3,0	4,5	4,5	4,25	↓	3,75	↓	3,25	↓
ČNB	7,0	6,25	5,75	4,75	↓	4,25	↓	3,75	↓
KURZY									
EUR/USD	1,09	1,09	1,07	1,06	↓	1,08	↑	1,10	↑
EUR/CZK	23,5	25,4	25,3	25,3	→	24,8	↓	24,5	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,03	4,53	4,70	4,6	↓	4,4	↓	4,0	↓
US dluhopis 10y	3,47	4,18	4,32	4,2	↓	4	↓	3,7	↓
Něm. dluhopis 2y	2,68	2,89	2,87	2,8	↓	2,5	↓	2,2	↓
Něm. dluhopis 10y	2,29	2,41	2,36	2,3	↓	2,2	↓	2,0	↓
České dluhopisy 2y	5,53	3,58	3,85	3,7	↓	3,6	↓	3,5	↓
České dluhopisy 10y	4,68	3,87	3,99	4,0	↑	3,8	↓	3,6	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	469,2	333,0	333,9	360,0	↑	330	↓	315	↓
EMU iTraxx 5y	442,2	298,7	300,3	320,0	↑	305	↓	290	↓
AKCIE									
S&P 500	4109,3	5137,1	5243,8					5700	↑
Eurostoxx 50	4231,3	4877,8	5113,3					5300	↑
DAX	15328,8	17678,2	18546,3					19200	↑
CSI 300	4050,9	3537,8	3580,7					3800	↑
PX 50	1321,2	1457,2	1526,0					1590	↑

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



Hlavní makroekonomické ukazatele

Česká republika

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	-0,2	-0,1	-0,6	0,2	0,0	0,1	1,3	1,9	2,4	-0,3	1,1	2,4
soukromá spotřeba	-5,6	-4,0	-2,3	-0,5	1,2	1,0	2,1	2,3	-0,8	-3,2	1,7	3,1
vládní spotřeba	3,1	3,6	3,7	3,8	2,4	1,9	0,9	1,3	0,3	3,5	1,6	1,1
investice	0,7	5,0	5,0	6,2	5,9	1,8	3,3	2,9	3,1	4,0	3,4	3,2
dovoz	3,4	1,6	-1,8	-4,7	-1,1	-0,8	1,2	2,3	6,3	-0,4	0,4	4,3
vývoz	6,1	4,9	-1,2	0,4	0,0	0,7	2,5	3,2	7,2	2,6	1,6	4,4
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,6	3,6	3,8	4,0	4,2	3,8	3,6	3,6	3,4	3,8	3,8	3,7
inflace (% y/y)	16,4	11,2	8,1	7,6	2,1	2,0	2,0	2,3	15,1	10,8	2,1	2,0
běžný účet (% HDP)	2,0	-1,4	0,2	2,9	4,8	0,4	-2,4	-0,1	-6,1	0,9	0,6	1,0
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,2	-3,8	-2,0	-1,5
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	44,2	44,2	45	44,7

Evropská měnová unie

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,3	0,6	0,0	0,1	0,1	0,3	0,7	1,1	3,4	0,5	0,5	1,3
soukromá spotřeba	1,4	0,6	-0,4	0,5	0,7	0,9	1,0	1,2	4,4	0,5	1,0	1,3
vládní spotřeba	-0,2	0,2	0,6	0,2	1,3	1,2	1,0	0,9	0,7	0,2	1,0	0,9
investice	1,8	1,1	-0,1	0,2	-0,1	-0,2	0,2	0,5	0,9	0,7	0,1	1,6
dovoz	1,4	-0,4	-4,0	-1,7	-0,7	0,1	2,0	2,2	8,0	-1,2	1,0	2,9
vývoz	2,5	-0,6	-3,0	-1,8	-1,8	0,0	2,0	2,4	7,3	-0,7	0,5	2,9
nezaměstnanost (%)	6,6	6,5	6,5	6,4	6,5	6,7	6,7	6,7	6,7	6,5	6,6	6,6
inflace (% y/y)	8,0	6,2	4,9	2,7	2,6	2,5	2,1	2,3	8,4	5,4	2,4	2,1
jádrová inflace (% y/y)	5,5	5,5	5,1	4,1	3,4	3,1	2,6	2,2	3,9	5,1	2,9	2,2
běžný účet (% HDP)	-0,4	0,3	1,2	2,1	2,0	1,9	2,5	2,4	-0,6	1,7	1,7	1,8

Spojené státy americké

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,7	2,4	2,9	3,1	3,1	2,9	2,0	1,5	1,9	2,5	2,2	1,7
soukromá spotřeba	2,1	1,8	2,2	2,6	2,2	2,4	1,9	1,6	2,5	2,2	2,0	1,7
vládní spotřeba	2,7	4,1	4,8	4,3	3,6	3,1	2,0	1,5	-0,9	4,0	2,6	1,0
investice	-6,1	-2,2	2,2	1,8	4,7	3,8	1,7	1,7	4,8	-1,2	2,2	2,5
dovoz	-1,0	-3,9	-1,7	-0,2	0,2	2,7	2,1	2,3	8,6	-1,7	1,8	2,5
vývoz	7,3	2,1	-0,4	2,1	1,4	4,3	3,4	2,5	7,0	2,7	2,3	2,6
nezaměstnanost (%)	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	3,6	3,6	4,0	4,1
inflace (CPI % y/y)	5,8	4,0	3,5	3,2	3,2	3,0	2,8	2,7	8,0	4,1	2,9	2,4
jádrová inflace (PCE % y/y)	4,8	4,6	3,8	3,2	2,7	2,4	2,5	2,4	5,2	4,1	2,5	2,2
běžný účet (% HDP)	-3,4	-3,2	-3,1	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,0	-3,8	-3,0	-3,0	-2,9
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,7	-8,3	-6,3	-6,5	-6,0	-5,6	-5,7	-5,5	-5,4	-6,5	-6,0	-6,0
vládní dluh (% HDP)	96,1	96,0	97,4	97,8	98,2	98,5	98,8	98,6	97,0	98,4	99,1	101,2

* 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.

