

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Automobilový průmysl na rozcestí

ČR Inlace se nečekaně vrátila na 2% inflační cíl

EMU ECB si dává pauzu v uvolňování měnových podmínek

USA Fed pravděpodobně sníží sazby v září

www.ppfbanka.cz

srpen 2024

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



Automobilový průmysl má v české ekonomice výsadní postavení. V posledních letech prokázal svou odolnost a schopnost adaptace, navzdory výzvam spojeným s pandemií a měnícím se globálním prostředím. Přejchod na elektromobilitu ale představuje zásadní transformaci, která vyžaduje rychlou reakci a investice do nových technologií. Mezi klíčové výzvy patří dohnání náskoku asijských konkurentů, vyřešení otázek trhu práce a zajištění dostatku kvalifikovaných pracovníků. Dokáže se s tím český automobilový průmysl vypořádat?

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

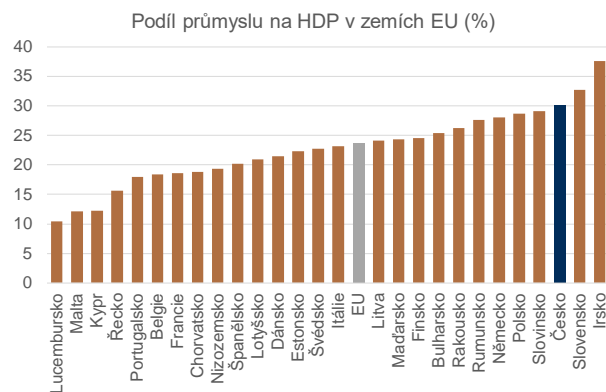
Zůstane automobilový průmysl motorem české ekonomiky?

Automobilový průmysl je oprávněně vnímán jako hlavní hybatel české ekonomiky. Když se mu daří, daří se zpravidla celé ekonomice. Ale přílišná závislost na jednom odvětví může být nebezpečná a v současné době obavy z přílišné závislosti sílí. Je to dáno tím, že automobilový průmysl je nucen ke změnám kvůli regulacím a přechodu na elektromobilitu a s ní související enormní konkurencí z asijských zemí.

Automobilový průmysl má pro českou ekonomiku nesrovnatelně větší význam než pro jiné země

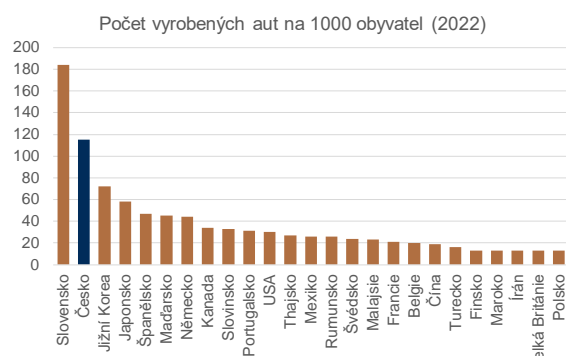
Česká ekonomika patří mezi nejprůmyslovější ekonomiky v celé EU. Podle posledních čísel (2023) se průmysl podílí na hrubé přidané hodnotě 30 %. To je sice o 5 procentních bodů méně než na konci devadesátých let, ale ve srovnání s ostatními zeměmi EU je to stále jeden z nejvyšších podílů.

Česko je jednou z nejprůmyslovějších zemí EU.



Zdroj: World Bank

V počtu vyrobených aut na obyvatele se Česko řadí na druhé místo.



Zdroj: Statista

Mezi jednotlivými odvětvími průmyslové výroby pak hraje významnou roli automobilový průmysl. Porovnání počtu vyrobených automobilů na obyvatele ukazuje, že nejen mezi vyspělými zeměmi, ale i celosvětově je Česká republika více než jiné země spjata právě s výrobou automobilů.

Automobilový průmysl se v české ekonomice aktuálně podílí na hrubé přidané hodnotě zhruba 4 % (4,3 % v roce 2023) a zaměstnává 180 000 lidí. Na celkové přidané hodnotě zpracovatelského průmyslu se výroba motorových vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů v roce 2023 podílela 19 %, a je tak nejvýznamnějším odvětvím z celého zpracovatelského průmyslu. To jsou ale čísla pouze za automobilový průmysl – na něj jsou navázána další odvětví, která působí jako jeho subdodavatelé, a také služby, které v regionech bez velkých továren jen těžko hledaly zákazníky.

Kvantifikaci, jak moc jsou jednotlivá odvětví závislá na jiných, přinášejí tabulky dodávek a užití (input-output tabulky) z dílny Českého statistického úřadu. Ty zobrazují jak strukturu zdrojů jednotlivých statků, tak strukturu jejich užití včetně užití jednotlivých statků na mezispotřebu v jednotlivých odvětvích. Specifickou součástí tabulek dodávek a užití jsou tzv. symetrické input-output tabulky, které zachycují strukturu použitých jednotlivých statků při výrobě a poskytování jiných statků. Pohled na symetrické input-output tabulky v odvětvovém členění pak ukazuje mezispotřebu pro jednotlivá odvětví. Podle těchto tabulek (2020) je kromě dodavatelů v rámci výroby motorových vozidel na automobilovém průmyslu nejvíce závislým odvětvím výroba pryžových a plastových výrobků, kde cca 20 % celkové výroby směřuje jako mezispotřeba pro automobilový průmysl, navíc polovina výroby jde na export, a lze předpokládat, že z velké části také do automobilového průmyslu. Celková závislost tohoto odvětví na

Podíl mezispotřeby pro výrobu motorových vozidel na celkové produkci odvětví

Výroba motor. vozidel (kromě motocyklů), přívěsů a návěsů	27,0%
Výroba pryž. a plast. výrobků	20,0%
Činnosti související se zaměstnáním	19,4%
Výroba textilií	14,9%
Výr. kov. konstrukcí a kovodělných výr., kromě strojů a zařízení	13,9%
Výroba usní a souvisejících výrobků	12,0%
Velkoob., maloob. a opravy mot. vozidel	11,6%
Výr. zákl. kovů, hutní zprac. Kovů	9,7%
Ostatní profesní, věd. a tech. činnosti	8,3%
Velkoob., kromě motorových vozidel; maloob., kromě motorových vozidel	6,7%
Výzkum a vývoj	6,5%

Zdroj: ČSÚ

automobilovém průmyslu je tedy zřejmě ještě větší. Dalšími odvětvími, jejichž produkce směřuje jako mezispotřeba do automobilového průmyslu, je výroba textilií (15 %), výroba

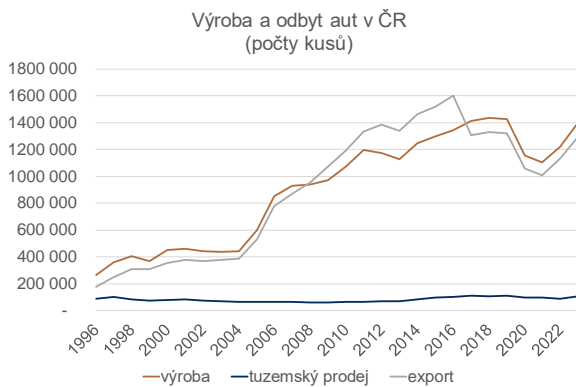


kovodělných konstrukcí nebo služby v oblasti zaměstnávání, výzkum a vývoj a výroba elektrických zařízení.

Podíl automobilového průmyslu na HDP je tak evidentně vyšší než avizovaná 4 %; odhady Svazu automobilového průmyslu hovoří až o 9 %.

Významnou roli hraje automobilový průmysl v zahraničním obchodě, který je pro malou otevřenou českou ekonomiku klíčový z hlediska ekonomického růstu. Naprostá většina vozidel vyrobených v ČR je určena pro zahraniční trhy. V roce 2023 šlo na export 92 % v tuzemsku vyrobených aut. Na celkovém vývozu z ČR se automobilový průmysl podílí 24 %. Připomeňme, že exporty tvoří 70 % HDP. Hlavním obchodním partnerem jak pro výrobce automobilů, tak pro dodavatele dílů a příslušenství je jednoznačně Německo. V případě automobilů směřuje do Německa 22 % výroby a z dílů a příslušenství dokonce téměř 42 %.

Výroba aut začala růst v roce 2005.



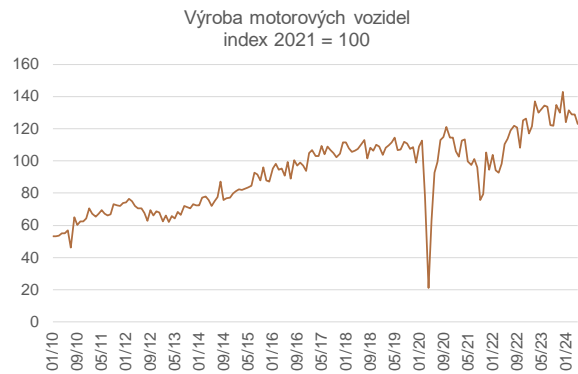
Zdroj: Sdružení automobilového průmyslu

Pandemie a následné problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích poznamenaly automobilový průmysl více než ostatní odvětví

Výroba motorových vozidel začala v České republice výrazně stoupat v roce 2005 s příchodem zahraničních investorů, budováním nových továren Toyota a později Hyundai i rozšiřováním výroby v závodech Škody Auto. Od té doby automobilová výroba s výjimkou krátkých zakolísání rostla. V roce 2020 ale automobilový průmysl zasáhla pandemie covidu. Uzavírky v továrnách zapříčinily v tomto roce propad výroby o téměř 20 %. S odezněním pandemie ovšem těžkosti automobilového průmyslu neskončily. Problémy v dodavatelsko-odběratelských řetězcích, které se projeví především nedostatkem čipů a nemožností dokončovat již téměř hotové vozy, vedly k dalšímu útlumu automobilové výroby v roce 2021 a jen pomalému oživení v roce 2022. Obrat nastal až vloni, kdy reálná automobilová produkce vzrostla o 15 %. Bylo

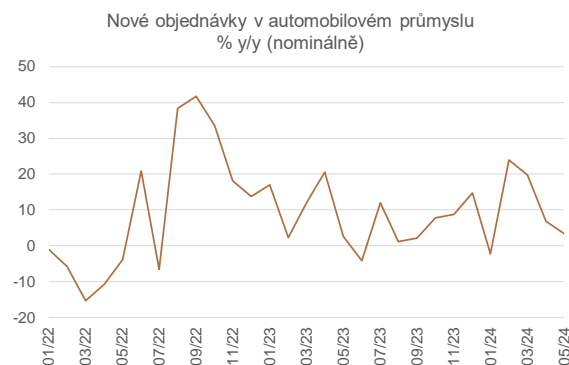
vyrobeno celkem 1 397 816 osobních vozidel, tj. o 14,8 % více než v předchozím roce, a výrazný meziroční 14,3% růst také zaznamenal export vozidel. Výrazně narostl i tuzemský prodej – o 20,4 % meziročně. To jsou výsledky, které výrazně pomohly celému zpracovatelskému průmyslu, jenž ale kvůli špatné výkonnosti zejména strojírenství a zpracovatelů kovu nakonec v roce 2023 stagnoval.

Automobilové produkci se po období covidu a následném nedostatku čipů v loňském roce dařilo.



Dobrym výsledkům automobilového průmyslu v loňském roce napomohlo dokončování objednávek z předchozích tří let, které nemohly být v důsledku nedostatku některých komponent vyřízeny. Zadržena poptávka se tak promítla v roce 2023 do prodejů v plné síle. Statistiky nových objednávek ale ukazují, že poptávka v letošním roce nebude zdaleka tak silná.

Nové objednávky v automobilovém průmyslu výrazněji nepřibývají.



Výzvy pro (nejen) český automobilový průmysl

První polovina roku 2024 byla pro automobilový průmysl úspěšná do té míry, že automobilky hlásily nejvyšší počet vyrobených aut od vzniku samostatné České republiky. Zároveň ale v souvislosti s narůstající regulací s důrazem na ekologii a přechodem na elektromobilitu čeká na

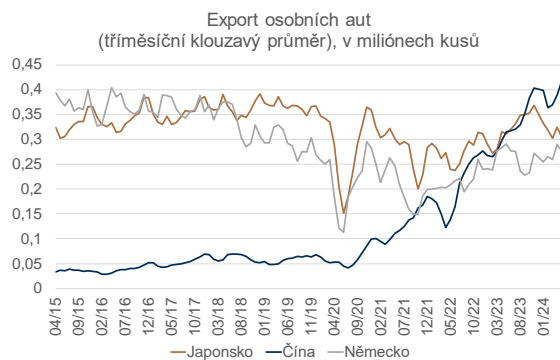


automobilový průmysl mnoho výzev, kterým bude muset čelit.

Vnější prostředí

Narůstající konkurence z Asie je jednou z hlavních výzev, kterým český automobilový průmysl čelí již delší dobu. Většina české produkce jde na export, zejména do Německa, a asijská konkurence je tedy velkou hrozbou, která se s přechodem na elektromobilitu ještě zvětšila. Zatím Česko ve výrobě elektrických aut zaostává nejen ve růst v meziročním vyjádření o pohonem sice v loňském

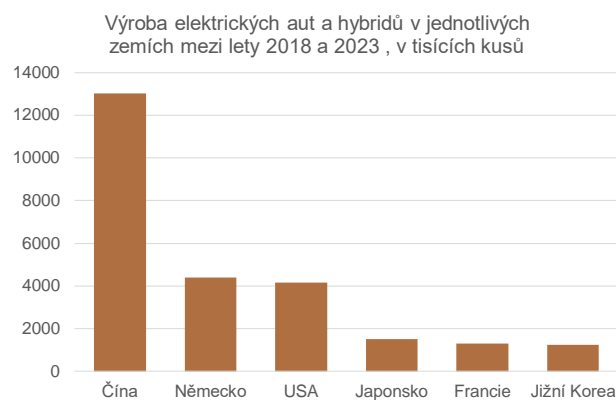
Nárůst exportů čínských aut je v posledních čtyřech letech enormní.



Zdroj: Bloomberg

roce stoupla o 34 %, ale rekordní počet vyrobených elektromobilů a hybridů 180 887 stále představuje pouze 13 % produkce. Vzhledem k tomu, že výroba aut se spalovacími motory by měla podle evropských dohod skončit již v roce 2035, je toto číslo velmi malé. A podobně

Ve výrobě elektromobilů Čína válcuje své konkurenty.



Zdroj: Statista

jako čeští výrobci zaostávají v nabídce elektromobilů i ostatní evropské výrobci a čínská konkurence je v tomto segmentu enormní. Na rozdíl od Evropy zaujala Čína k průmyslové politice holistický přístup, který se zaměřuje na celý hodnotový řetězec odvětví, jež považuje za strategická. V případě automobilového průmyslu – odvětví s rozsáhlým dopadem na domácí ekonomiku – to znamená

strategii zahrnující vše od těžby, rafinace a výroby až po dobíjecí sítě, levnou energii, nákupní pobídky a recyklaci. Čína dnes představuje 75 % celosvětové kapacity výroby baterií a má téměř monopol na dodávky kritických surovin. V roce 2022 země během jediného roku instalovala 800 000 nabíjecích míst pro elektromobily – to je téměř tolik, kolik bylo instalováno jinde na světě od zahájení investic do nabíjecí infrastruktury.

Na novou situaci budou muset automobilky reagovat a cla na čínská auta nemohou být trvalým řešením. Přizpůsobení se novým podmínkám se může zdát s evropskou byrokracií často zdoluhavé až nemožné, ale zároveň celá Evropa včetně České republiky ukázala, že změny mohou v případě nutnosti přijít velice rychle, jak se tomu stalo v případě obchodu s plynem, kdy se Evropa během jednoho roku dokázala téměř dokonale odstříhnout od ruských dodávek.

Prozatím ale změny příliš rychle nepřicházejí, a to ani na straně nabídky, ani na straně poptávky. Rozvoj elektromobility v České republice je naopak velmi pozvolný. Zaostávání v budování infrastruktury se podepisuje i na relativně nízké poptávce po elektrických autech. V roce 2023 bylo v České republice zaregistrováno 6 640 nových elektrických osobních vozidel a 5 653 plug-in hybridních osobních vozidel, což je pouze 5,6 % z celkového počtu vozidel registrovaných v tomto roce.

Přizpůsobení se nové situaci není tedy zdaleka nemožné, ale stejně jako u dodávek plynu bude nutné změnit zažité pořádky.

Trh práce

Česká republika dlouho těžila z levné, vzdělané pracovní síly. Pracovní síla ale již zdaleka není tak levná jako v roce 2005, kdy automobilky začaly ve velkém budovat své továrny na českém území, a navíc je pracovní síla nedostatek. Nezaměstnanost v ČR je dlouhodobě mezi nejnižšími v EU.

Podle samotných výrobců automobilů je klíčové zajištění větší flexibility trhu práce, a to jak externí (pro snadnější nabírání pracovníků ze zahraničí), tak interní (flexibilnější zaměstnanecké smlouvy). Vzhledem ke změnám technologií bude také do budoucna nutné, aby v celém odvětví existovaly možnosti rekvalifikace a dalšího vzdělávání, aby se i stávající pracovníci mohli v automobilovém průmyslu dále uplatnit. Motivace zůstat v oboru je jednoznačná – mzdy v automobilovém průmyslu jsou dlouhodobě nad úrovní celorepublikového průměru. Podle údajů Sdružení automobilového průmyslu stoupla hrubá průměrná měsíční mzda ve firmách Auto SAPu na 54 637 CZK, což bylo oproti celorepublikové průměrné mzdě 43 341 o 26 % více.

Ceny energií, podpora vědy a výzkumu

Vzhledem k energetické náročnosti celého odvětví je konkurenceschopnost také otázkou cen energií. Podle



průzkumu ABB Automotive Manufacturing Outlook Survey z dubna letošního roku, který zahrnuje i české automobilky, vnímají evropští výrobci automobilů jako největší problém právě ceny energií. Dobrou zprávou ovšem je, že ceny energií by měly nadále spíše klesat.

Závěr

Automobilový průmysl prochází výraznými změnami a jednotlivé podniky i celé státy se tomu musí přizpůsobit. A změna je důležitá především pro země, kde automobilový průmysl hraje významnou roli, tedy i pro Českou republiku. Bezprostřední výzvou je přechod na elektromobilitu a jak čelit především čínské konkurenci. Rozvoj technologií v oblasti samořiditelných aut, a tedy investice do vědy a výzkumu mohou pomoci tradičním automobilovým velmocím udržet si svou konkurenceschopnost. V delším horizontu může představovat výzvu větší rozmach carsharingu a s ním spojený možný pokles poptávky po autech.

Navzdory těmto výzvám má české automobilové odvětví silné předpoklady pro budoucí úspěch, včetně dlouhé tradice, kvalifikované pracovní síly a inovačního potenciálu. Pro udržení konkurenceschopnosti bude klíčové efektivní řešení otázek energetické náročnosti, podpory vědy a výzkumu a flexibility trhu práce. Budoucnost tohoto odvětví je zásadní nejen pro samotný sektor, ale i pro celkovou prosperitu české ekonomiky v globálním měřítku.



Rychlejší oživení reálné ekonomiky stále nepřichází, zato inflace opět poklesla zpět na inflační cíl. To teoreticky otevírá cestu k rychlejšímu snižování sazeb. Přetrvávající inflace ve službách a oslabující koruna ale prostor pro uvolnění měnových podmínek limituje.

Ekonomická aktivita

Ve 2. čtvrtletí pokračovalo pouze pozvolné oživení ekonomiky. Podle předběžných údajů HDP vzrostlo o 0,3 % q/q. Také poslední čísla z reálné ekonomiky překvapila vesměs negativně. Průmyslová výroba poklesla o 3,2 % y/y oproti očekávanému poklesu o 0,6 % y/y, stavební produkce se propadla o 6,8 % y/y a zhruba poloviční byl oproti očekávání i přebytek zahraničního obchodu. Znepokojující je pohled na strukturu průmyslu, který ukazuje problémy především v automobilovém a strojírenském průmyslu, a pozitivně nevyznívají ani předstihové ukazatele PMI. Oživení českého průmyslu evidentně čeká na impuls zvenčí, který ale stále nepřichází.

Stále silný naopak zůstává trh práce, ale i zde jsou vidět známky určitého zpomalování. Červnová nezaměstnanost podle statistik MPSV zůstala stabilní na 3,6 %, ale podle sezónních vzorců by měla v červnu klesat. Ve srovnání se stejným měsícem roku 2023 je nezaměstnanost o 0,2 pb vyšší. Celkově je ale stále velice nízká a je pravděpodobné, že bude dále stoupat, i když jen zvolna, ke 4 %.

Také poslední statistiky maloobchodních tržeb ukázaly na zpomalení růstu domácí poptávky na 4 % y/y. Tento výsledek lze ale stále hodnotit pozitivně, i vzhledem k revizím předešlých měsíců směrem vzhůru. Optimistická očekávání ale zároveň tlumí poslední zveřejněná čísla důvěry spotřebitelů, která klesá již třetí měsíc v řadě a dostala se pod svůj dlouhodobý průměr.

Inflace a centrální banka

Červnová inflace překvapila nižšími než očekávanými hodnotami. Zatímco trh očekával růst cen o 2,5 % a ČNB

o 2,4 %, inflace poklesla z květnových 2,6 % na 2 %, přesně doprostřed inflačního cílovaného pásma.

V meziměsíčním vyjádření ceny poklesly o 0,3 % (oproti očekávanému růstu 0,2 %). Jeden meziměsíční pokles ještě neznamená deflaci, ale detailní data ukazují, že inflační tlaky v ekonomice výrazně slábnou. Na nižší než očekávané inflaci se sice do značné míry podílely hlavně volatilní ceny potravin (které v poslední době přispívají k nepřesnosti analytických předpovědí) a pohonných hmot, ale nižší inflační tlaky se projevují i ve většině oddílů spotřebního koše, zejména u cen zboží. Meziměsíčně ceny zboží poklesly o 0,5 %, ale ceny služeb nadále svižně rostly o 0,4 %. V meziročním vyjádření byla červnová inflace ve službách 4,9 %.

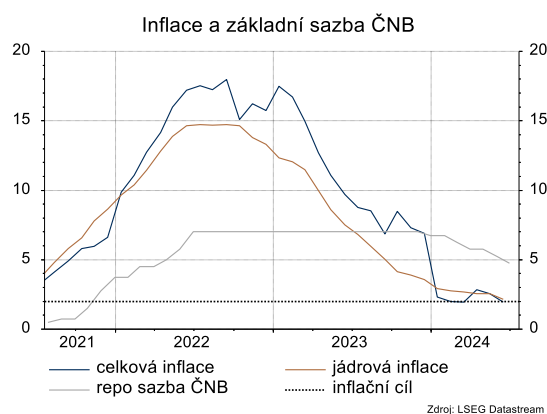
Co tento vývoj znamená pro ČNB? Na červnovém zasedání centrální bankéři avizovali zpomalení nebo dokonce přerušení cyklu měnového uvolňování. Po nižších inflačních číslech se ale situace přeci jen změnila a trh začal spekulovat na další 50 bodové snížení sazeb, což mělo vliv na oslabování kurzu koruny vůči euru. K tomu nakonec nedošlo a ČNB na svém zasedání 1. srpna přistoupila ke snížení sazeb o 25 bb. Repo sazba je tedy nyní na 4,5 %.

Náš scénář vývoje sazeb pro letošní rok nadále neměníme. Repo sazbu ČNB na konci letošního roku vidíme na 4 %. Na dalších zasedáních očekáváme snižování sazeb o 25 bb s tím, že ve 4. čtvrtletí si ČNB dá jednu pauzu. Tento náš výhled podporuje i nová prognóza, která oproti minulé prognóze snížila výhled inflace a trochu paradoxně mírně zvýšila trajektorii sazeb. Podle nové prognózy by se repo sazba neměla do konce roku dostat pod 4 %. Zatím bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy jako vyrovnaná, ale vzhledem k rozkolísanosti zejména inflačních dat se situace může dynamicky měnit.

Rizika

Nižší než očekávaná inflace spolu s horšími výsledky reálné ekonomiky může přispět k rychlejšímu snižování sazeb a dalším ztrátám koruny.

Inflace se vrátila doprostřed inflačního cíle ČNB, jádrová inflace také klesá.



Oživení průmyslu stále nepřichází.



Ekonomické oživení je slabé, zároveň inflace zůstává nad inflačním cílem. ECB si v červenci dala očekávanou pauzu v měnovém uvolňování a nechce se zavázat k žádné konkrétní trajektorii sazeb. Snížení sazeb v září je pravděpodobné.

Ekonomická aktivita

Předběžné údaje HDP za 2. čtvrtletí ukázaly, že eurozóna jako celek roste. Růst o 0,3 % mezičtvrtletně dokonce mírně překonal očekávání, ale slabinou zůstává Německo, jehož HDP v mezičtvrtletním srovnání o 0,1 % pokleslo. Na vině je hlavně průmyslová výroba, které se stále příliš nedaří a květnové výsledky tento trend ještě prohloubily. Pokles o 0,6 % m/m byl do značné míry ovlivněn dovolenými, ale na celkovém výsledku se pozitivně podepsala volatilní irská data. Bez nich by pokles průmyslové výroby v eurozóně byl ještě hlubší. Oživení průmyslu by ale mohlo být patrně naopak v červnových datech. Údaje Německé asociace automobilového průmyslu ukazují, že automobilová produkce v květnu prudce poklesla a v červnu se naopak zotavila.

Naopak indexy nákupních manažerů rychlejší oživení nepředpovídají. Podle předběžných údajů sice kompozitní PMI v červenci zůstal nad hladinou 50, oddělující expanzi od kontrakce, ale jen velice těsně. Hodnota 50,1 je nejnižší za posledních pět měsíců. Pokles z červnových 50,9 byl způsoben hlavně vývojem ve zpracovatelském průmyslu, kde se PMI propadlo na 45,3, nejnižší hodnotu za posledního půl roku, a ani ve službách již nepanuje takový optimismus jako v předchozích měsících. Pesimisticky vyzněly i specificky německé indexy ZEW a Ifo.

K oživení ekonomiky příliš nepřispívá ani spotřeba domácností. Maloobchodní tržby vzrostly oproti předchozímu měsíci pouze o 0,1 % m/m, ale rostoucí spotřebitelská důvěra signalizuje, že by se situace mohla postupně zlepšovat. Také výsledky průzkumu bankovních

úvěrů ukazují, že poptávka po úvěrech ze strany domácností se začíná zvedat.

Inflace a centrální banka

Detaily červnové inflace sice ukázaly, že zvýšené cenové tlaky ve službách jsou koncentrované zejména na pojištění a naopak ostatní oddíly spotřebitelského koše signalizují pokles inflačních tlaků, ale v červencové předběžné údaje ukázaly (2,6 % y/y), inflační cíl je stále daleko.

Na červencovém zasedání ECB podle očekávání ponechala sazby beze změny, repo sazba zůstává na 4,25 %, depo na 3,75 %. Rada guvernérů konstatovala, že domácí cenové tlaky stále zůstávají vysoké a růst cen služeb je na zvýšené úrovni. Zároveň se ECB nezavázala k žádné konkrétní trajektorii vývoje úrokových sazeb s tím, že rozhodování bude záležet na přicházejících datech. Rada guvernérů neměla tentokrát k dispozici novou prognózu a doposud zveřejněná data podle ECB v podstatě podporují závěry stávajícího výhledu inflace, který je konzistentní s dalším snižováním sazeb v září.

Textová konference po zasedání byla ve znamení nezodpovězených otázek. Většina dotazů se týkala zářijového zasedání a pravděpodobnosti snížení sazeb, ale prezidentka Lagarde tentokrát nechtěla ani naznačit. Trh počítá se zářijovým snížením sazeb na 80 %, ale nic není zdaleka jisté. Kromě nových inflačních dat bude ECB sledovat i růstové indikátory. Pokud nedojde k výrazným překvapením v datech, domníváme se, že ECB ke snížení sazeb o 25 bb v září přistoupí.

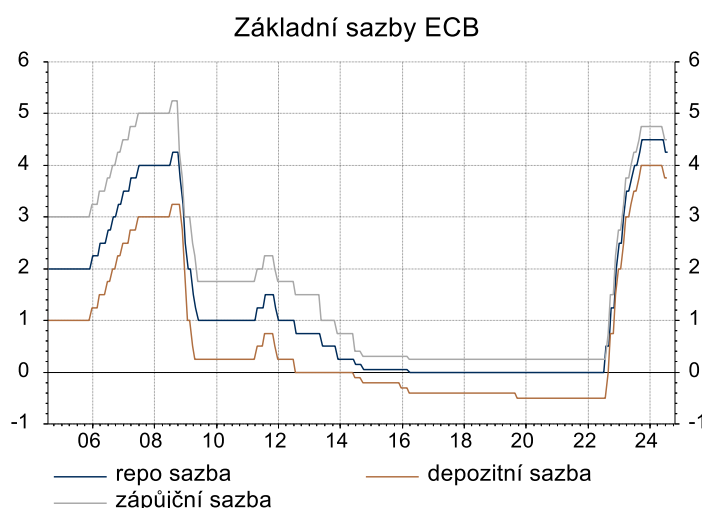
Rizika

I když inflační tlaky, zdá se, klesají, inflace se stále pohybuje nad inflačním cílem. Případné inflační překvapení směrem k vyšším hodnotám může proto přesvědčit ECB k větší obezřetnosti a pomalejšímu snižování sazeb. To by se projevilo negativně na již tak pomalém ekonomickém oživení.

Oživení průmyslové výroby zatím nepřichází.



ECB si dává pauzu v měnovém uvolňování.



Spojené státy americké

Údaje o vývoji HDP ve druhém čtvrtletí ukázaly, že americká ekonomika zůstává silná. Nadále ji táhne především osobní spotřeba, ale solidní byl i růst investic. Z HDP naopak ubírá záporná bilance čistého zahraničního obchodu, což souvisí s dovozní náročností jak spotřeby, tak investic. Dvousečný je významný kladný příspěvek růstu zásob: pokud by ve druhém pololetí došlo ke zpomalení růstu osobní spotřeby, bylo by nutné zásoby snižovat, a to by z HDP ubralo. To vytváří reálné a poměrně silné riziko, že růst ve druhém pololetí bude citelně slabší než v prvním. Červnová inflace byla opět nízká. Zdá se, že by Fed mohl být skutečně blízko k dosažení svého inflačního cíle.

Ekonomická aktivita

Na trhu práce pokračuje poněkud schizofrenní situace: počet nových pracovních míst roste teoreticky více než dostatečně rychle na to, aby udržel nízkou míru nezaměstnanosti, ale ta přesto roste. Navíc se její hodnota nebezpečně přiblížila k hranici, která by podle pravidla ekonomky Sahm indikovala recesi (růst míry nezaměstnanosti o půl procenta více proti minimu za posledních dvanáct měsíců). Týdenní žádosti o podporu v nezaměstnanosti však zatím zůstávají bezpečně pod hranicí 300 000, která by indikovala hrozbu recese. Fed však nejednoznačná data z trhu práce registruje a jeho prezident Powell ve vystoupení před Kongresem jasně řekl, že jim bude věnovat stejnou pozornost jako datům o vývoji inflace (Fed má dvojí mandát: nízkou inflaci a nízkou nezaměstnanost). Maloobchodní tržby, průmyslová výroba, jádrové objednávky zboží dlouhodobé spotřeby – v podstatě všechna reálná růstová čísla jsou stále silná,

není vidět bezprostřední hrozba výrazného zpomalení hospodářství.

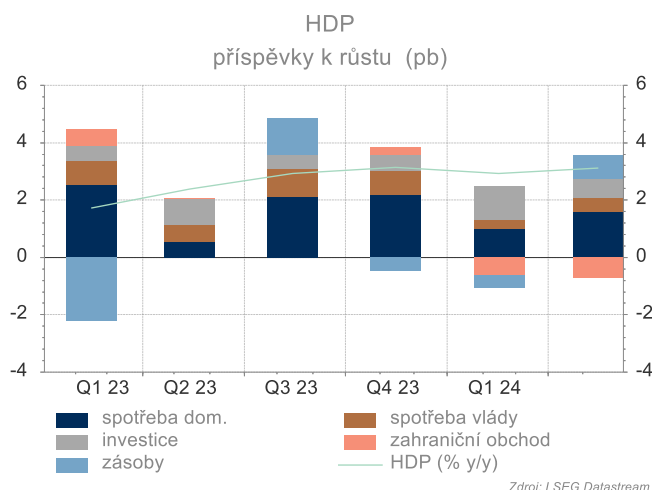
Inflace a centrální banka

Meziměsíční změny CPI v posledních třech měsících jsou v souladu s dosažením inflačního cíle Fedu. K nízké inflaci v červnu konečně přispělo i výrazné zpomalení rychlosti růstu nájmu. Ani tzv. Povelovo superjádro (jádrová inflace ve službách očištěná o růst nájmu) nepředstavuje problém. První odhad jádrového deflátoru HDP za druhé čtvrtletí však mírně překonal očekávání. Výhled inflace pro další měsíce je však dobrý, meziměsíční by měla zůstat nízká a meziroční by měla postupně klesat. Fed tak bude mít prostor k přechodu do cyklu snižování sazeb. Červencové zasedání FOMC v podstatě potvrdilo, že cyklus snižování sazeb začne v září. Fed aktuálně hodnotí rizika pro svůj dvojí mandát vyrovnaně, když zlepšil hodnocení inflace a zhoršil hodnocení stavu trhu práce. Sazby jsou aktuálně poměrně výrazně restriktivní, takže prostor pro jejich pokles jednoznačně existuje. Otázka je, jestli letos Fed sníží sazby dvakrát nebo třikrát a na jakou úroveň budou sazby směřovat příští rok.

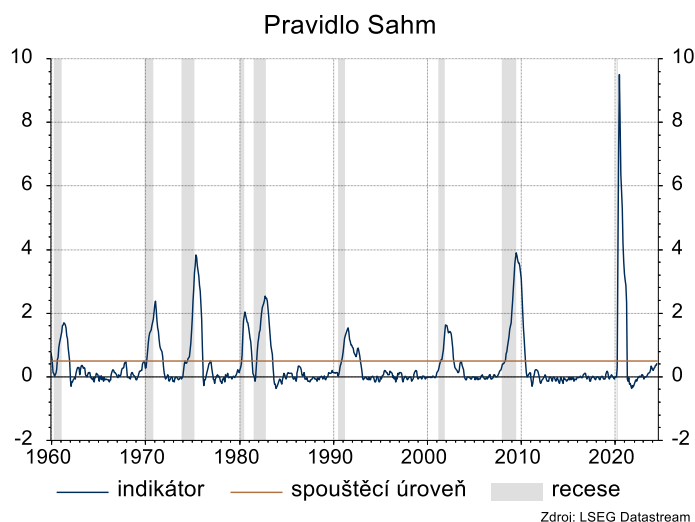
Rizika

Červenec přinesl hodně vzruchu v prezidentské předvolební kampani. Nejdříve jsme byli svědky atentátu na bývalého prezidenta a současného prezidentského kandidáta Trumpa, potom byl po neslavném vystoupení v televizní diskusi s Trumpem nucen odstoupit kandidát demokratů Biden. Nahradila ho jeho viceprezidentka K. Harris, takže by se na programu a směřování demokratů nemělo nic zásadního měnit. Do voleb zbývají zhruba tři měsíce, které mohou přinést hodně dalšího vzruchu, a tedy především krátkodobých impulsů pro pohyby trhu. Hrozbu stále představuje geopolitika, momentálně je neklidný především Blízký a Střední východ.

HDP pokračoval ve 2. čtvrtletí v silném růstu.



Pravidlo Sahm ukazuje na růst rizika recese.



EUR/USD

Kurz eura k dolaru přešel na konci června do posilujícího trendu, který vydržel zhruba do poloviny měsíce. Posilování eura souviselo primárně s kombinací odezdní reakce na dopady výsledků voleb do Evropského parlamentu a výrazného posunu očekávání investorů směrem k dřívějšímu a rychlejšímu snižování sazeb Fedem. Ve druhé polovině měsíce se kurz začal vracet, což patrně souviselo s horšícími se vyhlídkami evropské ekonomiky implikujícími možnost rychlejšího snížení sazeb. Názor trhu na vývoj měnové politiky by měl zůstat hlavním zdrojem impulsů pro vývoj kurzu i v srpnu. Trh bude tím pádem citlivý na výsledky zasedání Fedu a na data ovlivňující rozhodování centrálních bank. Čekáme pokračování kolísání kurzu v širokém rozmezí mezi 1,05 a 1,10.

EUR/CZK

Koruna se v červenci dostala pod tlak a postupně oslabovala až k 25,45 EUR/CZK. Důvodem byla nižší než očekávaná inflace, která spadla až na 2% inflační cíl a vyvolala spekulace o rychlejší snižování sazeb. Tyto spekulace na konci měsíce ještě podpořil viceguvernér Jan Frait, který nevyločil, že na zasedání 1. srpna bude hlasovat pro snížení sazeb o 50 bb. Zužování úrokového diferenciálu drží korunu pod tlakem již druhý měsíc v řadě.

Tlak na korunu s zvýšil těsně před zasedáním ČNB, kdy koruna vůči euru krátce atakovala 25,5 EUR/CZK. Rozhodnutí snížit sazby o 25 bb nakonec situaci uklidnilo, i když k výraznému posílení koruny bezprostředně nedošlo a koruna zůstala okolo 25,4 vůči euru.

Co se týká výhledu kurzu koruny, domníváme se, že s tím, jak bude ČNB pokračovat ve snižování sazeb, i když pomalejším tempem, nelze čekat výraznější oslabení koruny vůči euru. Na druhou stranu ani inflace na 2 % nedokázala korunu posunout nad 25,5 EUR/CZK. Koruna by se tak v horizontu tří měsíců měla pohybovat v pásmu 24,7–25,5 CZK/EUR.

Dluhopisy

Výnosy amerických dluhopisů po krátkém prudkém růstu na přelomu měsíce v první polovině července klesaly kvůli posunu názoru trhu na vývoj sazeb Fedu. Hlavním důvodem bylo očekávání dřívějšího a rychlejšího snížení sazeb. Ve druhé polovině měsíce výnosy mírně korigovaly, ale zůstaly podstatně nižší než na jeho začátku. Na výsledky zasedání FOMC reagovala výnosová křivka poměrně citelným poklesem. Očekávaný vývoj ekonomiky ve střednědobém horizontu (slábnoucí růst a klesající inflace) vytváří prostor pro další pokles výnosové křivky. Překážkou však může být nejistota ohledně vývoje rozpočtové politiky, deficitů a vládního dluhu v souvislosti s blížícími se prezidentskými volbami. Obě alternativy s sebou nesou

riziko dalšího zadlužení, což dluhopisové investory znepokojuje. Konkretizace výhledu po volbách tak může podstatně ovlivnit chování investorů a vývoj výnosů. Dalším potenciálním problémem je nejistota zahraničních držitelů amerických státních dluhopisů ohledně jejich bezpečnosti, jež souvisí se zmrazením ruských devizových rezerv. Využití aktiv, v nichž jsou drženy devizové rezervy, jako prostředku pro politický boj přirozeně snižuje jejich bezpečnost a atraktivitu pro většinu států, nejen pro stát přímo postižený. Zahraniční investoři přitom tvoří podstatnou část držitelů amerických státních dluhopisů. Nemusí přímo docházet k masivním prodejům, stačí nižší nákupy a postupný pokles drženého objemu, a pro výnosovou křivku to může znamenat posun nahoru.

Evropské dluhopisy do značné míry kopírovaly vývoj v USA, jen pohyb u německého státního dluhopisu byl mírnější. Trvajícím komplikovanou politickou situací ve Francii a s ní související nejistotou držela výnosy francouzských dluhopisů na vyšší úrovni. Horšící se výhled evropských ekonomik otevírá prostor pro další pokles výnosů, který by tentokrát mohl být výraznější, zejména pokud by se zkomboval s poklesem výnosů v USA.

Výnosy českých dluhopisů v červenci setrvale klesaly, přičemž ignorovaly dění na světových trzích. Pokles výnosů se primárně odvíjel od inflačních dat, která skončila výrazně pod očekáváním. Trh tak počítá s dalším poměrně rychlým poklesem sazeb. To, že by pokles sazeb mohl být ještě rychlejší, než s čím počítá trh (25 bb na zasedání 1.7.), připustil člen bankovní rady Frait, i když jen jako méně pravděpodobnou možnost. Trhu jinak vládá prázdninový poklid a tedy nižší aktivita. Výnosová křivka má prostor pro další pokles, jeho tempo a rozsah budou záviset jak na přicházejících datech, tak na chování světových trhů.

Akcie

První polovina července proběhla na akciových trzích poměrně v klidu při pokračujícím růstu. Korekce akcií Nvidie na konci června však předznamenala širší korekci technologických akcií, především vysoce kapitalizovaných a růstových titulů, která začala po polovině měsíce a kulminovala koncem července. Korekce se primárně týkala velkých technologických titulů a odstartovala ji rotace z těchto přehřátých společností do menších firem. Podpořily ji výsledky společností (Tesla a Alphabet), které trh nenadchly. Výrazná korekce po předchozím silném a dlouhém růstu je pochopitelná, přirozená a normální, trh se takto prostě čas od času chová. Podle našeho názoru by neměla trvat dlouho, spíše čekáme poměrně rychlý obrat. Nevěříme, že tento vývoj předznamenává konec dominance velkých technologických titulů, protože jejich silně nadprůměrná výkonnost je založena na realistické perspektivě pokračujícího silného růstu ziskovosti dané zaváděním a adaptací nových technologií, aktuálně především umělé inteligence (AI). Specificky výsledky



společnosti Alphabet ukázaly, jak rychle je tato technologie zapojována do klíčových procesů a jak silně bude ovlivňovat konkurenceschopnost jednotlivých společností. Část trhu sice má pocit, že monetizace AI není vzhledem k nákladům spojeným s jejím vývojem dostatečně rychlá, podle našeho názoru jsou však tyto názory neopodstatněné a naopak výdaje na vývoj a zavádění AI opodstatněné. Evropských akcií se korekce prakticky nedotkla, celoevropský index Eurostoxx600 končil poblíž nuly, německý index DAX a britský FTSE končily mírně v plusu. Výhled evropských akcií je však podle našeho názoru spíše nevalný: konjunkturní indikátory, jako je PMI a Ifo, jsou špatné, stejně jako výsledky společností. A Evropě na rozdíl od USA chybí tahoun růstu v podobě AI. Naopak jí tíží vleklé a podstatné problémy jedné z páteří jejího průmyslu, výroby automobilů. V dalších měsících čekáme pokračující volatilitu související jak s vývojem ekonomik a pozicí jednotlivých společností, tak s nejistotou před prezidentskými volbami v USA, komplikovanou politickou situací ve Francii a v neposlední řadě vývojem měnové politiky klíčových centrálních bank.

Pražské burze v červenci dařilo dobře, meziměsíčním růstem o více než 2 % překonala nejen korekci postižené americké trhy, ale i většinu svých evropských kolegyň. Nejvíce rostly ceny akcií dvou bank: Erste bank o 10,0 % a Moneta o 4,5 %. Posílil i ČEZ o 3,0 %. ČEZu se také týkala nejdůležitější firemní informace měsíce: odsouhlasení dodavatele reaktorů pro elektrárnu Dukovany. Ztrácely pouze dva tituly: Colt 1,9 % a Primoco 4,8 %.

Kredit

Letos nám tuzemský dluhopisový trh tradiční příležitost k zaslouženému odpočinku během léta prostě nenabídne. Po bezprecedentním květnu a hektickém červnu proběhly v červenci hned 4 transakce, které rozhodně stojí za povšimnutí. Začátek měsíce přinesl MREL dluhopis České spořitelny, která si mohla dovolit vydat sedmiletý eurový benchmark s výnosem 4,57 %. Při více jak trojnásobně přeupsané knize byl kreditní spread stlačen z indikovaných 215 bb na finálních 180 bb. Enormnímu zájmu se dluhopis těšil na britských ostrovech, kam byly alokovány dluhopisy v nominální hodnotě 190 milionů EUR.

V polovině měsíce byla vypořádána další mimořádně úspěšná transakce, o které jsme se ale vzhledem k předčasnému uzavření knihy zmiňovali již v minulém měsíčníku. KKCG se svým prvním dluhopisem z programu nadchla investorskou veřejnost a nezbývá než doufat, že se se zbývajícím objemem 4 miliard korun pokusí svůj úspěch brzy zopakovat. Správným načasováním by mohl emitent těžit ze zářijové splatnosti dluhopisů Allwyn International (ex Sazka) v objemu necelých 3 miliard.

V posledním týdnu pak přišla zpráva o navýšení objemu vydaných eurobondů EPH Financing s výnosem 6,651 % o 100 milionů EUR na aktuálních 600 milionů EUR. Zároveň došlo k úpisu dalších MREL dluhopisů.

Tentokrát se o ně postarala banka Creditas, které se pro tříletou emisi podařilo získat od Moody's rating Ba1, který znamená nejvyšší stupeň ze spekulativního pásma. Investorům z řad retailových klientů banky J&T byl nabídnut výnos 7,5 %. Ten při očekávaném splacení po 2 letech indikuje kreditní marži na úrovni 3,50 % a očekáváme proto, že se podaří umístit celý předpokládaný objem 750 milionů korun s možným navýšením až na 1 miliardu.

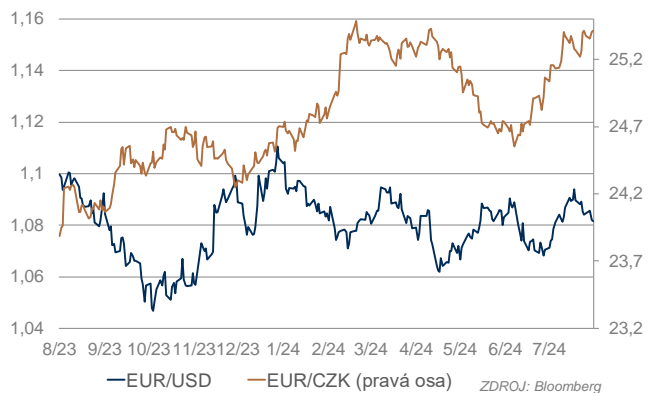
Komodity

Cena ropy se v červenci vracela na úroveň, ze kterých rostla v červnu (Brent klesl z 87,5 USD/brl na 81,5 USD/brl). Pokračovala tak situace střídajících se krátkodobých trendů motivovaných změnami v geopolitické situaci a výhledu světové ekonomiky. Pokles v červenci pravděpodobně souvisel s relativně stabilní situací v hlavních krizových oblastech a spíše horšícím se výhledem světové ekonomiky (stále slabá Čína, horšící se výhled Evropy a obavy z možnosti slabšího druhého pololetí v USA). Pokud by se udržela logika předchozího vývoje, našel by si v srpnu trh důvod pro další obrát a přechod ke krátkodobému růstovému trendu. Důvod by mu mohl dát Fed, pokud by dodal holubičí výhled své politiky, a tedy perspektivu nižších sazeb podporujících spotřebu.

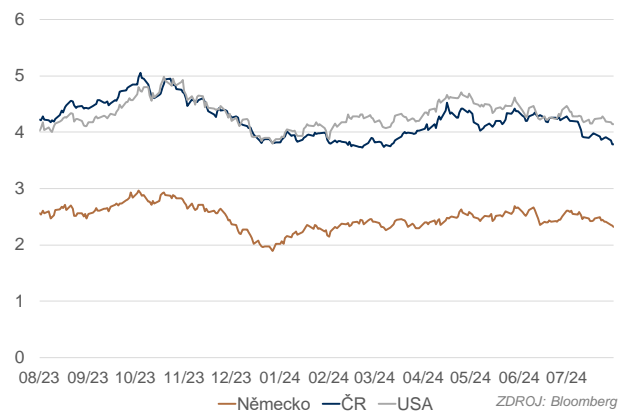
Zlato v červenci těžilo z informací o pokračující nákupní aktivitě centrálních bank. Nakupuje nejen Čína (která byla největším kupcem, ale aktuálně nákupy zastavila), ale široké spektrum dalších centrálních bank, které se snaží diverzifikovat své devizové rezervy. Přetrvávající geopolitické krize a napětí mezi Čínou a USA k tomu dávají dostatek podnětů, takže se dá předpokládat, že se nákupní aktivita udrží a cena zlata zůstane vysoká. Ostatní faktory, jako je maloobchodní poptávka po špercích a investičním zlatě a investice do podílových fondů investujících do zlata, by měly hrát spíše podružnou roli. Prostor pro růst ceny zlata by tak primárně měla omezovat pouze snaha hlavních kupců (tedy centrálních bank) netlačit překotnými nákupy cenu příliš rychle nahoru.



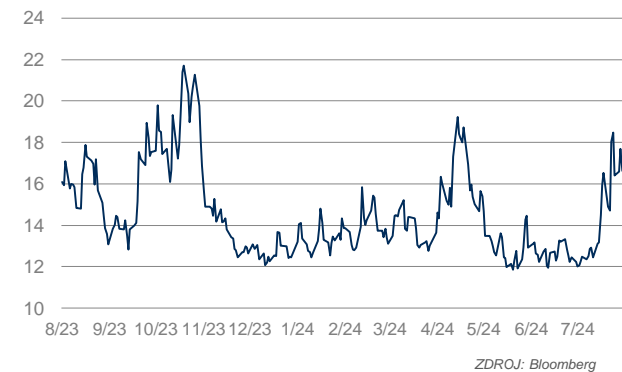
Devizové kurzy



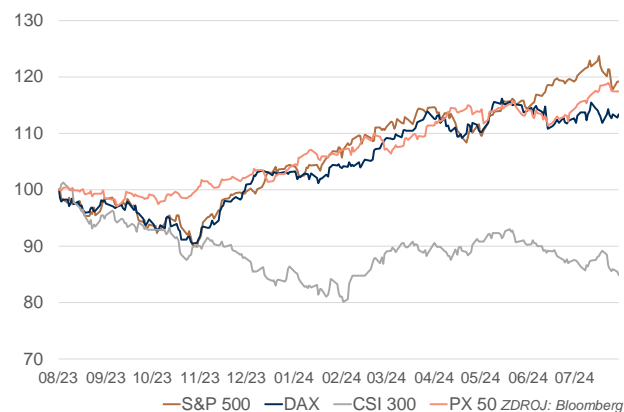
Dluhopisy (10 let)



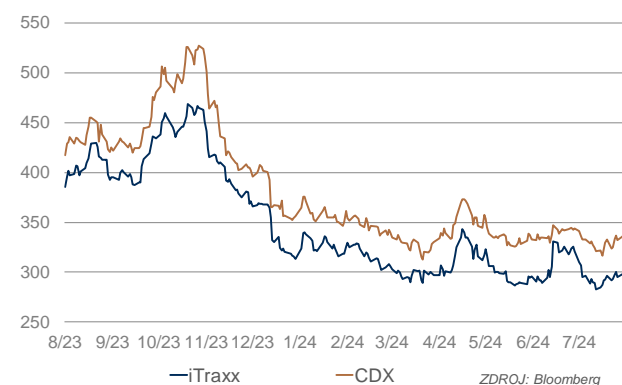
Index volatility VIX



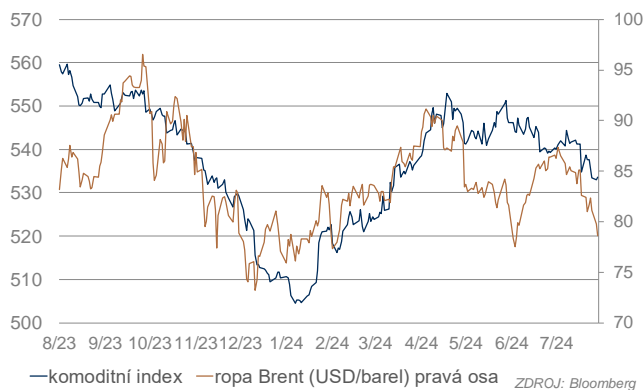
Akciové indexy (1. 7. 2023 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	SOUČASNÁ HODNOTA			3 M		6 M		12 M	
	M-12	M-1		ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	5,25-5,50	5,25-5,50	5,25-5,50	5,00-5,25	↓	4,75-5,00	↓	4,25-4,50	↓
ECB	3,0	4,5	4,25	4	↓	3,75	↓	2,75	↓
ČNB	7,0	4,75	4,50	4,25	↓	4	↓	3,5	↓
KURZY									
EUR/USD	1,10	1,07	1,08	1,08	→	1,09	↑	1,10	↑
EUR/CZK	23,9	25,2	25,4	25,0	↓	24,9	↓	24,8	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,88	4,75	4,36	4,2	↓	4,1	↓	4,0	↓
US dluhopis 10y	3,96	4,40	4,14	4,0	↓	4	→	4,0	→
Něm. dluhopis 2y	3,04	2,83	2,53	2,5	↓	2,4	↓	2,3	↓
Něm. dluhopis 10y	2,49	2,50	2,32	2,3	↓	2,3	→	2,3	→
České dluhopisy 2y	5,51	4,10	3,70	3,6	↓	3,5	↓	3,5	→
České dluhopisy 10y	4,13	4,18	3,80	3,8	→	3,8	→	3,7	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	409,0	341,2	337,5	340,0	↑	315	↓	300	↓
EMU iTraxx 5y	378,7	309,8	294,3	300,0	↑	290	↓	275	↓
AKCIE									
S&P 500	4589,0	5460,5	5436,4					5800	↑
Eurostoxx 50	4471,3	4894,0	4890,9					5200	↑
DAX	16446,8	18235,5	18523,2					19200	↑
CSI 300	4014,6	3461,7	3442,1					3600	↑
PX 50	1360,5	1545,9	1607,2					1600	↑

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



Hlavní makroekonomické ukazatele

Česká republika

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

Spojené státy americké

	2023				2024*				2022	2023*	2024*	2025*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,7	2,4	2,9	3,1	2,9	2,9	2,0	1,6	1,9	2,5	2,3	1,8
soukromá spotřeba	2,1	1,8	2,2	2,7	2,2	2,5	2,1	1,7	2,5	2,2	2,1	1,8
vládní spotřeba	2,7	4,1	4,8	4,6	3,9	3,5	2,4	1,6	-0,9	4,1	2,7	1,2
investice	-6,1	-2,2	2,2	1,5	5,0	4,6	2,6	3,0	4,8	-1,2	3,6	2,9
dovoz	-1,0	-3,9	-1,7	-0,1	1,1	4,2	3,7	3,8	8,6	-1,7	3,3	2,7
vývoz	7,3	2,1	-0,4	1,8	0,5	3,0	2,2	1,5	7,0	2,6	1,8	2,3
nezaměstnanost (%)	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,1	4,2	3,6	3,6	4,0	4,2
inflace (CPI % y/y)	5,8	4,0	3,5	3,2	3,3	3,3	2,9	2,8	8,0	4,1	3,0	2,4
jádrová inflace (PCE % y/y)	4,8	4,6	3,8	3,2	2,9	2,6	2,6	2,7	5,2	4,1	2,7	2,2
běžný účet (% HDP)	-3,6	-3,4	-3,3	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,2	-3,9	-3,3	-3,2	-3,2
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,7	-8,3	-6,3	-6,5	-5,9	-5,7	-5,6	-5,6	-5,4	-6,5	-6,5	-6,4
vládní dluh (% HDP)	96,1	96,0	97,4	97,6	98,2	98,3	98,6	98,0	95,8	97,2	99,0	100,9

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

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

Ľuboš Mokráš

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

Barbora Skřípská

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

Tomáš Krejčí

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

Dušan Jalový

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

Jan Milota

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

Miroslav Tutter

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

UPOZORNĚNÍ

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

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

