

Analytický měsíčník

Téma měsíce

ECB a Fed v zasetí aktuálních dat

ČR Inlace vzrostla kvůli volatilním cenám potravin

EMU ECB zrychluje snižování sazeb

USA Silná data vedla investory k přehodnocení
výhledu vývoje měnové politiky

www.ppfbanka.cz

listopad 2024

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

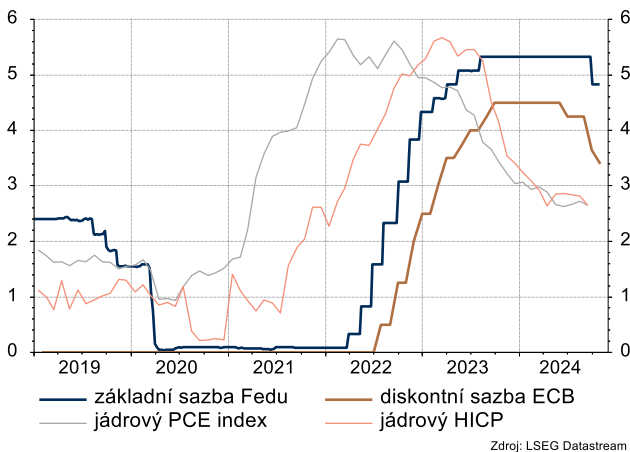
Obě nejdůležitější centrální banky (Fed a ECB) zahájily cyklus snižování sazeb. Klíčové otázky nyní jsou, jak rychle a kam až sazby sniží. U obou v tomto směru existuje značná nejistota. Evropa se potýká s kombinací slabého růstu a stále zvýšené jádrové inflace, takže ECB musí vážit, jakým tempem pokračovat ve snižování sazeb tak, aby se inflace dostala bezpečně na cíl ve střednědobém horizontu (v září byla inflace 1,7, tedy pod cílem) a zároveň byl co nejméně negativně ovlivněn růst. V USA pak na důležitosti nabyl druhý mandát Fedu, tedy zajištění plné zaměstnanosti.

Výhled vývoje sazeb ECB a Fedu

To, že sazby ECB a Fedu budou pokračovat v poklesu, je víceméně jasné. Otázkou je tempo jejich poklesu a také to, kde se zastaví. V tématu měsíce se proto podíváme na faktory, které budou další vývoj sazeb určovat, a na to, co z jejich aktuálního a očekávaného vývoje plyne pro politiku centrálních bank.

Kde jsou momentálně centrální banky

Máme za sebou nejhorší sérii externích šoků (hlavně pandemie a energetickou krizi v EU) od druhé světové války. Jedním z jejich důsledků byla nejsilnější inflační vlna od ropných krizí sedmdesátých let. Její příčiny a průběh byly v USA a EU poněkud odlišné (v USA to byl především důsledek nerovnováhy poptávky a nabídky po pandemii, v EU zejména energetická krize), ale reakce centrálních bank byly obdobné: obě zaspaly a reagovaly pozdě, ale



když už se probudily, tak byla jejich reakce dostatečně razantní.

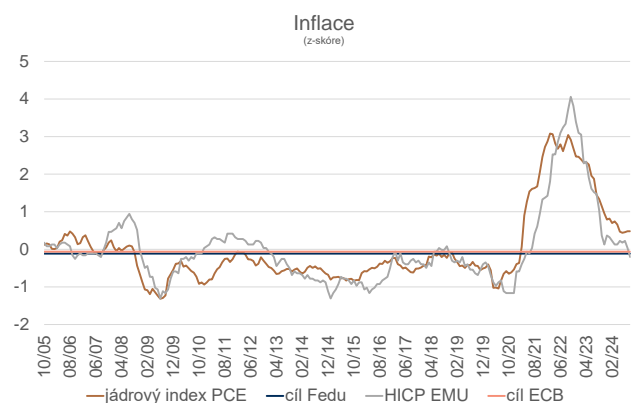
Inflaci se podařilo zpomalit do té míry, že obě centrální banky nedávno zahájily cyklus snižování sazeb. Obě však se zahájením cyklu poměrně dlouho vyčkávaly, protože dezinflace zpomalila zřetelně nad jejich cílem. Nakonec je ke snížení sazeb přiměly dva důvody. Prvním je kombinace zpoždění účinků měnové politiky s dostatečně silným přesvědčením o dalším postupném poklesu inflace. Druhým je přetrvávající slabost ekonomik eurozóny u ECB a obavy ze slábnutí trhu práce u Fedu. Pokud se inflace bude chovat zhruba tak, jak očekávají centrální banky, to znamená postupně klesat k cíli, bude její význam pro rozhodování centrálních bank o tempu a rozsahu poklesu sazeb relativně malý. Důležitější bude vývoj mezery výstupu, tedy celkové ekonomické aktivity v Evropě a trhu

práce v USA. Pro Fed je plná zaměstnanost přímo součástí jeho dvojího mandátu, pro ECB by kombinace klesající inflace a slabého růstu představovala riziko potenciálního podstřelení inflačního cíle.

Aktuální stav ekonomik a jeho příčiny

Spojené státy se těší kombinaci velmi solidního tempa růstu HDP a sice pomalé, ale stále pokračující dezinflace. EMU je na tom podstatně hůře z hlediska růstu. Stále se nemůže plně vzpamatovat z dopadů energetické krize a navíc ji trápí dlouhodobé strukturální problémy, které se očividně nedaří řešit. S inflací je na tom EMU podobně jako USA, jádrová inflace zůstává zřetelně nad cílem. Při mizerném tempu růstu v EMU, které je jednoznačně pod potenciálem růstu HDP, a poměrně slabé poptávce spotřebitelů by se dal čekat rychlejší pokles inflace. Problémem je především pomalý pokles tempa růstu cen ve službách, což pravděpodobně souvisí s historicky nízkou mírou nezaměstnanosti a s ní související tendencí k rychlejšímu růstu mezd, který se ve službách výrazně podílí na růstu nákladů, jež se pak následně promítají do cen (nákladová inflace). V USA je to podobné, zpomalování inflace brzdí hlavně služby. U CPI má v USA velký vliv růst nájmu, u preferovaného inflačního ukazatele Fedu, tedy jádrového inflačního indexu PCE, však jde podobně jako v Evropě spíše o sekundární efekty předchozího růstu cen, tedy hlavně rychlejší růst mezd (ty dohánějí ztrátu své reálné hodnoty způsobenou inflací).

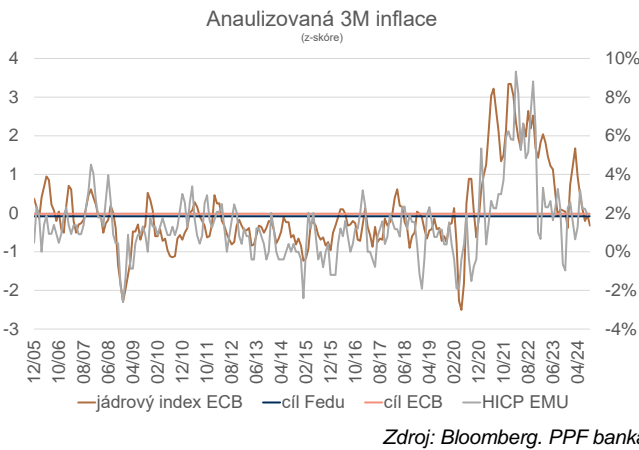
Aktuální stav inflace v historickém kontextu ilustruje



graf porovnávací vývoj preferovaných inflačních ukazatelů Fedu a ECB. Data jsou normalizována (průměr nula a směrodatná odchylka 1) pro lepší srovnatelnost. Srovnání ukazuje na značnou synchronizaci ekonomického cyklu. Celková inflace se v eurozóně sice již dotkla cíle, ale je to kvůli bazickému efektu poklesu cen energií – jádrová

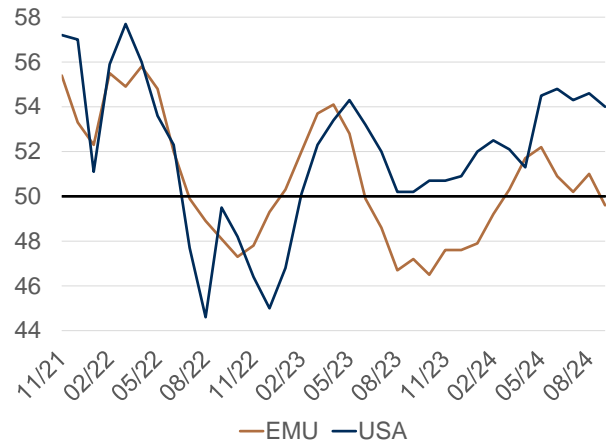


inflace je stále zřetelně nad 2 % (2,7 % v září). Podle samotné ECB se dá očekávat, že po odeznění bazického efektu se celková inflace zřetelně zvýší, takže situace bude podobná jako ve Spojených státech, kde se inflace blíží k cíli velmi pomalu. Naplňuje se tak očekávání, že po rychlém poklesu z extrémně vychýlených hodnot bude „poslední míle“ nejtěžší. V USA však momentálně meziroční inflaci zkrusluje období rychlejšího růstu cen na začátku letošního roku. Až tyto rychlejší růsty vypadnou z dvanáctiměsíčního časového okna, bude (za předpokladu, že nedojde k nečekanému a nepravděpodobnému zrychlení růstu cen) inflace blízko cíli. Tento fakt ilustruje další graf, ve kterém je vývoj anualizované tříměsíční inflace ukazující aktuální trendy. Při tomto pohledu je situace u obou centrálních bank zhruba srovnatelná, obě jsou blízko dosažení svého cíle.



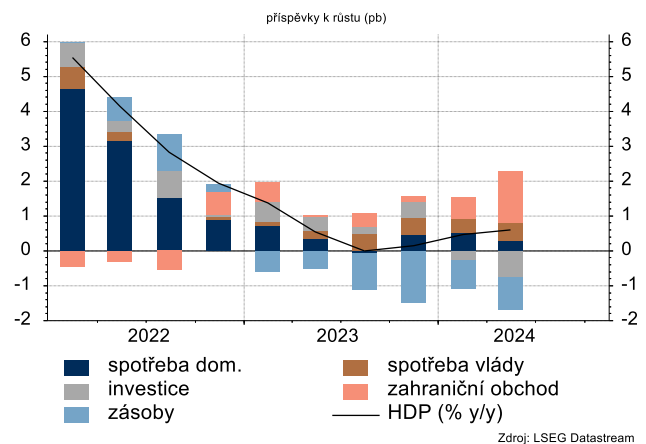
Vývoj inflace je tedy v USA a EMU relativně podobný a důležité je, že obě centrální banky jsou poměrně blízko dosažení cíle, i když ho ještě nedosáhly a jeho plné a jednoznačné dosažení bude ještě nějakou dobu trvat. Podstatně odlišná je však situace, co se týká růstu ekonomik. Důvody jsou dva: předně jde o negativní dopady energetické krize, kterou prošla Evropa a které se USA vyhnuly. Na druhém místě jsou strukturální problémy. Ty mají oba ekonomické celky, ale v Evropě jsou podstatně vážnější a především mají silnější bezprostřední dopady. Zatímco šok z energetické krize byl přechodný a ekonomiky se s ním postupně vyrovnávají, jsou strukturální problémy s časem spíše horší a zatím se nezdá, že by byla dostatečná vůle a schopnost je řešit. Vedle těchto dvou základních faktorů se EMU aktuálně potýká i s dopadem propadu spotřeby ve světě, především v Číně, což výrazně negativně ovlivňuje evropský export. To jsou důvody podstatně odlišného vývoje růstových parametrů v USA a EMU. Základní ilustraci vývoje růstu po pandemii dávají konjunkturní indexy v podobě kompozitních indexů nákupních manažerů. Připomeňme si, že hodnoty indexu nad 50 ukazují na expanzi ekonomiky, zatímco hodnoty indexu pod 50 na její kontrakci. PMI se v USA s výjimkou části roku 2022 pohybuje bezpečně

Kompozitní PMI



v expanzi a drží se v ní i aktuálně. V EMU je situace podstatně horší. Index kolísá kolem 50 a aktuálně směřuje pod tuto úroveň.

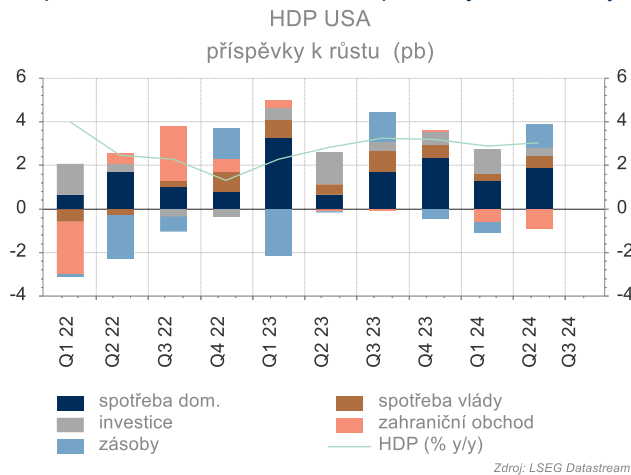
HDP EMU



Podrobnější informace nám poskytne pohled na příspěvky k HDP v USA a EMU v posledních letech. V Evropě v roce 2022 ještě dozníval bazický efekt související s hlubokým propadem ekonomiky v období protipandemických restrikcí. To ovlivnilo růst především v prvním pololetí. Ve druhém pololetí se však už začaly projevovat dopady energetické krize, inflační vlny a nakonec i růstu sazeb ECB. Naplno se však tyto negativní vlivy projevíly loni. Dna bylo dosaženo ve třetím čtvrtletí, následné oživení ale bylo slabší, než se očekávalo. Kombinace nejistoty a redukce reálných příjmů související s inflační vlnou podlomila osobní spotřebu, slabá poptávka a posléze vyšší sazby měly negativní vliv na investice. Příspěvky zahraničního obchodu byly sice v prvním pololetí letošního roku kladné, ale to je dáno slabými dovozy, ne vývozní aktivitou. Situaci eurozóny komplikuje, že jednotlivé státy jsou postiženy v různé míře



– Španělsku se daří, Německu naopak. To je faktor, který



dlouhodobě komplikuje nastavování měnové politiky ECB.

V USA byl vývoj HDP značně odlišný. Pandemická omezení skončila dříve než v EMU, takže v prvním čtvrtletí 2021 už ekonomika silně rostla a v roce 2022 tedy chyběl bazický efekt, který podpořil růst v EMU. Ekonomika procházela mírným útlumem, ke kterému přispěla především inflační vlna negativně ovlivňující osobní spotřebu a následný růst sazeb Fedu. Kombinace zvýšení sazeb a očekávaného vyčerpání úspor naakumulovaných v době pandemie vedly k předpovědím blížící se recese. Tyto předpovědi se však konzistentně nenaplnily. Přispěla k tomu především osobní spotřeba, kterou podporoval silný trh práce. Vládní programy (IRA a CHIP) podpořily investice, částečně i na úkor Evropy, která nedokázala nabídnout podobné pobídky. Solidní růst vydržel až do současnosti, nowcast atlantského Fedu GDPnow nyní ukazuje na růst HDP ve třetím čtvrtletí o 3,4 % mezičtvrtletně anualizovaně.

Jaký očekáváme další vývoj měnové politiky Fedu a ECB

Naše očekávání je jednoduché: další postupný pokles sazeb. Otázkou je samozřejmě jeho tempo a rozsah. Ve Spojených státech aktuálně probíhá tržní přecenění očekávaného vývoje sazeb směrem k jejich pomalejšímu poklesu. Přitom ještě nedávno trh počítal s tím, že Fed bude velmi agresivní. V Evropě je situace opačná, investoři začínají počítat s možností agresivního snižování sazeb. Aktuální vývoj bohužel ilustruje nepříjemný fakt, že jak centrální banky, tak trh jsou příliš citlivé na jednotlivé makroekonomické údaje a nadměrně reagují na jejich přirozené fluktuace. U trhu jde patrně o psychologický dozvuk šoků, kterými jsme prošli a které podstatně ztížily odhad budoucího vývoje. Situace se však už do značné míry znormalizovala a pozornost jak centrálních bank, tak trhu by se proto měla přesouvat od bezprostředně aktuálních dat ke střednědobému výhledu. Centrální banky

však momentálně podle všeho upřednostňují „risk-manazérský“ přístup k měnové politice, to znamená, že se namísto klasické politiky orientující se podle střednědobého vývoje inflace a mezery výstupu (jak ji reprezentuje například Taylorovo pravidlo) zaměřují spíše na aktuální rizika a snahu o jejich omezení. To byl pravděpodobně důvod, proč v reakci na jednorázově slabá data z trhu práce reagoval Fed neobvykle razantním snížením sazeb. Tato změna v přístupu k měnové politice jednak snižuje předvídatelnost centrálních bank a jednak vnáší větší nejistotu a volatilitu na finanční trhy, které mají tendenci ostřeji přeceňovat svoje sázky na budoucí vývoj sazeb v reakci na přicházející data. Ze stavu, kdy se ještě poměrně nedávno centrální banky snažily využít ovlivňování a řízení očekávání jako další nástroj měnové politiky, jsme se tak vrátili zpět hluboko do devadesátých let, kdy tehdejší prezident Fedu A. Greenspan využíval „fedspeak“, tedy záměrně matoucí a nejasné vyjadřování s cílem zamlžit výhled měnové politiky a donutit investory uplatňovat vlastní názor. Podle našeho mínění však má větší smysl modernější přístup, tedy řízení očekávání, protože jednak zvyšuje účinnost měnové politiky a jednak je v souladu s jejím střednědobým charakterem daným zpožděnou účinností prováděných měnověpolitických opatření.

Závěr

Náš odhad je založen na přesvědčení, že bude pokračovat trend dezinflace a centrální banky se v příštím roce dostanou na svůj cíl. Trh práce v USA nehledě na poslední překvapivě silné údaje trendově slábne. Trendově klesá počet vytvořených pracovních míst a k tomu symetricky roste míra nezaměstnanosti. Slábnutí trhu práce se projevuje i v průzkumech spotřebitelské důvěry a vede k poklesu počtu lidí dobrovolně opouštějících zaměstnání, většinou kvůli přechodu na lépe placenou práci. To způsobuje zpomalování tempa růstu mezd, i když jeho úroveň zůstává nadále zvýšená. V Evropě je situace podobná v tom, že hlavním zdrojem rizik pro vývoj inflace jsou mzdy. Trh práce zůstává vzhledem k nevalné výkonnosti evropských ekonomik překvapivě silný, ale i zde se stejně jako v USA projevují příznaky slábnutí. Aktuálně jsou nejsilnější tlaky na růst mezd paradoxně ve slabém Německu, což je jeden z faktorů komplikujících ECB situaci.

Americké ekonomice se zatím daří usvědčovat skeptiky z omylu. Síla ekonomiky má však zřetelné trhliny. Osobní spotřebu táhne menšina zámožných Američanů, chudším se však daří nevalně a stále hůře. Ilustrací je růst problémových úvěrů na kreditních kartách. Podle našeho názoru je jen otázkou času, kdy americká ekonomika začne konečně ztrácet dech. A na druhé straně Atlantiku bude patrně pokračovat jen pozvolný rozjezd evropských ekonomik, především německé, což je dáno primárně strukturálními problémy.



Vyhlídky vývoje sazeb jsou podle našeho názoru jasné. Počítáme s pozvolným poklesem sazeb tempem jedno snížení o 25 bb na jedno zasedání. Konečnou úroveň sazeb aktuálně odhadujeme na 3 % v USA a 2 % v EMU. V obou případech by se na tuto úroveň měly sazby dostat příští rok. Přesto je nutné počítat s pokračující tržní volatilitou související s měnícími se náladami trhu. Letos jsme přešli od optimismu na přelomu roku k pesimismu po několika vyšších inflačních údajích v USA (při takových příležitostech se vždy objeví spekulace o „další vlně inflace“). Lepší se inflační data vedla k návratu optimističtější nálady, kterou vystřídala panika po slabších datech z trhu práce a sázky na dramatický pokles sazeb. No a teď jako na obrtlíku máme zase na talíři zastavení snižování sazeb a (světě div se) možná i další inflační vlnu. Přitom může stačit jedna série slabých dat a trh opět otočí...



Obrázek české ekonomiky se příliš nemění. Průmysl i stavebnictví zatím marně čekají na růstový impuls, na druhé straně spotřeba domácností pokračuje v nastartovaném oživení. Inflace zůstává v cílovaném inflačním pásmu, i když volatilní ceny potravin ji v minulých dvou měsících posunuly vzhůru.

Ekonomická aktivita

Průmyslová výroba v srpnu vykompenzovala červencový propad. Konkrétněji červencový pokles v automobilovém průmyslu o 6,2 % y/y, který byl způsoben posunem celozávodních dovolených, byl nahrazen růstem o 14,4 % y/y. Kumulovaně výroba automobilů od ledna do srpna poklesla o 1,6 % v porovnání se stejným obdobím předchozího roku. Nejedná se tedy o nastartování nového trendu, ale spíše o měsíční volatilitu. Ostatní odvětví pokračují v klesajícím trendu. Dlouhodobě se nedaří především sektoru strojírenství. Relativně velká volatilita panuje i v nových objednávkách, ale srpnové výsledky, které ukázaly více než 10% růst, potvrzují opatrný obrat k lepšímu.

Také výsledky stavebnictví byly relativně příznivé, i když srpnový růst byl jen marginální (0,4 % y/y). Detailní pohled ukazuje, že situaci ve stavebnictví zachraňuje jednoznačně inženýrské stavebnictví, zatímco pozemnímu se dlouhodobě nedaří.

V rostoucím trendu pokračuje spotřeba domácností, která již od konce loňského roku překonává očekávání. Nejinak tomu bylo i v srpnu, kdy maloobchodní tržby vzrostly o 5,3 %, zatímco trh čekal růst o 4,3 % y/y. I přes svižný růst v letošním roce zůstávají maloobchodní tržby v reálném vyjádření stále pod předcovidovými hodnotami, a to zhruba o 3,5 %. Spotřebu domácností podporuje a nadále by měl v letošním i příštím roce podporovat silný trh práce a růst reálných mezd. Trh práce zůstává silný, i když určité uvolnění je patrné. V září nezaměstnanost mírně narostla na 3,9 %. To z části reflektuje nové absolventy přicházející na trh, ale obvykle v září zůstává

nezaměstnanost stabilní. Také vysoká míra úspor domácností, která ve 2. čtvrtletí oproti prvnímu vzrostla na 18,7 %, zůstává vysoko nad dlouhodobým průměrem a ukazuje, že prostor pro navýšení spotřeby stále existuje.

Inflace a centrální banka

I když spotřebitelské ceny v září meziměsíčně poklesly o 0,4 %, díky nízké srovnávací základně (v září loňského roku ceny meziměsíčně poklesly o 0,7 %) vzrostly spotřebitelské ceny meziročně o 2,6 %. To je o 0,4 pb více než v srpnu a o 0,2 pb více, než jsme čekali. Odchylna byla způsobena hlavně cenami potravin, které neočekávaně vzrostly o 0,8 % m/m a 0,6 % y/y. K meziroční inflaci tak přispěly 0,1 %, my jsme očekávali, že inflaci naopak potáhnou směrem dolů (v srpnu potraviny ubraly z inflace 0,3 pb). Na růstu cenové hladiny se podle očekávání podílely i ceny v oddíle bydlení (nájemné, vodné a stočné i elektřina), více, než jsme čekali, vzrostly i ceny v oddíle vzdělávání. To má ale ve spotřebitelském koši váhu jen 0,7 % a má tak jen malý vliv na celkový výsledek. Naopak směrem dolů táhly inflaci ceny pohonných hmot.

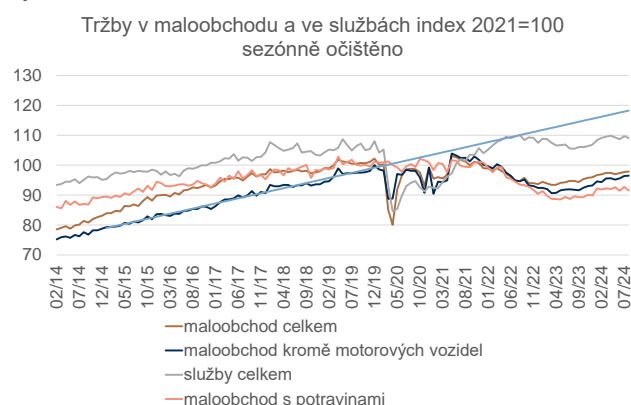
Nemůžeme vyloučit, že zářijová vyšší než očekávaná čísla budou mít vliv na rozhodování ČNB o sazbách. Růst cen služeb zůstává zvýšený. V září ceny služeb vzrostly o 5 % y/y, zatímco ceny zboží pouze o 1,2 %. Na druhou stranu na rozdíl od celkové inflace, jádrová inflace (2,3 %) byla o desetinu nižší, než očekávala ČNB.

My zatím neměníme svou předpověď dvou snížení sazeb v letošním roce až na 3,75 %. Aktuální sazby jsou restriktivní a věříme, že ČNB nebude chtít zbytečně tlumit již tak slabou ekonomickou aktivitu, ale po zářijovém překvapení je možné, že se inflace v prosinci dostane nad 3 %, proto se zvyšuje pravděpodobnost, že sazby letos skončí na 4 %.

Rizika

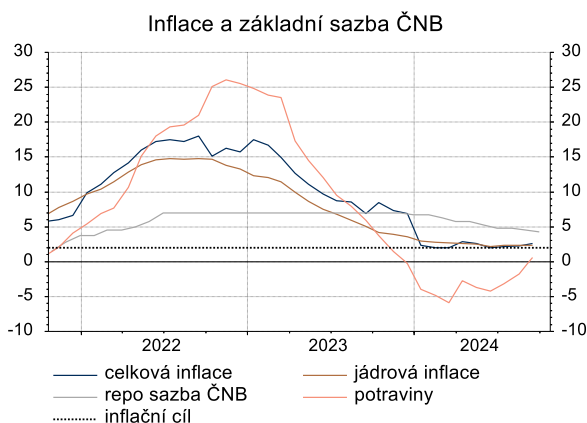
Česká republika profituje z nízkých cen energií, ale napjatá geopolitická situace tento trend může zvrátit, což by ohrozilo aktuální křehké oživení energeticky náročné české ekonomiky.

Spotřeba domácností nadále nabírá na síle



Zdroj: ČSÚ

Inflace kvůli potravinám překonala očekávání



Zdroj: LSEG Datastream



ECB přechází ze čtvrtletního snižování sazeb na snižování jednou za šest týdnů, po každém měnověpolitickém zasedání. Jak dlouho jí to vydrží, bude záležet na přicházejících datech. Prozatím data potvrzují slabý ekonomický růst a pokračování deflačních tendencí.

Ekonomická aktivita

V uplynulém měsíci překvapila data z německé ekonomiky převážně pozitivně. I když celkový obrázek stagnující německé ekonomiky se nemění, první příznivá data mohou naznačovat, že všechny překážky ekonomického růstu nemusí být nepřekonatelné. Statistiky asociace výrobců automobilů VDA ukázaly na překvapivou sílu tohoto odvětví během léta. Volatilita způsobená přesuny celozávodních dovolených byla sice značná, ale po 30% meziměsíčním růstu v srpnu přišel v září jen nepatrný pohyb zpět. Optimismus naopak snižují statistiky nových objednávek, které zůstávají stále slabé.

Překvapivě dobrá byla i data maloobchodních tržeb, které německý statistický úřad vydal se zpožděním kvůli technickým problémům. Data za období od května do srpna ukázala růstový trend, i když velmi pozvolný. Také indexy PMI překvapily pozitivně, když přerušily 4 měsíce trvající klesající trend. Kompozitní index vzrostl o 0,9 bodu, ale stále zůstává pod 50.

Data za celou eurozónu ukázala, že průmyslová produkce v srpnu vzrostla o 1,8 % m/m a meziročně stagnovala (0,1 %). Po dlouhé době tak neskončila v záporných číslech, což je dobrá zpráva, ale je třeba mít na paměti, že data byla ovlivněna celozávodními dovolenými v červenci.

Co se týká výhledu ekonomiky, předstihové indikátory zůstávají slabé. Zklamání ze zářijových PMI bylo sice trochu vykompenzováno následnou revizí, ale posun v říjnu byl jen marginální. Kompozitní PMI zůstává pod 50.

Inflace a centrální banka

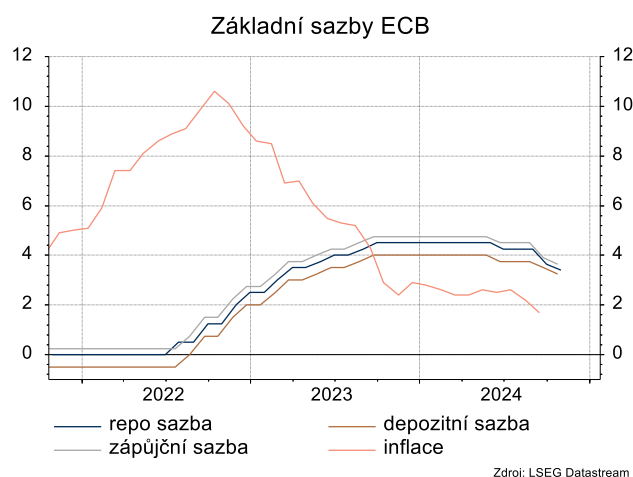
Inflace klesá. V září se poprvé po více než třech letech dostala pod 2% inflační cíl. Růst cen o 1,7 % byl ale z velké části způsoben klesajícími cenami energií. Jádrová inflace zůstává stále zvýšená, i když poslední hodnota 2,7 % byla o 0,1 pb nižší, než očekával trh.

Kombinace klesající inflace a slabého oživení ekonomiky vedla ECB k rozhodnutí snížit opět základní sazbu o 25 bb. Depozitní sazba je tak aktuálně na 3,25 %. Rozhodnutí bylo tentokrát jednomyslné a trhy očekávané. Na tiskové konferenci prezidentka Lagarde prezentovala rozhodnutí snížit sazby jako důkaz flexibility Rady guvernérů a zdůraznila, že i nadále bude rozhodování záviset na přicházejících datech a nezavazuje se k žádné předem definované trajektorii sazeb. Do prosincového zasedání bude mít Rada guvernérů k dispozici inflaci za říjen a listopad a na její rozhodování budou mít vliv i růstové ukazatele. Především ty předstihové. Pokud neukážou obrat k lepšímu, domníváme se, že je velká pravděpodobnost, že ECB na prosincovém zasedání opět sazby sníží. Na prosincovém zasedání bude mít ECB k dispozici i novou prognózu, ale současné nastavení Rady guvernérů spíše ukazuje na důležitost aktuálních dat než nejistých predikcí. Očekáváme, že ani prosincové snížení sazeb ale nebude poslední. Slabý růst reálné ekonomiky by měl podpořit další pokles jádrové inflace a vytvořit tak prostor pro další měnové uvolňování.

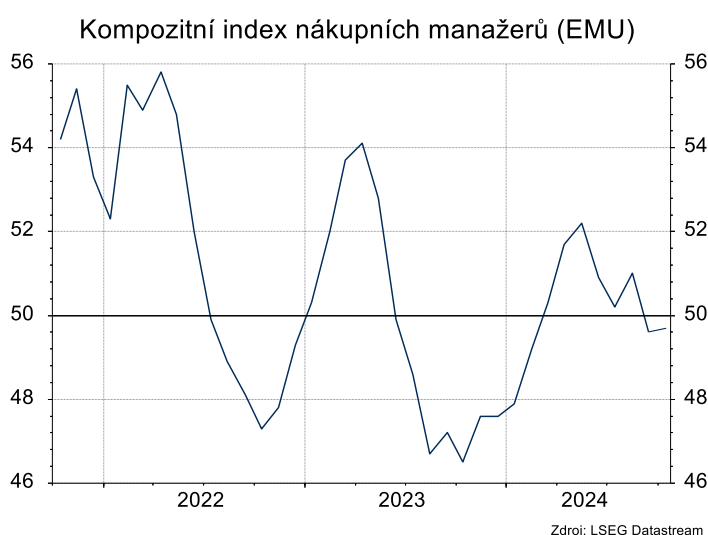
Rizika

Kromě vlastní neakceschopnosti k nastartování nutných strukturálních reforem představuje pro EMU velké riziko vnější prostředí. Geopolitické napětí se lehce může promítnout do cen energií a napjaté vztahy s Čínou a zavádění cel na její dovozy se může stát EMU díky vysoké propojenosti dodavatelsko-odběratelských řetězců krutě vymstít.

ECB zrychluje snižování sazeb.



Konjunkturální indexy oživení nepředpovídají.



Překvapivě silná data z trhu práce, silná osobní spotřeba v HDP a mírně vyšší inflace (CPI) vedly investory k radikálnímu přehodnocení výhledu vývoje sazeb Fedu. Od extrému v podobě tří snížení o 50 bb v letošním roce jsme se dostali do dalšího extrému, tedy zastavení snižování sazeb. Trh reaguje na jednotlivé aktuálně zveřejňované údaje (především data z trhu práce) přehnaně až hystericky a příliš si nevšímá střednědobých tendencí a trendů. Podle našeho názoru však není důvod měnit naše očekávání: postupný pokles sazeb v pravidelném tempu 25 bb na každém zasedání FOMC.

Ekonomická aktivita

Po smíšených datech z trhu práce v předchozím měsíci byla tentokrát data jednoznačně silná. Opět mírně klesla míra nezaměstnanosti a opět rychleji, než se čekalo, rostly mzdy, ale tentokrát navíc výrazně očekávání překonal i růst počtu pracovních míst, navíc byly směrem nahoru i revize za poslední měsíce. Trh práce sice chladne, ale pomalu, a Fed se tedy nemusí obávat, že by v blízké budoucnosti došlo k jeho kolapsu. Silný trh práce také nadále podporuje osobní spotřebu, jak dokumentovaly silné údaje o maloobchodních tržbách, ale množí se informace, že slabší příjmové skupiny mají rostoucí potíže a že sílu osobní spotřeby stále více zajišťují vysokopříjmové skupiny obyvatelstva. Průmyslová produkce tentokrát zklamala, ale roli pravděpodobně sehrály jednorázové faktory. Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby byly solidní (celkový údaj zhoršily nižší objednávky letadel, ale údaj očištěný o dopravní a vojenskou techniku překonal solidně očekávání). Konjunkturální indikátory se nijak výrazně nemění. Poslední předběžný PMI ukázal trvalý kontrakti výrobních odvětví a solidní expanzi služeb. Konečně

kvalitativní hodnocení v podobě Běžové knihy Fedu vyznívá podstatně hůře než kvantitativní data. Možným důvodem je, že prosperita se koncentruje do poměrně úzkého okruhu odvětví a širší ekonomika je na tom hůře, než ukazují celková čísla.

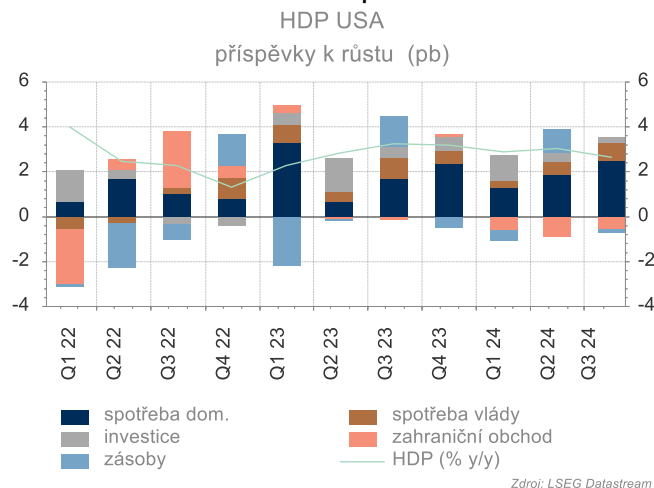
Inflace a centrální banka

Inflace měřená CPI byla opět mírně vyšší, než se čekalo, ale ne natolik, aby to změnilo dezinflační trajektorii. Část trhu se se začíná obávat další vlny inflace, ale my pro to zatím nevidíme důvod. Obavy se hodně opírají o možnost zvolení D. Trumpa novým americkým prezidentem s jeho sliby zavedení vysokých dovozních cel. Americká ekonomika je však poměrně uzavřená a v CPI dominují služby, zejména nájmy, tedy neobchodovatelné zboží. Pokud bude dál postupně slábnout trh práce, mělo by to vést k nižšímu růstu mezd, tedy mzdových nákladů a tedy i ke zpomalení inflace ve službách, což by Trumpova cla mělo více než dostatečně kompenzovat. Ani mluvčí Fedu zatím nijak nemění výhled vývoje měnové politiky, takže počítáme s dalším poklesem sazeb.

Rizika

Prezidentské volby se rychle blíží a s tím roste neklid a nervozita investorů po celém světě. Obavy vzbuzuje hlavně možnost zvolení D. Trumpa podruhé prezidentem a jeho sliby radikálních ekonomických opatření, především ochranná politika v zahraničním obchodě. Před prvním zvolením však byly trhy podobně nervózní a následně k žádné katastrofě nedošlo, naopak první dva roky jeho působení byly ekonomicky poměrně úspěšné. Rizikem je i neklid a nestabilita v případě těsného výsledku a jeho případného zpochybňování. Důležité také bude, jak dopadnou volby do kongresu, zda bude mít nový prezident podporu díky vítězství své strany, nebo zda bude mít kongres a prezident opačné barvy.

Růst ve třetím čtvrtletí táhla osobní spotřeba.



Počet nabízených pracovních míst, přijatých zaměstnanců i dobrovolných odchodů pokračuje v poklesu.



EUR/USD

Říjen přinesl u kurzu eura k dolaru nečekaný zvrat. Dolar po celý měsíc výrazně posiloval a z hladin těsně pod 1,12 se dostal až do okolí 1,08. Prvotní příčinou byla nečekaně silná data z trhu práce, která trh přesvědčila, že předchozí obavy z jeho slabosti a následného rychlého poklesu sazeb nejsou namístě. K síle dolaru dále přispěla mírně vyšší inflace a následný obrat trhu od očekávání rychlého poklesu sazeb až k očekávání zastavení jejich snižování. Na druhé straně Atlantiku kombinace slabosti ekonomiky, příznivého vývoje inflace a holubičích vystoupení některých členů bankovní rady ECB pohyb inspirovaný vývojem v USA podpořily. Koncem měsíce se přidalo i rostoucí očekávání vítězství D. Trumpa v prezidentských volbách, což z hlediska trhu implikuje ochranářskou politiku v zahraničním obchodě, která by měla prospět dolaru. Pokud by Trump skutečně vyhrál, mohlo by to dolaru dát impuls k dalšímu posílení, ale výsledek prezidentských voleb není ani zdaleka jediný faktor s výrazným dopadem na kurz. Důležitá budou také makrodata a vystoupení činitelů centrálních bank. Výhled vývoje kurzu je aktuálně značně nejistý: stejně jako se rychle a nečekaně kurz otočil k posilování dolaru, může dolar v reakci na nová data oslabit zpátky nad 1,10.

EUR/CZK

Nálada na globálních trzích české koruně v říjnu příliš do karet nehrála. Růst amerických tržních sazeb také přispěl k tomu, že se česká měna dostala do defenzivy. Koruna od počátku měsíce postupně oslabovala z 25,1 vůči euru až nad 25,35. Část svých ztrát dokázala do konce měsíce sice smazat, ale v nejbližší době bude hledat impulzy pro posílení jen těžko. Nejistota ohledně amerických voleb, ale i budoucích kroků hlavních centrálních bank koruně příliš nesvědčí.

Budoucí vývoj koruny je velmi obtížné odhadovat. Koruna v poslední době reaguje spíše na vnější impulzy než na domácí dění. Podle našeho názoru bude i nadále mírně pod tlakem a v nejbližších týdnech se bude pohybovat v okolí 25,2–25,3 EUR/CZK. Ve střednědobém pohledu ale předpokládáme, že by se koruna mohla dostat zpět k 25 EUR/CZK s tím, jak budou hlavní centrální banky postupně snižovat sazby a jak by se mohla snižovat riziková averze na trhu v reakci na postupné oživení reálné ekonomiky v EU.

Dluhopisy

Stejně prudký jako obrat kurzu eura k dolaru byl i obrat na dluhopisových trzích. Na začátku října se výnos amerického desetiletého státního dluhopisu pohyboval poblíž 3,7 %, na jeho konci poblíž 4,3 %, tedy rozdíl zhruba 50 bb. Krátký konec křivky navíc rostl ještě mírně rychleji než dlouhý, což ukazuje na radikální přehodnocení výhledu

vývoje sazeb. Na dlouhý konec křivky by přitom teoreticky změna krátkodobých očekávání neměla mít tak zásadní vliv. Stejně tak výhled na zvolení rozpočtově nezodpovědné administrativy (což je jeden z důvodů uváděných pro růst výnosů na dlouhém konci křivky) těžko může takový pohyb vysvětlit. Zadlužování USA je dlouhodobý proces a ať už bude zvolen Trump, nebo Harrisová, na jeho tempo to nebude mít zásadní trvalý vliv. Nejpravděpodobnější vysvětlení říjnového růstu výnosů (a propadu cen) dluhopisů je tak starý dobrý sentiment a tendence trhu reagovat přehnaně. Platí to jak pro reakci na slabá data v září, kdy trh chvíli počítal až se třemi sníženími sazeb Fedu o 50 bb do konce letošního roku, tak pro současnou úplně opačnou situaci. K nervozitě a destabilizaci přispěl i Fed svým rozhodnutím zbytečně použít snížení sazeb o 50 bb v situaci, která to nevyžadovala. Podle našeho názoru je současný pohyb dočasný a trh se střednědobě vrátí na výrazně nižší úroveň výnosů. Přispět by k tomu měla jak data, která by měla potvrdit návrat inflace na cíl Fedu a tendenci k postupnému slábnutí trhu práce, tak Fed, který by měl pokračovat ve snižování sazeb stabilním tempem 25 bb na zasedání.

V Evropě podobně jako v USA rostly výnosy na dlouhém konci křivky (avšak citelně méně než v USA), ale krátký konec klesal, takže na rozdíl od USA zde rostla strmost křivky. Důvodem jsou spekulace na rychlejší pokles sazeb (až o 50 bb v prosinci) kvůli kombinaci uspokojivého vývoje inflace a slabého růstu. Vývoj v Evropě je podle našeho názoru podstatně logičtější a také udržitelnější než v USA, sentiment zde řádil méně, jestli vůbec. Proto také čekáme, že se současné trendy zhruba udrží, budou je jen relativně lehce modifikovat přicházející data a komunikace činitelů ECB. Ta je v poslední době značně rozporná – část členů prosazuje snížení o 50 bb v prosinci, část je podstatně opatrnější. To dává trhu legitimní důvod k nejistotě a kolísání.

České výnosy se v souladu s vývojem ve světě posunuly nahoru, dlouhý konec křivky mírně více než krátký. Domácí faktory tentokrát hrály menší roli. Vývoj sazeb ČNB se zdá jasný a na rozdíl od Fedu a ECB nedošlo k žádným posunům. Předpokládáme, že v listopadu bude česká křivka opět především pod vlivem pohybů na hlavních trzích. Střednědobě by se měly výnosy vrátit na nižší úroveň, předpokladem je uklidnění situace v USA a následný globální pohyb výnosů níže.

Akcie

Indexy na hlavních akciových trzích v říjnu převážně rostly. Nejlépe se jako obvykle dařilo USA (S&P500 +2,2 %, NASDAQ100 +3,9 %). Německý DAX rostl o poznání pomaleji (+1,3 %). Akciím pomohl dobrý stav ekonomiky v USA a solidní výsledky většiny firem. U technologických akcií se zmírnila skepse vůči společnostem zaměřeným na AI, takže ostře sledovaná Nvidia pokořila nová historická



maxima. Hůře na tom byli výrobci polovodičových součástek bez vazby na AI. Neklid a nejistota na trh vnášely především blížící se volby a do jisté míry nejistota ohledně vývoje sazeb centrálních bank. Prezidentské volby v USA mohou dát akciovým trhům impuls, ale podle našeho názoru by měl být relativně omezený a krátkodobý. Důležitější bude, jaký aktuální stav a pravděpodobný budoucí vývoj budou signalizovat makroekonomické údaje a nejdůležitější budou výsledky společností a jejich odhady budoucí výkonnosti. Aktuální stav v USA se dá označit za dobrý, v Evropě za slabší, ale zvládnutelný. Kromě ekonomiky může být problémem pro společnosti geopolitika, především zhoršující se vztahy mezi Západem a Čínou, a tím pádem postupná ztráta obrovského čínského trhu. Celkově bude patrně pokračovat postupný drift indexů nahoru, ale riziko náhlé korekce v reakci na šok je stále vysoké.

Pražská burza v souladu s vývojem na hlavních trzích rostla, tempo bylo velmi slušné (+2,3 %). Rostla převážná většina akcií, nejvíce Moneta (+5,9 %) a Tabák (+4,4 %). Oběma společnostem pomohly zveřejněné výsledky. Na opačném konci skončily Photon Energy (-10,9 %) a Colt (-4,2 %). U obou trvá tendence k poklesu už nějaký ten měsíc. Předpokládáme, že index PX bude především pod vlivem ve světě, domácí faktory budou ovlivňovat detaily vývoje jednotlivých firem.

Kredit

Štědrý den nás sice čeká až za pár týdnů, ale už teď lze přívlastkem štědrý směle označit i celý letošní rok. Jak vyplývá z analýzy poradenské firmy Deloitte, emisní aktivita českých firem dosáhla jen za první letošní pololetí prakticky stejných úrovní jako za celý rok 2023. Celkový objem 35 miliard korun umístěných v rámci 110 transakcí ukazuje zároveň i na enormní absorpční kapacitu tuzemských investorů, která zůstávala poslední roky trestuhodně ležet ladem.

Stejně jako po celý rok i v říjnu jsme měli pro naše klienty připraveno hned několik možností k investici. Hned zkraje měsíce byla vypořádána duální tranše dluhopisů Škoda, kdy se souhrnný objem za eurovou i korunovou emisi přiblížil hranici 600 milionů korun. K tomu jsme společně s J&T a UniCredit stihli znovu vyprodat celý plánovaný objem dluhopisů KKCG, které se tentokrát ucházely o přízeň eurových investorů. S výnosem 5,9 % a pětiletou splatností se po 160 milionech eur doslova zaprášilo. Ani ostatní distributoři ale nezaháleli, a tak spatřil světlo světa pětiletý dluhopis developera Trigema s fixním výnosem 7,35 % v nominální hodnotě 1 miliardy korun. Posledním dluhopisem, který stojí za zmínku, byl pětiletý dluhopis majitele lékárenské sítě Dr. Max. S ročním kupónem 6,75 % se třem bankám podařilo umístit dluhopisy v objemu 1,25 miliardy korun.

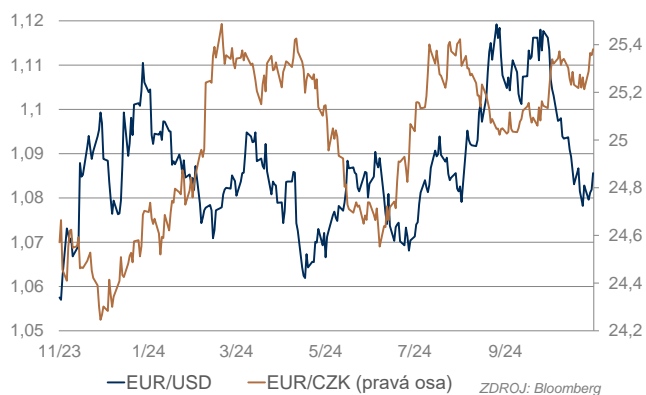
Komodity

Trh s ropou byl v říjnu ovlivněn především geopolitikou, konkrétně nedobrym vývojem na Blízkém východě. Stupňující se napětí mezi Izraelem a Íránem je největší problém. Nepřímý příslib Izraele, že nebude útočit na íránskou ropnou infrastrukturu, poslala cenu ropy z hodnot nad 80 USD/brl na začátku měsíce zpět lehce nad 70 USD/brl (platí pro Brent). Tendence k nižší ceně ropy při poklesu vnímaného geopolitického rizika je dána relativní slabostí světové ekonomiky, což se týká v první řadě Číny a Evropy. Nabídka ropy je přes všechny geopolitické problémy více než dostatečná. OPEC nemá sílu tlak na cenu ropy zastavit, protože stabilně roste produkce USA. Ta se už dostala jasně nad předcovidová maxima. Dostatečná nabídka v kombinaci se spíše slabší poptávkou by měla vydržet i nadále, takže pokud nepotlačí cenu nahoru eskalace geopolitického napětí, měli bychom v příštích měsících vidět cenu ropy na současných nebo ještě nižších úrovních.

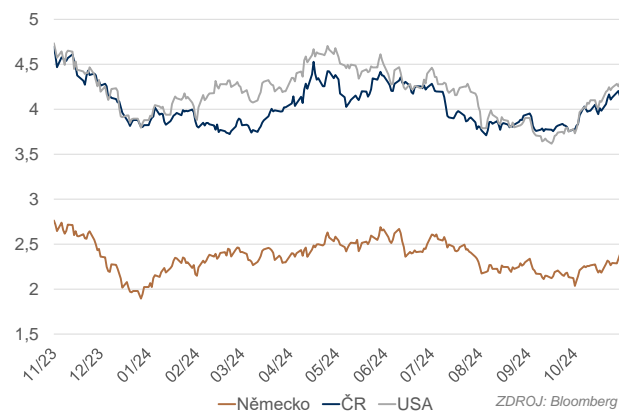
Podobně jako u ropy i u zlata je stav stabilní. V tomto případě je tímto stavem růstový trend, který už nějakou dobu vypadá nezastavitelně. V říjnu zlato překonávalo jedno historické maximum za druhým a v závěru měsíce se dostalo až lehce pod 2 800 USD/oz. U růstového trendu zlata hraje aktuálně podle všeho značnou roli momentum, ale fundamentální faktory v podobě vážných geopolitických problémů a nákupů centrálních bank trvají. Na některé obvyklé faktory přitom zlato aktuálně prakticky nereaguje – růstový trend prakticky neovlivnilo ani posílení dolaru, ani růst výnosů dluhopisů. Kam až se cena zlata dostane, je aktuálně nemožné odhadnout, trend může pokračovat prakticky neomezeně a momentálně není vidět impuls, který by ho otočil.



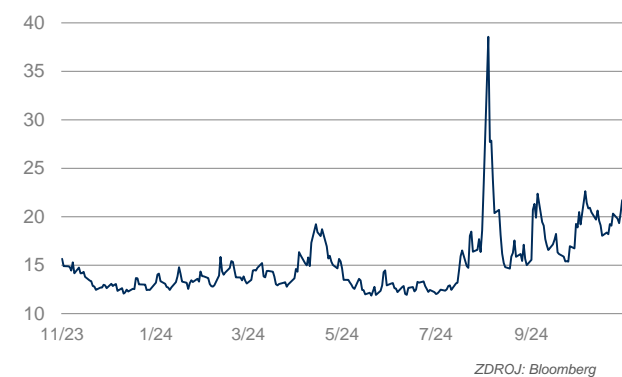
Devizové kurzy



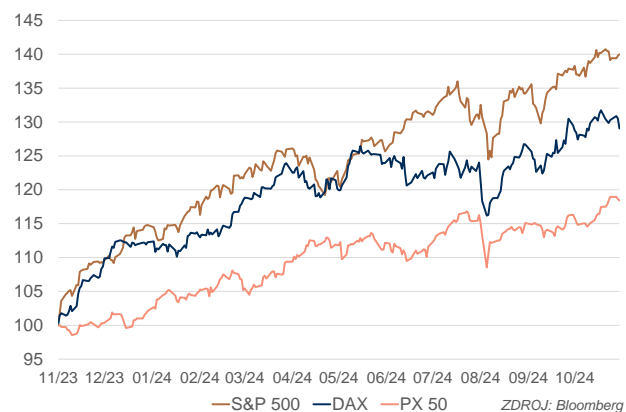
Dluhopisy (10 let)



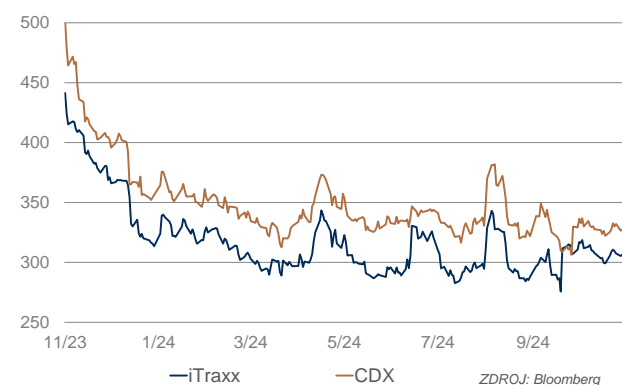
Index volatility VIX



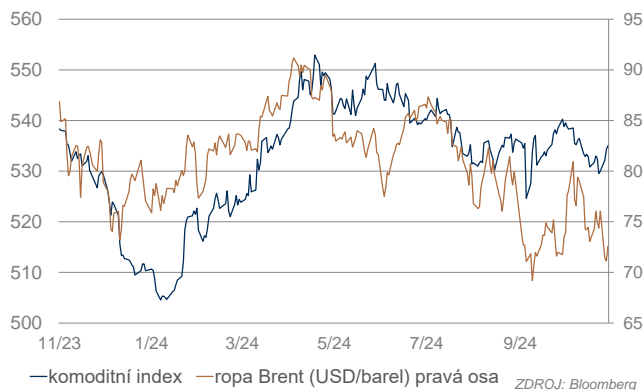
Akciové indexy (1. 11. 2023 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	M-12	M-1	SOUČASNÁ HODNOTA	3 M		6 M		12 M	
				ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	5,25-5,50	5,25-5,50	4,75 - 5,00	4,25 - 4,50	↓	3,25 - 3,50	↓	2,75 - 3,00	↓
ECB (depo)	4,0	3,5	3,25	2,75	↓	2,25	↓	2	↓
ČNB	7,0	4,50	4,25	3,75	↓	3,25	↓	3	↓
KURZY									
EUR/USD	1,06	1,11	1,09	1,10	↑	1,12	↑	1,14	↑
EUR/CZK	24,6	25,2	25,3	25,2	↓	25,0	↓	24,8	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	5,09	3,64	4,16	3,7	↓	3,5	↓	3,5	↓
US dluhopis 10y	4,93	3,78	4,27	3,6	↓	3,5	↓	3,4	↓
Něm. dluhopis 2y	3,02	2,07	2,28	2,2	↓	2,2	→	2,2	↓
Něm. dluhopis 10y	2,81	2,12	2,40	2,2	↓	2,2	→	2,2	→
České dluhopisy 2y	5,36	3,42	3,58	3,4	↓	3,2	↓	3,2	→
České dluhopisy 10y	4,71	3,74	4,12	3,7	↓	3,6	↓	3,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	486,3	321,9	329,9	315	↓	305	↓	290	↓
EMU iTraxx 5y	437,9	288,3	310,8	290	↓	285	↓	270	↓
AKCIE									
S&P 500	4193,8	5762,5	5813,7					6000	↑
Eurostoxx 50	4061,1	5000,5	4847,7					5200	↑
DAX	14810,3	19324,9	19165,2					20000	↑
CSI 300	3572,5	4017,9	3891,0					4000	↑
PX 50	1366,5	1611,2	1643,7					1650	↑

* 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

	2024				2025*				2023	2024*	2025*	2026*
	Q1	Q2	Q3*	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,4	0,6	1,3	2,0	2,8	3,0	2,8	2,5	0,0	1,1	2,8	2,4
soukromá spotřeba	1,5	1,1	2,6	2,7	3,2	3,7	3,7	3,5	-2,9	2,0	3,5	3,1
vládní spotřeba	3,5	3,0	2,0	1,7	0,7	0,8	0,7	0,7	3,5	2,6	0,7	0,7
investice	-0,7	-1,5	-0,8	0,2	3,1	3,6	4,2	3,9	2,7	-0,7	3,7	3,0
dovoz	-2,0	-0,7	2,0	5,1	5,5	6,5	6,6	6,3	-0,6	1,1	6,2	5,4
vývoz	1,2	1,3	3,3	3,5	3,5	4,5	4,7	4,7	3,0	2,5	4,3	4,8
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,2	3,8	3,6	3,6	3,9	3,9	4,0	4,0	3,6	3,8	4,0	4,0
inflace (% y/y)	2,1	2,5	2,0	2,3	2,2	1,7	1,9	2,0	10,7	2,2	2,0	2,0
běžný účet (% HDP)	5,7	-1,2	-1,8	0,4	4,1	-0,1	-2,7	-0,5	0,4	0,7	0,1	0,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,8	-2,8	-2,5	-1,7
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	42,4	44,1	45,1	45,3

Evropská měnová unie

	2024				2025*				2023	2024*	2025*	2026*
	Q1	Q2	Q3*	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,5	0,6	0,8	1,0	1,0	1,1	1,3	1,3	0,4	0,7	1,2	1,4
soukromá spotřeba	1,0	0,6	0,6	0,8	0,8	1,2	1,4	1,4	0,7	0,7	1,2	1,4
vládní spotřeba	2,0	2,5	1,6	1,1	1,2	0,9	0,9	0,9	2,2	1,6	0,8	0,9
investice	-1,2	-3,3	-2,7	-3,2	-1,2	1,3	1,4	1,8	2,2	-2,5	0,9	2,0
dovoz	-2,2	-1,3	1,1	1,2	2,4	2,6	2,6	2,6	-1,2	-0,2	2,6	2,5
vývoz	-0,9	1,6	3,4	3,4	2,9	2,2	2,3	2,5	-0,7	1,9	2,5	2,3
nezaměstnanost (%)	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4	6,6	6,5	6,5	6,3
inflace (% y/y)	2,6	2,5	2,2	2,1	2,0	1,9	1,9	2,0	5,5	2,4	2,0	2,0
jádrová inflace (% y/y)	3,1	2,8	2,9	2,9	2,0	1,9	1,9	2,0	5,5	2,4	2,0	2,0
běžný účet (% HDP)	2,1	2,6	2,4	2,5	2,8	2,8	2,6	2,7	1,7	1,7	1,8	2,8

Spojené státy americké

	2024				2025*				2023	2024*	2025*	2026*
	Q1	Q2	Q3*	Q4*	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	2,9	3,0	2,5	2,0	2,0	1,7	1,7	1,9	2,9	2,6	1,8	2
soukromá spotřeba	2,2	2,7	2,8	2,3	2,3	2,0	1,7	1,8	2,5	2,4	1,9	2
vládní spotřeba	3,5	3,5	2,5	2,0	1,9	1,4	1,3	1,3	3,9	2,9	1,4	1,1
investice	5,5	5,6	3,6	3,9	3,6	2,3	2,6	3,0	0,1	4,0	2,9	3,4
dovoz	2,9	5,6	5,6	5,3	4,4	3,2	2,8	2,8	-1,2	4,0	3,3	3
vývoz	2,0	3,5	3,1	2,2	2,3	2,8	2,7	2,8	2,8	2,2	2,8	3,2
nezaměstnanost (%)	3,8	4,0	4,3	4,4	4,4	4,4	4,4	4,4	3,6	4,1	4,4	4,3
inflace (CPI % y/y)	3,3	3,2	2,6	2,5	2,2	2,1	2,2	2,3	4,1	2,9	2,2	2,3
jádrová inflace (PCE % y/y)	3,0	2,7	2,6	2,7	2,3	2,2	2,2	2,2	4,2	2,7	2,2	2,1
běžný účet (% HDP)	-3,2	-3,3	-3,5	-3,4	-3,5	-3,5	-3,4	-3,4	-3,3	-3,4	-3,4	-3,2
rozpočtový deficit (% HDP)	-5,9	-5,6	-5,6	-5,8	-5,9	-5,0	-5,6	-5,9	-6,5	-6,6	-6,5	-6,25
vládní dluh (% HDP)	98,2	98,3	97,4	98,0	98,5	98,5	98,5	98,5	97,2	99,0	101,0	102,6

* 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.

