

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Budoucnost evropské konkurenceschopnosti

ČR ČNB pokračuje se snižováním sazeb

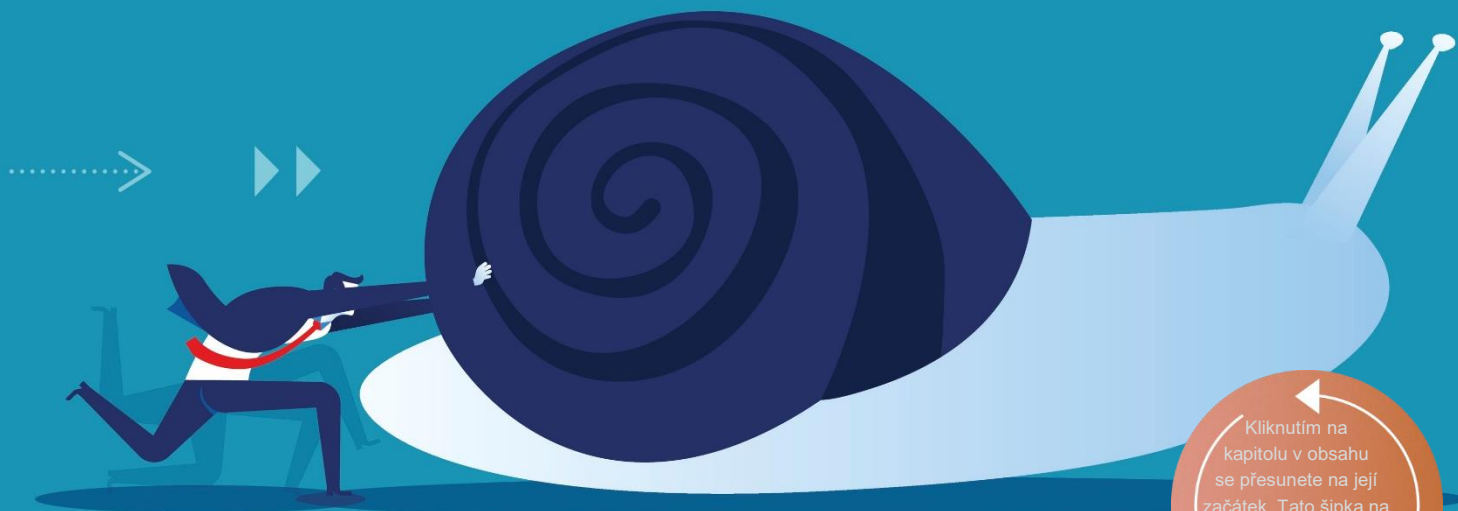
EMU Předstihové indikátory ukazují, že ekonomické
oživení se odkládá

USA Fed snížil sazby o 50 bb

www.ppfbanka.cz

říjen 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.

Evropská unie dlouhodobě zaostává za Spojenými státy. To, co ale v posledních letech bylo vnímáno jako daň za větší sociální jistoty a stabilitu, je nyní považováno za vážnou hrozbu.

A Evropská unie na ni chce reagovat. Nikoliv dynamickým americkým způsobem, ale prozatím jen na papíře. Obsáhlý dokument *Budoucnost evropské konkurenceschopnosti*, který zaštiťuje bývalý guvernér Evropské centrální banky Mario Draghi, identifikuje hlavní problémy a navrhuje jejich řešení.

Jak může Evropská unie zrychlit svůj růst?

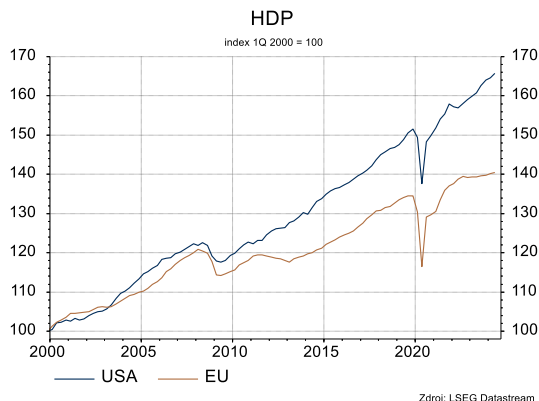
Slabý ekonomický růst, který provází země Evropské unie již od počátku tisíciletí, byl dlouho považován za nepřijemnost, nikoliv katastrofu. Situace se ale mění. Asijská konkurence, nástup nových technologií, ale i stárnutí populace představuje riziko, že se Evropská unie dostane do stagnace a životní úroveň alespoň části obyvatel by se mohla začít snižovat. Jaké jsou příčiny zaostávání Evropy za Amerikou a jak tomuto vývoji čelit, se snaží analyzovat nový materiál s názvem *Budoucnost evropské konkurenceschopnosti*. Obsáhlý materiál na 400 stranách přináší mnoho návrhů, které by bezesporu měly přispět k rozhybání málo dynamické evropské ekonomiky, zároveň realizace těchto návrhů bude potřebovat nejen nemalé finanční prostředky, ale i dosažení konsenzu mezi 27 zeměmi, jejichž zájmy mohou být značně odlišné.

Příčiny zaostávání evropského ekonomického růstu za americkým

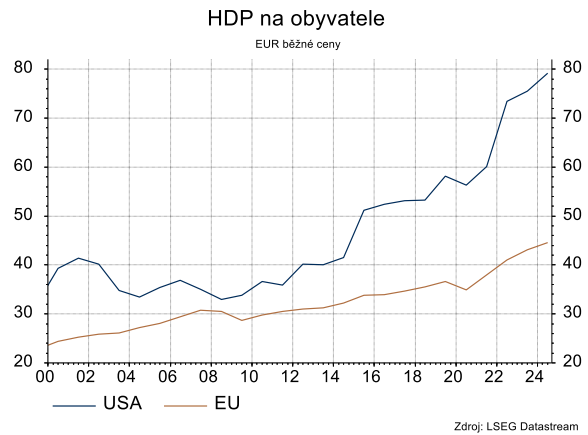
Ekonomický vývoj v EU a v USA, viděno z mnoha perspektiv, diverguje. A Evropa z tohoto srovnání vychází jednoznačně jako poražený. Pohled na růst HDP ukazuje, že zaostávání EU za americkým růstem je viditelné od roku 2000 a s každou další krizí se prohlubuje, což platí pro finanční krizi z let 2008/2009, dluhovou krizi 2011/2012, ale i pandemické období, že kterého se Evropa vzpamatovává jednoznačně hůře než Amerika.

V podstatě stejný obrázek ukazuje pohled na HDP na obyvatele, který je v USA aktuálně téměř dvojnásobný oproti EU.

Dynamika evropského hospodářského vývoje dlouhodobě zaostává za americkou.



HDP na obyvatele je v USA téměř dvojnásobný oproti EU.



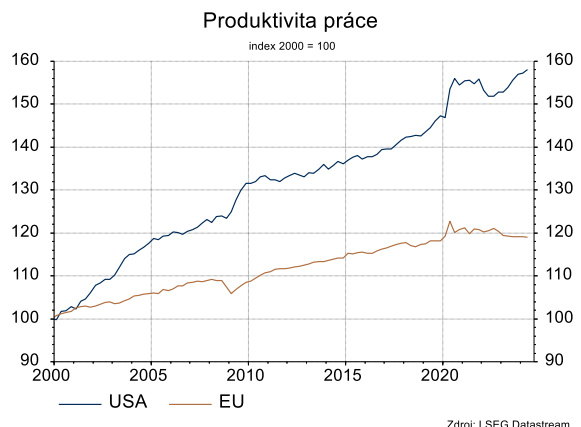
Nový obsáhlý dokument *Budoucnost evropské konkurenceschopnosti*, který zaštiťuje bývalý guvernér Evropské centrální banky Mario Draghi, identifikuje hlavní příčiny zaostávání:

Inovace a konkurenceschopnost

Podle reportu Evropa uvízla v nezměněné průmyslové struktuře a uzavírá se tak do začarovaného kruhu nízkých investic a nedostatečného počtu inovací, které se soustředí zejména na automobilový průmysl. EU tímto způsobem nedokáže držet krok s novými technologiemi a vyrovnat se konkurenci zejména z USA a Číny. Problém Evropy ale není v nedostatku nápadů nebo ambicí, ale v neschopnosti převést inovace do praxe a zajistit jejich komerční využití v segmentech ekonomiky, kde je potenciál růstu produktivity o mnoho vyšší než v tradičních průmyslových oblastech. Tento vývoj vedl k poklesu produktivity a ztrátě konkurenceschopnosti.

Problémem jsou i mezery ve fungování jednotného evropského trhu nebo regulatorní bariéry bránící v růstu a slučování firem, což je obzvláště problematické v oblasti nových technologií.

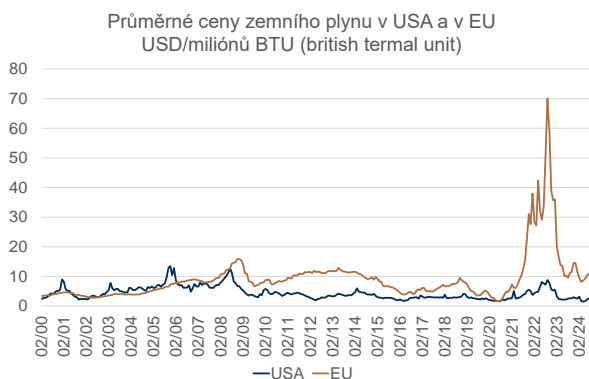
Divergence produktivity práce USA a EU je zřejmá.



Energetika

Druhou oblastí je energetika, kde ceny elektrické energie jsou 2–3krát vyšší než v USA a u zemního plynu je rozdíl ještě větší – ceny v EU jsou 4–5krát vyšší než v USA. Část rozdílů vyplývá z malé zásoby nerostného bohatství, ale přispívají i problémy (ne)jednotného evropského energetického trhu.

Ceny plynu jsou v EU dlouhodobě vyšší a po covidu se rozdíl ještě zvětšil.



Zdroj: World bank

Bezpečnost a závislost na dovozu klíčových surovin

Třetí problematiku identifikovanou oblastí je bezpečnost a vysoká závislost na dovozech klíčových surovin. Vyšší geopolitická rizika zvyšují nejistotu a omezují investice, které jsou nutné pro nastartování ekonomického růstu. Evropa je také závislá na několika málo dodavatelích kriticky důležitých surovin. Přibližně 40 % evropského dovozu pochází z malého počtu zemí a je důležité je nahradit. Někteří obchodní partneři navíc nejsou spolehliví, a Evropa tak čelí riziku nenadálého ukončení dodávek strategicky důležitých surovin.

Návrhy, jak podpořit ekonomický růst

Z identifikovaných problémů potom vyplývají i návrhy na jejich řešení. Obecně dokument volá po větší jednotnosti evropského trhu a využití jeho velikosti a větším důrazu na rozhodování ve prospěch celku než v zájmu jednotlivých národních států. Draghi se ale nebojí ani požadavku na větší vliv veřejných financí a jejich využití k podpoře nového směřování Evropské unie. Zastánci přístupu Adama Smitha, že trh alokuje zdroje nejlépe, report nepotěší. Jen na trh se Mario Draghi jednoznačně spoléhat nechce, spíše naopak.

Řešení nedostatku inovací a slabé konkurenceschopnosti

Řešení problému nedostatečných inovací se spoléhá hlavně na financování vědy a výzkumu z veřejných financí. Draghi navrhuje nejen více peněz, ale i efektivnější způsob

rozdělování spočívající v menším počtu priorit s důrazem na výhledově výdělečné, ale zároveň riskantní projekty s potenciálem přinést průlomový technologický pokrok. Snahou je zajistit více peněz pro špičkové instituce spíše než rovnoměrné rozdělování peněz do regionálních výzkumných center. Tento návrh by sice mohl pomoci dostat více evropských univerzit do světové špičky, ale jde proti silným národním zájmům zemí, které takové instituce nemají a jen těžko ho podpoří.

Také další návrhy řešení nespočívají v silách trhu. Volají po podpoře komerčního využití inovací v praxi, a to zejména snížením byrokracie, sjednocením ochrany duševního vlastnictví, harmonizací legislativní úpravy pro fungování firem i zjednodušením zakládání poboček na celém jednotném trhu EU.

Trh by ale v podpoře inovací také měl hrát významnou roli. Klíčovým by měl být rozvoj kapitálového trhu, který by se podílel na financování rizikovějších projektů. Aktuálně jsou podniky v Evropě financovány ze tří čtvrtin pomocí bankovních úvěrů, naopak americké firmy shánějí peníze většinou na finančních trzích ve formě dluhopisů, což je často flexibilitnější a umožňuje financování nových aktivit.

Všechna opatření počítají s větší spoluprací zemí, jejich koordinovaným přístupem a menším prosazováním zájmů jednotlivých národních států na úkor zájmů společných.

Kombinace dekarbonizace a konkurenceschopnosti

Aktuálně vysoké ceny energií podřývají evropskou konkurenceschopnost. V tomto ohledu může být dekarbonizace vnímána jako příležitost pro přechod k levnějším čistým zdrojům energií. I zde se návrhy nebojí regulací. Regulační orgány by měly mít možnost uplatňovat finanční limity i cenové stropy, aby omezily volatilitu na trzích. Zároveň zpráva doporučuje využít tržní sílu jednotného evropského trhu společným zadáváním veřejných zakázek.

Dalším opatřením by mělo být oddělení cen zemního plynu od cen energií z obnovitelných zdrojů, což by mělo zabezpečit přenesení přínosů dekarbonizace a nižších cen energií ke koncovým odběratelům.

Zpráva volá hlavně po jednotném přístupu s kratšími vnitrostátními řízeními a jejich integraci do jediného procesu, který zabrání možnosti, aby byly projekty blokovány národními zájmy. Budování silného institucionálního rámce by mělo rozvinout skutečnou energetickou unii.

Nedílnou součástí dekarbonizace by podle reportu měla být strategie pro automobilový sektor tak, aby nedošlo k masivnímu přesunu výroby mimo země EU nebo převzetí automobilek zahraničními producenty, které podporují tamější vlády. Report připouští, že firmy v EU čelí konkurenci, která nehraje podle stejných pravidel a je nutné adekvátně reagovat. V tomto ohledu report schvaluje cla na čínské automobily.

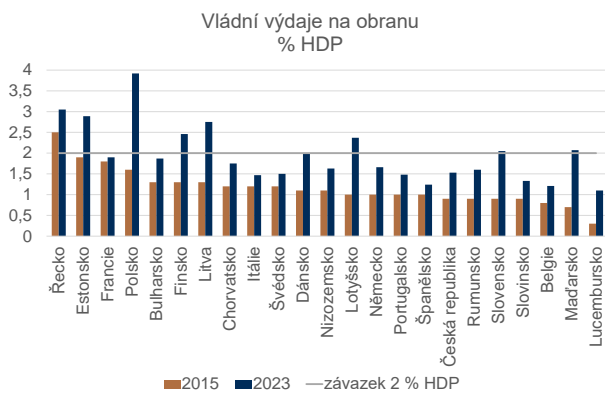


Zvyšování bezpečnosti a snižování závislosti

Bezpečnost je nutnou podmínkou ekonomického růstu.

A zemím Evropské unie report doporučuje investice do obrany. Stejně jako v předchozích oblastech by investice měly být koordinované, aby Evropa měla armádu, která má stejné vybavení a mohla lépe využít svou společnou sílu. Pozornost je věnována jak dlouhodobému nedodržování závazku zemí NATO na výdaje na armádu ve výši 2 % HDP, ale i problematice koordinovaných nákupů směřujících k jednotné obraně.

Výdaje zemí na obranu zůstávají u většiny zemí pod závazkem NATO 2 % HDP, i když se situace po začátku války na Ukrajině zlepšila.



Zdroj: NATO

Také zbavení se závislosti na několika málo dodavatelích strategických surovin a výrobků bude opět vyžadovat velké investice, konkrétně do těžby, zpracování, skladování i recyklace. Posílení dodavatelského řetězce polovodičů bude znamenat, že Evropa nebude nakupovat od nejefektivnějšího dodavatele, což povede ke zvýšeným nákladům v ekonomice.

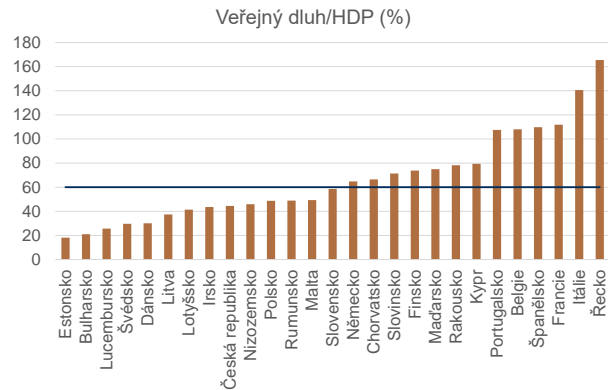
Naplní se vize Maria Draghiho?

400stránkový dokument je plný zajímavých myšlenek, jejichž plná realizace by měla potenciál rozhybat evropskou ekonomiku. Ale realizace rozsáhlých plánů bude přinejmenším velice obtížná a návrhy se jen těžko podaří realizovat jako celek.

Otázka, která se nabízí jako první, je, kdo to zaplatí?

Plán předpokládá koordinované investice státního i soukromého sektoru ve výši 800 mld. EUR ročně, to je asi 5 % HDP Evropské unie. Samotná unie má velice malý rozpočet, který se dlouhodobě pohybuje okolo 1 % HDP. Rozpočty národních států jsou o poznání větší, ale zároveň dlouhodobě deficitní a nesplňují pravidla, která si země EU samy stanovily. Jen málokterý stát drží deficit pod 3 % HDP a také dluh pod 60 % HDP je u poloviny zemí na hony vzdálený. Například dluhy největších zemí, jako je Francie, Itálie nebo Španělsko, dokonce překračují 100 % HDP.

Maximální zadlužení 60 % HDP není dodržováno.



Zdroj: Eurostat

Pravidla EU navíc nutí země po covidových výdajích k úsporám. Aktuálně se se šesti zeměmi vedeno řízení kvůli nadměrnému schodku, které je nutí tyto schodky urychleně snížit. Odkud by se tedy peníze měly vzít? Jednou z možných cest je vydání společných dluhopisů tak, jak se na tom země EU poprvé shodly při covidu. Tehdy se ale jednalo o jednorázovou záležitost ve výjimečné situaci. Bylo by velkým překvapením, kdyby ke shodě došlo opět, i když napadení Ukrajiny Ruskem může být pro EU spouštěčem větších společných výdajů na obranu případně financovaných společnými dluhopisy.

Za této situace je zvýšení investic na úrovni, jakou předpokládá Draghiho zpráva, krajně nerealistické.

Draghiho návrhy tak budou zcela jistě vyslyšeny jen částečně. A v tom je kámen úrazu. Nebezpečí vidíme hlavně v tom, že si země EU z nastíněné strategie vezmou jen část návrhů, a to těch pro ně pohodlnějších. Snahy o sjednocení evropského trhu pak mohou zůstat nevyslyšeny a naopak jednotlivé státy mohou svou tendenci chránit národní šampiony před zejména asijskou konkurencí ospravedlnit doporučeními Maria Draghiho, přičemž existuje nemalé riziko zavádění protekcionistických opatření. Místo potřebných reforem, které by vedly k hladkému fungování skutečně jednotného evropského trhu, by pak mohlo dojít paradoxně k omezení konkurence, což by k oživení růstu stagnující ekonomiky jen těžko přispělo.



První čísla z reálné ekonomiky za 3. čtvrtletí nevyzněla jednoznačně. Na jedné straně je slabý průmysl a na druhé straně silná spotřeba domácností a důvěra jak podniků, tak domácností v blízkosti dlouhodobého průměru. Ekonomické oživení tak, zdá se, bude pokračovat, ale jen zvolna.

Ekonomická aktivita

Průmyslová výroba v červenci poklesla meziročně o 1,9 %. Tento výsledek byl do značné míry ovlivněn posunem celozávodních dovolených v automobilovém průmyslu, který propadl meziročně o 6,4 %. Ale situace se nevyvíjela dobře ani v dlouhodobě klesajícím strojírenství.

Optimisticky nevyzněly ani nové objednávky, jejichž hodnota v běžných cenách poklesla meziročně o 1,8 %, přičemž se snížily jak zahraniční objednávky, tak tuzemské.

Lepší výsledky naopak vykazovalo stavebnictví, které se po čtyřech měsících meziročního poklesu dostalo do kladných hodnot. Na 2% meziročním růstu se ale podílelo jen inženýrské stavitelství růstem 7,1 %, naopak pozemní stavitelství pokračovalo v poklesu.

Také spotřeba domácností překvapila pozitivně, když její meziroční růst v červenci překonal 4 %. Spotřeba domácností v současné době táhne silný trh práce i rostoucí reálné mzdy. Ve 2. čtvrtletí mzdy vzrostly sice o něco méně, než se čekalo, ale reálný růst o 3,9 % spotřebitelé nebrali jako velké zklamání, alespoň podle míry spotřebitelské důvěry. Ta v září vzrostla na 97,9 bodu a pohybuje se tak v blízkosti dlouhodobého průměru.

Inflace a centrální banka

Spotřebitelské ceny v srpnu vzrostly o 2,2 %, což bylo o 0,2 pb více, než čekal trh, a o 0,4 pb více, než ukazoval model ČNB. Za odchylkou od odhadů stály opět zejména potraviny a alkoholické nápoje, které jsou v poslední době ještě volatilnější než obvykle a způsobují větší chyby odhadů. Naopak ceny pohonných hmot tlačí inflaci níže.

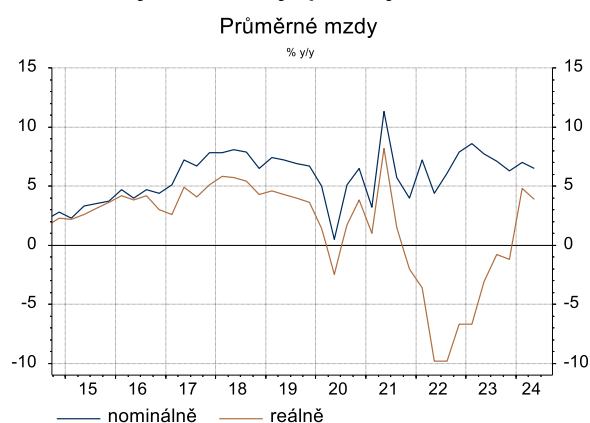
Podle našeho názoru by dnešní vyšší inflace neměla mít vliv na rozhodnutí ČNB snížit na příštím zasedání 25. září sazby o 25 bb. Aktuální repo sazbu 4,5 % lze při inflaci, která se již od počátku letošního roku drží v blízkosti inflačního cíle, stále považovat za restriktivní. Pro snižování sazeb hovoří jak slabá ekonomika, která by neměla generovat dodatečné inflační tlaky (ceny potravin ČNB neovlivní), tak pozvolnější růst mezd (ve 2. čtvrtletí reálné mzdy vzrostly o 3,9 % y/y oproti očekávání ČNB 4,6 % y/y). Stále svižný růst cen služeb (5 % y/y v srpnu) bude pro ČNB naopak argumentem k opatrnosti. Jádřová inflace vzrostla na 2,4 % oproti předpokladům ČNB, že klesne na 2,2 %.

I přes vyšší než očekávanou inflaci jsou sazby ČNB restriktivní, a proto nebylo překvapením, že na zářijovém zasedání ČNB pokračovala ve snižování sazeb o 25 bb. Dvoutýdenní reposazba je tak aktuálně na 4,25 %. Jak rychle bude ČNB sazby dále snižovat je značně nejisté. Z aktuální prognózy by spíše vyplývala stabilita sazeb do konce roku, je ale otázkou, zda bude ČNB při inflaci držící se kolem inflačního cíle chtít restriktivními sazbami tlumit velmi pomalé ekonomické oživení. Na tiskové konferenci po posledním měnově-politickém zasedání guvernér Aleš Michl nechtěl v tomto ohledu nic naznačit. My stále věříme, že v situaci, kdy Fed snižuje agresivněji, než se čekalo, s uvolněním měnových podmínek přichází i ECB a česká ekonomika roste velmi zvolna a inflace je nízká, nebude ČNB chtít zbytečně dusit ekonomickou aktivitu a do konce roku sazby ještě sníží. Podle našeho názoru se zvyšuje pravděpodobnost, že sazby půjdou dolů letos na obou zbývajících zasedáních v listopadu i v prosinci. Repo sazba by tak na konci roku mohla dosáhnout 3,75 %.

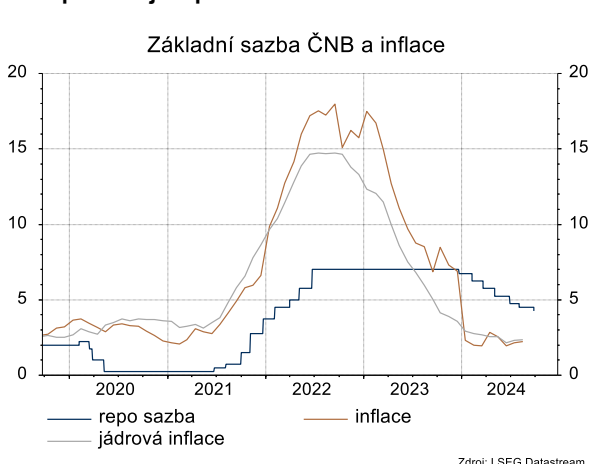
Rizika

Největším bezprostředním rizikem pro českou ekonomiku představuje odkládání oživení v Německu, bez kterého oživení české ekonomiky nezrychlí. Původně by se měly negativně projevit na růstu ve 3. čtvrtletí, ale tento vliv by měl být vykompenzován vyšším růstem ve čtvrtletích následujících.

Reálné mzdy rostou, i když pomaleji, než se čekalo



ČNB pokračuje v pozvolném snižování sazeb.



Eurozóna se potýká se slabým růstem a inflací, která se, zejména její jádrová složka, drží nad inflačním cílem. Prostor pro snižování sazeb, které by mohlo reálné ekonomice pomoci, je tak omezený. Jak nastartovat ekonomický růst je otázkou, která rezonuje napříč kontinentem. Předstihové indikátory naznačují, že oživení se alespoň prozatím opět odkládá.

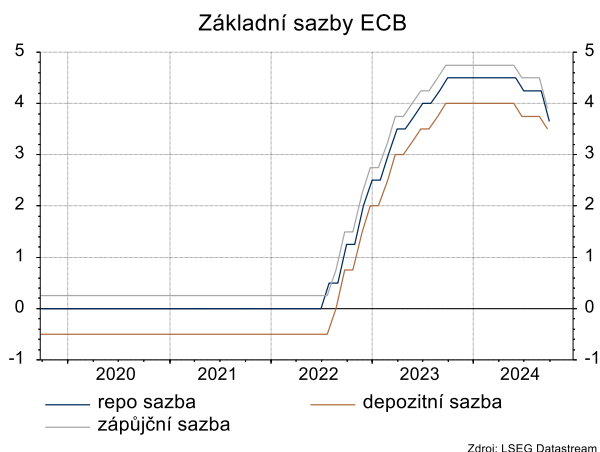
Ekonomická aktivita

Důvěra v ekonomiku eurozóny je dlouhodobě nízká a v září se ještě zhoršila. Po půl roce se kompozitní index dostal zpět pod hladinu 50, tedy do pásma kontrakce.

A nezhoršila se jen nálada ve zpracovatelském průmyslu, která je dlouhodobě nízká a v září spadla na devítiměsíční minimum (44,5), ale i nálada ve službách, která se udržela jen těsně nad 50 body. Aktuální hodnoty tak ukazují na stagnaci eurozóny. Z pohledu jednotlivých zemí bylo největším zklamáním Německo, které dlouhodobě v ekonomickém růstu zaostává, přičemž PMI ukázaly, že situace se nelepší, spíše naopak. PMI ve zpracovatelském průmyslu se propadl na 40,3 bodu, nejnižší hodnotu za posledních 12 měsíců. A klesají i další specificky německé předstihové indikátory, jako je ZEW nebo Ifo. Ifo klesá již pátý měsíc v řadě, a zvyšuje se tak riziko, že dlouho očekávané oživení německé ekonomiky se opět odkládá.

Problémem v eurozóně zůstává spotřeba domácností. Detaily HDP za 2. čtvrtletí ukázaly, že spotřeba domácností byla ještě slabší, než se čekalo. První čísla z 3. čtvrtletí ohledně maloobchodních tržeb tuto slabost dále potvrdila. Meziroční růst maloobchodních tržeb o 0,1 % naznačuje, že zrychlení ekonomického růstu ve 3. čtvrtletí je velmi nepravděpodobné.

ECB pokračuje v opatrném snižování sazeb a snižuje spread mezi repo a depo sazbou.



Inflace a centrální banka

Podle očekávání ECB snížila depozitní sazbu o 25 bb na 3,5 %. V souladu se změnami operačního rámce provádění měnové politiky z března letošního roku byl upraven i spread mezi sazbami vyhlášenými ECB. Spread mezi repo sazbou a depo sazbou se snižuje na 15 bb. Repo sazba byla tedy snížena ze 4,25 % na 3,65 % (pro upřesnění, česká repo sazba je tzv. reverzní repo a odpovídá depo sazbě ECB, je to sazba, pomocí které centrální banka stahuje likviditu z trhu). Spread mezi záůjční sazbou a repo sazbou zůstává 25 bb. Záůjční sazba tak byla snížena ze 4,5 % na 3,9 %.

Žádné překvapení nepřinesla ani nová prognóza. Výhled celkové inflace zůstal beze změny, předpověď jádrové inflace se posunula mírně vzhůru a odhady HDP naopak dolů. Změny byly ale minimální.

Na tiskové konferenci prezidentka Lagarde několikrát opět zopakovala, že další rozhodnutí ECB budou záviset na přicházejících datech, a že se ECB nezavazuje k žádné předem určené trajektorii sazeb. Opět odmítla odpovědět na otázku ohledně neutrální úrokové sazby.

ECB bude mít letos ještě dvě měnově-politická zasedání: 17. října a 12. prosince. Trh započítává do konce roku snížení depo sazby ještě o 50 bb. To se ve světle horších PMI a tedy horších růstových vyhlídek jeví jako stále pravděpodobnější scénář. Ve prospěch rychlejšího snižování sazeb hovoří také klesající inflace. Ta v září klesla na 1,8 %. Naopak zvýšená jádrová inflace, bude ECB nutit k opatrnosti.

Rizika

Kombinace slabého růstu a stále příliš vysoké inflace zůstává hlavním problémem eurozóny a existuje nemalé riziko, že dlouho očekávané rychlejší oživení ekonomiky, hlavně té německé, se bude dále odkládat. Riziko představuje i geopolitická situace, jež nenahrává růstu investic, které eurozóna potřebuje pro nastartování růstu.

Německé oživení se odkládá.



Nejdůležitější a nejzajímavější událostí září bylo snížení sazeb Fedu o 50 bb. Analytiky velikost snížení překvapila, trh ale až tak moc ne. Otázka je, proč Fed začal tento cyklus snižování sazeb tak neobvykle – větší snížení sazeb než o 25 bb se dosud ponechávalo na krizové situace a v té se aktuálně nenacházíme. Důvodem byla starost o vývoj na trhu práce. Podle Powella by Fed dost možná sazby snížil už v červenci, kdyby znal data z trhu práce za tento měsíc.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce byla smíšená. Na jednu stranu poněkud nižší počet nových zaměstnanců, na druhou stranu mírný pokles míry nezaměstnanosti a poněkud rychlejší růst mezd. Údaje JOLTS ukázaly další pokles nabídky pracovních míst, ale týdenní počty žádostí o podporu v nezaměstnanosti zůstávají stabilní a zatím neindikují výraznější potíže trhu práce. Trh práce na ekonomický cyklus reaguje se zpožděním. Dříve, než se projeví jeho výraznější slabost, by měly přicházející problémy indikovat konjunkturální indikátory. Klasický index předstihových ukazatelů je aktuálně nepoužitelný, na recesi ukazoval už loni a stále se drží pod nulou. Předběžný PMI za září potvrdil slabost průmyslu, kterou konjunkturální indikátory ukazují dlouhodobě. Samotné údaje o průmyslové produkci jsou však konzistentně poměrně solidní a poslední data se dají označit za vyloženě dobrá. Předběžný PMI ve službách, což je sektor z hlediska trhu práce rozhodující, byl stabilně velmi dobrý. Stejně tak byly i nadále dobré maloobchodní tržby. Kvantitativně měřená výkonost ekonomiky je tedy nadále dobrá, což ve svém prohlášení po skončení FOMC potvrdil i Fed. Kvalitativní hodnocení stavu ekonomiky v Běžové knize však moc dobré nebylo, možná právě to přispělo k agresivitě Fedu.

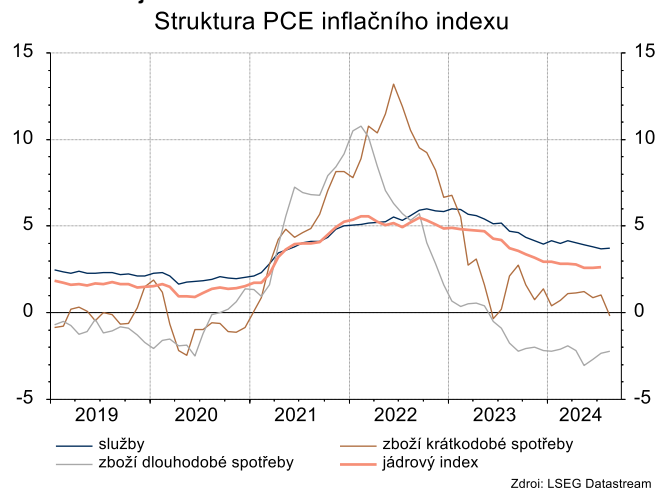
Inflace a centrální banka

Data o vývoji inflace byla neutrální až mírně negativní. Vyšší byl zejména PPI, u CPI byl mírně vyšší, než se čekalo, meziměsíční růst jádrové inflace. Inflace tedy nadále zůstává nad cílem, ale meziměsíční růsty preferovaného ukazatele Fedu – jádrového inflačního indexu PCE – jsou v posledních měsících konzistentní s dosažením cíle. Slábnutí trhu práce by tomu mělo pomoci. Hlavním problémem je permanentně zrychlený růst nájmu a tady se, zdá se, bohužel na lepší časy neblýská. Fed podle své poslední ekonomické projekce počítá s dosažením cíle až v roce 2026, takže další pokles inflace bude nejspíš jen velmi pozvolný. Tempo dalšího poklesu sazeb bude primárně záviset na stavu trhu práce. Ten, jak jsme se už zmínili, zatím nevykazuje známky výraznějších problémů, jeho slábnutí je velmi pozvolné a jak konstatoval samotný Fed, je aktuálně blízko plné zaměstnanosti. V ekonomické projekci Fedu však došlo k poměrně výraznému posunu míry nezaměstnanosti směrem nahoru, což je další faktor, který může vysvětlit agresivitu Fedu. V každém případě jsou nyní trh práce a nezaměstnanost pro rozhodování Fedu minimálně stejně důležité, ne-li důležitější než inflace.

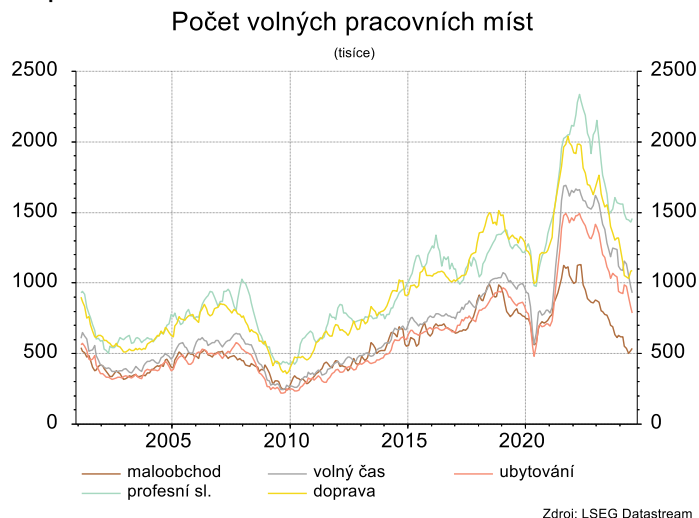
Rizika

Momentální stav americké ekonomiky vypadá uspokojivě, ale riziko výraznějšího zpomalení až recese je velmi reálné. Důvodem je, že síla osobní spotřeby, která táhne ekonomiku, jde aktuálně na úkor míry úspor, která je nejnížší od období před velkou finanční krizí 2008/2009. Jakýkoliv podstatnější šok tak může spustit klesající spirálu – domácnosti budou nuceny doplnit svoje úspory, což povede k poklesu osobní spotřeby, který dále zhorší stav vyvolaný šokem. Jak ukazují i příklady z minulosti, takový propad může být nečekaně rychlý.

Inflace směřuje k cíli.



Trh práce slabne.



EUR/USD

Kurz eura k dolaru byl po většinu září podstatně klidnější než v srpnu a pohyboval se mezi hladinami 1,100 a 1,117. Hlavním faktorem ovlivňujícím vývoj kurzu byly spekulace trhu na snížení sazeb Fedu o 50 bb, což se nakonec potvrdilo. Protože trh měl tento krok Fedu a obecně rychlý pokles sazeb už započítán v kurzu, nebyla reakce na rozhodnutí Fedu nijak dramatická a euru se nepodařilo překonat hladinu odporu 1,117, i když ji několikrát testovalo. Na konci měsíce slabá data z eurozóny (předběžné indexy nákupních manažerů) vzala euru vtr z plachet úplně a kurz se propadl na hladinu podpory 1,111. Pohled trhu na budoucí vývoj sazeb ECB a Fedu by měl být pro kurz klíčový i nadále. V USA se bude pozornost soustřeďovat především na data z trhu práce. Akutnější známky jeho slabosti by mohly trh přesvědčit, že Fed bude pokračovat ve snižování ostrým tempem, přestože tuto možnost na tiskové konferenci po zasedání FOMC prezident Fedu Powell prakticky vyloučil. V eurozóně se bude naopak stále sledovat hlavně inflace, především růst cen ve službách, kde hrozí inflace tažená růstem mezd. Dolar pravděpodobně zůstane pod tlakem, ale euro by na výrazné posílení potřebovalo souhru slabého trhu práce v USA a vyšší inflace ve službách v eurozóně.

EUR/CZK

V září se zastavilo srpnové posilování české koruny vůči euru. Česká měna se po celý měsíc pohybovala v relativně úzkém pásmu okolo 25,10 EUR/CZK. Na nejslabší hodnoty, těsně pod 25,16 CZE/CZK, se dostala v polovině září v reakci na opatrnou rétoriku ECB, ze které vyplynulo, že ECB nehodlá se snižováním sazeb nijak spěchat. Pod lehký tlak se koruna dostala i po zasedání ČNB.

Další vývoj kurzu koruny je nejistý. Snižování sazeb Fedu a ECB by jí mělo hrát do karet, na druhou stranu zvýšená averze k riziku, která se může kdykoliv projevit díky nejisté geopolitické situaci, působí vždy v neprospěch koruny. To se projevilo na konci měsíce, kdy koruna oslabila až nad 25,2 EUR/CZK.

Podle našeho názoru by se koruna i nadále měla pohybovat okolo 25,1 vůči euru. Volatilita bude zřejmě vysoká, zároveň prostor pro případné posílení je limitován psychologickou bariérou 25,0 EUR/CZK.

Dluhopisy

Nejvýznamnějším prvkem vývoje na americkém dluhopisovém trhu byl růst strmosti výnosové křivky, který byl způsoben odlišnou reakcí krátkého a dlouhého konce výnosové křivky na začátek cyklu snižování sazeb Fedu. Zatímco krátký konec křivky započítává další pokles sazeb, od poloviny měsíce začal dlouhý konec započítávat podle všeho riziko vyšší inflace způsobené uvolněnější měnovou politikou ve střednědobém a dlouhodobém horizontu.

Desetiletý dluhopis proto dosáhl minimálního výnosu 3,6 % v polovině měsíce, ale potom se vrátil k 3,8 %, jen velmi mírně pod hodnotu ze začátku měsíce, zatímco krátký konec poměrně výrazně klesl. Krátký konec výnosové křivky by měl zůstat ukotvený vývojem sazeb Fedu a měl by se tedy pohybovat tak, jak se bude vyvíjet očekávání trhu ohledně konečné hodnoty sazeb Fedu v tomto cyklu a částečně také ohledně tempa dalšího snižování sazeb. U dlouhého konce křivky bude hrát roli mnohem širší spektrum faktorů. Mezi nejdůležitější bude patřit dlouhodobá inflační očekávání a to, jak budou jednotlivé složky trhu reagovat na rostoucí zadlužení americké vlády. Současná úroveň desetiletého výnosu podle našeho názoru odpovídá spíše opatrnějšímu nastavení investorů. Rizikem je zejména zhoršení výkonnosti ekonomiky, které by mohlo odstartovat ostrý trend k poklesu dlouhého konce výnosové křivky.

Německý desetiletý výnos se v průběhu září posunul mírně dolů z úrovně nad 2,3 % na úroveň pod 2,2 %. Základní pohyb byl podobný jako u amerického desetiletého dluhopisu. Minima dosáhl v polovině měsíce, kdy lehce otestoval úroveň 2,1 %, aby se ve druhé polovině měsíce spolu se svým americkým kolegou posunul lehce výše, i když pro to nebyly žádné zvláštní domácí důvody. Krátký konec podobně jako v USA klesl podstatně více, takže i v Evropě došlo ke zvýšení strmosti výnosové křivky. Vliv USA na německý trh bude přetrvávat a patrně bude dominantním zdrojem volatility, protože domácí faktory zřejmě zůstanou stabilní a nebudou tak dávat trhu mnoho podnětů k pohybu. Inflace by měla nadále klesat jen pomalu a ECB by měla zůstat opatrná, přestože se ekonomice bude dařit stejně málo, jako se jí daří teď.

U českého desetiletého státního dluhopisu přišel po růstu výnosu na přelomu srpna a září rychlý pokles (z hodnot mírně pod 3,9 % pod 3,7 %). Zbytek měsíce už byl na dlouhém konci křivky klidný a trh se řídil podle vývoje ve světě, to znamená, že i u nás jsme koncem měsíce zaznamenali mírný růst desetiletého výnosu. Výnos dvouletého dluhopisu postupně klesal po celý měsíc, takže i česká výnosová křivka zvýšila svoji strmost. ČNB nepřekvapila, snížení sazeb se obecně čekalo a nepřekvapila ani komunikace. ČNB zůstává hodně opatrná, takže počítáme s pozvolným poklesem sazeb, který by neměl podstatněji podpořit další posun výnosů směrem dolů. Trh však bude letos ovlivňovat i vývoj ve světě a další faktory, takže další posun dolů může přijít, pokud bude pokračovat trend k poklesu výnosů ve světě.

Akcie

Akcie ve světě měly slabší začátek měsíce, ale výrazné snížení sazeb v USA jim pomohlo, takže druhá polovina měsíce už byla opět ve znamení růstu a růstem skončil i celý měsíc. Slabost na začátku měsíce se dotkla zejména některých velkých technologických akcií: u Nvidie se opět vybíraly zisky a Google zápasí s regulátory. Obě akcie



ovšem pozitivně reagovaly na snížení sazeb, které prospělo i ostatním velkým technologickým společnostem. Evropské akcie také rostly, ale zřetelně pomaleji než jejich americké kolegyňe. Důvodem je neutěšený stav evropských ekonomik, zejména Německa. Další vývoj akcií bude záviset hlavně na tom, zda se Fedu podaří měkké přistání. Pokud ano, existuje další prostor pro růst, pokud ne, musíme počítat minimálně s rizikem hluboké korekce.

Pražská burza za výkoností světových trhů zaostala a v průběhu září mírně klesala při nízké volatilitě. Pozitivně vynikly akcie Kofoly, které pomohl pozitivní výhled na začátku měsíce. Následně jí z růstu podstatně ubraly povodně, které zasáhly její klíčový závod, ale přesto měsíc skončila s růstem o 10 %. Photon Energy byl opět nejhorší. Pokračoval v sestupném trendu a tentokrát v průběhu měsíce ubral téměř 8 %. Z ostatních akcií se dařilo některým bankám (Komerční banka rostla přes 4 %, Moneta přes 3 %). Horší výkonnost měly VIG a Primoco, které obě klesly o více než 3 %. Vyhledy pro pražskou burzu nejsou úplně nejlepší, což je podobně jako jinde v Evropě dáno nedobrym stavem a vyhlídkami ekonomiky. Trh by však mohl být podpořen obecným růstem akcií ve světě, který by mohl kompenzovat nebo dokonce překompenzovat domácí slabost.

Kredit

Srpnový klid na dluhopisových trzích předznamenal zářijovou bouři, která ale tuzemské investory zastihla perfektně připravené. Hned v prvních dnech po prázdninách jsme naše klienty oslovili s duální nabídkou dluhopisů plzeňské Škodovky s plovoucím výnosem a kreditním spreadem 280 bb. Při splatnosti 2,5 roku se nám i přes omezení plynoucí z neveřejné nabídky podařilo v součtu za korunovou i eurovou emisi umístit ekvivalent necelých 600 milionů CZK.

Ve stejném týdnu nabídla Moneta Money Bank svou šestiletou emisi v očekávaném objemu 300 milionů EUR a s výnosem 250 bb nad úrokové swapy. Především u západoevropských investorů se tento MREL instrument setkal s velkým ohlasem a během pár hodin obdržel triumvirát bank (BNP, JPM a GS) objednávky v celkovém objemu 2,6 miliardy EUR. Výnos dluhopisu se díky enormnímu zájmu podařilo srazit o 50 bb na konečných 4,141 % p.a.

Že byla zářijová nabídka štědrá opravdu ve všech směrech, potvrdila nabídka dluhopisu společnosti Trigema. Ačkoliv se jedná o emisi s očekávaným objemem 500 milionů s možným navýšením až na rovnou miliardu korun, objevil se tento pětiletý dluhopis v nabídce hned dvou hegemonů českého bankovního trhu. Komerční banka ve spolupráci se svátečním distributorem – Československou obchodní bankou – nabízely zajištěný zelený dluhopis s výnosem 7,35 % p.a. Výsledek jejich snažení se dozvíme až zkraje měsíce října.

Pátá zářijová emise svými parametry mířila do pomyslné nejvyšší ligy. Česká pobočka italského bankovního domu UniCredit si během třetí zářijové středy došla pro kýžených 500 milionů EUR za svůj zajištěný dluhopis ošperkovaný výjimečným ratingem na úrovni Aa2 od Moody's. Tomu odpovídal i indikovaný kreditní spread na úrovni 67 bb. Překvapivě nebyl zájem nijak enormní a syndikát šesti bank naplnil knihu objednávek jen do objemu 925 milionů EUR. Výnos byl tak sražen jen o pouhé 3 bb a konečný výnos tak pro 4,5 letý tenor činí 2,987 % p.a.

Ve stejný den jako UniCredit se na eurové investory zaměřila i nabídka KKCG. Po veleúspěšné emisi tuzemských dluhopisů ze začátku prázdnin se tentokrát pokusila zaujmout investory eurové, a proto byl dluhopis vydáván prostřednictvím slovenské entity KKCG Financing 2. O umístění pětiletého dluhopisu s výnosem 5,9 % p.a. se mimo J&T banky a UniCredit postarala opět i PPF banka. Dá se proto předpokládat, že se podaří umístit celý plánovaný objem 160 milionů EUR.

Neobyčejně štědrá nabídka uzavřela sedmá transakce, o kterou se postarala společnost Energo-Pro. Její korunová emise s výnosem 7,5 % p.a. zajištěná akciemi ze skupiny emitenta si jako cílovou metu určila objem 2,5 miliardy, kterou byla v případě enormního zájmu ochotna posunout ještě o jednu miliardu výše. I v tomto případě si ale na výsledek úpisu budeme muset počkat až na začátek října.

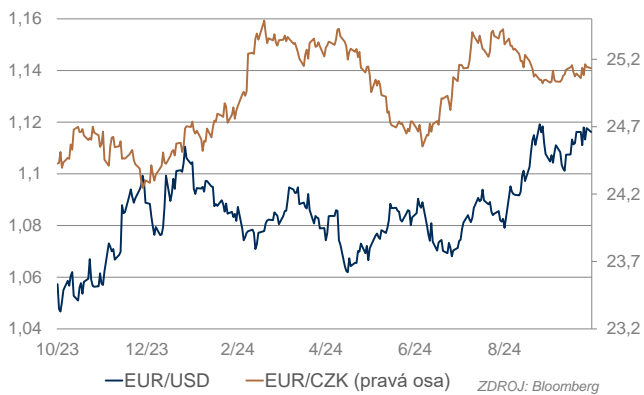
Komodity

Ceny ropy byly v září ve znamení poklesu, který byl dán především opatrným pohledem na růst světové ekonomiky a tedy na vývoj spotřeby. Produkce je momentálně více než dostatečná, což cenu rozhodně nepodporuje. Korekci vyvolala eskalace napětí mezi Izraelem a Hizballáhem, ale tento faktor pomohl také jen dočasně. Slabost by tedy měla přetrvávat s tím, že neustále hrozí riziko ostrých růstů kvůli geopolitice, zejména kvůli Blízkému východu.

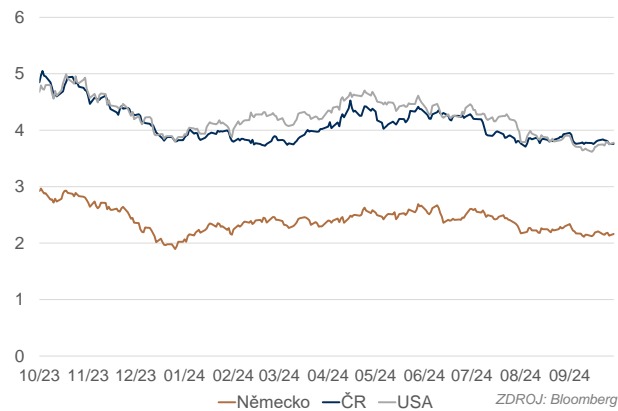
Cena zlata v září pokračoval ve svém zdánlivě nezastavitelném růstu a pokořila nová historická maxima. Aktuální růstový trend začal na koci roku 2022, trvá tedy skoro dva roky. Cena zlata se tehdy pohybovala poblíž 1650 USD/oz, nyní se dostala až na 2668 USD/oz, tedy růst o zhruba 60 %. Trend odstartovaly nákupy centrálních bank, zejména čínské, ale podle všeho nyní dominuje momentum a spekulace na pokračování trendu. Hodně ovšem pomáhá napjatá geopolitická situace a aktuálně také začátek cyklu poklesu sazeb Fedu. Kam až trend cenu zlata dostane, je nyní neodhadnutelné, prostor pro růst sice může být ještě velký, ale na druhou stranu hrozí ostré korekce kvůli vybírání zisků a také náhlý konec trendu. Ten může souviset například s tím, že se zlato za současné ceny stane neatraktivní pro všechny kromě spekulantů.



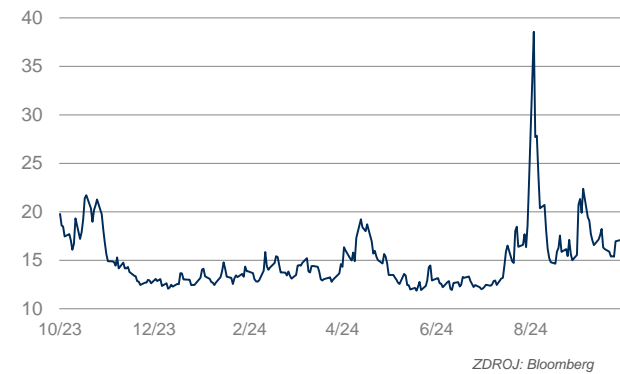
Devizové kurzy



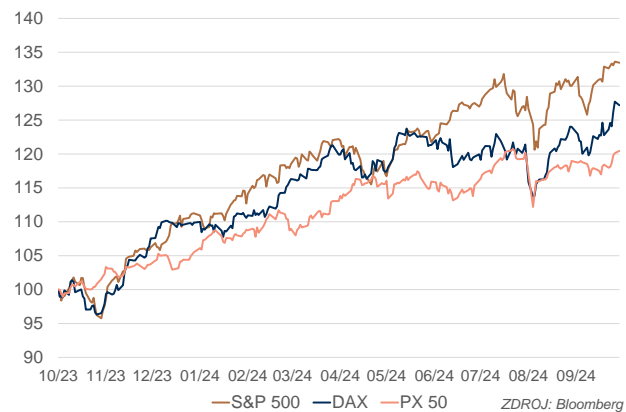
Dluhopisy (10 let)



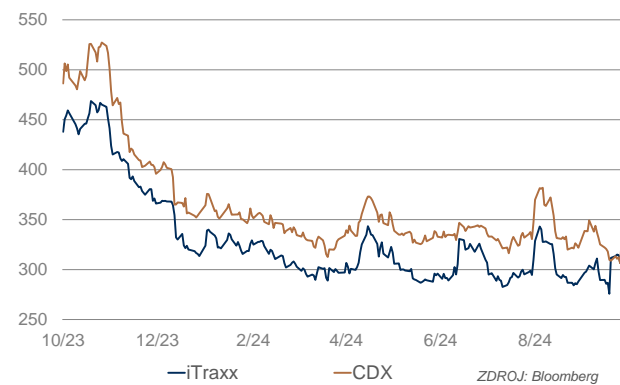
Index volatility VIX



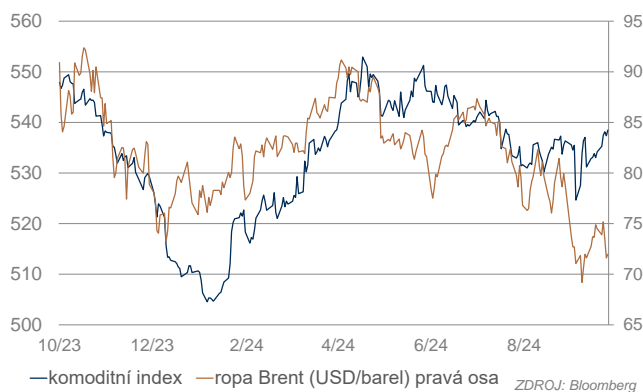
Aktiové indexy (1. 10. 2023 = 100)



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	4,75 - 5,00	4,25 - 4,50	↓	3,25 - 3,50	↓	2,75 - 3,00	↓
ECB (depo)	4,0	3,75	3,5	3	↓	2,75	↓	2,25	↓
ČNB	7,0	4,50	4,25	3,75	↓	3,5	↓	3,0	↓
KURZY									
EUR/USD	1,05	1,11	1,12	1,12	↑	1,13	↑	1,14	↑
EUR/CZK	24,4	25,0	25,2	25,1	↓	25,0	↓	24,8	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	5,04	3,92	3,62	3,6	↓	3,3	↓	3,2	↓
US dluhopis 10y	4,57	3,90	3,78	3,7	↓	3,6	↓	3,5	↓
Něm. dluhopis 2y	3,20	2,39	2,12	2,2	↑	2,2	→	2,1	↓
Něm. dluhopis 10y	2,84	2,30	2,16	2,2	↑	2,2	→	2,2	→
České dluhopisy 2y	6,03	3,63	3,42	3,4	↓	3,2	↓	3,1	↓
České dluhopisy 10y	4,85	3,92	3,74	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	4288,1	5648,4	5738,2					6000	↑
Eurostoxx 50	4174,7	4958,0	5029,0					5200	↑
DAX	15386,6	18906,9	19376,3					20000	↑
CSI 300	3689,5	3321,4	4017,9					4000	→
PX 50	1349,3	1594,5	1615,0					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

	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	0,4	0,6	1,5	2,0	2,9	0,0	1,1	2,8
soukromá spotřeba	-4,7	-3,3	-2,9	-0,5	1,5	1,1	2,6	2,7	0,4	-2,9	2,0	3,5
vládní spotřeba	3,4	3,0	3,8	3,9	3,5	3,0	2,0	1,7	0,4	3,5	2,6	0,7
investice	2,6	3,6	2,4	2,2	-0,7	-1,5	-0,8	0,2	6,3	2,7	-0,7	3,7
dovoz	3,4	1,0	-2,2	-4,6	-2,0	-0,7	2,0	5,1	6,0	-0,6	1,1	6,2
vývoz	6,4	5,3	-0,2	0,9	1,2	1,3	3,5	3,5	5,2	3,0	2,5	4,3
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	2,5	2,0	2,3	15,1	10,7	2,2	2,0
běžný účet (% HDP)	2,1	-1,0	0,0	0,6	5,7	-1,2	-1,8	0,4	-4,7	0,4	0,7	0,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,2	-3,1	-2,1	-1,9
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	0,0	0,2	0,5	0,5	0,8	1,0	3,5	0,4	0,7	1,4
soukromá spotřeba	1,5	0,8	-0,1	0,9	0,9	1,0	0,6	0,7	4,6	0,6	1,0	1,5
vládní spotřeba	0,4	0,8	1,9	1,9	1,7	1,5	1,5	1,0	0,8	1,6	1,2	0,9
investice	1,6	1,3	0,2	1,3	-1,0	-0,5	-2,5	-2,7	0,5	1,4	-0,4	1,5
dovoz	2,5	0,5	-3,1	-2,4	-1,9	-0,7	1,0	1,3	8,2	-1,3	0,4	2,9
vývoz	3,2	0,2	-2,4	-2,3	-0,8	0,6	3,4	3,5	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	2,3	8,4	5,5	2,4	2,1
jádrová inflace (% y/y)	5,5	5,5	5,1	3,7	3,1	2,8	2,9	2,9	3,9	5,0	2,9	2,4
běžný účet (% HDP)	-0,2	0,3	1,2	1,6	2,1	2,4	2,3	2,5	-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)	2,3	2,8	3,2	3,2	2,9	2,8	2,2	1,7	2,5	2,9	2,6	1,8
soukromá spotřeba	2,5	2,1	2,4	3,0	2,2	2,4	2,5	2,0	3,0	2,5	2,4	1,9
vládní spotřeba	2,6	3,7	4,8	4,3	3,5	3,2	2,2	1,6	-1,1	3,9	2,9	1,3
investice	-4,5	-0,5	3,5	2,2	5,5	4,5	2,6	2,9	6,0	0,1	4,1	2,9
dovoz	-1,3	-3,5	-1,0	1,2	2,9	4,9	4,8	4,5	8,6	-1,2	4,0	3,2
vývoz	6,8	2,4	0,2	2,0	2,0	3,1	2,8	1,9	7,5	2,8	2,2	2,6
nezaměstnanost (%)	3,5	3,6	3,7	3,7	3,8	4,0	4,3	4,4	3,6	3,6	4,1	4,4
inflace (CPI % y/y)	5,8	4,0	3,5	3,2	3,3	3,2	2,6	2,5	8,0	4,1	2,9	2,2
jádrová inflace (PCE % y/y)	4,9	4,6	3,9	3,2	3,0	2,6	2,6	2,6	5,4	4,2	2,7	2,2
běžný účet (% HDP)	-3,5	-3,4	-3,3	-3,2	-3,2	-3,5	-3,5	-3,4	-3,9	-3,3	-3,4	-3,4
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,7	-8,3	-6,3	-6,5	-5,9	-5,8	-5,6	-5,8	-5,4	-6,5	-6,7	-6,6
vládní dluh (% HDP)	96,1	96,0	97,4	97,6	98,2	98,3	97,4	98,0	95,8	97,2	99,0	101,0

* 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.

