

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Nutnost diverzifikace a soběstačnosti nahradí tradiční otevřenost Evropy

ČR ČNB bude držet přísnou měnovou politiku

EMU Předstihové indikátory predikují zhoršení situace
v průmyslu, ale zlepšení ve službách

USA Fed dostal Powelovu slibu a snížil sazby o 25 bb

www.ppfbanka.cz

říjen 2025

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

V posledních letech čelí Evropská unie zásadním změnám v globálním obchodě, které odhalily zranitelnost spojenou s vysokou otevřeností a závislostí na klíčových komoditách a dodavatelích. Pandemie, válka na Ukrajině a zavedení amerických cel ukázaly limity tradičního modelu mezinárodního obchodu a nutnost větší soběstačnosti a diverzifikace rizik. Přechod na zelené technologie navíc přináší nová rizika závislosti, zejména na strategických surovinách, a to především z Číny.

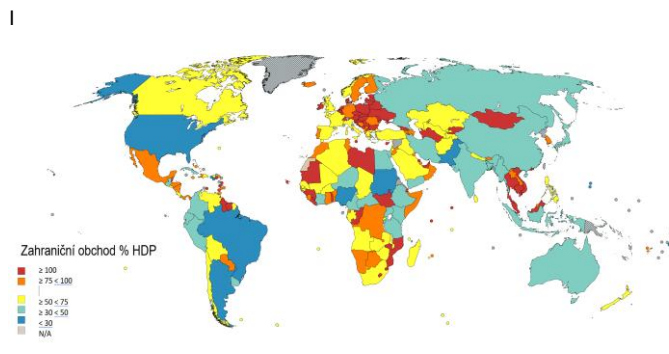
Nové podmínky v globálním obchodě budou nutit Evropu k větší soběstačnosti a diverzifikaci

Cla na vývoz do Ameriky, která nedávno dostala konkrétní podobu, jsou dalším milníkem ve změně mezinárodního obchodu a spolupráce. Klasická ekonomická teorie zdůrazňuje výhody zahraničního obchodu pomocí komparativní a absolutní výhody, tedy jako hru s nenulovým součtem, kde se země specializují na výrobu zboží, kde mají nižší náklady a obchodují s ostatními zeměmi, které se specializují na jiné produkty, a v konečném důsledku z obchodu profitují všichni. Tomuto pojetí mezinárodního obchodu zasadila v roce 2020 ránu pandemie covidu, která vedla ke zprůtrhání dodavatelsko-odběratelských řetězců, nedostatku některých komponent a k růstu inflace. Dalším šokem pro dosavadně relativně hladce probíhající mezinárodní obchod pak byl začátek války na Ukrajině, který poukázal na další možný problém mezinárodního obchodu, a to spoléhání se na jednoho klíčového dodavatele. V tomto případě dodavatele důležitých surovin jako je ropa a zemní plyn. Zavedení amerických cel pak bylo jen dalším důkazem toho, že učebnicové využití mezinárodního obchodu má své praktické limity. V tomto měnícím se světě navíc Evropská unie plánuje přechod na zelené technologie, což s sebou přináší nejen technologické výzvy, ale i rizika možných nových závislostí na dodávkách strategických surovin, což by mohlo vést k neočekávaným silným cenovým šokům. EU tak bude muset přechod na nové technologie plánovat i s ohledem na diverzifikaci zdrojů, což s sebou může přinášet dodatečné náklady.

Mezinárodní obchod pomáhá Evropské unii v růstu

Pro Evropskou unii je charakteristická vysoká míra otevřenosti, s podílem zahraničního obchodu na HDP pohybujícím se dlouhodobě nad 90 %. Navíc je EU největší světový vývozcem a dovozcem produktů zpracovatelského průmyslu. Tato otevřenost se při pandemii ukázala jako velká slabina. Problémy s dodávkami, například čipů, vedly k nemožnosti dokončovat výrobu aut. Nedostatečná

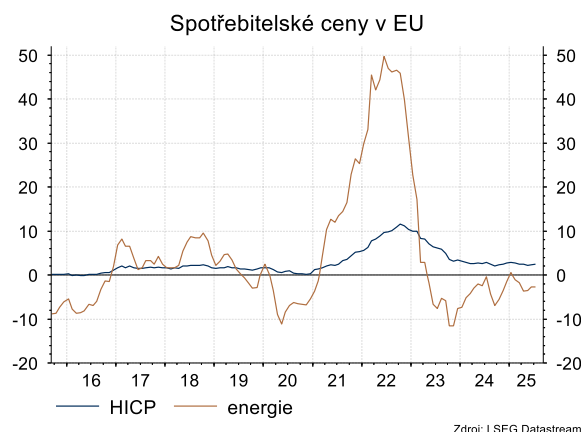
Ekonomiky zemí EU jsou silně závislé na zahraničním obchodu



nabídka se pak setkala s vysokou poptávkou, což vedlo (spolu s vysokými cenami energií) k růstu inflace. V roce 2022 vystoupala inflace v EU na 9,2 %, což byl výrazný nárůst vzhledem k tomu, že se od roku 2013 do roku 2020 držela pod 2% inflačním cílem a ECB se ji marně snažila zvýšit nulovými sazbami. V některých zemích, mezi něž patřila například Česká republika, pobaltské státy nebo i Slovensko, byla inflace dokonce dvouciferná.

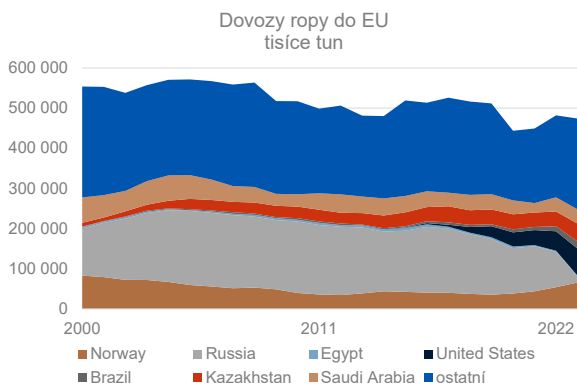
Vysoká otevřenost EU je zároveň doprovázena vysokou mírou závislosti na dovážených komoditách. EU dováží téměř 98 % své spotřeby ropy a téměř 60 % plynu. Před válkou na Ukrajině navíc třetina dovážené ropy do EU proudila z Ruska a polovina plynu, který země Evropské unie dovážely, také pocházela z Ruska. Například Slovensko ropu dováželo výhradně z Ruska a v českém importu ropy ta ruská představovala více než polovinu. Odstřižení se od jednoho zdroje pak významně zvýšilo inflační tlaky.

Šok v cenách dovážených komodit způsobil prudké zvýšení cen energií a celé inflace.



Odstřižení od ruských dodávek plynu a ropy bylo nečekaně rychlé, i když ne zcela úplné, a zároveň značně bolestivé. Ceny energií výrazně vzrostly a ovlivnily domácí spotřebu, což vedlo k zásadnímu zpomalení růstu.

EU se dokázala od dodávek ruských surovin rychle odstříhnout za cenu značných turbulencí



Zdroj: Eurostat

EU tak byla nucena se během relativně krátké doby přizpůsobit dvěma šokům, což se jí povedlo za cenu výrazného zpomalení ekonomického růstu, který se stále nedaří plně nastartovat.

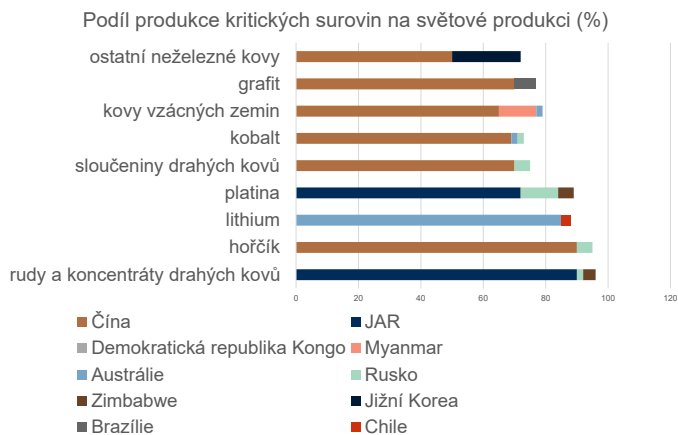
Zavedení amerických cel proces oživení evropských ekonomik dále zpomalí. Navíc přispívá k měnícímu se vnímání zahraničního obchodu, kde se nyní více zdůrazňuje možná zranitelnost a nutnost určité soběstačnosti a diverzifikace rizik. Toto vnímání pak může vést k deglobalizaci a s ní spojeným neefektivitám podryvajícím hospodářský růst a podporujícím cenové tlaky (výroba se nesoustředí do oblastí s nejnižšími náklady, jelikož země mohou preferovat větší soběstačnost a diverzifikaci na úkor cen a efektivity).

Aby změn nebylo málo, EU přitvrzuje i ve své klimatické politice a dává si ambiciózní cíle ohledně přechodu na obnovitelné zdroje, elektromobilitu apod. s cílem dosáhnout do roku 2050 klimatické neutrality. V rámci těchto cílů je kladen důraz na odklon od fosilních paliv (uhlí, ropy a zemního plynu) k obnovitelným zdrojům energie. Vzhledem k nedostatku ropy a zemního plynu na území EU dává odklon od těchto zdrojů prostor pro větší nezávislost na externích dodavatelích, ale přechod na obnovitelné zdroje s sebou zároveň nese riziko vytvoření nové pasti závislosti se všemi důsledky, jak byly popsány výše.

Od závislosti na ruské ropě k závislosti na čínských surovinách?

Přechod od fosilních paliv k zelenějším ekonomikám musí nutně provázet změna technologií, která se však neobejde bez nových strategických surovin. EU definovala 34

Několik málo zemí dominuje produkci kritických surovin

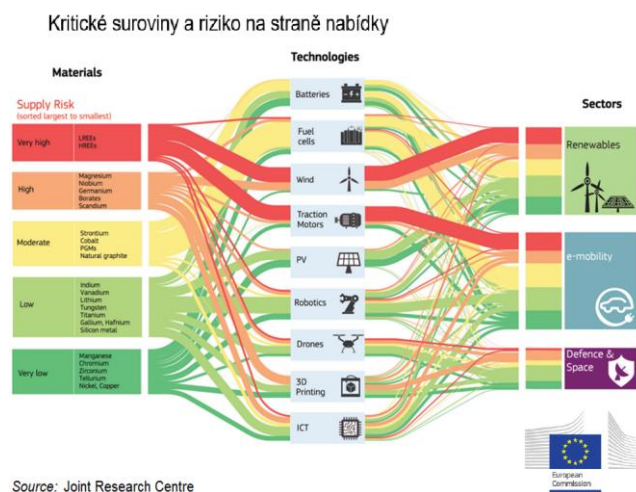


Zdroj: www.minig.com

kritických surovin, které jsou nezbytné pro cíle v oblasti obnovitelných zdrojů, digitalizace a obrany. Do seznamu patří mimo jiné hliník, měď, křemík, nikl, mangan, bor, lithium nebo kovy vzácných zemin. Problémem je, že těchto surovin většinou není potřeba velké množství, ale nedají se ničím nahradit a často jsou dováženy jen z jediné země, a tou je v mnoha případech Čína. Evropská unie se sice zbavila závislosti na Rusku, ale přechodem na zelenější ekonomiku by mohla spadnout do další závislostní pasti, tentokrát na Číně.

Například kovy vzácných zemin se používají k výrobě

Kritické suroviny jsou klíčové pro přechod na elektromobilitu, výrobu elektřiny z obnovitelných zdrojů i pro obranný průmysl.



Source: Joint Research Centre

silných permanentních magnetů, které jsou součástí elektromotorů, generátorů větrných turbín a jsou nenahraditelné i ve spotřební elektronice. Problémem kovů vzácných zemin není jejich výskyt, který je poměrně běžný, ale spíše to, že se nevyskytují v koncentrované formě a je

složitá jejich extrakce a rafinace, která je energeticky náročná a produkuje značné množství toxického a radioaktivního odpadu. Právě na to se soustředí Čína a EU jí tuto činnost v minulosti ráda přenechala, jelikož sama usiluje o zelenější ekonomiku. Hrozba závislosti na jednom dodavateli ale situaci mění.

Dalším příkladem kritické suroviny je platina, která je klíčovou součástí automobilových katalyzátorů, kde společně s palladiem a rhodiem pomáhá přeměnit škodlivý oxid uhelnatý, uhlovodíky a oxidy dusíku na méně škodlivý oxid uhličitý, vodní páru a dusík. Těžba platiny je soustředěna především v Jihoafrické republice, která ročně produkuje asi 80 % světové produkce.

Dobrym příkladem může být i lithium, které má klíčovou roli pro výrobu baterií pro elektromobily, důležité je ale i ve výrobě přenosné elektroniky nebo hnojiv a používá se i v lékařství. Dlouhou dobu dominovala v těžbě lithia Austrálie, ale tu dohání Čína, která ji může podle některých odhadů již příští rok předběhnout. O důvod více pro EU hledat další zdroje.

Strategie, jak se vypořádat s možnou novou závislostí, která se s přechodem na zelenější technologie bude zvyšovat z důvodu rostoucí poptávky po strategických surovinách, je zatím jenom na papíře v podobě Evropského aktu o kritických surovinách pro budoucnost dodavatelských řetězců. Zatímco cíle pro rok 2030 jsou definované poměrně jasně v podobě míry soběstačnosti těžby, zpracování i vnějších zdrojů, cesta, jak těchto cílů dosáhnout, je nejistá a chybí jasně definovaná strategie a prostředky, jak s nově nastalou situací naložit. Čína, jejíž dominance je v zelených technologiích největší, dosáhla své pozice výraznou státní podporou klíčových odvětví i používáním dumpingových cen. Nyní tak nemá konkurenci a například ceny čínských solárních panelů jsou poloviční a ani větrné turbíny vyrobené v EU nejsou schopné cenově konkurovat čínským.

Dopady opatření na podporu soběstačnosti a diverzifikaci

Po zkušenosti z ekonomických důsledků zpřetrhání obchodních vazeb, ať již bylo způsobeno pandemií a uzavřením hranic, válkou a s ní spojenými sankcemi nebo celní politikou dosavadního spojence USA, nebude chtít Evropská unie opakovat chyby z minulosti a zůstat závislá na mimoevropských dodavatelích, jakkoliv se nyní mohou tvářit důvěryhodně a spolehlivě. Závislost na strategických surovinách představuje riziko pro národní ekonomiky i geopolitickou stabilitu. Vytváří totiž zranitelnost vůči narušení dodavatelských řetězců, cenové volatilitě a zneužití pozice dominantními dodavateli. Tato závislost může mít závažné ekonomické dopady, jako je nedostatek surovin v klíčových odvětvích, například v automobilovém průmyslu nebo v odvětví obnovitelných zdrojů energie, a lze ji zneužít k politickému ovlivňování, jak je patrné

z dominantního postavení Číny v oblasti vzácných zemin. Řešení tohoto problému vyžaduje komplexní přístup.

Jaká opatření ale EU může v tomto ohledu přijmout? Část výroby může přesunout na své území, což ale s ekologickými limity může být například v případě kovů vzácných zemin nemožné, částečně pak může dovozy některých strategických surovin z Číny nahradit dovozy z jiných zemí. Například významné světové zásoby kovů vzácných zemin jsou v Brazílii, Vietnamu nebo USA a pokud by tyto země dokázaly tyto kovy nejen těžit, ale i zpracovávat, byla by poptávka po nich zaručená zřejmě i za cenu vyšších nákladů.

Opatření na diverzifikaci dovozů strategických surovin i snaha o alespoň částečnou soběstačnost a přesun výroby na území EU tak vyvolají vysoké náklady, které se nepochybně musí projevit v cenách pro koncové zákazníky. Tento cenový nárůst by ovšem by podle našeho názoru nebyl skokový, byť je velice obtížné ho kvantifikovat. Každopádně by se jednalo o pozvolný proces, který by mohl mít na svědomí mírně vyšší inflační tlaky, nikoliv ale cenové skoky, jakých jsme byli svědky při začátku války na Ukrajině a které by mohly nastat, pokud by Čína nebo jiná země zneužily svého dominantního postavení na trhu.

Závěr

Evropská unie bude muset v příštích letech více investovat do diverzifikace dodavatelských řetězců, podpory domácí produkce a hledání alternativních zdrojů klíčových materiálů. Tato opatření budou muset být komplexní (tedy dlouhodobá) a zároveň budou nákladná. Přizpůsobování bude pozvolné, ale nezbytné pro zajištění dlouhodobé stability a konkurenceschopnosti evropské ekonomiky v nových globálních podmínkách. Přinese s sebou ale zřejmě vyšší inflaci a vyšší zadlužení, což v případě některých zemí může vyvolat turbulence na finančních trzích. Co se týká ekonomického růstu, vyšší cenové tlaky mohou limitovat domácí poptávku, zároveň pokud budou investice do nových technologií správně alokovány, mohou v delším horizontu podpořit kýžené ekonomické oživení.

Větší důraz na spolehlivost dodávek bude sice nákladný, ale do budoucna by měl zabránit větším škodám způsobeným krátkodobými, avšak silnými šoky.



První čísla z reálné ekonomiky za 2. pololetí vyznívají relativně příznivě. Průmyslu i stavebnictví se v červenci dařilo a růst spotřeby domácností sice zpomalil, ale důvěra zůstává nad dlouhodobým průměrem. Inflace se pohybuje v horní polovině inflačního pásma a centrální banka drží relativně utaženou měnovou politiku.

Ekonomická aktivita

Po lepších výsledcích reálné ekonomiky v prvním pololetí byla zveřejněna první data týkající se druhé poloviny roku, která opět překvapila pozitivně. Průmyslová výroba v červenci meziročně vzrostla o 1,8 %, přičemž se dařilo zejména automobilovému průmyslu. Zároveň se mírně zlepšuje i situace ve strojírenství. Pozitivní byly i výsledky nových zakázek, které meziročně vzrostly o 6,6 %, a to díky domácím objednávkám (13 % y/y). Pozitivní vyhlídky ale nepotvrzují indexy nákupních manažerů. PMI ve zpracovatelském průmyslu v srpnu pokleslo na 49,4 z červencových 49,7. Červnová hodnota nad hladinou 50, ukazující na expanzi ve zpracovatelském průmyslu, tak byla ojedinělým výkyvem za poslední tři roky.

Dařilo se stavebnictví, které v červenci vykázalo dokonce dvouciferný růst (10,1 % y/y). Na něm mělo sice velkou zásluhu schválení povolení rekonstrukce veřejné dopravní stavby, ale i bez tohoto jednorázového faktoru by bylo stavebnictví v plusu.

Mírně naopak zklamala nezaměstnanost, která oproti očekávání v srpnu mírně vzrostla na 4,5 %, a nachází se tak o 0,7 pb výše než v srpnu v roce 2024. Stále se ale jedná o velice nízkou nezaměstnanost, která má potenciál generovat mzdové tlaky, jak ukázaly statistiky růstu mezd za 2. čtvrtletí. I přes rychlý růst mezd ale rychlost spotřeby domácností v červenci zpomalila. Důvěra spotřebitelů ale naopak vzrostla, proto je pravděpodobné, že v následujících měsících spotřeba nadále poroste svižným tempem a zůstane hlavním hybatelem ekonomického růstu.

Inflace a centrální banka

České spotřebitelské ceny v srpnu meziročně vzrostly o 2,5 %. To je o 0,2 pb méně, než očekávala poslední prognóza ČNB. Oproti předchozímu měsíci zvolnila inflace v oddíle potravin (v červenci 4,9 %, v srpnu 4 % y/y). Zároveň jsou ale ceny potravin velice volatilní a pohled na ceny zemědělských výrobců, které v srpnu meziročně vzrostly o 11,4 %, naznačuje, že v následujících měsících budou potraviny inflační tlaky spíše rozdmýčkovat. Naopak ceny energií inflační tlaky nadále brzdí. Struktura inflace se příliš nemění. Zatímco ceny zboží rostou velmi mírně (v srpnu o 1,1 % y/y, přičemž v meziměsíčním vyjádření dokonce poklesly o 0,2 %), ceny služeb nadále rostou svižným tempem (v srpnu 4,7 % vs. 4,8 % y/y v červenci). Svižně rostou i mzdy. Ve 2. čtvrtletí rostly reálné mzdy o 5,3 % y/y (ČNB očekávala 4,5 % y/y).

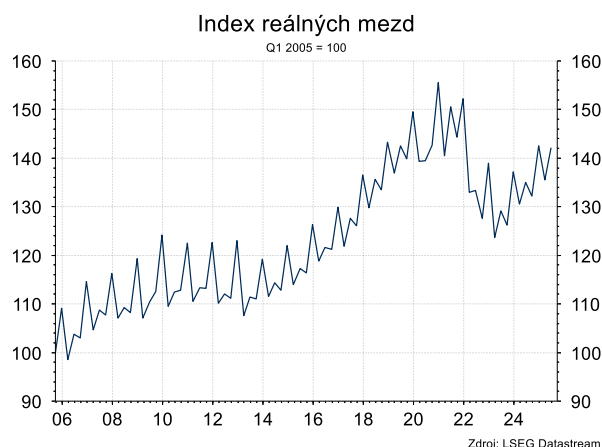
ČNB tak má důvod být i nadále opatrná, což potvrdila na posledním zasedání, kde se centrální bankéři jednomyslně rozhodli ponechat sazby beze změny. Aktuální repo sazba tak zůstává již od května 2025 na 3,5 %.

Bankovní rada neměla k dispozici novou prognózu a vyhodnotila (stejně jako na minulém zasedání) rizika jako proinflační. Podle guvernéra Michla mezi hlavní proinflační rizika patří ceny služeb, nemovitostí, potravin, růst úvěrů a rychlý růst mezd. Jako jediné protiinflační riziko jmenoval guvernéř kurz koruny a zároveň zdůrazňoval, že aktuální inflační tlaky neumožňují další snížení sazeb. V tomto směru se vyjadřovali již před zasedáním i další centrální bankéři jako například Jan Kubíček nebo Jan Frait. Upravujeme proto naši předpověď výhledu sazeb. Přikláníme se ke scénáři stability sazeb nejen v letošním, ale i příštím roce.

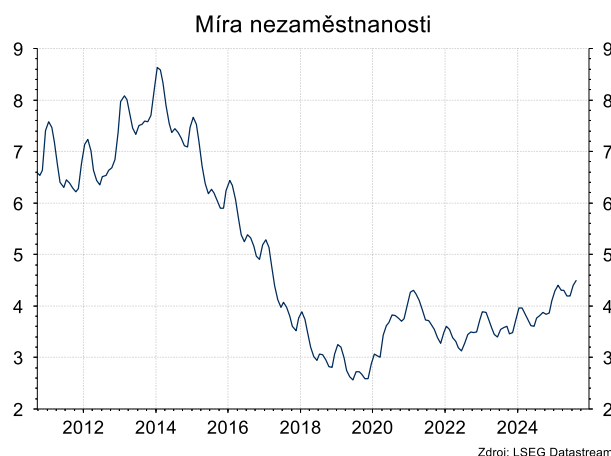
Rizika

Riziko pro českou ekonomiku představuje především vnější prostředí. Ekonomika prozatím roste, ale zpomalení Německa by ji mohlo výrazně zasáhnout.

Mzdy rostou svižným tempem, přesto v reálném vyjádření ještě nedosahují hodnot roku 2021.



Trh práce pozvolna slábne, nezaměstnanost ale zůstává stále velmi nízká.



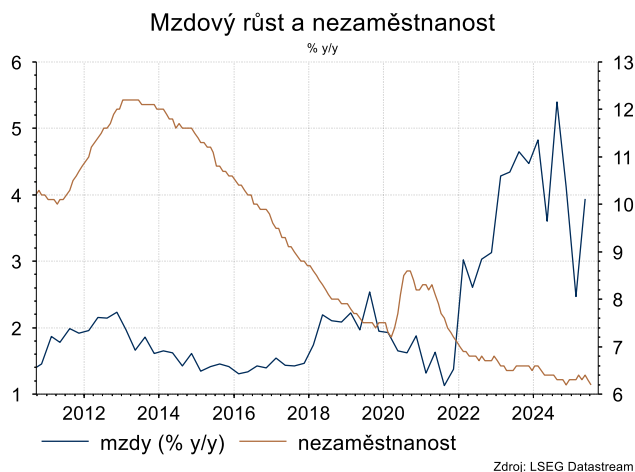
Reálná ekonomika navzdory clům roste, předstihové indikátory ale jednoznačný obrázek budoucího vývoje neukazují. ECB přitom podle všeho neplánuje dále podpořit ekonomiku uvolněním měnové politiky, a to přesto, že inflace zůstává nízká a měla by se na horizontu měnové politiky ještě snížit.

Ekonomická aktivita

Navzdory uvaleným clům eurozóna překvapuje lepšími výsledky reálné ekonomiky, než se očekávalo. Poslední čísla z průmyslové výroby za červenec ukázala meziroční růst o 1,8 %, což bylo mírně nad očekáváním a směrem vzhůru byly revidovány i statistiky za červen. Červencová průmyslová produkce vykázala lepší výsledky díky německé průmyslové produkci, která oproti původním předpokladům rostla rychleji. Optimismus ale brzdí poslední předstihové indikátory. PMI v eurozóně v září pokleslo zpět pod hladinu 50 na 49,5 bodu. Tento pokles byl způsoben hlavně výsledky Německa a Francie. Navíc v září poklesl v Německu i index Ifo, přičemž největší pesimismus vládne ve zpracovatelském průmyslu, kde se Ifo propadl na nejnižší hodnoty od června 2020. Slabý průmysl na druhou stranu kompenzuje optimismus ve službách: PMI ve službách v září výrazně předčilo očekávání, když vzrostlo na 51,4, což je nejvyšší hodnota od počátku letošního roku. Kompozitní PMI tak při protichůdném vývoji ve službách a v průmyslu nepatrně vzrostlo na 51,2 a ukazuje pouze na mírný růst ekonomik eurozóny ve druhé polovině roku.

Co se týká domácí spotřeby, růst maloobchodních tržeb se v červenci opět zpomalil, což vyvolává pochybnosti o tom, zda domácí spotřeba bude i nadále schopna kompenzovat dopad amerických cel na hospodářský růst. Meziměsíčně maloobchodní tržby poklesly o 0,5 %, meziročně byly tržby o 2,2 % vyšší.

Trh práce zůstává silný, ale mzdové tlaky slábnou.



Inflace a centrální banka

Inflace v eurozóně zůstává pod kontrolou a drží se na 2% cíli. Zvýšená ovšem stále zůstává jádrová inflace, a to zejména kvůli vývoji v sektoru služeb, kde se cenová dynamika v posledních měsících drží okolo 3,5 % y/y. Výhled inflace ale zůstává příznivý. Podle prognózy ECB by se inflace měla pohybovat pod 2 % jak v roce 2026, tak v roce 2027. Podle odhadů centrální banky bude nadále zmírňovat i mzdová dynamika, a to navzdory tomu, že trh práce zůstává silný a nezaměstnanost se drží na historických minimech.

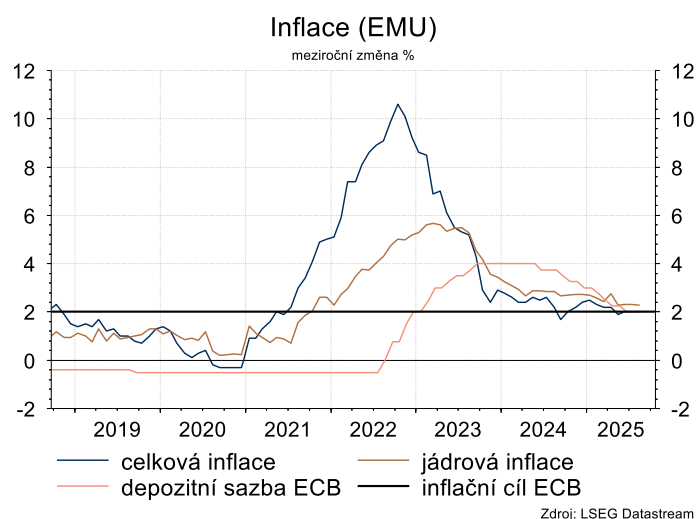
Inflační výhled tak zůstává více než příznivý, ale při aktuální depozitní sazbě ECB na 2 % již není příliš velký prostor pro uvolňování měnových podmínek. Na svém posledním zářijovém zasedání ECB podle očekávání ponechala sazby beze změny. Ani tisková konference nepřinesla žádné novinky. Prezidentka Lagarde představila novou prognózu, která se ale od té červnové lišila jen minimálně. Inflační výhled byl posunut o 0,1 pb výše pro letošní a příští rok, a naopak o 0,1 pb níže pro rok 2027. Vzhledem k lepším výsledkům reálné ekonomiky v první polovině roku byl posunut odhad růstu HDP pro letošní rok. Podle prezidentky Lagarde jsou rizika vyváženější, odmítla však komentovat dotazy, zda jsou správná měnit se očekávání trhu směrem ke stabilitě sazeb. Pouze zopakovala, že Rada guvernérů se bude rozhodovat na základě přicházejících dat a nezavazuje se k žádné předem definované trajektorii sazeb.

Podle našeho názoru ponechá ECB sazby letos i příští rok beze změny. Ke snížení sazeb by vedlo pouze výraznější odchýlení dat od prognózy (například výrazně nižší inflace, slabší ekonomický růst nebo další významnější posilování eura).

Rizika

Jedním z největších rizik pro eurozónu je aktuálně zpožděný dopad cel a následný možný propad ekonomiky.

Inflace zůstává na 2% inflačním cíli.



Data z trhu práce potvrdila jeho slábnutí, zatím však jde o pomalý proces. Míra nezaměstnanosti zůstává na velmi přijatelné úrovni a ani týdenní žádosti o podporu v nezaměstnanosti neukazují na zrychlení zhoršování. To umožňuje udržet solidní osobní spotřebu, přestože ukazatele spotřebitelské důvěry slábnou. Maloobchodní inflace zůstává zřetelně nad cílem, nijak výrazněji však nezrychluje. Fed reagoval na slábnutí trhu práce a dodal očekávané snížení sazeb.

Ekonomická aktivita

V srpnu pokračoval pouze slabý přírůstek zaměstnanců, mírně narostla míra nezaměstnanosti a klesl počet nabízených pracovních míst. Data tak potvrdila trend ke slábnutí trhu práce. Zatím však jde o pozvolný proces, celkový stav trhu práce zůstává dobrý. Spotřebitelé sice registrují jak slábnutí trhu práce, tak stále zvýšenou inflaci, přesto se po šoku způsobeném ohlášením vysokých cel postupně vracejí k utrácení. Potvrdily to velmi solidní údaje o vývoji maloobchodních tržeb. Průmyslová produkce sice předčila očekávání, ale stačila pouze na udržení slabého růstu. Index předstihových ukazatelů je zřetelně v mínusu, což by ukazovalo na zpomalení ekonomiky v šestiměsíčním horizontu, jeho spolehlivost je však v posledních letech nízká. Konjunkturální indexy ISM ukazují na pokračující mírný růst ekonomiky – výrobní sice proti minulé hodnotě narostl, ale zaostal za očekáváním a je stále v kontrakci. ISM ve službách naopak očekávání překonal a dostal se zřetelně do pásma expanze. Třetí čtvrtletí by tak mohlo přinést solidní růst. GDPnow atlantského Fedu momentálně odhaduje mezičtvrtletní anualizovaný růst ve třetím čtvrtletí na 3,3 %. Růst by se měl opět opírat především o osobní spotřebu, ale pozitivně by měly přispět i fixní investice a zásoby. Odhady ekonomů kompilované agenturou Bloomberg jsou zatím podstatně

skromnější a počítají s růstem jen o 1,5 %, přičemž nejvyšší odhad je 2,6 %.

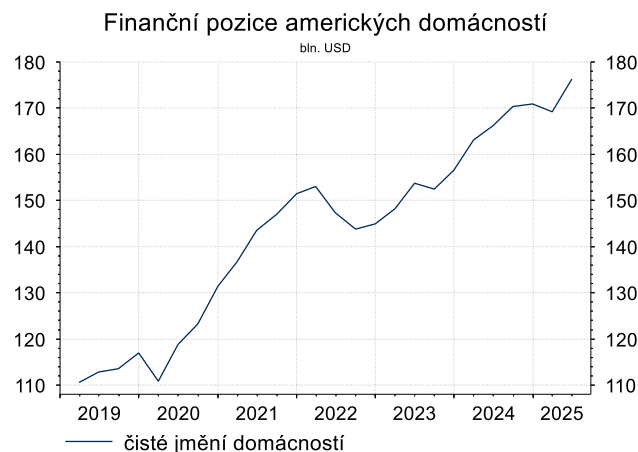
Inflace a centrální banka

Jádrová inflace v souladu s očekáváním stagnovala zřetelně nad cílem Fedu, celková mírně zrychlila kvůli potravinám. Vliv růstu cel na ceny je stále slabý, problémem je spíše stále zrychlený růst cen ve službách. Zatím se neprojevuje ani očekávané zpomalení růstu nájmu. Slábnoucí trh práce dává šance na další pokles tempa zvyšování mezd, což by časem mělo vést i k nižší inflaci ve službách. PPI byl zřetelně nižší, než se čekalo, navíc byl směrem dolů revidován i předchozí měsíc. Nízký byl i růst dovozních cen. Inflace tak na jednu stranu momentálně nepokračuje v poklesu k cíli Fedu, na druhou stranu zřetelně neakceleruje, čehož se kvůli clům obávala řada pozorovatelů včetně části členů FOMC. Fed se tak může zaměřit na slábnutí trhu práce, což vedlo ke snížení sazeb na zářijovém zasedání FOMC. Další vývoj sazeb bude záviset na datech o inflaci a trhu práce. Poslední predikce Fedu se posunula směrem k vyšší inflaci a silnější ekonomice, což by mělo prostor pro snížení sazeb omezovat. Na druhou stranu samotní členové FOMC vidí do konce roku stejně jako trh a my dvě snížení sazeb. FOMC je však zřetelně rozdělen a patrně by stačilo poměrně málo, aby se rovnováha přesunula, a to jak směrem k pomalejším, tak k rychlejším změnám sazeb.

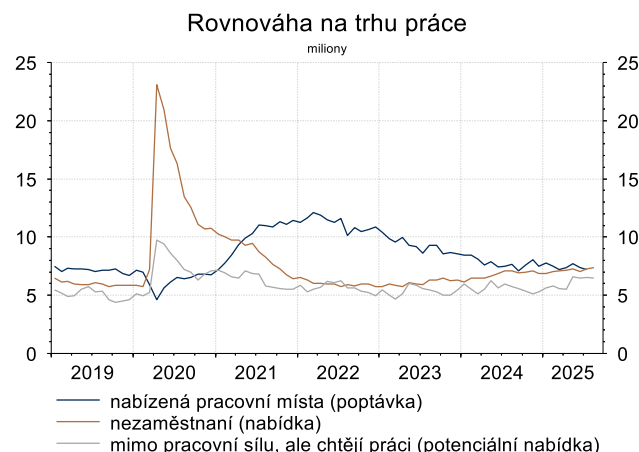
Rizika

Obavy z tlaku prezidenta Trumpa na Fed a související ztráty nezávislosti americké centrální banky přetrvávají. Pokud by se Trumpovi podařilo dosáhnout svého, klesly by sazby podstatně, jak naznačilo hlasování a výhled jeho nominanta na dočasného guvernéra Fedu Mirana. Tento scénář by otevřel prostor pro další podstatné oslabení dolaru a zvýšení strmosti výnosové křivky. Její dlouhý konec také bude i nadále trpět obavami o rozpočtovou stabilitu USA.

Efekt bohatství podporuje růst osobní spotřeby.



Počet nezaměstnaných se po více než čtyřech letech vyrovnal s počtem nabízených pracovních míst.



EUR/USD

Dolar v průběhu září oslabil především kvůli tomu, že se trh soustředil na scénář postupného poklesu sazeb v USA. Klíčové bylo v tomto směru zasedání FOMC, ale tento scénář podpořila také data z trhu práce a částečně i inflační data. Kurz se v průběhu měsíce dostal nad hladinu podpory (z hlediska dolaru) 1,1745 a neúspěšně otestoval další hladinu podpory 1,185. Druhou polovinu měsíce kurz strávil mezi dvěma výše zmíněnými hladinami, když se po svém proražení hladina 1,1745 stala hladinou podpory. Na trhu na jednu stranu přetrvává očekávání dalšího oslabení dolaru, na druhou stranu trendu k oslabení dolaru chybí momentum. Posun tržních očekávání směrem k nižším sazbám Fedu sice jednoznačně podporuje očekávání slabšího dolaru, ale situace je značně nejistá a nová data o vývoji americké ekonomiky mohou názor trhu rychle změnit. Navíc sazby Fedu nejsou jediným faktorem ovlivňujícím kurz. Jak globální makroekonomická, tak geopolitická situace zůstává značně nepřehledná a komplikovaná, což vytváří předklady pro nejruznější krátkodobé výkyvy a případně i dlouhodobé zvraty. Hodně k tomu i nadále přispívá velmi volatilní vystupování amerického prezidenta Trumpa, ale také politické problémy v EMU. Vedle nestabilní Francie se může lehko zkomplikovat i křehká rovnováha v Německu, kde panuje zřetelné napětí uvnitř nesourodé koalice CDU/CSU a sociálních demokratů. Počítáme tak na jednu stranu s udržení slabého dolaru v měsíčním horizontu s možným dalším tlakem na jeho oslabení, na druhou stranu z výše uvedených důvodů existuje vysoká míra nejistoty a značný prostor pro překvapení.

EUR/CZK

Po srpnové stagnaci pokračovala koruna v září v posilování, které trvá již od dubna. I nadále koruně hraje do karet slabý dolar, proti kterému se dostala na 7letá maxima. Také vůči euru je nejsilnější za poslední dva roky. Korunu podporuje ČNB, která je velice opatrná a signalizuje, že snižování sazeb není na pořadu dne. Udrzuje tak vysoký úrokový diferenciál, čímž podporuje poptávku po české měně. Tyto příznivé podmínky by měly i nadále trvat. Slabost dolaru bude našeho názoru ještě nějakou dobu pokračovat a úrokový diferenciál vůči euru se nebude zmenšovat, i když ECB již zřejmě k dalšímu snížení sazeb nemusí přikročit. Domníváme se ale, že aktuálně je koruna velice silná jak vůči euru, tak vůči dolaru, a její případné další zisky budou již omezené. Náš základní scénář počítá s tím, že se koruna bude pohybovat v relativně úzkém pásmu okolo stávajících hodnot (24,3 EUR/CZK).

Dluhopisy

Tón zářijového obchodování opět udala už na začátku měsíce data z amerického trhu práce. Tím, že potvrdila tendenci k jeho slábnutí, znovu přesvědčila investory o prostoru pro pokles sazeb Fedu. Inflační data pak jen dále podpořila už existující tendenci k poklesu výnosů. Samotné zasedání Fedu vedlo k mírné korekci, tedy růstu výnosů. Trh tak reagoval především na poměrně opatrný tón Powellovy tiskové konference. Jak jeho vystoupení, tak predikce a vystoupení dalších členů FOMC zdůraznily vysokou míru nejistoty ohledně dalšího vývoje ekonomiky, tedy i měnové politiky.

Německé výnosy prošly v září dvěma fázemi. V první polovině měsíce klesly z lokálního vrcholu pod vlivem vývoje v USA, ve druhé polovině měsíce se vracely na vyšší úroveň kvůli spíše jestřábí ECB a očekávanému růstu státního zadlužení. Obavy z globálního růstu státního zadlužení by měly obecně držet výnosy na vyšších úrovních. Vývoj inflace by měl být spíše příznivý, což by mělo růst výnosů brzdit. Jazyčkem na vahách by mělo být tempo růstu hospodářství: pokud bude rozpočtový stimul úspěšný, přispěje to k vyšší úrovni výnosů, pokud zklame, lze čekat návrat na nižší úroveň. Růstová data však budou výrazněji ovlivňovat dluhopisový trh až v příštím roce. Pro zbytek letošního očekáváme stabilitu výnosové křivky, a tedy kolísání výnosů poblíž současných úrovní.

Dlouhý konec české výnosové křivky se v průběhu celého září pohyboval směrem vzhůru. Úplně chyběl pokles inspirovaný vývojem na světových trzích na začátku měsíce, růst na konci byl naopak zřetelně výraznější než v případě Německa. České výnosy tak končily citelně výše, zatímco německé zůstaly na úrovni srovnatelné se začátkem měsíce. K růstu českých výnosů patrně přispěla stále více jestřábí rétorika ČNB. Růst výnosů byl specifický pro ČR, blízké regionální trhy (Polsko a Maďarsko) podobný vývoj nezaznamenaly. Do konce roku by měl být vývoj podobný jako v EMU, tedy víceméně postranní trend jen s relativně mírnými výkyvy. Jestřábí postoj ČNB už by měl být v cenách dluhopisů započten, takže pokud nedojde k jeho dalšímu vystupňování, neměl by už dále trh příliš ovlivňovat.

Akcie

Americkým akciím se v srpnu dařilo, obzvláště těm technologickým. Investiční příběh spojený s AI stále táhne, náladu navíc podpořila státní podpora Intelu následovaná soukromými investicemi (Nvidia, možná i Apple). Nerostly však jen technologie, naopak růstová základna se rozšířila, a solidní výkonnost tak měl i široký trh. Akcie ztráktivuje úspěšná výsledková sezóna a očekávané snižování sazeb, které zvyšuje optimismus ohledně vyhlídek ekonomiky. Kombinace vysokého ohodnocení společností a makroekonomické a geopolitické nejistoty nás však i nadále vedou k opatrnosti. Samotné rozšiřování růstové základny trendu je jedním z příznaků vyčerpávání



momenta. Proto přes momentálně dobrou výkonnost amerického akciového trhu zůstáváme opatrní a do konce roku vidíme prostor pro růst akcií jako omezený se zvýšeným rizikem korekce.

Výkonnost evropských akciových trhů byla v srpnu zřetelně horší než výkonnost trhů v USA. Německý index DAX dokonce mírně klesl. Vnější faktor v podobě růstu trhu a snížení sazeb v USA sice Evropu podporoval, ale domácí problémy její růst brzdily. Horší srpnová výkonnost může také souviset s lepší výkonností evropských trhů v prvním pololetí – zatímco vyhlídky USA se spíše zlepšují, přinejmenším v tom smyslu, že není vidět podstatný růst inflace kvůli clům a bezprostředně nehrozí recese, vyhlídky Evropy se po vlně optimismu vyvolané ohlášením rozpočtových stimulů v Německu aktuálně spíše zhoršují. ECB je navíc opatrná a obává se inflačních rizik, šance na snížení sazeb je proto minimální. Proto vidíme perspektivu vývoje akciových trhů v Evropě do konce letošního roku jako ještě poněkud horší než v USA.

Vývoj na českém akciovém trhu byl podobný jako ve zbytku Evropy: většina akcií šlapala vodu a v průběhu měsíce nijak výrazněji nezměnila cenu. Výjimky byly tři: Primoco se po dlouhém klesajícím trendu trvajícím od února vzpamatovalo a prakticky odpracovalo veškerou ztrátu. Akcie má malý free float, tedy poměrně nízkou likviditu, takže cena je lehce ovlivnitelná malými změnami v tocích do a z titulu. Z větších akcií byly pozitivní výjimkou Colt a Moneta. Colt reagoval na pozitivní informace, růstový trend u Monety trvá už skoro od počátku roku. Český trh by se ve zbytku roku měl řídit především vývojem ve světě, takže jsme zde také spíše skeptičtí.

Kredit

Můžeme vám garantovat, že kdo z fanoušků dluhopisového financování nestihnul využít srpnovou pauzu k nabrání sil, toho čekají v následujících měsících opravdu krušné chvíle. Většinu tuzemských aktérů jakoby inspirovaly kombajny na polích a pro investory si tak přichystali opravdu nebývalé žně. Hned první zářijové dny se potkaly dvě eurové nabídky bankovních domů. Moneta se rozhodla posílit kapitálovou strukturu emisí Tier2 dluhopisu v očekávaném objemu 100 milionů eur. Ačkoliv se dá očekávat splacení po 5 letech, tak dluhopis musí být oficiálně nabízen s tenorem 10 let. Nakonec přilákala nabídka podřízeného dluhopisu s ratingem Baa2 pokyny v objemu 480 milionů a finální kreditní spread 215 bb. znamená kupón 4,514 %. Ve stejný den se České spořitelně na její nabídku sedmiletého benchmarku sešla poptávka převyšující 1,3 miliardy eur. MREL dluhopisy s investičním ratingem 3-4 stupně nad spekulativním pásmem a kreditním spreadem 130 bb ponesou fixní výnos 3,743 %. Pro korunové investory jsme měli v nabídce dluhopis Accolade. V syndikátu pěti bank se s výnosem 6,875 % a splatností za 5,5 roku podařilo umístit celým plánovaným objem 2,5 miliardy korun.

Největší sláva je ale typicky připravená až po žních, kdy se můžeme těšit na dluhopisy společností Trigema, RegioJet, Crestyl, Dr.Max a nám nejbližší sesterské televize Nova. Všechny emise jsou již v nabídce a bude nesmírně zajímavé sledovat, komu se podaří ovládnout letošní dožínky.

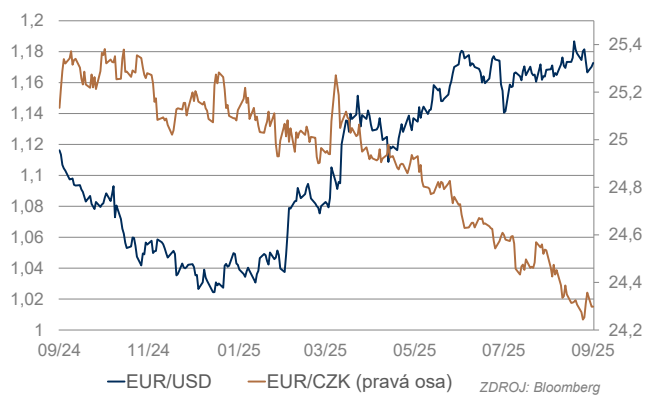
Komodity

Cena ropy se v září držela v postranním trendu, a tedy v konsolidaci. Začátek měsíce byl ve znamení poklesu v reakci na slabá data z amerického trhu práce, a tedy obav z nižší ekonomické aktivity a následně nižší poptávky po ropě. Ve zbytku měsíce cena kolísala a končila jen mírně pod úrovněmi z jeho začátku. Na výkyvy měla největší vliv geopolitika, konkrétně růst napětí kolem Ruska a větší tlak na embargování jeho vývozu ropy. Růst vojenského napětí mezi NATO a Ruskem byl primární příčinou růstu ceny ropy na konci měsíce. V měsíčním horizontu očekáváme pokračování volatilní konsolidace. Primární důvody ke krátkodobým výkyvům by nadále měly přicházet od geopolitiky, kromě Ruska může na trh působit i případná eskalace na Blízkém a Středním východě. Pokud by se výrazněji změnil názor trhu na aktuální a budoucí stav světové ekonomiky, vedlo by to k přizpůsobení hladiny, kolem které cena kolísá.

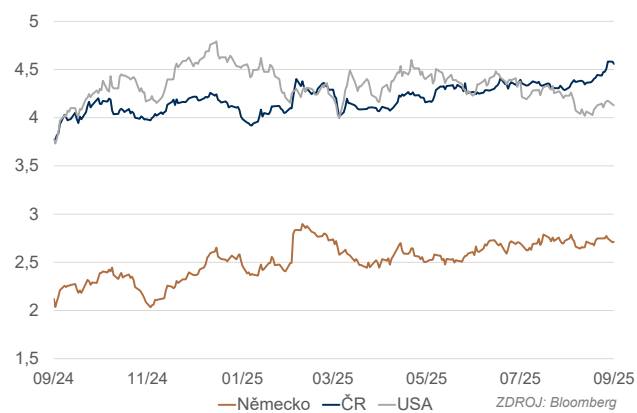
Cena zlata už na začátku září prorazila hladinu odporu 3500 USD/oz, a začala se tak dostávat na nová historická maxima. Podnětem k obnovení růstového trendu byl patrně především přechod trhu k očekávání série snížení sazeb v USA. Nižší sazby snižují nevýhodu zlata spočívající v tom, že nenese výnos. Dalším faktorem podporujícím růst ceny zlata je slabší dolar i očekávání jeho dalšího oslabení. Působí samozřejmě také dlouhodobé faktory, především zvýšená geopolitická nejistota a obavy z růstu zadlužení vyspělých států. Na konci září zlato překonalo 3800 USD/oz, a otevřelo si tak cestu k psychologické hladině 4000 USD/oz.



Devizové kurzy



Dluhopisy (10 let)



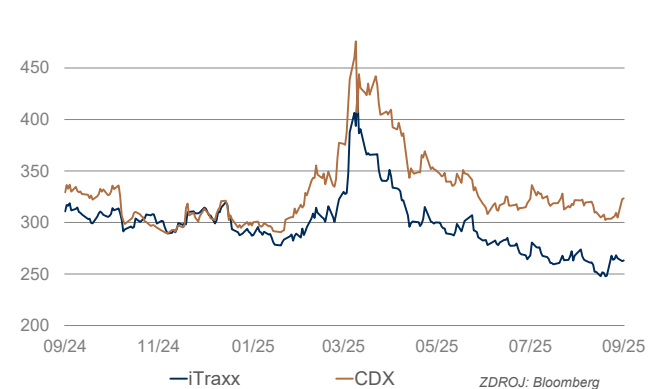
Index volatility VIX



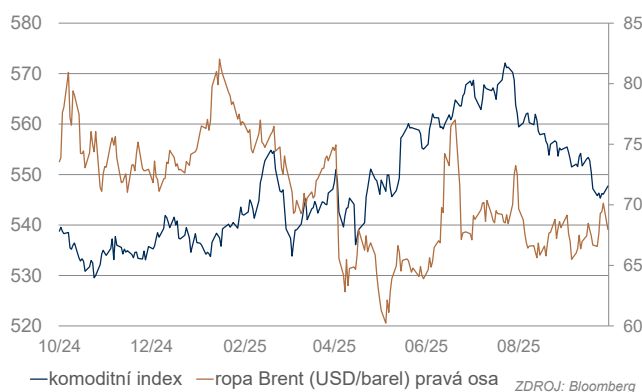
Akciové indexy (1. 9. 2024 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	M-12	M-1	SOUČASNÁ HODNOTA	3 M ODHAD	ZMĚNA*	6 M ODHAD	ZMĚNA*	12 M ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	4,75 - 5,00	4,25 - 4,50	4,00 - 4,25	3,75 - 4,00	↓	3,50- 3,75	↓	3,25 - 3,50	↓
ECB (depo)	3,5	2,00	2,00	2	→	2,0	→	2,0	→
ČNB	4,25	4	3,50	3,50	→	3,5	→	3,50	→
KURZY									
EUR/USD	1,11	1,17	1,17	1,17	→	1,20	↑	1,20	→
EUR/CZK	25,2	24,4	24,3	24,3	→	24,3	→	24,3	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	3,64	3,62	3,61	3,6	→	3,5	↓	3,5	→
US dluhopis 10y	3,78	4,23	4,13	4,2	↑	4,0	↓	4,0	→
Něm. dluhopis 2y	2,07	1,94	2,03	2,0	→	2,0	→	2,0	→
Něm. dluhopis 10y	2,12	2,72	2,72	2,8	↑	2,8	→	2,8	→
České dluhopisy 2y	3,38	3,55	3,52	3,5	→	3,5	→	3,5	→
České dluhopisy 10y	3,77	4,22	4,34	4,3	→	4,2	↓	4,0	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	329,2	321,7	323,5	295	↓	305	↑	315	↑
EMU iTraxx 5y	310,8	267,9	263,3	275	↑	285	↑	295	↑
AKCIE									
S&P 500	5762,5	6460,3	6661,2					6700	→
Eurostoxx 50	5000,5	5351,7	5515,1					5500	→
DAX	19324,9	23902,2	23816,1					24000	→
CSI 300	3956,0	4436,3	4640,7					4700	↑
PX 50	1611,2	2267,9	2329,7					2340	→

* 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)	0,5	0,5	1,5	1,9	2,4	2,6	2,7	2,5	0,2	1,1	2,6	2,6
soukromá spotřeba	2,3	0,9	2,6	3,0	2,4	3,4	3,2	2,9	-2,7	2,2	3,0	3,1
vládní spotřeba	2,5	3,6	3,4	3,2	1,9	2,2	2,1	1,9	3,2	3,2	2,1	1,3
investice	-0,6	-3,1	-3,5	-5,1	-1,7	-0,2	0,7	2,5	4,5	-3,1	0,3	3,9
dovoz	-2,7	-2,0	2,9	2,7	4,3	6,0	1,5	3,2	-0,9	0,2	3,2	4,3
vývoz	0,2	-0,3	3,5	1,1	3,5	4,2	1,4	3,0	2,8	1,1	2,7	3,6
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3	3,6	3,8	4,4	4,5
inflace (% y/y)	2,1	2,5	2,3	2,9	2,7	2,4	2,7	2,7	10,7	2,4	2,6	2,3
běžný účet (% HDP)	6,1	-0,3	-0,1	1,7	6,2	-2,1	0,9	1,3	-0,1	1,7	1,5	1,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,7	-2,2	-1,9	-2,2
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	42,2	43,3	43,5	44,2

Evropská měnová unie

	2024				2025*				2023	2024	2025*	2026*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,5	0,5	0,9	1,3	1,6	1,5	1,1	0,9	0,4	0,9	1,2	1,1
soukromá spotřeba	0,9	0,7	1,3	1,8	1,4	1,4	1,2	1,1	0,5	1,2	1,3	1,2
vládní spotřeba	1,8	2,5	2,6	2,4	2,1	1,7	1,1	0,8	2,1	2,4	1,4	1,3
investice	-1,1	-3,2	-1,8	-2,2	2,3	3,0	1,8	1,6	2,6	-2,2	2,2	1,4
dovoz	-2,6	-0,8	1,2	0,6	3,8	2,4	2,1	2,5	-1,8	-0,4	2,6	1,6
vývoz	-1,0	1,3	0,9	0,4	2,4	0,3	1,5	1,7	-1,1	0,4	1,5	1,3
nezaměstnanost (%)	6,6	6,4	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,6	6,4	6,3	6,3
inflace (% y/y)	2,6	2,5	2,2	2,2	2,3	2,0	2,1	2,0	5,5	2,4	2,1	1,8
jádrová inflace (% y/y)	3,1	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,3	2,2	5,0	2,8	2,4	2,0
běžný účet (% HDP)	2,2	2,6	2,7	2,6	2,4	2,1	2,5	2,3	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)	2,8	3,1	2,8	2,4	2,0	2,1	1,7	1,5	2,9	2,8	1,7	1,8
soukromá spotřeba	2,3	2,9	3,1	3,4	3,1	2,7	2,1	1,4	2,6	2,9	2,0	1,6
vládní spotřeba	3,9	3,9	3,9	3,6	2,7	1,9	0,7	0,1	3,5	3,8	1,4	0,9
investice	4,6	4,8	2,7	0,0	5,8	0,0	0,7	2,8	0,8	3,0	2,8	1,7
dovoz	3,2	5,9	7,7	6,2	13,2	1,8	-0,3	-0,5	-0,9	5,8	2,9	-1,0
vývoz	2,3	3,9	5,0	3,3	2,2	1,5	-0,7	-0,4	2,8	3,6	1,1	0,9
nezaměstnanost (%)	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,3	4,4	3,6	4,0	4,3	4,4
inflace (CPI % y/y)	3,3	3,2	2,6	2,7	2,7	2,5	2,9	3,1	4,1	3,0	2,8	2,9
jádrová inflace (PCE % y/y)	3,1	2,8	2,8	3,0	2,8	2,7	3,0	3,2	4,2	2,9	2,9	2,9
běžný účet (% HDP)	-3,4	-3,5	-3,8	-4,0	-4,5	-4,4	-4,2	-3,9	-3,3	-3,6	-4,4	-3,8
rozpočtový deficit (% HDP)	-5,8	-5,4	-6,2	-6,9	-7,0	-6,3	-6,5	-6,2	-6,3	-6,9	-6,3	-6,5
vládní dluh (% HDP)	98,2	98,3	97,2	98,0	97,8	98,1	98,3	99,1	97,2	99,6	100,9	102,2

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

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

Ľuboš Mokráš

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

Barbora 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.

