

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Další potenciální bubliny na finančních trzích

ČR HDP ve 3. čtvrtletí rostlo nad očekávání

EMU Služby zůstávají tahounem křehkého oživení

USA Shutdown sice skončil, nedostatek čerstvých dat
ale přetrvává

www.ppfbanka.cz

prosinec 2025

Magdalena Středová, Ľuboš Mokráš



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

Nedůvěra ve státní dluhopisy nutí investory přesouvat kapitál jinam, jako například do zlata, kryptoměn, akcií nebo korporátních dluhopisů, což vytváří riziko bublin. Zlato dosáhlo historických maxim i díky nákupům centrálních bank a geopolitické nejistotě. Kryptoměny letos rostly strmým tempem, ale aktuálně probíhající korekce naznačuje riziko splasknutí bubliny. Populární jsou také korporátní dluhopisy, jejichž výnosy klesají někdy i pod úroveň státních dluhopisů, což je anomálie, která podle našeho názoru nemůže dlouho vydržet.

Ceny drahých kovů, kryptoměny a korporátní dluhopisy jako další možné bubliny

Růst cen některých finančních aktiv budí pozornost nejen odborné veřejnosti. Kromě růstu akcií firem spojených s umělou inteligencí rostou i jiná aktiva, která s novou technologií nemají nic společného a jejichž aktuální popularita vyplývá spíše z fenoménu zvaného debasement neboli znehodnocení měny. Ten je starý jako lidstvo samo. Ale zatímco ve starověku vládci ořezávali mince nebo do nich přidávali levnější kovy, v moderní éře se jedná o zvyšování výdajů na obsluhu státního dluhu, expanzi bilancí centrálních bank a nízké úrokové sazby. Reálná ekonomika kvůli těmto jevům roste pomaleji než nabídka peněz. Důsledkem tohoto vývoje jsou sázky na to, že vládní půjčky a tisk peněz povedou k oslabení hodnoty měny, potažmo státních dluhopisů, a proto investoři přesouvají hotovost do aktiv, jako je zlato, kryptoměny, akcie, korporátní dluhopisy nebo nemovitosti, které si mohou udržet svou hodnotu. Ceny těchto aktiv tak rychle rostou a při nadměrném růstu pak může dojít k vytvoření bubliny.

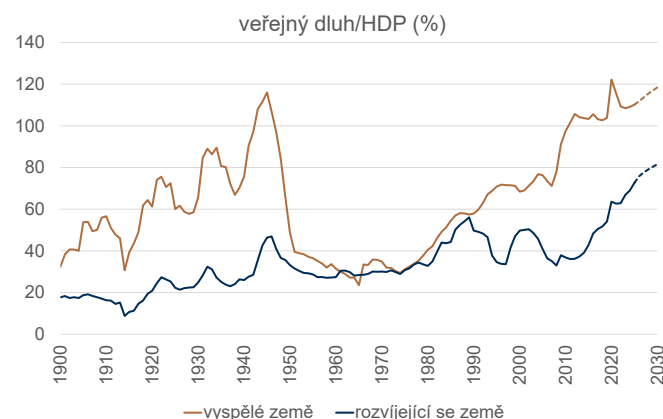
Další potenciální bubliny

Kromě silného růstu a vysokých ocenění akcií ze sektoru AI je aktuálně nejnápadnějším fenoménem na finančních trzích překotný růst ceny zlata a stříbra na straně jedné a kryptoměn na straně druhé. Aktuální růstový trend se začal rodit už na podzim 2023, ale letos po několikaměsíční konsolidaci doslova vybuchl do série historických maxim. Momentálně u některých aktiv již probíhá větší či menší korekce. Původním impulsem vzniku trendu byly soustavné nákupy zlata některými centrálními bankami, později se přidalo momentové obchodování a nakonec fenomén společný s další typem aktiv: sice méně nápadný, ale také důležitý vývoj kreditu, tedy jednak dluhopisů vydávaných soukromým sektorem a jednak kvalitních dluhopisů státních (USA, Německo). Kredit je aktuálně populární, naopak na kvalitní státní dluhopisy se část investorů dívá skrz prsty. Výsledkem je výrazné zúžení rozdílu mezi výnosy kvalitních dluhopisů státních a soukromých. V extrému se výnosy dluhopisů některých společností občas dostaly pod výnosy státních dluhopisů, což je historická anomálie. V této souvislosti se dá mluvit o bublině na kreditu, tedy o jejich relativně příliš vysokých cenách (vysoké ceny znamenají nízké výnosy).

Růst cen korporátních dluhopisů

Podle posledního fiskálního monitoru Mezinárodního měnového fondu má veřejný dluh vzrůst celosvětově v průměru nad 100 % HDP. To je nejvíce od roku 1948, přičemž většími hříšníky jsou v tomto ohledu vyspělé státy, které spoléhají na to, že v minulosti své závazky vždy splácely, a investoři proto byli ochotni akceptovat nízké výnosy a investice do vládních dluhopisů považovali za v podstatě bezrizikové. Vyspělé země dosáhly podle statistik MMF zadlužení 120 % HDP a vzhledem k demografickému vývoji je velice pravděpodobné, že se situace bude zhoršovat.

Státní dluh roste na historická maxima napříč zeměmi.



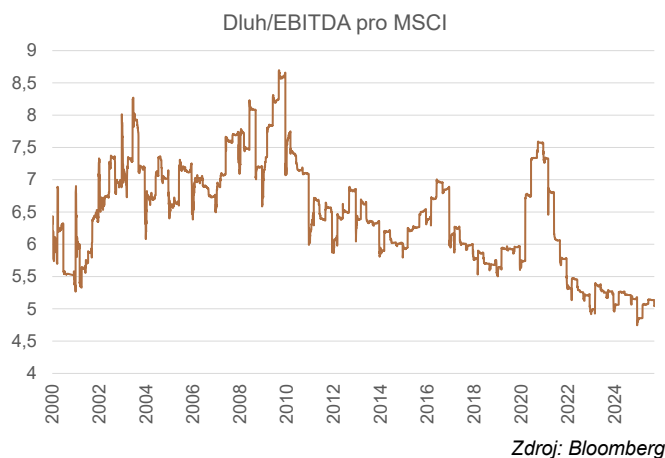
Zdroj: IMF

A investoři začínají být nervózní a nejenže požadují vyšší výnosy, ale přesouvají peníze jinam. Trh státních dluhopisů je zhruba dvojnásobný oproti trhu dluhopisů korporátních, které se nabízejí jako alternativa při poklesu důvěry ve schopnost vlád dostát svým závazkům. Zhruba polovina vydaných státních dluhopisů je navíc americká. Na korporátní dluhopisy má zase značný dopad politika Donalda Trumpa, zejména v zahraničně-obchodní oblasti, která podkopává důvěru v americký dolar.

Poptávku po korporátních dluhopisech navíc podporuje jejich konzervativnější přístup k dluhu. Klíčový ukazatel, který měří poměr dluhu k zisku před úroky, zdaněním, odpisy a amortizací (dluh/EBITDA) společností zahrnutých do indexu MSCI World (jenž sleduje výkonnost velkých a středně velkých společností z 23 rozvinutých trhů), po nárůstu v roce 2021 postupně klesá a aktuálně se pohybuje

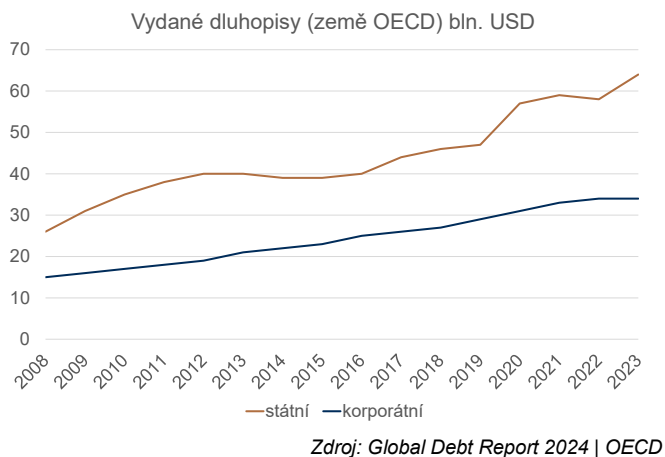


Oproti státům korporátní svět zůstává, co se týká zadlužení, zdravý.



na nejnižších úrovních za posledních 25 let. Vysoká poptávka po korporátních dluhopisech pak tlačí výnosy těchto dluhopisů směrem dolů a kreditní spready se snižují k historickým minimům. V extrémních případech pak dochází i k tomu, že výnosy dluhopisů některých firem klesly pod výnosy státních dluhopisů ve stejné zemi. To je anomálie, která podle našeho názoru nemá opodstatnění a nemůže mít dlouhého trvání. I ty nejlépe hodnocené

Trh státních dluhopisů je dvojnásobný oproti těm korporátním.

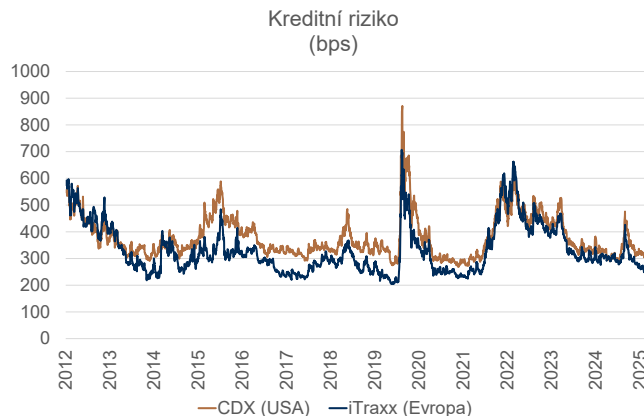


společnosti byly vždy považovány za o něco rizikovější než státy, v nichž mají své sídlo.

Korporátní sektor je ve větší či menší míře závislý na státu, ve kterém daná firma sídlí a kde odvádí daně. Pokud by v extrémním případě mělo dojít k nesplácení vládních závazků, může vláda sáhnout k většímu zdanění firem a peníze si obstarat, naopak firma takovéto možnosti nemá a její dluhopisy jsou tak z podstaty věci vždy rizikovější než státní dluhopisy. Příkladem těchto anomálií jsou kvůli politické nejistotě ve Francii některé francouzské firmy jako L'Oreal nebo Airbus. Do stejné kategorie ale nějakou dobu

patřily i některé německé firmy, například Siemens, nebo i americký Microsoft. Výnosy pětiletých dluhopisů firmy L'Oreal se držely 4 měsíce pod státními dluhopisy. Na

Indexy měřící kreditní riziko se jak v USA, tak v Evropě navzdory rostoucím výnosům státních dluhopisů blíží historickým minimům.



konci srpna byl rozdíl u pětiletých dluhopisů dokonce 0,2 pb. Nyní se situace mírně zklidnila a výnosy L'Orealu jsou zpět pod výnosy státních dluhopisů, ale jen velmi těsně: aktuální rozdíl se pohybuje v řádu setin procentního bodu.

Zlato

Dalším aktivem, které v letošním roce strmě rostlo a trhalo historické rekordy, bylo zlato. Přitom zlato bývalo oproti akciím velmi defenzivní investicí s relativně malým výnosem. Například za 10 let od počátku roku 2013 do konce roku 2022 cena zlata kumulativně vzrostla o 9 %. Naopak za necelé dva roky od počátku roku 2024 se jeho cena téměř zdvojnásobila. Geopolitická nejistota, kdy zlato funguje jako bezpečný přístav, je přitom jen část příběhu. Hlavním tahounem růstu jeho cen je nedůvěra ve státní dluhopisy, přičemž tento efekt je umocněn tím, že velkou část amerických státních dluhopisů drží ve svých portfoliích centrální banky, které kvůli nedůvěře ve státní dluhopisy přistupují k větší diverzifikaci rezerv a místo bezpečných dluhopisů kupují do svých portfolií zlato. Tento fenomén se týká hlavně asijských centrálních bank, které měly a stále mají – stejně jako ostatní centrální banky – ve svých rezervách hlavně dolarová aktiva, protože dolar je hlavní světovou rezervní měnou a v tomto ohledu nemá alespoň v současné době konkurenci. Nedůvěra ve státní americké dluhopisy trvá již od prvního prezidentského období Donalda Trumpa v letech 2017–2021, kdy byla zavedena řada dovozních cel, což vedlo ke zhoršení vztahů zejména s Čínou, která patří k největším zahraničním držitelům amerického státního dluhu. V reakci na zhoršené vztahy s USA začala Čína postupně snižovat svou závislost na aktivech ovlivňovaných USA a došlo k výraznému poklesu expozice vůči americkému dluhu. Aktuálně Čína drží



americké dluhopisy v hodnotě přibližně 700 mld. USD, přičemž v roce 2016 to bylo zhruba 1,2 bln. USD.

Tento trend podpořilo i zmrazení ruských aktiv v USA kvůli válce na Ukrajině, což vyvolalo obavy, zda jsou americké vládní dluhopisy opravu bezrizikové a v případě krize o ně zahraniční investoři nemohou v extrémním případě přijít. V neposlední řadě k nedůvěře ve státní dluhopisy přispěly i spekulace o restrukturalizaci amerického státního dluhu.

Odklon od amerických dluhopisů jako hlavního rezervního aktiva vedl ke zvýšeným nákupům zlata. Například čínská centrální banka měla ještě v roce 2018 podíl zlata v celkových rezervách pouhé 2 %. Poté začala postupně nakupovat, přičemž masivní nákupy zlata do devizových rezerv zahájila v roce 2022. Podle posledních odhadů tvoří zlato přibližně 6 % celkových devizových rezerv Číny, což odpovídá 2 300 tunám zlata.

Nezdá se příliš pravděpodobné, že by centrální banky chtěly zlato masivně prodávat, a riziko prudkého propadu cen zlata z tohoto směru nehrozí. Na druhou stranu vysoké ceny zlata mohou přilákat drobné investory, kteří na trh dají zlato, které mají například doma, a tím zvýší jeho nabídku. Ani tento fenomén ale ceny zlata zřejmě významněji neovlivní. Největší vliv na ceny zlata tak mohou mít vrtkavé nálady investorů. Relativní jednoduchost investic do zlata například přes ETF může při změně tržního sentimentu vyvolat rychlý výprodej. Prozatím se ale zdá, že si cena zlata aktuálně vybírá oddechový čas a zůstává stabilní kolem historicky nejvyšších hodnot. Jak dlouho tato situace vydrží, nikdo neví.

Kryptoměny

Dalším aktivem, kterému aktuální tržní rozpoložení pomáhá nebo tomu tak alespoň donedávna bylo, jsou kryptoměny. Nadbytek likvidity hledající výnos nahrává investicím do spekulativních aktiv. Tržní kapitalizace kryptoaktiv vzrostla v posledních 5 letech desetinásobně, ale stále se jedná o docela malý trh. Globální tržní kapitalizace kryptoměn se

pohybuje okolo 3 bln. USD, pro srovnání objem globálního trhu státních dluhopisů dosahuje kapitalizace okolo 90 bln. USD, tzn. 30krát více. Pravděpodobnost splasknutí bubliny vidíme jako poměrně velkou a již nyní probíhá určitá korekce podobná těm, jichž jsme již byli svědky v minulosti. Zda se přemění v úplné splasknutí bubliny kryptoaktiv, je otázkou, na kterou nezná nikdo odpověď. Takovýto scénář není vyloučený, protože kryptoaktiva nemají fundamentální hodnotu, ale dopad do reálné ekonomiky, i když by jej jednotliví investoři pocítili relativně silně, by nemusel být nijak zvlášť velký.

Závěr

Ve světě finančních trhů docházelo, dochází a bude docházet ke vzedmutím a pádům a jinak tomu bude i v případě aktuálního prudkého růstu cen některých aktiv. Nálady trhu se mohou velice rychle měnit a některé potenciální bubliny rychle prasknout. Je ale velmi nepravděpodobné, že by se tak stalo naráz, pravděpodobnější je varianta přesunu pozornosti investorů od jednoho aktiva k druhému. Na trhu je totiž velké množství likvidity, které investoři jak institucionální, tak soukromí chtějí využít ke generování zisků. Oproti minulosti je také mnohem snazší přístup k investování na finančních trzích a v neposlední řadě přísná regulace vedla k omezení obchodování nakrátko (short selling), ve které investor spekuluje na pokles ceny aktiva tím, že si nejprve vypůjčí cenné papíry, které nevlastní, a ihned je prodá. Pokud cena opravdu klesne, investor je nakoupí zpět a vrátí, čímž dosáhne zisku. Omezení tohoto druhu obchodů posiluje tlak na růst cen.

Bubliny na různých aktivech byly, jsou a budou. Načasování rychlého propadu cen je prakticky nemožné, protože nezáleží jen na fundamentech, ale i (a v případě rychlých výprodejů především) na náladě na trhu. Vždy se ale jedná o nadměrný optimismus a následné vystřízlivění. Důsledky splasknutí bubliny ale bývají velmi rozdílné, od ekonomické recese po izolované ztráty drobných investorů, které se na hospodářství neprojeví. Zatímco rychlý propad cen kryptoměn by díky své relativně malé velikosti bolet jen omezené množství investorů, případný rychlý pokles cen, a tedy růst výnosů korporátních dluhopisů by mohl zejména v Evropě narušit očekávané křehké oživení.

Ceny některých kryptoaktiv už klesají; zda se jedná jen o krátkodobou korekci, nebo o počátek konce, nikdo neví.



Zdroj: Bloomberg



Česká ekonomika rostla nad očekávání. Růst o 2,8 % y/y táhla stejně jako v předchozích čtvrtletích především spotřeba a tentokrát pomohly i investice. Inflace zůstává v horní polovině inflačního pásma a ČNB drží sazby na 3,5 %, kde pravděpodobně zůstanou i v příštím roce.

Ekonomická aktivita

Měsíční statistiky za září potvrdily stejný obrázek ekonomiky jako předchozí měsíce s výjimkou maloobchodních tržeb. Spotřeba domácností je v letošním roce hlavním tahounem ekonomiky, ale zářijové maloobchodní tržby vzrostly pouze o 2,6 % y/y oproti očekávaným 4 % y/y. Zpomalení bylo způsobeno především slabšími prodeji pohonných hmot a nepotravinářského zboží. Z jednoho slabšího čísla ale nelze dělat závěry, že by slábla spotřebitelská poptávka. Tržby v maloobchodě jsou tradičně velmi volatilní. Na zpomalení růstu maloobchodních tržeb v září měla určitý vliv i vysoká srovnávací základna v oddíle oblečení a obuv, kterou letos spotřebitelé ve velkém realizovali již v srpnu, zatímco vloni byly nákupy silnější v září. Podle našeho názoru by měla silná domácí spotřeba pokračovat, a to navzdory ochlazujícímu trhu práce. V říjnu došlo k nárůstu podílu nezaměstnaných osob ze 4,5 % na 4,6 % navzdory obvyklému sezónnímu poklesu. Nezaměstnanost je o 0,8 pb vyšší než ve stejném období loňského roku. I tak se ale řadí k jedné z nejnižších v EU a její aktuální růst vnímáme spíše jako návrat k přirozené míře.

Průmyslová výroba vzrostla meziročně o 0,4 %, jinými slovy pokračuje víceméně ve stagnaci a impulsy k většímu oživení ji v letošním roce zřejmě nečekají, alespoň podle předstihového indikátoru PMI, který v říjnu zklamal, když poklesl z 49,2 na 47,2 bodu, nejnižší hodnotu od začátku roku. Naopak obrázek stavebnictví zůstává příznivý. Stavebnictví pokračovalo v dvouciferném růstu, tentokrát o 12,8 % y/y a stále platí, že hlavním tahounem zůstávají velké infrastrukturní investice. Naopak bytová výstavba

klesá. Za prvních devět měsíců letošního roku bylo zahájeno o téměř 8 % bytů méně než za stejné období předchozího roku.

Inflace a centrální banka

Podle Českého statistického úřadu vzrostly spotřebitelské ceny v říjnu o 2,5 %. To je o 0,2 pb více, než jsme čekali. Odchylka šla z velké části na vrub volatilním potravinám, ale celkový obrázek se nemění. Ve směru nižší inflace nadále působí ceny energií i ceny zboží. Naopak ceny služeb rostou stále svižně (4,6 % y/y, v září rostly o 4,7 % y/y). Podle člena bankovní rady Jakuba Seidlera by se přirozené tempo růstu cen služeb pro konvergující ekonomiku mělo pohybovat mezi 3,5 a 4 %. Aktuální tempo růstu cen služeb tak vnímá bankovní rada jako proinflační riziko a jeden z důvodů, proč pokračovat v relativně přísné měnové politice.

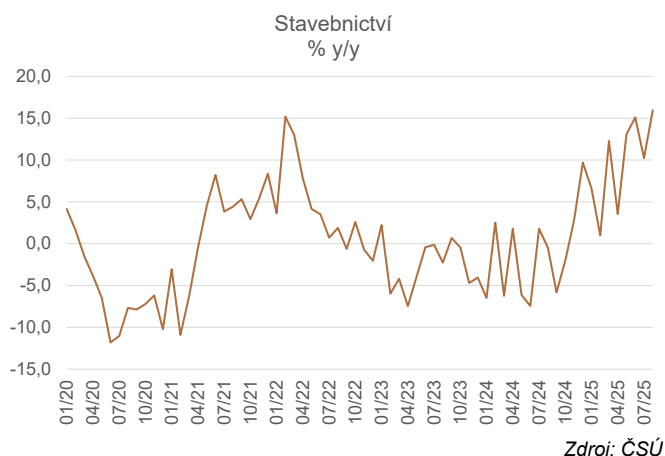
Na listopadovém zasedání ČNB podle očekávání ponechala sazby beze změny. Repo sazba zůstává na 3,5 %. Zároveň si bankovní rada slovy guvernéra nechává všechny možnosti otevřené s tím, že další pohyb sazeb tak může být jak dolů, tak nahoru. Bankovní rada zároveň vyhodnotila rizika prognózy v souhrnu jako proinflační. Neměníme tak náš základní scénář a stále očekáváme stabilní sazby i v příštím roce.

Bankovní rada měla k dispozici i novou prognózu. Nepřekvapivě byl posunut kurz koruny směrem k silnějším hodnotám. Změny ve výhledu inflace byly marginální. Zajímavý je posun výhledu sazeb směrem vzhůru v roce 2027. To bylo ale způsobeno tím, že v prognóze nebylo zahrnuto nedávné rozhodnutí o odkladu emisních povolenek na dopravu a vytápění – je vysoce pravděpodobné, že příští prognóza výhled sazeb posune opět směrem dolů.

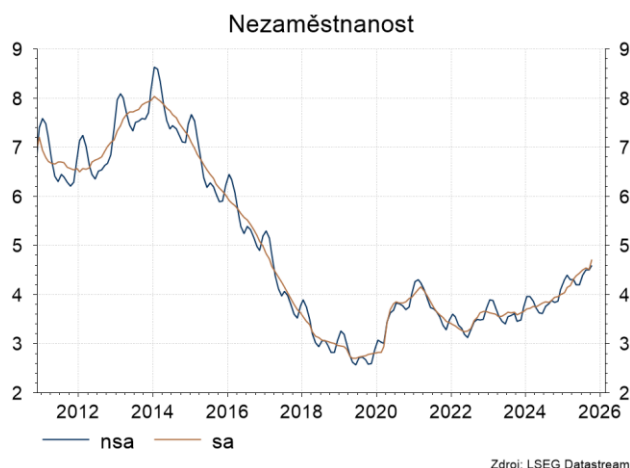
Rizika

Hlavními riziky pro českou ekonomiku jsou nadále geopolitické napětí a pomalý růst exportních partnerů.

Stavebnictví pokračuje ve dvouciferném růstu.



Nezaměstnanost roste, ale stále je velmi nízká.



Navzdory trvajícím nejistotám indikátory důvěry signalizují blížící se oživení díky zlepšující se situaci ve službách. Tvrdá data z ekonomiky zatím mnoho důvodů k radosti nepřinášejí. Cenový vývoj zůstává nezměněný. Inflace se drží v těsné blízkosti 2% inflačního cíle a ECB stále nemá důvod měnit nastavení měnových podmínek.

Ekonomická aktivita

Poslední tvrdá data z reálné ekonomiky potvrdila velmi pomalý růst ekonomik eurozóny. Průmyslová produkce v září meziročně vzrostla o 1,2 % a zaostala tak za očekáváním trhu, které bylo nastavené na výraznější oživení růstu. Celkově tak průmyslová produkce za celý letošní rok velmi pravděpodobně po dvou letech poklesu skončí v kladných číslech, ale růst bude velmi slabý a budoucnost zůstává nejistá. To ukazuje i index nákupních manažerů ve zpracovatelském průmyslu PMI, který od počátku letošního roku postupně stoupal a v srpnu se poprvé po více než třech letech dostal nad hladinu 50, od té doby ale dále neroste a drží se spíše pod 50. Poslední listopadová čísla zklamala očekávání, když index poklesl na 49,7 bodu. Na rychlejší oživení průmyslu si budeme muset zřejmě počkat do příštího roku.

Na druhou stranu oživení ve službách je pravděpodobnější již v letošním roce, alespoň podle PMI ve službách, který se v listopadu vyšplhal na 18měsíční maximum 53,1 bodu. Služby by tak měly přispět k růstu v posledním čtvrtletí letošního roku.

Také poslední výsledky maloobchodu ukazují na velmi pomalý růst. V září maloobchodní tržby vzrostly meziročně o 1 % – to potvrzuje jen mírně rostoucí poptávku domácností, což odpovídá indexu spotřebitelské důvěry, který se stále drží pod svým dlouhodobým průměrem.

Ani fiskální expanze v Německu zatím nepřichází. Rozpočtové výdaje za říjen sice ukazují na prohlubující se

federální deficit, ale to je způsobeno spíše finančními transakcemi, například převody z federálního rozpočtu do rozpočtů spolkových zemí, než vyššími investicemi do obrany nebo infrastruktury. K těm by mělo dojít zřejmě až v příštím roce. Speciální fond pro infrastrukturu a klimatickou transformaci ve výši 500 mld. EUR prošel schvalovacím řízením teprve na začátku října.

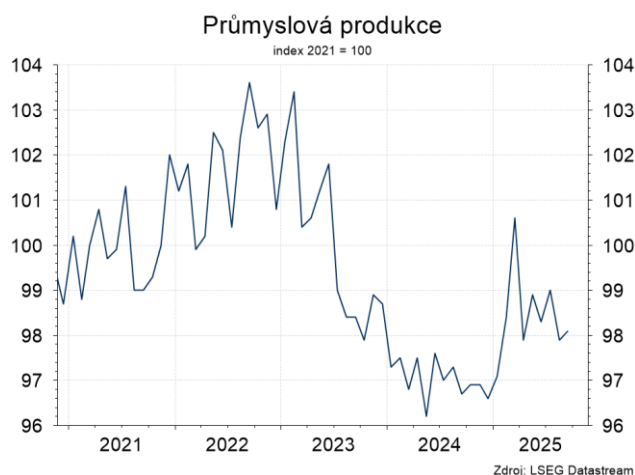
Inflace a centrální banka

Inflace v říjnu zůstala stejně jako v září na 2,1 % a nezměnil se ani celkový obrázek. Inflaci tlumí zejména ceny energií, které v říjnu meziročně poklesly o 0,9 %, a zmírnila se i inflace v potravinách, a to z 3 % v září na 2,5 % v říjnu. Přetrvává i rozdílný cenový vývoj ve službách a u zboží v jádrové složce inflace. Zatímco ceny zboží rostou v souladu se svým dlouhodobým průměrem 0,9 % y/y, ceny služeb svůj dlouhodobý průměr výrazně překonávají a jejich růst se aktuálně drží na 3,6 % y/y. To udržuje zvýšenou jádrovou inflaci na 2,4 %. Vývoj mezd ale ukazuje spíše na zmírňování cenových tlaků ve službách. Podle statistik ECB ve 3. čtvrtletí vzrostly vyjednané mzdy pouze o 1,9 % v porovnání se stejným obdobím loňského roku. Vývoj inflace tak nemusí příliš trápit ECB, která drží depozitní sazbu nezměněnou na současných 2 % již od června, kdy naposledy uvolnila měnové podmínky a snížila všechny své sazby o 25 bb. Náš základní scénář počítá se stabilitou sazeb jak v letošním, tak příštím roce. Ke snížení sazeb v příštím roce by ECB mohla přistoupit zřejmě v případě, že by došlo ke zhoršení ekonomické situace.

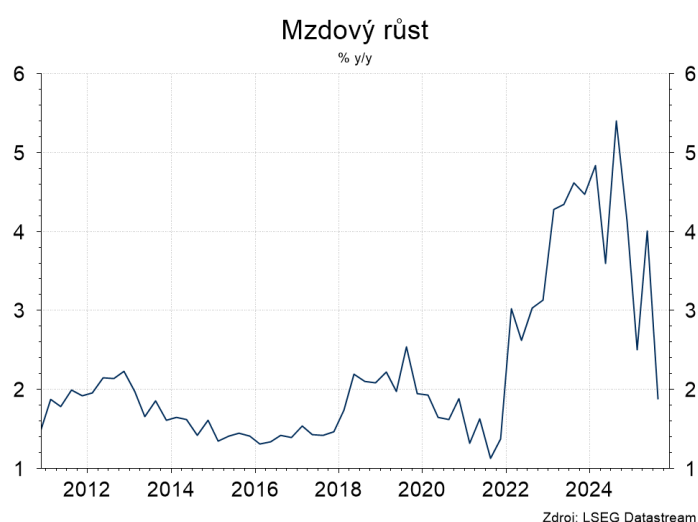
Rizika

Rizik a nejistot zůstává celá řada, od geopolitického napětí přicházejícího z rusko-konfliktu i možné eskalace napětí na Blízkém východě přes možná překvapení americké obchodní politiky až po domácí politické problémy.

Po dvou letech by měl průmysl skončit v plusu.



Růst mezd v zemích eurozóny slábne.

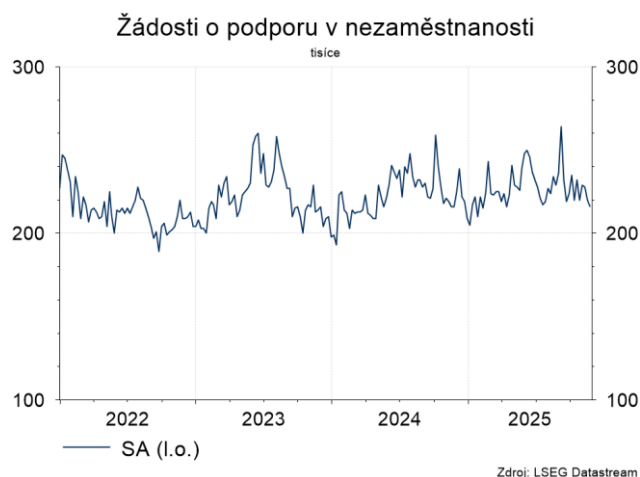


Shutdown americké administrativy v listopadu skončil. Jeho dlouhodobé ekonomické dopady by měly být minimální, ale růst HDP ve čtvrtém čtvrtletí ovlivní podstatně negativně. Hodnocení aktuálního stavu ekonomiky navíc ztěžuje zpoždění nebo neexistence ekonomických údajů kompilovaných a zveřejňovaných oficiálními institucemi. Tato nejistota dopadá také na Fed a v jejím důsledku je nejistý výsledek prosincového zasedání FOMC.

Ekonomická aktivita

Na konci listopadu jsme dostali sadu týdenních dat o počtu žádostí o podporu v nezaměstnanosti a zářijová oficiální data z trhu práce. Oboje ukazují na poměrně stabilní situaci, kdy trh práce zůstává relativně silný, ale trend vývoje je negativní (růst míry nezaměstnanosti na 4,4 %). Vysoce varovný je ale prudký propad vnímání stavu trhu práce v průzkumu spotřebitelské důvěry Conference Board. Ten je těsně korelovaný s oficiálními daty, a pokud se tato korelace potvrdí, mělo by v dalších měsících dojít k citelnému zhoršení. Konjunkturální indexy jsou smíšené u výrobního sektoru a pozitivní u služeb. ISM výrobní je v kontrakci, předběžný PMI výrobní v expanzi. U služeb jsou oba v expanzi. Negativně se vyvíjí index důvěry malých a středních podniků NFIB, který je výrazně slabý. Slabá a zhoršující se je také spotřebitelská důvěra. Ilustrací tohoto trendu je listopadový index spotřebitelské důvěry Conference Board, který se propadl na hodnoty z dubna ovlivněné Trumpovým „Dnem osvobození“. Běžová kniha hodnotí stav ekonomiky jako stabilní. Některé regiony hlásí klesající zájem o najímání pracovníků, což potvrzuje trend zhoršování situace na trhu práce. Roste také rozdíl mezi vysokopříjmovými a nízkopříjmovými skupinami – rostoucí životní náklady představují pro nízkopříjmové stále větší problém.

Propouštění neroste, méně se však nabírá.



Inflace a centrální banka

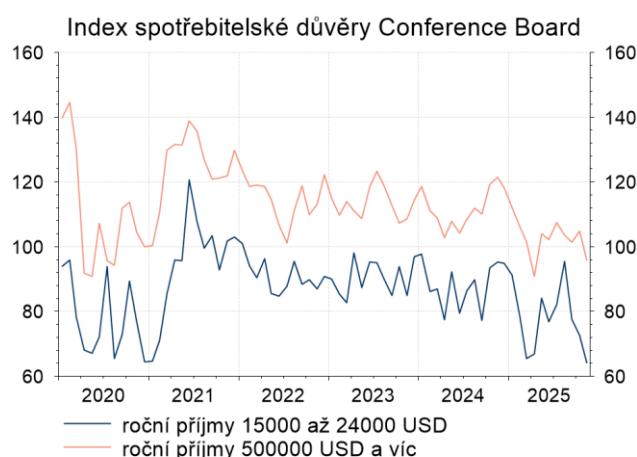
Inflační data nevyšla a za říjen pravděpodobně nikdy nevyjdou, protože nebyl prováděn terénní sběr dat. Aktuální vývoj inflace se tak dá vyvodit jen z nepřímých údajů – například cenových subindexů konjunkturálních indikátorů.

Fed má kvůli nedostatku čerstvých dat podstatně ztíženou situaci při rozhodování o sazbách na prosincovém zasedání FOMC. Soudě podle vyjádření jeho jednotlivých členů stále trvá silné rozdělení na tábor preferující pauzu v cyklu poklesu sazeb a na tábor preferující snížení sazeb v prosinci kvůli riziku výrazného oslabení trhu práce. Tržní očekávání kolísají podle toho, kdo z členů FOMC vystoupil a co řekl, a toto kolísání je výrazné, během několika hodin může pravděpodobnost z 35 % vyrůst na 70 %. My ponecháváme v platnosti očekávání snížení sazeb s tím, že výsledek je nejistý a ponechání sazeb beze změny je dobře možné. V každém případě, i kdyby k němu došlo, by to bylo jen dočasné přerušení, ne konec cyklu. Podle našeho názoru by se inflace měla vyvíjet pozitivně a postupně směřovat k cíli Fedu, zatímco trh práce by měl slábnout. Není to ovšem konsensuální názor, obavy z trvale zvýšené inflace jsou stále silné a část analytiků čeká příští rok přehřátí ekonomiky.

Rizika

V minulém měsíčníku jsme se zabývali riziky spojenými s možnou bublinou na akciovém trhu, specificky v sektoru AI, a tento měsíc tato rizika reflektoval trh výraznou korekcí u největších technologických titulů. Tento vývoj, především pokud by pokles pokračoval, může mít i makroekonomické dopady, protože by osobní spotřeba trpěla poklesem efektu bohatství a obavami z negativních dopadů prasknutí AI bubliny na ekonomiku, především z růstu nezaměstnanosti, které jsou už tak silné. My jsme optimisté a myslíme si, že jde o krátkodobou korekci po předchozím silném růstu, ale podceňovat toto riziko nelze.

Spotřebitelská důvěra klesá hlavně u nízkopříjmových skupin.



EUR/USD

Na začátku listopadu se dolar dostal na lokální maximum 1,1475, pak až do poloviny měsíce oslaboval až na 1,1650 a potom se zase vracel na silnější úroveň. Na konci měsíce konsolidoval mezi 1,15 a 1,16. Pohyby kurzu hodně souvisely s očekáváním vývoje sazeb Fedu. Názor trhu kolísal mezi očekáváním snížení sazeb v prosinci a předpokladem, že sazby zůstanou beze změny. Pozitivní impuls odlivu prostředků do kvality způsobený shutdownem do značné míry vymizel. Tržní konsensus stále počítá s tím, že dolar oslabí do okolí 1,20. Opírá se především o očekávaný další pokles sazeb v USA. Náš názor se od tržního konsensu liší, čekáme silnější dolar zhruba na současných úrovních (kolem 1,15). Předpokládáme, že značná část letošního oslabení byla způsobena snížením důvěry v dolar a následným odlivem prostředků do jiných měn, především eura. Nemyslíme si, že by alternativy, tedy hlavně euro, poskytovaly lepší investiční příležitosti než dolar, a proto si myslíme, že tento faktor přestane působit, což převáží nad efektem poklesu sazeb. Hodně bude záležet na tom, zda se potvrdí očekávané oživení v EU a jak se bude dařit americké ekonomice. V USA bude záležet na tom, zda dojde k očekávanému oživení investic, nebo převáží slabost osobní spotřeby. Do konce roku čekáme dolar spíše silnější, i když případné snížení sazeb na zasedání FOMC by jej mohlo dočasně oslabit.

EUR/CZK

Po dvou měsících, kdy kurz koruny vůči euru stagnoval v blízkosti 24,3 EUR/CZK, koruna vůči euru v listopadu posílila až k 24,15. Korunu i nadále podporuje úrokový diferenciál i relativně dobré ekonomické fundamenty, ale za dalším posílením vůči euru v listopadu stálo hlavně oslabení dolaru, které tradičně koruně svědčí.

ČNB zůstává a ještě nějakou dobu i zůstane v jestřábím módu, což by mělo v následujících měsících nadále podporovat korunu přes úrokový diferenciál vůči euru. Na druhou stranu pokud americký dolar posílí, což není nepravděpodobné, protože jeho pozici jako světové rezervní měny jen těžko nějaké jiné aktivum nahradí, může dojít k opačnému pohybu. Podle našeho názoru jsou současné hodnoty koruny již relativně silné a domníváme se proto, že by se kurz koruny vůči euru mohl postupně vrátit zpět k 24,3.

Dluhopisy

Výnos amerického desetiletého dluhopisu se po růstu na konci října po většinu listopadu držel v konsolidaci, kolísal kolem 4,1 % a na konci měsíce se přiblížil ke 4,0 %. Vývoj v posledních dvou měsících ovlivňovaly především krátkodobé faktory – shutdown a na konci měsíce růst rizikové averze kvůli obavám z prasknutí krypto a AI bubliny. Hlavním efektem shutdownu byla z hlediska

finančních trhů nejistota způsobená výpadkem zveřejňování oficiálních ekonomických dat. Ta byla patrně příčinou stagnace trhu po většinu měsíce – investoři vyčkávali na více informací. Zvýšení rizikové averze by podle našeho názoru mělo být přechodné, jde o logickou korekci po silném předchozím růstu. Kolem přelomu roku by se měl trh stabilizovat a příští rok by především u akcií mohl začít solidním růstem. To by mohlo vést k mírnému růstu výnosů na dlouhém konci výnosové křivky na začátku roku, a tedy k dalšímu zvýšení její strmosti. V průběhu příštího roku by už neměla tak silně jako po většinu letošního roku působit obava o kvalitu státního dluhu a dlouhý konec by měl reagovat logicky na snížení sazeb, tedy mírně klesat.

V Evropě po většinu listopadu driftovaly výnosy mírně nahoru, až před koncem měsíce mírně korigovaly pod vlivem vývoje v USA. Trh je nadále pod vlivem obav ze zhoršující se rozpočtové situace v důležitých evropských státech a z nejistých dopadů oznámeného rozpočtového stimulu v Německu. Zároveň zatím jen mírně ožívají spekulace na další snížení sazeb ECB, což by mohlo táhnout dolů výnosy na krátkém konci křivky, výsledkem by byla její vyšší strmost. Letošní minimum výnosu dvouletého dluhopisu bylo na 1,7 %, aktuálně se nachází na 2 %. Pokud by spekulace na snížení sazeb sílily, má tedy poměrně velký prostor pro pokles.

Dlouhý konec české výnosové křivky kopíroval vývoj v Evropě, krátký konec pokračoval v mírném růstu a dostal se až na 3,7 %. Trh tedy zjevně počítá se stabilními sazbami v dohledné budoucnosti a riziko vidí spíše v jejich zvýšení než snížení. Dlouhý konec by i nadále měl být ovlivňován evropskými trhy, roli může hrát i vývoj kolem rozpočtu na příští rok.

Akcie

Listopad byl ve znamení dlouho očekávané korekce na akciových trzích. Začala na přelomu října a listopadu v sektoru technologických akcií, kde se naplno projevily obavy z AI bubliny. Od poloviny měsíce se pak přenesla i na širší trh, avšak na úplném konci měsíce indexy ztrátu značně redukovaly, takže vesměs končily listopad buď zhruba na nule nebo v jen mírném meziměsíčním mínusu. Rozsah korekce byl tedy relativně mírný a výrazněji byly postiženy jen nejrychleji rostoucí tituly. Roli určitě hrálo vybírání zisků, rotace mezi tituly a sektory a rebalancování institucionálních portfolií. Obrat trendu tedy velmi pravděpodobně zatím nehrozí, na to by muselo dojít k nějakému negativnímu šoku. Do konce roku by měly indexy kolísat poblíž současných úrovní, na začátku příštího roku by mohlo dojít k obnovení růstu.

Český akciový trh porazil v listopadu hlavní světové trhy na hlavu. Zatímco zbytek světa stagnoval nebo klesal, Praha slušně rostla. Z širšího hlediska však tento úspěch není možné považovat za příliš radostný, svědčí totiž o tom, že akciový trh v ČR prostě nemá expozici vůči



moderním technologiím. To, co je v měsíčním horizontu úspěch, bude v horizontu let velký problém. Za pozitivní výkonností byl navíc jediný sektor – finance, především velké banky (Komerční banka a Erste/Spořitelna). Výsledky Komerční banky zveřejněné na konci října patrně dobře výkonnosti finančního sektoru dost pomohly. ČEZ víceméně stagnoval, když trh čeká na podrobnosti případného odkupu akcií státem. Do budoucna je však potřeba počítat s větší aktivitou, a to nejen kvůli možnému odkupu, ale i kvůli nejasným dopadům plánovanému uzavření uhelných elektráren. Colt mírně klesl, částečně kvůli ne úplně dobře přijatým výsledkům (revize výhledu na rok 2025 kvůli shutdownu v USA) a částečně patrně kvůli větším šancím na mír na Ukrajině. Výsledky dalších společností se na obchodování příliš neprojeví. Praha by tak mohla korekci ve zbytku světa vynechat a rovnou se připojit do námi očekávaného oživení na přelomu roku.

Kredit

Rekordní objemy nových dluhopisů, první tranše sociálních státních dluhopisů, ale i impozantní výkon indexu PX – možná si také kladete otázku, co stojí za letošní perfektní kondici tuzemského kapitálového trhu. Určitě to nemůže být jen díky vysoké erudici bank aktivních na trhu a rozhodně k tomu přispívá i trh sám, který si pečlivým výběrem emitentů posiluje přirozenou imunitu. Aby ale nenechal nic náhodě, vyzkoušel si náš dluhopisový trh i úplně novou proceduru. Koncem října jsme se ze záplavy nových emisí úplně všichni potili jako při posledních minutách saunového rituálu. Možná, že někteří už opravdu pošilhávali po studené sprše, ale kdo vydržel, ten si v listopadu užil nával endorfinu jako po opuštění ledového bazénku. Po celý měsíc jsme mohli nabírat síly v totálním klidu a nebyť EPH, rozplynul by se předposlední měsíc jak ledová koule na saunových kamnech.

Musíme ale férově uznat, že když už se někdo rozhodl rušit naše rozjímání, pak k tomu měl opravdu pádný důvod. Zelený eurobondový benchmark se splatností 7 let a 3 měsíce přilákal objednávky v objemu přesahujícím 3,2 mld. eur. Indikovaný spread 200 bb tak mohla společnost EP Infrastructure srazit hned o pětinu na konečných 160 bb. Dostatečnou likviditu slibuje celkový emitovaný objem 600 mil. eur a my děkujeme za tento parádní příspěvek do letošních už tak rekordních statistik.

Komodity

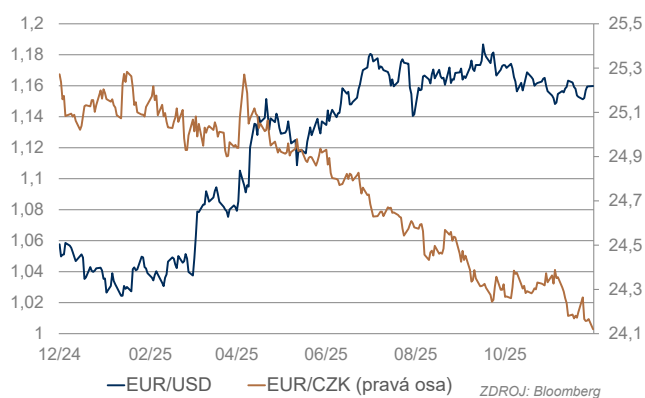
Vývoj cen ropy byl v listopadu pozoruhodně poklidný – v zásadě stabilita s jen velmi pomalým driftem na nižší úroveň. Fundamentálně je prostor pro pokles, stále platí, že nabídková strana je silná. Růst naděje na mír na Ukrajině a s tím související zvýšená pravděpodobnost bezproblémového přístupu ruské ropy na světový trh byla hlavní příčinou mírného poklesu ceny v průběhu měsíce. Růst napětí kolem Venezuely trh příliš neovlivnil, protože

Venezuela je poměrně malý producent (denní těžby něco mírně nad 1 mil. bbl proti cca 85 mil. bbl světové těžby), těží hlavně supertěžkou ropu, kterou je schopno zpracovat relativně málo rafinérií. Vyváží hlavně do Asie, především do Číny, která by mohla případný výpadek dovozu nahradit importem ze Středního východu nebo Ruska. Pokud by skutečně došlo k uzavření mírové dohody a návratu Ruska na trh (což zdaleka není jisté), měla by ropa reagovat dalším a možná výrazným poklesem ceny. Pokud jednání opět zkolabují, měla by ropa mírně narůst.

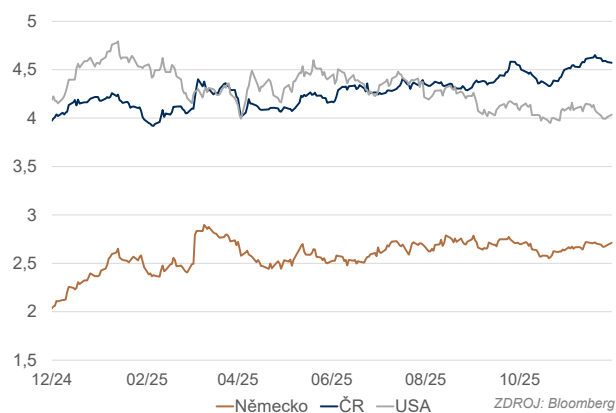
Cena zlata se po výrazných výkyvech v říjnu v listopadu stabilizovala a přešla do konsolidace charakterizované zvýšenou volatilitou a driftem ceny směrem nahoru v průběhu měsíce. Základní faktory určující vývoj ceny se nemění – centrální banky (především čínská) pokračují v nákupech i při současné velmi vysoké ceně, geopolitické napětí a nejistoty jak v reálné ekonomice, tak na finančních trzích zlata prospívají, stejně jako spekulace na pokles sazeb hlavních centrálních bank. Zlato by se díky těmto faktorům mělo přinejmenším udržet na současných úrovních, po konsolidaci je možný i další růst, obzvláště pokud nedojde ke zvýšení důvěry v ekonomickou stabilitu. V měsíčním horizontu čekáme pokračování kolísání nad 4 000 USD/oz.



Devizové kurzy



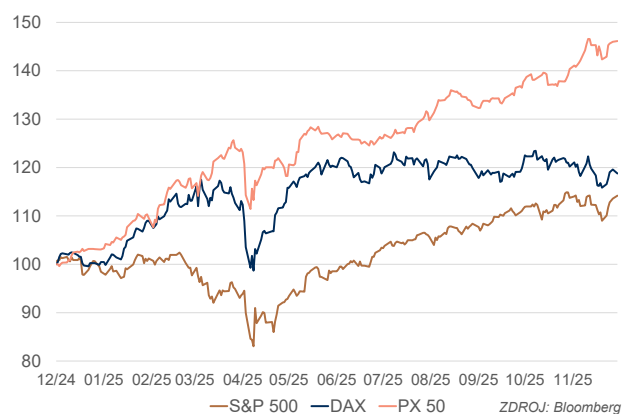
Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



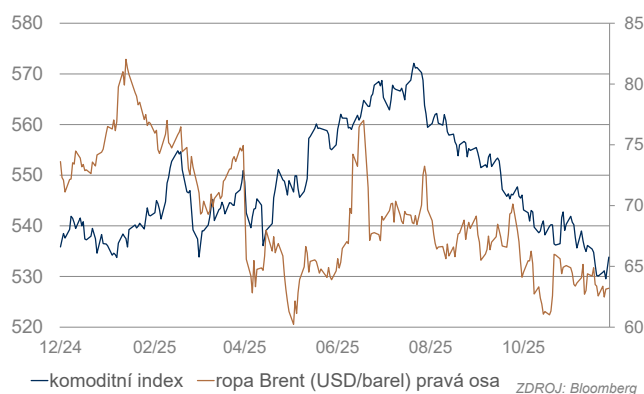
Aktiové indexy (1. 12. 2024 = 100)



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	3,75 - 4,00	3,75 - 4,00	3,50 - 3,75	↓	3,25 - 3,50	↓	3,00 - 3,00	↓
ECB (depo)	3,25	2,00	2,00	2	→	2,0	→	2,0	→
ČNB	4,00	3,50	3,50	3,50	→	3,5	→	3,50	→
KURZY									
EUR/USD	1,05	1,15	1,16	1,17	↑	1,16	↓	1,15	↓
EUR/CZK	25,2	24,3	24,2	24,3	↑	24,3	→	24,3	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,15	3,57	3,50	3,5	→	3,3	↓	3,1	↓
US dluhopis 10y	4,17	4,08	4,04	4,0	→	3,8	↓	3,6	↓
Něm. dluhopis 2y	1,95	1,97	2,04	2,0	→	2,0	→	2,0	→
Něm. dluhopis 10y	2,09	2,63	2,72	2,8	↑	2,8	→	2,8	→
České dluhopisy 2y	3,40	3,62	3,65	3,7	↑	3,7	→	3,7	→
České dluhopisy 10y	3,99	4,55	4,62	4,4	↓	4,4	→	4,4	→
KREDIT									
USA CDX 5y	292,3	330,4	322,5	295	↓	305	↑	315	↑
EMU iTraxx 5y	301,6	265,1	258,0	275	↑	285	↑	295	↑
AKCIE									
S&P 500	6032,4	6840,2	6849,1					6850	→
Eurostoxx 50	4804,4	5662,0	5669,3					5700	→
DAX	19626,5	23958,3	23732,1					24000	↑
CSI 300	3916,6	4640,7	4576,5					4700	↑
PX 50	1682,2	2396,6	2489,5					2500	→

* 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	2,8	2,5	0,2	1,1	2,5	2,4
soukromá spotřeba	2,3	0,9	2,6	3,0	2,4	3,4	3,0	2,9	-2,7	2,2	3,0	3,1
vládní spotřeba	2,5	3,6	3,4	3,2	1,9	2,2	2,0	1,9	3,2	3,2	2,1	1,3
investice	-0,6	-3,1	-3,5	-5,1	-1,7	-0,2	1,7	2,5	4,5	-3,1	0,3	3,9
dovoz	-2,7	-2,0	2,9	2,7	4,3	6,0	3,7	3,2	-0,9	0,2	3,2	4,3
vývoz	0,2	-0,3	3,5	1,1	3,5	4,2	3,4	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	1,0	1,3	1,6	1,5	1,4	1,1	0,4	0,9	1,4	1,1
soukromá spotřeba	0,9	0,8	1,4	1,8	1,5	1,5	1,2	1,1	0,5	1,3	1,3	1,2
vládní spotřeba	1,8	2,4	2,5	2,2	2,0	1,6	1,2	1,2	2,1	2,2	1,5	1,4
investice	-1,0	-3,2	-1,9	-2,1	2,3	3,0	1,5	1,5	3,0	-2,1	2,2	1,5
dovoz	-2,3	-0,5	1,5	0,9	4,0	2,6	2,1	2,5	-1,9	-0,1	2,8	1,6
vývoz	-0,9	1,5	1,0	0,5	2,6	0,5	1,6	1,8	-1,1	0,6	1,6	1,2
nezaměstnanost (%)	6,6	6,4	6,3	6,2	6,3	6,4	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	2,1	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	2,7	2,8	2,7	2,4	2,1	2,0	2,5	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	2,0	1,8	2,9	2,8	1,9	1,9
soukromá spotřeba	2,3	2,9	3,1	3,4	3,1	2,7	2,5	1,9	2,6	2,9	2,5	1,9
vládní spotřeba	3,9	3,9	3,9	3,6	2,7	1,9	0,7	-0,3	3,5	3,8	1,2	0,9
investice	4,6	4,8	2,7	0,0	5,8	0,0	0,4	2,5	0,8	3,0	2,7	1,9
dovoz	3,2	5,9	7,7	6,2	13,2	1,8	-1,2	-1,2	-0,9	5,8	2,8	-0,9
vývoz	2,3	3,9	5,0	3,3	2,2	1,5	-0,7	-0,4	2,8	3,6	0,6	0,8
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	3,0	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	2,9	3,0	4,2	2,9	2,9	2,8
běžný účet (% HDP)	-3,4	-3,5	-3,8	-4,0	-4,5	-4,4	-3,4	-3,5	-3,3	-3,6	-3,9	-3,5
rozpočtový deficit (% HDP)	-5,8	-5,4	-6,2	-6,9	-7,0	-6,3	-6,2	-5,6	-6,3	-6,9	-6,1	-6,5
vládní dluh (% HDP)	98,2	98,3	97,2	98,0	97,8	98,1	99,3	100,0	97,2	99,6	101,7	102,5

* 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.

