

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Co se děje s kurzem koruny?

ČR Inlace klesla na 1,5 %

EMU Ekonomika ve 2. čtvrtletí rostla, ukázala
nebývalou odolnost

USA Tlak na zvyšování sazeb roste: pro jejich
zvýšení hlasovali v červenci tři členové FOMC

www.ppfbanka.cz

srpen 2026

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



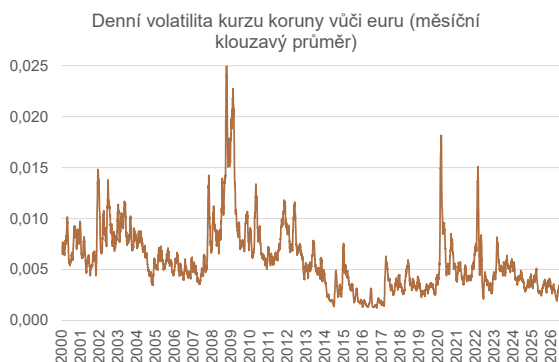
Kliknutím na
kapitolu v obsahu
se přesunete na její
začátek. Tato šipka na
dalších stranách vás
vrátí zpět na obsah.

Geopolitická rizika rostou, světová ekonomika čelí nejistotě, a přesto koruna zůstává neobvykle klidná. Zatímco dříve podobné události vedly k prudkým výkyvům kurzu, dnes česká měna odolává překvapivě dobře. Je koruna na své rovnovážné úrovni? Co o jejím férovém kurzu říkají modely ČNB? A proč jsou krátkodobé kurzové prognózy často méně spolehlivé než předpověď počasí?

Překvapivě stabilní česká koruna v období silné geopolitické nejistoty

Válka na Ukrajině a v Íránu, to jsou dva hlavní faktory reprezentující aktuální geopolitickou nejistotu spojenou s dodávkami a cenami ropy, na jejichž dovozu je závislá česká ekonomika. K tomu připočítejme nepředvídatelnou celní politiku USA, která negativně ovlivňuje zahraniční obchod, a problémy Německa, největšího českého obchodního partnera, a dostáváme koktejl, který by měl mít potenciál ovlivnit kurz koruny. Koruna však zůstává překvapivě stabilní. Znamená to, že je kurz koruny na své rovnovážné hodnotě? Jaká je vlastně rovnovážná hodnota? A jak moc je možné kurz koruny předvídat?

Kurz koruny je nebývale stabilní. Takto nízká volatilita byla pouze v době kurzového závazku.



Zdroj: Bloomberg, PPF banka

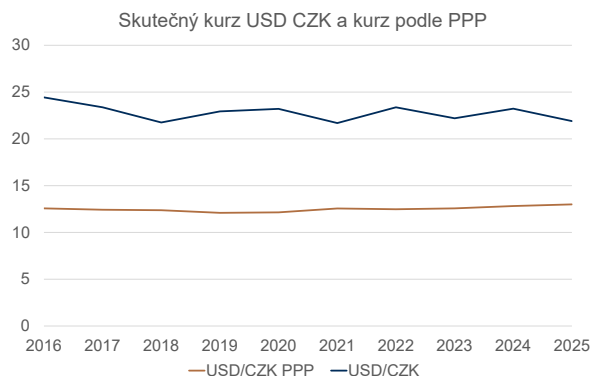
Teoretické přístupy k určování devizových kurzů

Z historických zkušeností víme, že vysvětlení pohybů devizových kurzů je nelehká disciplína. Existuje množství přístupů, které se liší v tom, co považují za hlavní determinanty kurzu, s jakým časovým horizontem pracují a jak moc využívají teorie oproti tržním datům. Jedno mají ale modely společné – jsou určitým zjednodušením velmi složitých a proměnlivých procesů, a proto žádný z nich neumožňuje přesně předvídat úroveň budoucího kurzu.

Jedním z nejznámějších a zároveň nejjednodušších teoretických konceptů je teorie parity kupní síly, která vychází z předpokladu, že stejné zboží by mělo po přepočtu měnovým kurzem stát stejně jak v domácí ekonomice, tak i v zahraničí, protože jinak by spotřebitelé přesunuli nákupy do levnější země. Teorie předpokládá, že poptávka po zboží z levnější země zvýší poptávku i po

méně levnější země a tím dojde k jejímu zhodnocení. Vzhledem k existenci neobchodovatelného zboží, jako jsou například služby, vysokých transakčních nákladů, regulace i rozdílného zdanění ale tato teorie příliš nefunguje. Podle výpočtů OECD by měl být aktuální kurz koruny okolo 13 USD/CZK. Tomu je aktuální kurz (21,2 USD/CZK) na hony vzdálený, a koruna se tak zdá podhodnocená. Existuje ale několik důvodů, proč si nemyslet, že koruna v dohledné době skokově posílí. Je to dáno zejména tím, že u méně rozvinutých zemí je obvykle cenová hladina nižší díky obecně nižší produktivitě práce, nižším mzdám a nižším cenám služeb.

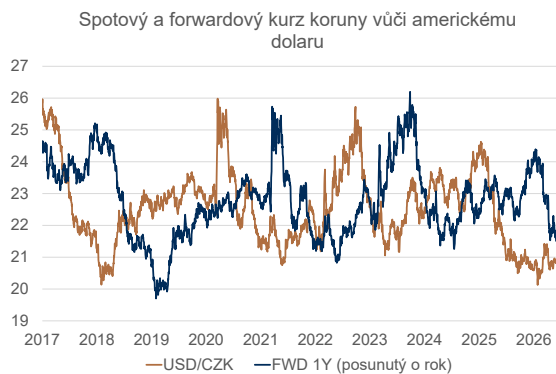
Podle teorie parity kupní síly je kurz koruny dlouhodobě podhodnocený.



Zdroj: Bloomberg, OECD

U teorie parity kupní síly je často kritizován také fakt, že akcentuje pouze mezinárodní tok zboží a ignoruje toky kapitálu. Na ty se pak zaměřuje teorie úrokové parity, která předpokládá, že měna, která nabízí nižší úrok, musí

Forwardový kurz není dobrým vodítkem pro budoucí spotový kurz.



Zdroj: Bloomberg

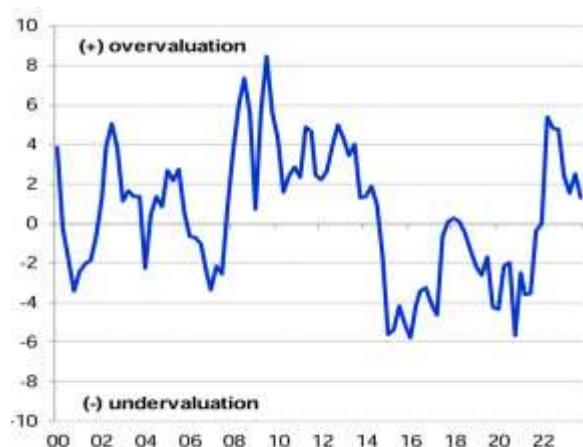


posilovat, aby se vyrovnal celkový výnos. Podle této teorie jsou počítány forwardové kurzy a pohled na forwardové kurzy a skutečné kurzy (v grafu je jednoletý forwardový kurz posunutý o jeden rok dopředu) ukazuje, že tato teorie jako vodítko pro budoucí spotové kurzy nefunguje. Naopak často je na trhu vidět posilování těch měn, kde se zvyšují úrokové sazby, jelikož do nich směřuje kapitál hledající vyšší výnosnost.

Toky nejen zboží a služeb, ale i kapitálu pak zachycuje platební bilance. Považujeme-li hodnotu kurzu jako výsledek rovnováhy mezi nabídkou a poptávkou, pak změny kurzu vyrovnávají nerovnováhy mezi přílivem a odlivem deviz. To znamená, že při přebytku platební bilance roste poptávka po domácí měně a ta posiluje. Naopak při deficitu platební bilance, tedy vyšších dovozech oproti vývozem, domácí měna kvůli nižší poptávce oslabuje. Tento model ale pracuje s tokovými veličinami, nikoliv stavovými, a nedokáže tak určit rovnovážnou hodnotu kurzu. V některých okamžicích ale dokáže dobře popsat trendy. V české ekonomice tomu tak bylo například v prvním desetiletí 21. století v dobách vysokého přílivu přímých zahraničních investic, které vytvářely dodatečnou poptávku po domácí měně, což vyvolávalo tlak na apreciaci koruny. Obráceně v dobách, kdy si zahraniční vlastníci začali své zisky posílat ve formě dividend zpět, dokázal model správně vyhodnocovat tlaky na depreciaci měny.

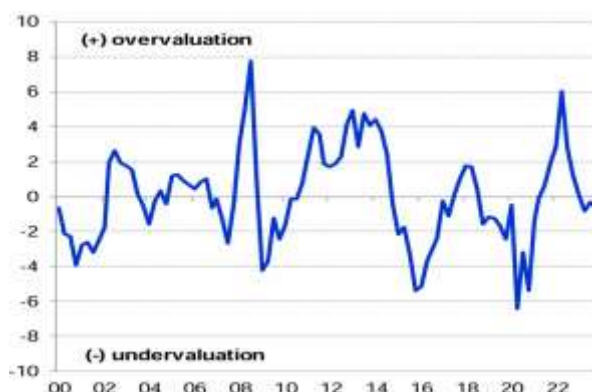
S platební bilancí pracuje i sofistikovanější model, který pro své výpočty používá ČNB, tzv. model fundamentálního rovnovážného kurzu (FEER). Tento model hledá rovnovážnou hodnotu kurzu, která je slučitelná jak s vnější rovnováhou (udržitelný účet platební bilance a udržitelné kapitálové toky), tak i s vnitřní rovnováhou (produkce na potenciálu, plná zaměstnanost). Další model, který ČNB používá, je model behaviorálního rovnovážného kurzu (BEER), který nevychází z teorie ekonomické

Odchylky skutečného kurzu od rovnovážného kurzu EUR/CZK (FEER)



Zdroj: ČNB

Odchylky skutečného kurzu od rovnovážného kurzu EUR/CZK (BEER)



Zdroj: ČNB

rovnováhy, ale z historických vztahů, a odhaduje kurz z pozorovaných fundamentů. Tento model pracuje s předpokladem, že se měnový kurz v průměru pohybuje okolo své rovnovážné úrovně. Pokud se od této hodnoty odchýlí, má tendenci se k ní zase vracet.

Odchylky skutečného a modely vypočítaného rovnovážného kurzu koruny k euru byly v historickém kontextu značné a pohybovaly se oběma směry, kdy se střídaly poměrně dlouhé periody nadhodnoceného kurzu s periodami podhodnoceného kurzu. Z tohoto pohledu se tedy odhady rovnovážného kurzu nezdají být dobrým vodítkem pro odhady budoucích hodnot kurzu.

Odhady ČNB bohužel nejsou pravidelně zveřejňované, ale poslední údaje z roku 2024 ukazují, že se odchylky aktuálního a rovnovážného kurzu počítaného oběma metodami v roce 2024 výrazně snížily a kurz se přiblížil se rovnovážným hodnotám. Připomeňme, že od počátku roku 2024 kurz koruny vůči euru posílil z 25,5 na 24,2, tedy o 5 %. Z toho lze usuzovat, že aktuální kurz koruny je spíše silnější, než by odpovídalo jeho rovnovážné úrovni. Tomu odpovídá i prognóza ČNB, která počítá s velice mírným oslabením koruny v letošním a příštím roce.

Odhady rovnovážných kurzů a konvergence

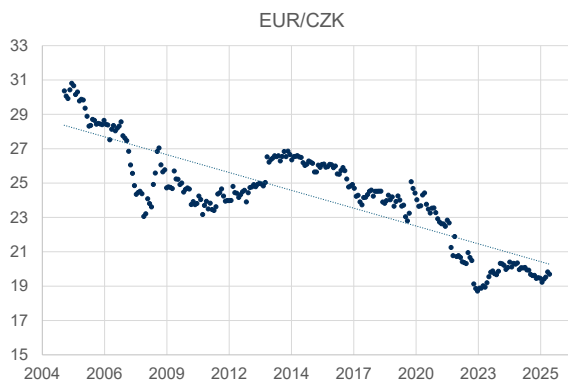
Reálný rovnovážný kurz ale není statická veličina – je to hodnota, která se mění v čase podle vývoje ekonomických podmínek. V českém prostředí je v tomto směru skloňována konvergence. Tento efekt je založen na tzv. Balassově-Samuelsonově efektu, který popisuje obecně pozorovanou skutečnost vyšší cenové hladiny v bohatších zemích. Podle této teorie mají bohatší země vyšší cenovou hladinu díky vyšší produktivitě, která tlačí na rychlejší růst mezd, což vede k růstu cen služeb a neobchodovatelných statků. Naopak chudší země s nižší produktivitou i mzdami mají cenovou hladinu nižší. Zdánlivě tak podle teorie parity kupní síly jsou měny chudších zemí podhodnocené. Při dohánění produktivity pak dochází i k přizpůsobení



cenových relací. Tento proces pak může probíhat dvěma kanály – buď přes zvyšování cenové hladiny, tedy vyšší inflaci, nebo přes nominální zhodnocení kurzu.

ČNB dlouhodobě odhadovala reálné posilování kurzu koruny tempem přibližně 1,5 % ročně. Dlouhodobý pohled na reálný kurz koruny ukazuje, že navzdory výkyvům celkový trend sedí na modelový odhad překvapivě dobře. Pokud zkoumáme období od roku 2004 do současnosti, vychází roční průměrné tempo reálného posilování koruny vůči euru 1,6 %. V jednotlivých časových obdobích se ovšem situace výrazně měnila. V dobách kurzového závazku od listopadu 2013 do dubna 2017 docházelo k reálnému oslabování koruny o 0,5 % ročně. Reálné posilování koruny pak výrazně zrychlilo v období let 2021–2023, kdy docházelo ke konvergenci hlavně inflačním

Reálné posilování kurzu koruny



Zdroj: Bloomberg

kanálem. Koruna tehdy vůči euru reálně posilovala o 8 % ročně.

V létě roku 2024 ČNB přehodnotila parametry svého modelu a snížila svůj výhled reálného posilování kurzu koruny vůči euru na 1 % ročně. Z výše popsaného se domníváme, že takovýto trend je velmi pravděpodobný, ale opět bude docházet k obdobím, kdy se koruna bude dlouhodobě držet na podhodnocených či nadhodnocených úrovních. Proto nelze brát rovnovážný kurz jako kotvu, a to ani v krátkodobém, ani ve střednědobém horizontu.

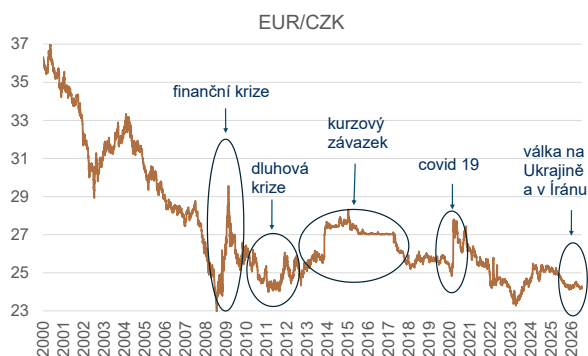
Proč jsou odchylky tak velké a vydrží i několik let i v dobách, kdy nedochází k intervencím centrální banky, jako tomu bylo v období kurzového závazku? Vysvětlení není dané jedním faktorem, ale směsicí důvodů. Jedním z nich může být, že trh s českou korunou je malý a ne příliš likvidní, což může ceny deformovat. Koruna byla také dlouhou dobu pokládána za součást středoevropského regionu a důvěra investorů se nemusela nutně odvíjet od fundamentů české ekonomiky, ale od situace v celém regionu. Svou roli mohou hrát i spekulativní pozice, které mohou být i dlouhodobějšího charakteru. V neposlední řadě na trhy devizových kurzů působí i nálady trhu, které

dokážou často iracionálně držet období optimismu a jindy naopak výrazného pesimismu.

Historická zkušenost nám ukazuje, že nejenže se kurz může od rovnovážné hodnoty dlouhodobě odchylovat, ale důvody těchto odchylek mohou být různé. Největší a nejdelší odchylka byla logicky vidět v období kurzového závazku, kdy korunu vůči euru držela podhodnocenou ČNB svými intervencemi. Naopak nadhodnocená byla koruna v letech před zavedením kurzového závazku okolo roku 2011. Zde je již interpretace o něco složitější. Koruně paradoxně v tomto období pomohla hlavně vrcholící dluhová krize v eurozóně, což vedlo část investorů k přesunu kapitálu ze zasažených zemí do jiných oblastí. Česká republika se svým relativně nízkým poměrem dluhu k HDP se tak jevila jako určitý bezpečný přístav. Posílení koruny tedy bylo dáno faktory, které s českou ekonomikou nijak nesouvisely. Období nadhodnocení koruny a rychlejší konvergence probíhalo také hned na počátku nového tisíciletí. Zde se jednalo reakci na příliv přímých zahraničních investic včetně těch privatizačních. Nadhodnocení ale nebylo nijak extrémní i přes velké privatizační prodeje. To bylo ovlivněno hlavně dohodou mezi vládou a Fondem národního majetku, která zaručovala, že příjmy z privatizace nebudou konvertovány na devizovém trhu, což zamezilo nadměrnému posilování koruny.

Delší období podhodnocení koruny kromě doby kurzového závazku pak nastalo v roce 2020, což souviselo s pandemií covidu-19. Zvýšená averze vůči riziku vyvolala do té doby obvyklou reakci přesunu prostředků do bezpečí, tedy typicky do amerických nebo německých dluhopisů. To, že aktuálně dvě probíhající války podobnou reakci nepřinesly, svědčí o tom, že se faktory určující hodnotu devizových kurzů v čase proměňují a výrazně tak komplikují jejich předpovídání.

Důvody odchylky kurzu koruny od rovnovážných úrovní se v čase mění.



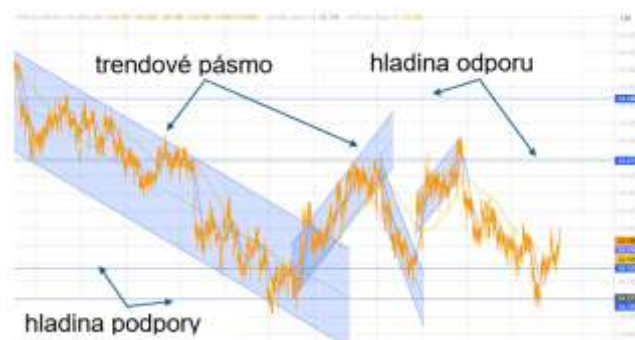
Zdroj: Bloomberg



Krátkodobé versus dlouhodobé předpovědi kurzů

Výše zmíněné modely pro odhadování měnových kurzů se soustředily na dlouhodobý pohled, ve kterém je možné definovat alespoň určitý trend, i když odchylky od rovnovážných hodnot mohou být překvapivě dlouhodobé. Krátkodobý výhled (v řádu dnů nebo týdnů) se ale od dlouhodobého v mnohém liší. Kurzy reagují často na vrtkavé nálady na trzích a zároveň na nepředvídatelné události. Reakce trhu navíc krátkodobě bývají přestřelené a dříve nebo později dochází ke korekci. Pro prognózování kratších horizontů se tak často používá technická analýza, která se snaží předpovědět budoucí hodnotu kurzu na základě historického vývoje cen a objemu obchodů. Vychází z toho, že veškeré dostupné informace jsou již v cenách obsažené a zároveň se určité cenové vzorce a chování opakují. V duchu „trend is your friend“ investoři sází na určité davové chování a zároveň se soustředí na identifikaci změny trendu. Technická analýza jako prostředek využívá grafický záznam nebo pracuje

Technická analýza na koruně



Zdroj: Refinitiv, PPF banka

s technickými indikátory, jako jsou klouzavé průměry, cenová dna a vrcholy nebo různá pásma. Fundamenty tak v krátkodobém pohledu hrají menší roli. Z technické analýzy by pro nejbližší období platilo, že se koruna nechce posilovat pod hladinu podpory 24,12 EUR/CZK. Zároveň momentum je pozitivní, proto se zdá pravděpodobné, že se koruna bude pohybovat v blízkosti 24,2 EUR/CZK.

Jiná teorie, teorie náhodné procházky, pak jde ještě dál a tvrdí, že v kurzech jsou již zaznamenány veškeré dostupné informace a kurzy pak reagují jen na nové informace, které přicházejí náhodně a promítají se do cen okamžitě. Proto nejlepší předpovědi zítřejší ceny je cena dnešní.

Pro kurz české koruny platí, že v krátkodobém horizontu měla koruna v minulosti tendenci reagovat i na informace, které se jí bezprostředně nedotýkaly, a prudce pak reagovala třeba na změnu rizikové averze, ať již byla

vyvolaná čímkoliv. Při zvyšování rizikové averze koruna obvykle oslabovala nezávisle na fundamentech ekonomiky. Situace je ale v současnosti jiná. Dva souběžné konflikty na Ukrajině a v Íránu, které výrazně narušily geopolitické pořádky a mají potenciál českou ekonomiku ovlivňovat, ale korunu z nějakého důvodu z rovnováhy nevyvedly. Ledový klid koruny přitom není způsoben silnými ekonomickými fundamenty, ale spíše optimistickou náladou, která nyní kolem koruny panuje. Jak dlouho ještě? To je právě otázka, na kterou nikdo nezná odpověď. Nálady trhu jsou vrtkavé a jejich přízeň může rychle vyprchat.

Závěr

Přesné předpovídání změn devizových kurzů se může zdát jako věštění z křišťálové koule, jehož úspěšnost připomíná předpovědi počasí. Nutno přiznat, že krátkodobé předpovědi počasí jsou přeci jen úspěšnější než krátkodobé předpovědi devizových kurzů. I když jsou v delším horizontu předpovědi devizových kurzů podloženy modely, které mají fundamentální podstatu, stále jsou určitým zjednodušením reality, a navíc do nich vstupují nepředvídatelné události, což jejich přesnost znatelně snižuje. Každou předpověď kurzu je proto potřeba brát s rezervou a spíše jako určitou kotvu, kam kurz směřuje než pro spekulaci. Ta sice může někdy vyjít, ale jindy zase ne.

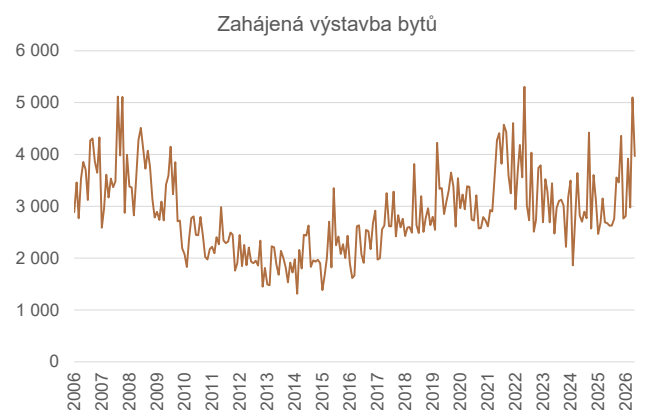


HDP ve 2. čtvrtletí vzrostlo o 2 %. Tahounem i nadále zůstává domácí spotřeba. Naopak investice na rozdíl od prvního čtvrtletí poklesly. Navzdory přetrvávajícím domácím inflačním tlakům inflace poklesla na 1,5 %.

Ekonomická aktivita

Navzdory pokračujícímu geopolitickému napětí i nepřesvědčivým výsledkům hlavních obchodních partnerů se české ekonomice daří. Květnová čísla ukázala výrazný růst spotřeby domácností. Maloobchodní tržby v květnu meziročně vzrostly o 4,7 %. Vývoj v jednotlivých měsících je sice značně rozkolísaný (v dubnu po revizi směrem dolů maloobchodní tržby rostly jen o 1,6 % y/y), ale celkový obrázek se nemění a ukazuje na silnou poptávku českých domácností, která by i nadále měla podporovat růst ekonomiky. Pozitivní výhled na spotřebu podporuje i důvěra domácností, která se drží nad svým dlouhodobým průměrem, i statistiky z trhu práce, které ukázaly, že nezaměstnanost podle MPSV v červnu zůstala na 4,8 %, což je sice o 0,6 pb vyšší než ve stejném období loňského roku, ale současná hodnota více odpovídá stavu ekonomiky a blíží se přirozené míře nezaměstnanosti. Také ostatní statistiky, které ČSÚ za květen zveřejnil, vyzněly překvapivě optimisticky. 2 % meziroční růst průmyslové výroby byl sice částečně ovlivněn nízkou srovnávací základnou, ale pohled na data od počátku roku naznačuje, že průmyslová výroba navzdory problémům v okolních zemích pokračuje v růstu, i když relativně slabším, podobným loňské hladině 1,5 %. Naproti tomu růst stavebnictví je ve srovnání s historickými čísly neobvykle silný. V květnu pokračoval růst stavební výroby, tentokrát o 4,4 % y/y, tedy v podobném tempu jako v předchozích měsících. Dařilo se jak pozemnímu, tak inženýrskému stavitelství. Stejně jako v dubnu se i v květnu výrazně zvýšil počet zahájených bytů, tentokrát byl meziroční nárůst o 48,3 %. V dubnu bylo zahájeno o 89,7 % bytů více než ve stejném období předchozího roku.

Počty zahájených staveb nových bytů výrazně rostou.



Zdroj: ČSÚ

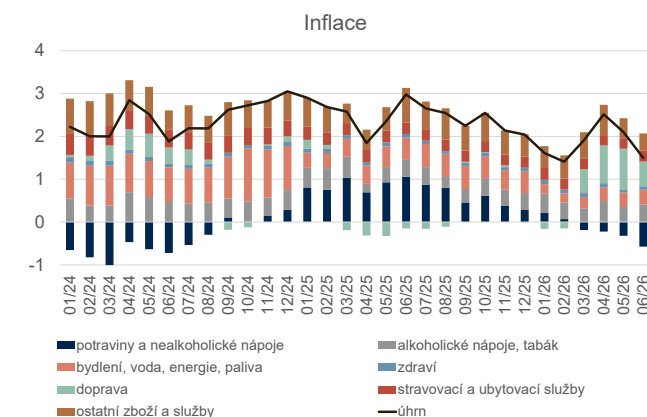
Inflace a centrální banka

Červnová inflace přinesla poměrně velké překvapení, když poklesla na 1,5 %, což bylo výrazně méně, než očekávali analytici i ČNB. Průměrná inflace za první polovinu letošního roku se tak dostala na 1,8 %. To je o poznání níže než loňských 2,5 %. Inflace je tedy aktuálně nízká, ale ďábel se jako vždy skrývá v detailu. Inflaci od počátku roku uměle snižuje odpuštění poplatků za obnovitelné zdroje energie a tento efekt v lednu příštího roku vymizí. Dalším protiinflačním faktem, který v letošním roce působí na celkovou inflaci, jsou ceny potravin, které mají ve spotřebitelském koši váhu 17 %. Levné potraviny ale s velkou pravděpodobností nevydrží. Konflikt na Blízkém východě zdražil hnojiva, extrémní sucha ničí úrodu a fenomén El Niño by měl být letos mimořádně silný a může ovlivnit úrodu v Asii i v Austrálii. Inflace by se tak na konci letošního roku a na začátku příštího roku mohla dostat k 3 %. K nižší než očekávané červnové inflaci přispěly i ceny pohonných hmot, které po dočasném otevření Hormuzského průlivu klesly. Situace na Blízkém východě ale zůstává napjatá a ceny pohonných hmot mohou v následujících měsících opět rychle stoupnout. Relativně silné domácí inflační tlaky odráží naopak jádrová inflace a ceny služeb. Jádrová inflace v červnu sice mírně poklesla, ale zůstává na 2,8 %, tedy výše, než by si ji ČNB představovala. Také inflace ve službách zmírňuje, když z květnových 4,7 % poklesla na 4,5 %, ale to jsou stále hodnoty, které nutí ČNB k obezřetnosti. I když domácí cenové tlaky trvají, domníváme se, že ČNB po květnovém zvýšení sazeb již ponechá sazby beze změny. Připomeňme, že na počátku roku, kdy byly domácí inflační tlaky stejné nebo možná i větší a celková inflace se propadla na 1,6 %, ČNB zvažovala uvolnění měnové politiky.

Rizika

Riziko české ekonomice hrozí hlavně externí. Domácí poptávka se zdá být silná, ale ta zahraniční může znepříjemnit situaci exportně orientovaným odvětvím.

Inflace zejména díky cenám potravin poklesla na 1,5 %.



Zdroj: ČSÚ



Eurozóna rostla ve 2. čtvrtletí letošního roku o 1 %, což vzhledem k nepříznivé geopolitické situaci, vysokým cenám ropy a silící konkurenci z Číny je přeci jen lepší výsledek, než jaký trhy očekávaly před vypuknutím konfliktu na Blízkém východě. Lepší výsledky reálné ekonomiky dávají prostor ECB k ještě jednomu zvýšení sazeb.

Ekonomická aktivita

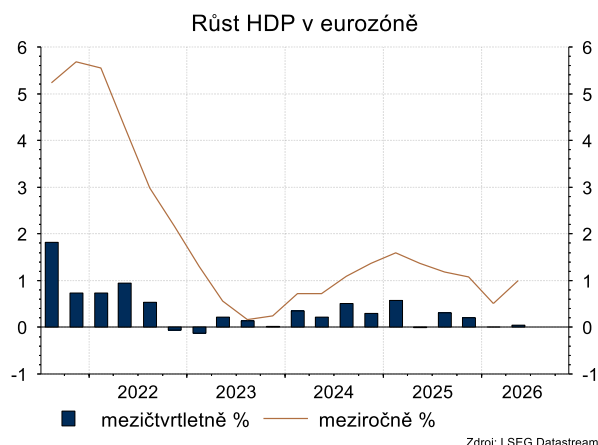
Data z reálné ekonomiky za 2. čtvrtletí letošního roku ukazují na překvapivou odolnost eurozóny. Poslední průmyslové květnové statistiky z průmyslu sice na první pohled vypadají nepříznivě, když průmyslová výroba místo očekávaného 0,2% meziměsíčního růstu naopak o 0,2 % poklesla. Tento vývoj byl ale významně ovlivněn volatilními irskými daty. Tam průmyslová produkce v květnu meziměsíčně poklesla o 5,2 %. Bez irských dat průmyslová produkce v eurozóně vzrostla meziměsíčně o 0,3 %.

Také poslední předstihové indikátory vyzněly překvapivě pozitivně. Výrazně se vylepšil německý index ZEW, a to jak v hodnocení současné situace, tak v očekáváních. Také index Ifo v očekáváních pozitivně překvapil.

Také indexy nákupních manažerů překonaly očekávání, a to jak ve zpracovatelském průmyslu, tak ve službách. Kompozitní PMI vzrostl na 51,9, což je nevyšší hodnota za posledních pět měsíců. Hodnoty PMI jsou nyní konzistentní s růstem HDP o 0,3 % q/q.

Nová americká cla by neměla výrazněji ovlivnit výhled ekonomik eurozóny. Pouze nahrazují dočasná cla, která prezident Trump vyhlásil po verdiktu Nejvyššího soudu, který jeho původní cla zrušil. Cla na Evropu zůstávají v rozmezí 10 až 12,5 %, tedy se v podstatě nic nemění, jen vysvětlení cel je absurdnější, protože se odvolává na nedostatečné posuzování zákazu nucené práce.

Eurozóna ukázala ve 2. čtvrtletí překvapivou odolnost vůči nepříznivé geopolitické situaci.



Inflace a centrální banka

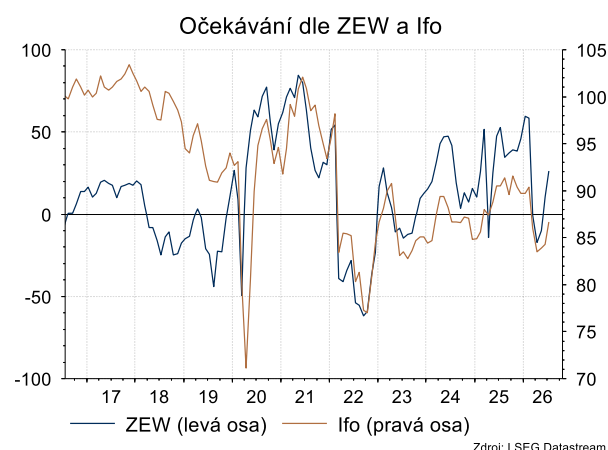
Inflace v eurozóně v červenci podle očekávání mírně vzrostla na 2,9 %. inflaci stále táhnou vzhůru energie, zatímco potraviny působí protiinflačně. Jádrová inflace zůstává stále zvýšená, v červenci vzrostla o 0,1 pb na 2,5 % a to zejména díky cenám služeb, které dlouhodobě rostou rychlostí přes 3 % y/y. Inflace zůstává zvýšená hlavně ve službách. Jejich ceny v červnu stouply o 3,2 %. Eskalující konflikt na Blízkém východě posiluje riziko dalšího růstu inflace. Sekundární efekty sice patrně zatím nejsou, ale s prodlužováním konfliktu se riziko zvyšuje.

Červencové zasedání ECB nepřineslo překvapení. Podle očekávání Rada guvernérů jednomyslně rozhodla o ponechání sazeb beze změny. Depozitní sazba tak zůstává na 2,25 %. Ohledně budoucích kroků byla prezidentka Lagarde na tiskové konferenci jako obvykle na slovo skoupá a opakovala, že ECB se nezavazuje k žádné předem definované trajektorii sazeb a bude se rozhodovat podle přicházejících dat. Připustila, že inflační rizika jsou vychýlena směrem vzhůru a inflační očekávání jsou zvýšená, na druhé straně nejsou patrné sekundární efekty zvýšených cen ropy. Lagarde také přiznala, že ačkoliv bylo rozhodnutí jednomyslné, otázka zvyšování sazeb již v červenci byla některými bankéři položena. I přes nejednoznačná vyjádření prezidentky Lagarde mají trhy jasno a dávají 90 % pravděpodobnost zvýšení sazeb na zářijovém zasedání. K tomuto očekávání přispívá i eskalace konfliktu v Hormuzském průlivu. Náš základní scénář tak zůstává beze změny. Očekáváme, že ECB v září sazby zvýší, ale poté již zůstanou beze změny. Trh očekává v horizontu roku ještě jedno zvýšení. My se domníváme, že ECB bude s dalším případným zvyšováním sazeb opatrná, aby příliš nezadusila křehkou ekonomiku.

Rizika

Vysoké ceny ropy a možná nová americká cla, to jsou rizika pro nejbližší týdny a měsíce.

Ekonomický sentiment v Německu se navzdory geopolitické nejistotě zlepšuje.

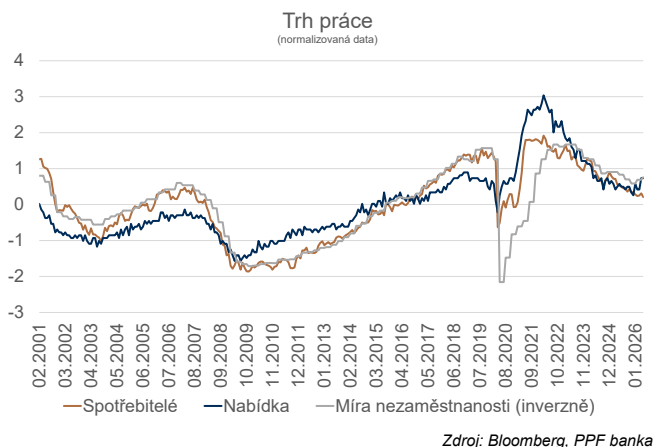


V červnu byla asi nejvýznamnějším údajem inflace. Pokles celkové inflace se dal čekat kvůli poklesu cen ropy a následně benzínu, ale stagnace jádrové inflace překvapila. Trh práce naopak překvapil negativně menším než očekávaným přírůstkem pracovních míst a výraznou revizí předchozích měsíců směrem dolů, přičemž klíčová míra nezaměstnanosti se drží prakticky stabilně lehce nad 4 %, což je tak akorát. Zlepšily se maloobchodní tržby. Celkově ekonomika pokračuje v solidním růstu při zvýšené inflaci.

Ekonomická aktivita

Po dvou měsících silných dat z trhu práce přišlo vystřízlivění – slabá data a revize směrem dolů za předchozí dva měsíce. Týkalo se to přírůstku pracovních míst, což je nejvíce sledovaný, ale také volatilní a často významně revidovaný údaj. Mnohem méně sledovaná je míra nezaměstnanosti, protože je stabilnější a podstatně méně náchylná k překvapením. A ta zůstává zhruba stabilní. Jde přitom o podstatně důležitější údaj, protože se přímo týká klíčové rovnováhy mezi poptávkou a nabídkou po pracovní síle. Míra nezaměstnanosti se už nějakou dobu drží poblíž své ideální úrovně: není příliš nízká, takže nepodporuje inflaci, a zároveň je poměrně blízko plné zaměstnanosti. Stabilita na této úrovni umožňuje Fedu koncentrovat se na inflaci a podporuje optimální růstové tempo ekonomiky. Je to vidět na konjunkturálních ukazatelích (ISM, PMI), které se drží v expanzi, i na zlepšující se osobní spotřebě. Mzdové tlaky přitom klesají, jak je vidět nejen přímo na vývoji mezd, ale také na klesajícím počtu lidí dobrovolně měnících zaměstnání – přetahování zaměstnanců pomocí vyšších mezd je řídnější, což umožňuje zaměstnavatelům držet nižší růst mezd bez rizika odchodu nejlepších zaměstnanců.

Vnímání stavu na trhu práce spotřebiteli momentálně ovlivňuje především vývoj nabídky pracovních míst.



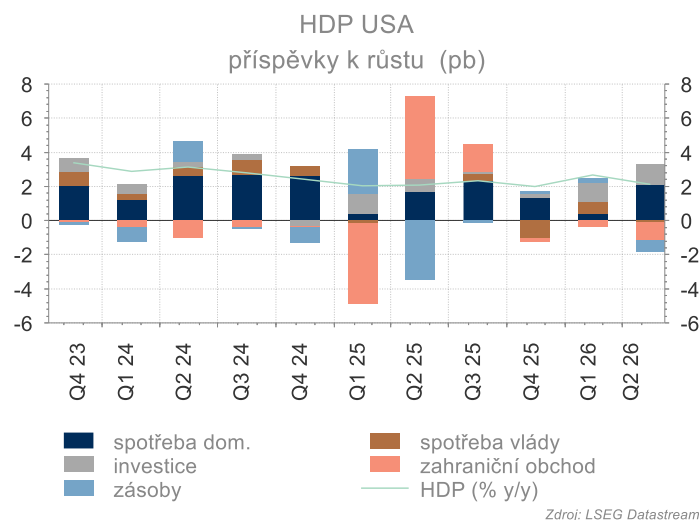
Inflace a centrální banka

Inflace byla nižší, než se očekávalo. U celkové hrál klíčovou roli pokles cen benzínu vázaný na pokles cen ropy. Zajímavá však byla především nižší jádrová inflace a to, že k její nižší úrovni přispěla řada položek, což zvyšuje šance na pokračování desinflace. Problém představuje opětovné přístření situace v Perském zálivu (viz rizika). Červencové zasedání FOMC sice ponechalo sazby beze změny, ale tři hlasující členové byli pro jejich zvýšení. Trh však přesto snížil očekávání zvýšení sazeb v letošním roce. Nyní bude důležité sledovat především další vývoj inflace – jakékoliv náznaky jejího zrychlování (především u jádra) by zvýšily pravděpodobnost hiku a naopak. Vyhledy jádrové inflace jsou dobré – důležité je především zpomalování rychlosti růstu mezd a nájmu. Boom investic do AI infrastruktury sice vytváří inflační tlaky, ale ty jsou omezené pouze na některé sektory zboží. Klíčový bude ale vývoj inflace ve službách kvůli její velké váze ve spotřebním koši a zde by měl dominovat vliv pomalejšího růstu mezd a tedy personálních nákladů. Celkovou inflaci bude ovlivňovat výrazné kolísání cen ropy a s odstupem hrozí i růst cen potravin – to bude i nadále znervózňovat trh.

Rizika

V červenci znovu eskaloval konflikt mezi USA a Íránem. Ceny ropy reagovaly růstem a rizikem je, že pokud nedojde brzy opět ke zklidnění, může se cena ropy vrátit na letošní maxima. To by obnovilo proinflační impuls a podpořilo možnost zvýšení sazeb v USA – šance na pokles inflace by byly odsunuty do neurčitě vzdálené budoucnosti, a tím pádem by se Fed buď musel smířit s inflací dlouhodobě nad svým cílem, nebo by musel zvýšit sazby. Vzhledem k tomu, že už nyní polovina FOMC chce do konce roku sazby zvýšit a v červenci tři hlasující členové FOMC pro zvýšení byli, je volba poměrně jasná.

Za slabší HDP mohou zahraniční obchod a zásoby.



EUR/USD

Kurz se v červenci držel v postranním trendu poblíž 1,14. Krátkodobé trendy odrážely hlavně geopolitické vlivy, především dění v oblasti Perského zálivu. Zklidňování situace, provázené nižšími cenami ropy, pomáhalo euru a naopak. Vývoj kurzu částečně ovlivňovala i zveřejněná data a komunikace centrálních bankéřů. V závěru měsíce posunula kurz nad 1,15 reakce na zasedání FOMC, která přinesla snížení očekávání růstu sazeb v USA. Červencová konsolidace odráží kombinaci ztráty momenta po předchozím posílení dolaru a nejistoty ohledně dalšího vývoje měnových politik Fedu a ECB. Poměrně dlouhé období konsolidace vytváří předpoklad pro následný podstatný pohyb kurzu. Pohyb v závěru měsíce potvrdil riziko krátkodobého trendu k posílení eura, protože u ECB trh i analytici počítají se dalším zvýšením sazeb až o 50 bb (my počítáme s 25 bb). Prostor pro ještě větší růst sazeb je velmi omezený, což by mělo případné posílení eura limitovat. U USA trh také počítá s růstem sazeb, toto očekávání však není pevné a citlivě reaguje na přicházející informace – příkladem je reakce na FOMC. Prostor pro překvapení je tedy větší než u ECB. Dolaru by naopak mohla pomoci solidní výkonnost americké ekonomiky a s ní související návrat k americkým aktivům. Aktivita americké administrativy a geopolitika budou i nadále vnášet do vývoje kurzu šum a nečekané zvraty.

EUR/CZK

Českou korunu v červnu nevyvedlo z jejího klidu vůbec nic. Po celý měsíc se pohybovala v úzkém pásmu okolo 24,2 vůči euru a nedotkla se jí ani eskalace a následná deeskalace konfliktu mezi USA a Íránem. Zdá se, že geopolitická situace tedy na korunu nemá žádný vliv. Impulsem pro pohyb koruny by tak v následujících měsících mohly být centrální banky. Trh očekává další zvyšování sazeb ČNB, a to až tři zvýšení do konce 1. čtvrtletí příštího roku. To je podle našeho názoru přestřelené. Vystřízlivění trhu pak může korunu mírně oslabit. Pro nejbližší týdny ale neočekáváme, že by koruna měla směřovat jedním nebo druhým směrem. Domníváme se, že jako doposud bude setrvávat v blízkosti 24,2 EUR/CZK.

Dluhopisy

Po poklesu výnosů v červnu přinesl červenec opět jejich růst. Koncem měsíce se výnos desetiletého dluhopisu dostal nad úroveň předchozího lokálního maxima z poloviny května. Důležitou roli hrála opět geopolitika, v závěru měsíce pak reakce na FOMC. Naděje na trvalejší uklidnění situace na Blízkém a Středním východě vzaly za své, když se ve druhé polovině měsíce zintenzivnily boje a s nimi narostla cena ropy a také obavy z vyšší inflace. K vyšším výnosům přispívají i v pozadí stále přetrvávající

obavy z neúnosného růstu státního zadlužení a také exploze dluhu společností investujících do AI infrastruktury. Obchodování v srpnu pravděpodobně ovlivní návrat k horším inflačním údajům po překvapivě dobrých údajích zveřejněných v červenci. Sázky na zvýšení sazeb Fedu v září by se tak měly udržet, otázkou je, jak budou intenzivní sázky na další růst sazeb po září. Výnosy by v každém případě měly zůstat spíše vyšší než nižší, bezprostředně by je měla ovlivňovat hlavně geopolitika skrz ceny ropy a očekávaný vývoj inflace.

Výnosy se v Evropě vyvíjely velmi podobně jako v USA, protože je ovlivňovaly stejné faktory, které ovlivňovaly americký trh. Zajímavostí bylo dosažení jedenáctiletého maxima výnosu desetiletého německého státního dluhopisu. Podobný vývoj by měl pokračovat i v srpnu, především kvůli přetrvávající dominanci geopolitiky. Stejně jako v USA by měly výnosy zůstat spíše vyšší než nižší. Zvýšení sazeb ECB očekávané v září už by mělo být započteno v cenách dluhopisů, a nemělo by tedy obchodování ovlivnit.

Český dluhopisový trh nebyl v červenci výjimkou a sledoval stejnou trajektorii jako hlavní světové trhy. Ke konci července výnos desetiletého státního dluhopisu opět krátce otestoval hranici pěti procent. V srpnu by měl český dluhopisový trh pokračovat ve sledování vývoje ve světě. Časem by mělo dojít k redukci poněkud přehnaných očekávání růstu sazeb ČNB, ale stejně jako ve světě by měly přesto výnosy zůstat spíše vyšší než nižší.

Akcie

Červenec byl na akciových trzích ve znamení postranního trendu při značné volatilitě a velkých rozdílech mezi regiony a sektory. Pozornost poutal zejména vývoj v sektoru technologických společností, a to především těch vázaných na AI. Z regionálního hlediska bylo nejživěji v Asii. Jižní Korea, která byla v prvním pololetí díky čipovým společnostem (Hynix, Samsung) jedním z nejžhavějších trhů, prochází doslova zhroucením, částečně souvisejícím s masovým využíváním pákových pozic retailovými investory a jejich lavinovitým kolapsem při poklesu trhu. Počátek poklesu souvisel s kombinací slábnutí spekulativního momenta při stále zřetelnějším přestřelení cen a další vlnou skepticismu vůči AI. Korejský kolaps ovlivnil trhy globálně, nejvíce Japonsko, ale technologické akcie v USA byly také zasaženy. Koncem měsíce sílila skepse vůči AI založená na obavách z přehnaného objemu investic a růstu zadlužení plus tzv. kruhového financování, takže tlak proti technologiím patrně přetrvá i v srpnu. Další sektory a regiony však nebyly příliš zasaženy, nejedná se tedy o plošný výprodej akcií. Některé sektory mohou naopak těžit z rotace u technologických akcií. Právě tato rotace způsobila, že akciové trhy jako celek neklesly, jenom volatilitě stagnovaly. Podobná nálada jako v červenci patrně povládne až do konce prázdnin. Nasvědčují tomu některé skeptické reakce i na solidní výsledky



technologických společností a vysoká citlivost na vysoké investiční výdaje. Nemělo by jít o široký výprodej, takže u akciových trhů jako celku by měla převládat spíše konsolidace.

Pražské burze se v červenci opět dařilo díky tomu, že ji nezasahují turbulence technologických titulů. Nejlépe se dařilo ČEZu a Komerční bance, v těsném závěsu za nimi se držely Tabák a VIG. Moneta, Kofola a Česká spořitelna spíše konsolidovaly a menším společnostem se vesměs nedařilo a klesaly. Vzhledem k defenzivnímu charakteru většiny titulů na pražské burze a spíše nervóznímu obchodování ve světě by se měla solidní výkonnost zopakovat i v srpnu. Rizikem je rozšíření panického výprodeje z technologií do širšího trhu, což by negativně ovlivnilo i Prahu.

Kredit

Letošní rekordní jev El Niño hrozí extrémními tropickými bouřemi a skoro to vypadá, jako by jeden takový hurikán zavítal i na lokální dluhopisový trh. Červencové uklidnění působí po červnové smršti nových transakcí jako pověstné oko tornáda a my se už nemůžeme dočkat, až se všichni bankéři i emitenti vrátí z dovolených a vypustí do světa očekávanou várku podzimních dluhopisů. Komu by už tohle čekání přišlo neúnosné, toho můžeme odkázat na prospekt dluhopisového programu Škoda a.s. Ten byl sice schválen již v červnu, ale první emisi stále vyhlížíme.

Komodity

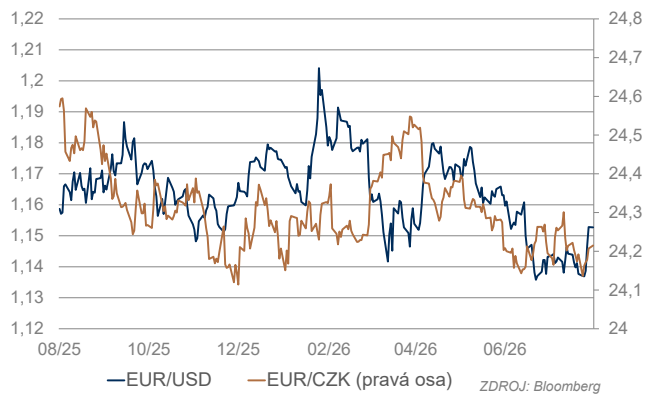
Vývoj cen ropy je nadále pod dominantním vlivem konfliktu v oblasti Perského zálivu. V červenci docházelo k postupné reeskalaci, což vedlo k akcelerujícímu růstu ceny. Ta se v maximu dostala opět nad 100 USD/brl (pro Brent). Stačil však náznak uklidnění a cena se zhroutila zpět (až k 82 USD/brl pro Brent), aby vzápětí opět začala růst a pak opět klesla. Dá se očekávat, že tento chaotický vývoj bude ještě nějakou dobu pokračovat a komplikovat situaci v celé světové ekonomice. Konflikt navíc ještě zhoršuje rostoucí zapojení jemenských Hútiů, kteří ohrožují dopravu v Rudém moři, včetně náhradních tras pro dopravu ropy. Opět hrozí prudké vzestupy ceny v případě vyostření konfliktu. Pokud by došlo k jeho uklidnění, je naopak možný poměrně výrazný pokles ceny ropy, protože produkce je více než dostatečná. Problémem je logistika.

Zlato bylo v červenci relativně v klidu. Jeho cena konsolidovala nad důležitou psychologickou hladinou podpory 4000 USD/oz. Krátkodobě kurz ovlivňoval především vývoj kurzu eura k dolaru, zprostředkovaně tedy geopolitika a ceny ropy. Roli hrály i spekulace o dalším vývoji sazeb hlavních centrálních bank. Důležité je, že přetrvává poptávka centrálních bank, která by měla omezit prostor pro další pokles. Proti tomu působí prodeje Ruska, které využívá své velké devizové rezervy k získání prostředků na vedení války. Dlouhodobě stále vidíme

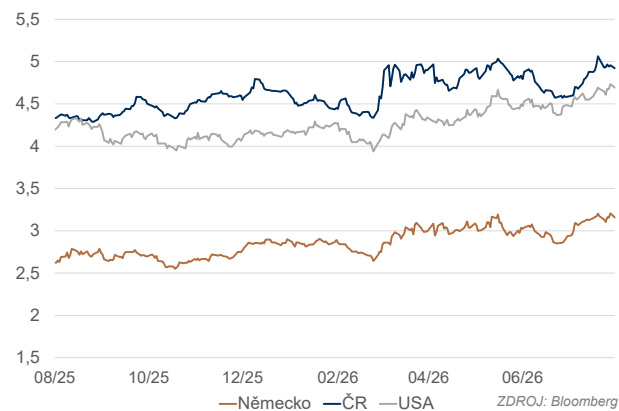
prostor pro další růst jak kvůli nákupům centrálních bank, tak kvůli trvalé atraktivitě zlata jako etablovaného fyzického aktiva s rozvinutým trhem. Jak dlouho bude trvat, než skončí konsolidace a dojde k obnovení růstového trendu, je však prakticky nemožné odhadnout.



Devizové kurzy



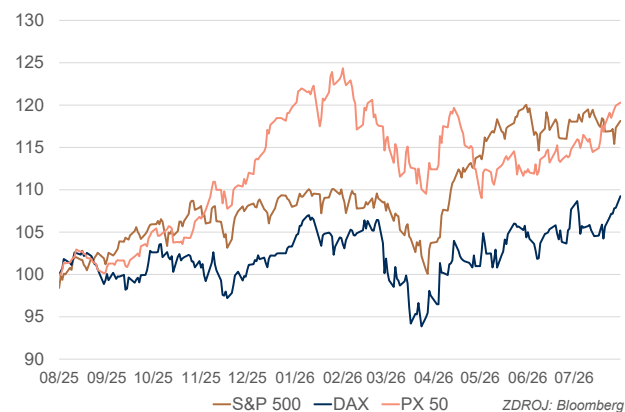
Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



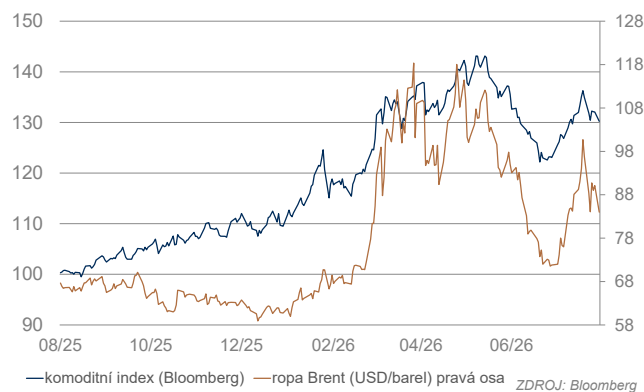
Akciové indexy (1.8. 2025 = 100)



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	4,25-4,50	3,50-3,75	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	→	3,50 - 3,75	→	3,25 - 3,50	↓
ECB	2,00	2,00	2,25	2,5	↑	2,50	→	2,5	→
ČNB	3,50	3,50	3,75	3,75	→	3,75	→	3,50	↓
KURZY									
EUR/USD	1,16	1,14	1,15	1,14	↓	1,13	↓	1,12	↓
EUR/CZK	24,6	24,2	24,2	24,2	→	24,2	→	24,2	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	3,68	4,14	4,25	4,1	↓	4,0	↓	3,8	↓
US dluhopis 10y	4,22	4,48	4,69	4,5	↓	4,3	↓	4,1	↓
Něm. dluhopis 2y	1,93	2,54	2,78	2,5	↓	2,5	→	2,5	→
Něm. dluhopis 10y	2,68	2,94	3,16	3,1	↓	3,0	↓	2,8	↓
České dluhopisy 2y	3,66	3,86	3,95	3,8	↓	3,8	→	3,6	↓
České dluhopisy 10y	4,36	4,58	4,92	4,6	↓	4,6	→	4,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	326,2	302,0	312,3	290	↓	310	↑	335	↑
EMU iTraxx 5y	276,1	241,2	255,7	260	↑	290	↑	310	↑
AKCIE									
S&P 500	6238,0	7483,2	7489,7					7700	↑
Eurostoxx 50	5165,6	6412,7	6405,4					6400	→
DAX	23426,0	25779,3	25967,3					26000	→
CSI 300	4054,9	4842,2	4543,2					4850	↑
PX 50	2215,5	2615,6	2713,0					2700	→

* 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

	2025				2026*				2024	2025	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	2,4	2,6	2,8	2,5	2,2	2,0	2,2	2,1	1,1	2,6	2,1	2,6
soukromá spotřeba	2,3	3,6	3,0	2,9	3,4	3,3	3,2	3,0	2,2	2,9	3,5	2,9
vládní spotřeba	1,9	2,3	2,1	2,0	1,7	2,1	1,9	1,7	3,1	2,1	2,2	1,8
investice	-1,8	0,8	1,7	3,0	7,3	-0,5	3,0	3,5	-3,0	0,9	3,5	3,7
dovoz	4,9	6,5	3,7	5,1	8,2	2,0	3,6	4,4	0,2	5,0	3,5	4,9
vývoz	3,9	4,5	3,4	4,8	5,8	3,3	3,1	4,0	1,1	4,1	3,1	4,7
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,1	4,4	4,5	4,7	4,7	4,6	4,6	4,5	3,8	4,4	4,5	4,3
inflace (% y/y)	2,7	2,4	2,5	2,2	1,6	2,2	2,3	2,6	2,4	2,5	2,0	2,5
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,7	0,9	0,9	1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,0	-1,9	-2,5	-2,7
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	43,3	44,4	45,6	46,6

Evropská měnová unie

	2025				2026*				2024	2025	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,6	1,4	1,2	1,1	0,5	1,0	0,6	0,6	1,0	1,2	0,7	1,2
soukromá spotřeba	1,6	1,7	1,3	1,3	1,1	0,9	0,8	0,6	1,3	1,4	0,9	1,1
vládní spotřeba	1,8	1,3	1,3	1,5	2,3	2,2	1,8	1,5	2,2	1,5	1,9	1,3
investice	2,4	3,6	3,1	3,1	0,3	1,9	1,1	0,8	-2,3	3,1	1,3	2,0
dovoz	4,3	2,9	3,6	3,7	1,7	2,3	1,5	1,8	0,4	3,6	1,9	2,4
vývoz	2,7	0,7	2,3	2,3	-0,3	0,5	0,6	1,6	0,9	1,9	0,6	2,4
nezaměstnanost (%)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,4	6,3	6,3	6,2
inflace (% y/y)	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	3,0	3,0	3,0	2,4	2,1	2,8	2,2
jádrová inflace (% y/y)	2,6	2,4	2,3	2,4	2,3	2,2	2,3	2,2	2,8	2,4	2,3	2,2
běžný účet (% HDP)	2,3	2,0	1,8	1,7	1,3	1,7	1,5	1,6	1,7	1,8	2,8	2,8

Spojené státy americké

	2025				2026*				2024	2025	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	2,0	2,1	2,4	2,0	2,7	2,1	1,5	1,9	2,8	2,1	2,2	2,1
soukromá spotřeba	3,1	2,7	2,6	2,1	2,1	2,3	1,9	1,9	2,9	2,6	1,9	2,0
vládní spotřeba	2,7	1,9	1,1	-1,2	0,2	0,0	-0,3	1,6	3,8	1,1	0,8	1,2
investice	5,8	0,0	-0,2	2,1	-1,2	3,3	4,4	4,8	3,0	1,9	3,8	4,3
dovoz	13,2	1,8	-1,8	-2,0	-7,0	4,2	6,3	7,4	5,8	2,7	2,7	3,0
vývoz	2,2	1,5	1,7	1,1	3,7	5,3	3,6	5,0	3,6	1,6	4,3	2,4
nezaměstnanost (%)	4,1	4,2	4,3	4,5	4,3	4,3	4,3	4,3	4,0	4,3	4,3	4,3
inflace (CPI % y/y)	2,7	2,5	2,9	2,7	2,7	3,9	3,3	3,4	3,0	2,7	3,3	2,4
jádrová inflace (PCE % y/y)	2,8	2,7	2,9	2,9	3,1	3,4	3,3	3,2	2,9	2,8	3,3	2,5
běžný účet (% HDP)	-4,6	-4,4	-4,1	-3,8	-3,0	-3,2	-3,1	-3,2	-4,1	-3,8	-3,2	-3,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,0	-6,3	-5,8	-5,4	-6,0	-6,2	-6,4	-6,5	-6,9	-5,4	-6,3	-6,4
vládní dluh (% HDP)	97,8	98,1	99,9	100,1	101,0	101,7	102,0	102,8	97,4	99,5	101,8	104,0

* 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 Skřipská

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

Tomáš Krejčí

ODBOR SALES PRO KORPORÁTNÍ A MUNICIÁLNÍ 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
jmlota@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 nabídce 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.

