

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Výprodej na globálních dluhopisových trzích

ČR Domácí poptávka dál táhne ekonomiku

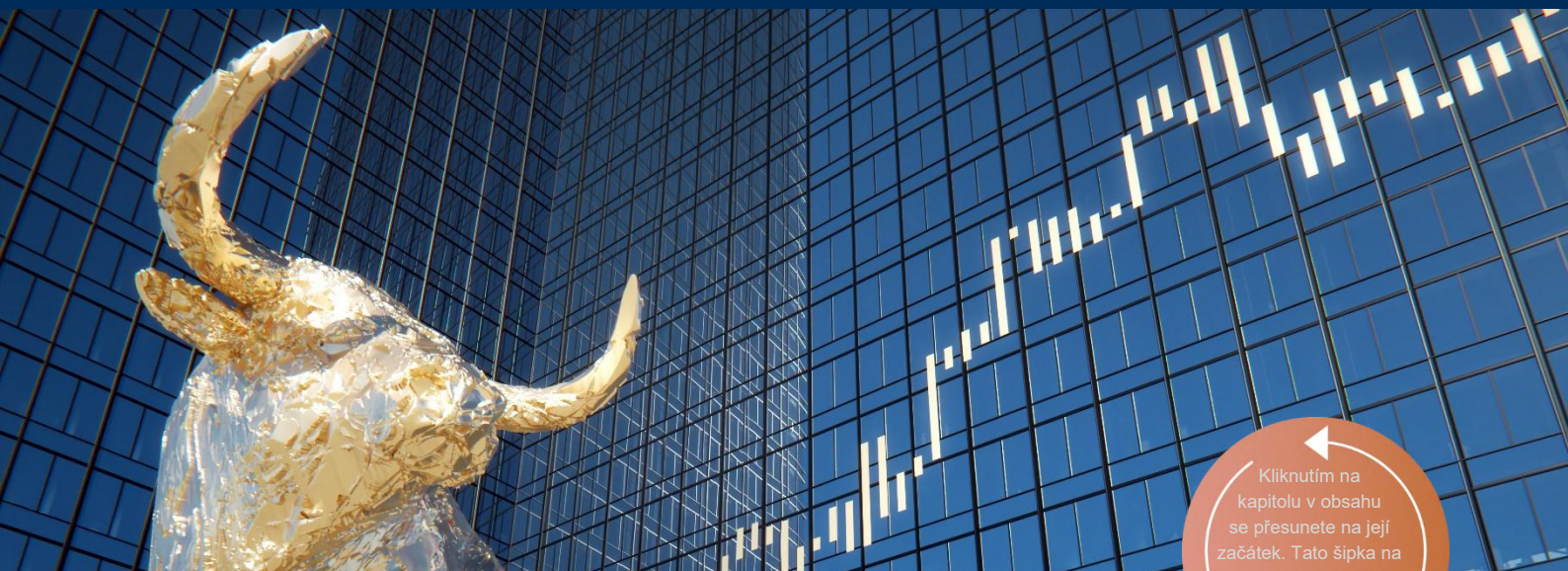
EMU Předstihové indikátory zůstávají překvapivě optimistické

USA FOMC v souladu s očekáváním zvýšil sazby

www.ppfbanka.cz

říjen 2026

Magdalena Středová, Ľuboš Mokráš



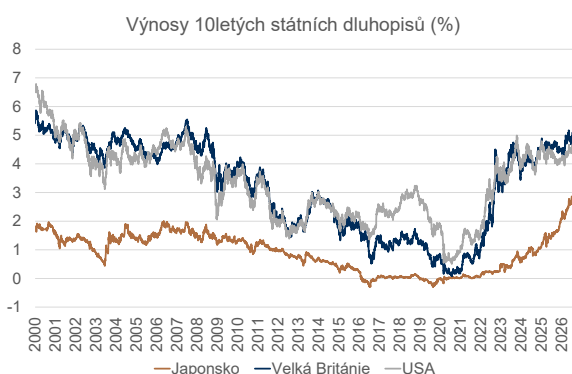
Kliknutím na kapitulu v obsahu se přesunete na její začátek. Tato šipka na dalších stranách vás vrátí zpět na obsah.

Globální dluhopisové trhy procházejí výprodejem, který nelze vysvětlit jen obavami z inflace či vyšších sazeb centrálních bank. Za růstem výnosů stojí i strukturální změna/změny: vysoké veřejné zadlužení, rekordní emise dluhopisů a rostoucí poptávka po kapitálu. Éra levných peněz, zdá se, skončila a dražší financování bude brzdit investice i ekonomický růst.

Výnosy státních dluhopisů atakují mnohaletá maxima

Výnosy státních dluhopisů rostou napříč zeměmi. Výnos 10letého japonského dluhopisu se dostal na nejvyšší hodnoty od roku 1996. Americké výnosy atakují hodnoty z dob světové finanční krize a růst výnosů je patrný i napříč evropskými zeměmi. Období levných peněz skončilo s inflační vlnou po pandemii covidu a se začátkem války na Ukrajině a s ní spojenou velkou inflační vlnou. Nyní sice ceny ropy kvůli krizi v Hormuzském průlivu také rostou, ale inflační tlaky nejsou zdaleka takové jako po pandemickém dohánění odložené spotřeby. Proč tedy výnosy začaly opět růst? A co to znamená pro makroekonomický výhled?

Výnosy dlouhodobých státních dluhopisů atakují několikaletá maxima.



Zdroj: Bloomberg

Energeticko-inflační šok po eskalaci konfliktu na Blízkém východě

Obvykle se rostoucí výnosy spojují s očekáváním silnějšího ekonomického růstu. V období ekonomického růstu mají investoři větší chuť investovat do rizikovějších aktiv a přesouvají peníze například do akcií. Tím, jak dluhopisy s nízkým výnosem ztrácejí na atraktivitě, jejich cena klesá a tržní výnos pak roste. Tato interpretace ale v aktuální rozjitřené geopolitické situaci pokulhává. S cenami ropy okolo 100 USD/barel se jen těžko spojuje očekávání vysokého hospodářského růstu. Kdyby trh sázel na vyšší ekonomický růst, projevilo by se to i v růstových očekáváních, ale to se aktuálně neděje. Sice se nenaplníují katastrofické scénáře, které po zavedení cel a růstu cen ropy předpovídaly recesi, přičemž zejména Evropa vykazuje překvapivou odolnost, ale o výrazné akceleraci hospodářského růstu, která by vysvětlovala růst výnosů, se rozhodně nedá mluvit.

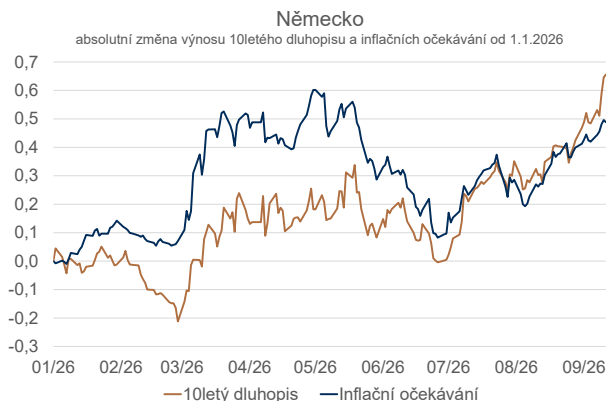
Dalším faktorem, obvykle spojovaným s růstem výnosů, je inflace, která je největším nepřítelem fixně úročených instrumentů. Pokud investoři očekávají, že v budoucnu vzroste inflace, požadují vyšší výnos.

Escalace konfliktu na Blízkém východě a související růst cen ropy takovýmto inflačním impulsem může být. Ceny ropy od února, kdy byl zabit nejvyšší iránský duchovní Chamenei, kolísají. Od svých maxim okolo 120 USD/barel se sice načas výrazně vzdálily, ale zdá se, že situace v Hormuzu se neuklidnila, spíše naopak, a ceny ropy opět v září přesáhly 100 USD/barel. Rostou i velkoobchodní ceny plynu, které se postupně budou promítat do maloobchodních cen. Na tuto situaci reagují centrální banky, které ustupují od snižování sazeb, avizovaného před krizí na Blízkém východě, a naopak začínají zvyšovat sazby. Například Fed nejenže na zářijovém zasedání zvýšil sazby, ale i výhled sazeb se změnil výrazně směrem k vyšším hodnotám. Se zpřísněním měnové politiky začala i ECB a ČNB. Tak strmý růst globálních výnosů se přitom nedá vysvětlit samotným ropným šokem. ECB od počátku krize na Blízkém východě zvýšila depozitní sazbu celkem o 50 bb a ČNB o 25 bb. Dlouhé sazby ale vzrostly mnohem více. Například výnos desetiletého německého státního dluhopisu vzrostl od letošního února o 80 bb, výnos českého desetiletého dluhopisu dokonce o 100 bb. Podle růstu výnosů se tak zdá, že jednorázový inflační šok by nejenže měl přetrvávat, ale měl by se i zhoršovat. Kromě epizody z konce 70. a začátku 80. let, kdy zejména kvůli indexovaným mzdám v USA ropný šok vyvolal dlouhotrvající inflační vlnu, se však ukazuje, že krátkodobé zvýšení cen ropy nemá výrazný potenciál dlouhodobě zvýšit inflaci. Poslední ropný šok proběhl v roce 2022, kdy se k vysokým cenám ropy přidaly ještě nabídkové tlaky v důsledku problémů v dodavatelsko-odběratelských řetězcích a inflační vlna byla opravdu silná, ale relativně krátká.

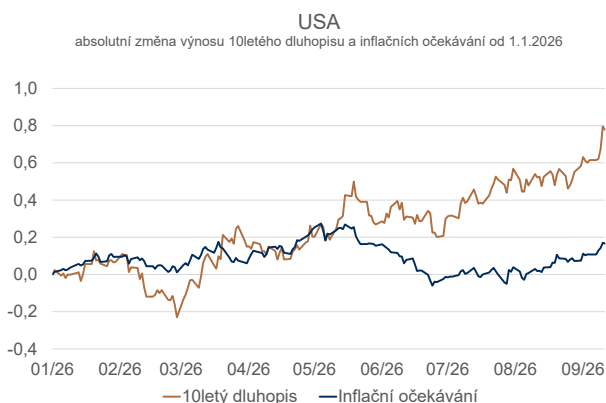
Jak moc inflační tlaky stojí za růstem dlouhodobých výnosů, lze ilustrovat na tržních datech. Změny ve vnímání inflačního výhledu dobře ilustruje běžně používané tržně implikované inflační očekávání, vypočtené jako rozdíl mezi výnosem nominálního státního dluhopisu a výnosem inflačně indexovaného dluhopisu se srovnatelnou splatností. Pohled na německá a americká data ukazuje zajímavý rozdíl mezi starým a novým kontinentem. Zatímco v USA inflace nehraje v růstu výnosů nijak významnou roli, v Evropě se inflační očekávání zvyšují a alespoň částečně lze inflaci z růstu dlouhých výnosů vinit.



Inflační očekávání mají v Německu vliv na rostoucí dlouhé výnosy, ale nevysvětlují aktuální strmý nárůst.



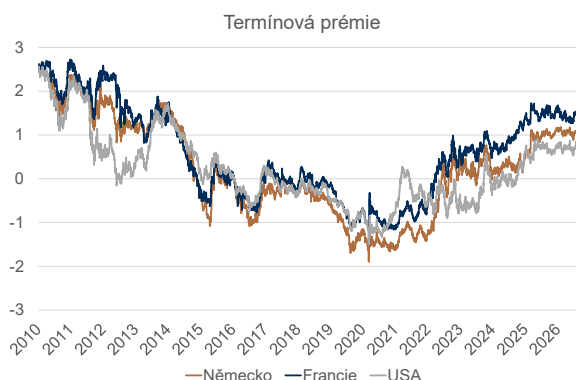
Růst amerických výnosů ovlivňují jiné faktory než inflační očekávání.



Strukturální změny – fiskální deficity, rekordní emise

Aktuální globální růst výnosů evidentně nelze vysvětlit jediným faktorem, ale souběhem několika událostí. Dalším dílkem do skládačky analýzy globálního růstu výnosů je posun ve vnímání „bezrizikových“ státních dluhopisů. Růst

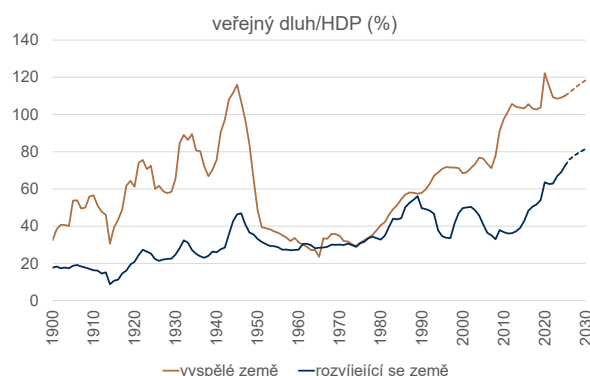
Růst termínové prémie ukazuje na změnu ve vnímání rizikovitosti státních dluhopisů.



Zdroj: Bloomberg

výnosů není tažen jen očekáváním, kam až centrální banky mohou zvednout sazby, ale kdo rostoucí dluhy zaplatí. Nerostou očekávání ekonomického růstu, zato roste termínová premie, tedy odměna za to, že investoři drží delší splatnosti dluhopisů. Z tohoto pohledu se tedy zdá, že nejde o cyklický výkyv, ale o strukturální změnu danou vysokým celosvětovým zadlužováním. Pohled na růst globálních státních dluhů přitom ukazuje, že obavy jsou oprávněné. Dluh vyspělých ekonomik se vyšplhal na hodnoty srovnatelné s rokem 1945 a pohybuje se okolo 120 % HDP. Zatímco v roce 1945 byl dluh způsoben anomálií válečných výdajů a byl rychle snížen, nyní je

Nárůst zadlužení je celosvětový.



Zdroj: MMF

situace jiná. Dluhy dlouhodobě rostou a demografický výhled spolu s klimatickou změnou, zhoršenou geopolitickou situací i klesajícím tempem růstu produktivity práce dává tušit, že splácení dluhů nemusí být bez problémů. Požadovat za držení těchto dluhopisů vyšší premii se v tomto kontextu zdá přirozené.

Trend zadlužování zrychlil po covidových výdajích, kdy po odeznění pandemie nedošlo ke splácení dodatečných výdajů. Právě naopak: zkušenost, že navýšení dluhů nezpůsobilo vážnější problémy, jako by rozvázala ruce vládám napříč zeměmi a výdaje začaly strmě růst. Podle zveřejněných statistik v roce 2025 vlády zemí OECD emitovaly přibližně 17 bil. USD státních dluhopisů, z čehož 13 bil. USD představovalo refinancování splatného dluhu a 4 biliony USD nové čisté zadlužení. Tedy nejenže nedochází ke splácení dluhů z pandemie, ale naopak navýšování dluhů pokračuje svižným tempem.

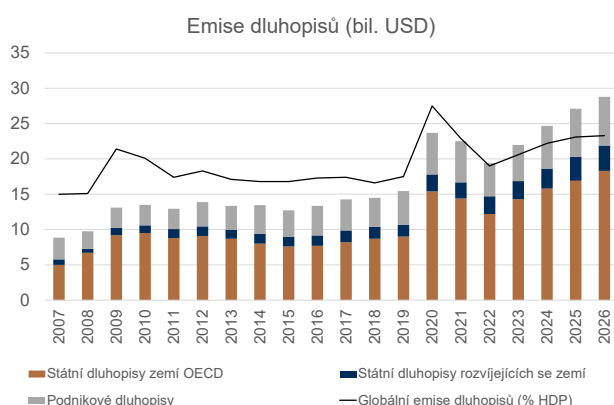
K nedůvěře ve státní dluhopisy se ještě přidává i vysoká emise korporátních dluhopisů. Boom investic do AI nutí firmy financovat výstavbu datových center přes emise dluhopisů. Kromě emise korporátních dluhopisů se zvyšuje i podíl private creditu, který dále zvyšuje možnosti firem, které mají problém získat dluhové financování u bank, zajistit si dluhové financování svých aktivit jinde. Poptávka po kapitálu je tedy vysoká, což také tlačí na vyšší výnosy.



Veřejný a soukromý sektor soupeří o větší množství kapitálu.

Trhy jsou stále schopny absorbovat nabídku státních i korporátních dluhopisů. Ovšem za cenu vyššího reálného výnosu.

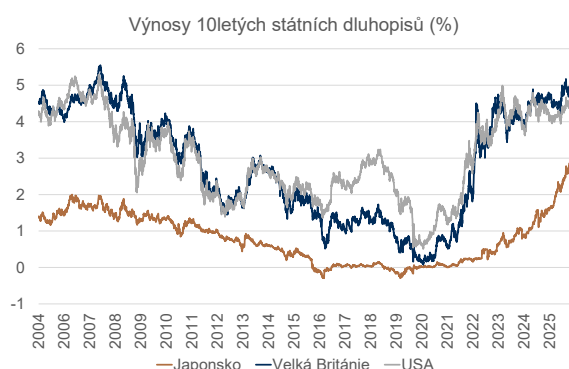
Rostou emise nejen státních ale i korporátních dluhopisů



Finanční potřeby v oblasti AI pravděpodobně dále porostou, protože může trvat roky, než zisky pokryjí vložené peníze. V tomto ohledu je překvapivé, že spready mezi korporátními a státními dluhopisy jsou z historického pohledu velice malé. To je pro období rostoucích výnosů „bezrizikových“ státních dluhopisů velice neobvyklé. Jde tedy do značné míry o přecenění bezrizikové sazby, nikoliv o pochybnosti o solventnost. Trh ale často přestřeluje, proto je podle našeho názoru pravděpodobné, že se spready v dohledné budoucnosti rozšíří.

Debatu, zda se nezvyšuje neutrální úroková sazba, tedy sazba, která ani nestimuluje, ani nezpomaluje ekonomický růst, probíhá již delší dobu. Vzhledem k tomu, že neutrální sazba je nepozorovatelná položka, nemáme a nebudeme mít jednoznačnou odpověď, ale tato debata je důležitá, protože pokud dochází ke zvýšení neutrální

Období supernízkých sazeb bylo historickou anomálií a trh se vrací do normálu.



Zdroj: Bloomberg

sazby, čeká nás delší období vyšších sazeb. Pohled na delší historickou řadu ukazuje, že období superlevných peněz, které trvalo od finanční krize, bylo určitou anomálií. V tomto ohledu se aktuální výše výnosů státních dluhopisů nejeví jako extrémní. Právě naopak, aktuální výnosy mohou být vnímány jako návrat „starých dobrých časů“.

Závěr

Globální růst výnosů ovlivňuje reálnou ekonomiku, tentokrát nikoliv pozitivně. Pokud by růst výnosů reagoval na cyklický vývoj, tedy na zvýšená růstová očekávání a s nimi spojenou vyšší inflaci, působil by na zpomalení ekonomiky i na zpomalení inflačních tlaků. V takové situaci by působení trhů bylo proticyklické. V současné situaci ale růst výnosů působí procyklicky. Vyšší výnosy zhoršují nepříliš příznivé výhledy ekonomik. Budou zdražovat úvěry firmám i domácnostem, zároveň ztrácejí úspory pro domácnosti a mohou utlumit hlavního hybatele růstu – soukromou spotřebu. V neposlední řadě vyšší náklady na obsluhu dluhu mohou vést k omezení veřejných výdajů i tlaku na růst daní. To vše jsou faktory, které mohou podkopat aktuální ekonomický růst.

Vzhledem k tomu, že malá česká ekonomika je vysoce závislá na externích faktorech, není divu, že ji dluhopisový výprodej zasáhl také. Výnosy českých státních dluhopisů jsou nejvyšší od roku 2022 (inflační epizoda), desetileté výnosy se aktuálně drží nad 5 %. Spready mezi německým a českým dluhopisem se ale výrazněji nemění. To znamená, že trh nepřehodnocuje specifické riziko České republiky, ale reaguje hlavně na faktory působící na celou Evropu. I když rozvolnění českých fiskálních pravidel ještě přililo olej do ohně. A dopady na reálnou ekonomiku stejně jako v jiných zemích již pociťuje nejen státní kasa v podobě dražších emisí nových státních dluhopisů, ale i firmy, které shánějí dluhové financování pro své investice, nebo domácnosti, které se snaží financovat nákup bydlení hypotékou.

Jelikož za růstem výnosů není primárně obava z nadměrného ekonomického růstu, dává nám trh jednoznačně signál, že budoucí růst bude financován dražším kapitálem. Éra levných peněz skončila a dlouhodobě vyšší úrokové sazby budou brzdit investice i tempo růstu.



I přes pokračující geopolitické turbulence česká ekonomika nadále roste a inflace se drží pod 2 %. Kvůli protahujícímu se období vysokých cen ropy měníme náš základní scénář sazeb ČNB směrem k vyšším sazbám.

Ekonomická aktivita

Červencová průmyslová výroba již osmnáctý měsíc po sobě meziročně vzrostla. Tentokrát to bylo o 3,1 %. Stejně jako v předchozích obdobích se na růstu podílela výroba napříč odvětvími. Nejvíce přispěla výroba motorových vozidel a elektřiny. A svižný byl i růst nových zakázek (7,2 % y/y), a to především těch zahraničních, jejichž objem meziročně stoupl o 15,7 %. To koresponduje s optimistickými zprávami z německého průmyslu, který těží z nebývalé fiskální expanze. A optimistické vyhlídky potvrzují i konjunkturální indikátory. Například PMI ve zpracovatelském průmyslu za srpen vzrostl na 54,1, nejvyšší hodnotu od května 2022.

V červenci se dařilo i stavebnictví, a to zejména díky bytové výstavbě. Bylo zahájeno o 11,7 % bytů více než ve stejném období minulého roku a dokončeno bylo dokonce o 46,1 % více bytů než před rokem.

Tahounem růstu ale jednoznačně zůstává spotřeba domácností. Maloobchodní tržby si udržují silné tempo růstu již téměř 3 roky a v červenci tomu nebylo jinak, když vzrostly o 4,6 % y/y. Celkově tempo růstu maloobchodních tržeb za zboží aktuálně odpovídá předcovidovým hodnotám. Také poptávka po službách roste. Tržby za služby byly v porovnání s přechodným rokem vyšší reálně o 3,9 %. Navzdory turbulencím ve světě a rostoucím cenám pohonných hmot i plynu se zdá, že český spotřebitel nepanikaří a dál spokojeně nakupuje. Spotřebitelská důvěra se drží i nadále nad dlouhodobým průměrem.

Také trh práce zůstává relativně silný. V srpnu se nezaměstnanost nezměnila a zůstala na 5 %. Ve stejném období předchozího roku byla sice nezaměstnanost o 0,5 pb nižší, aktuální nárůst nezaměstnanosti hodnotíme jako návrat k rovnovážným úrovním, spíše než jako slabost trhu

práce. Očekáváme, že sezónní vlivy by ji měly v říjnu poslat zpět pod 5 %. To, že trh práce je stále v dobré kondici, potvrzují i statistiky mezd, které ukazují na pokračující růst, i když díky novým zdrojům dat dochází k četným revizím (růst mezd v 1. čtvrtletí byl revidován o 2 pb níže). Podle aktuálních dat reálné mzdy ve 2. čtvrtletí vzrostly o 4,3 %.

Inflace a centrální banka

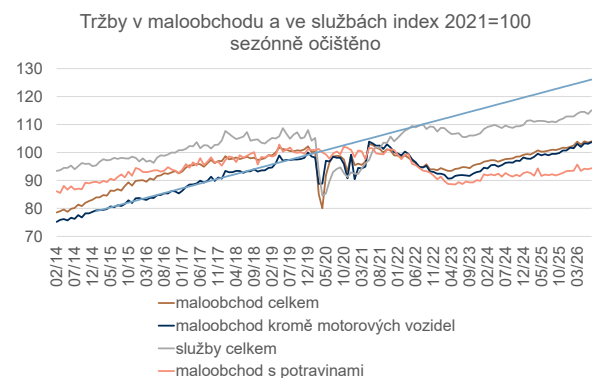
Přesně podle očekávání se CPI zvýšila na 1,9 %. Přičemž inflaci snižují i nadále ceny potravin (ceny potravin a nealkoholických nápojů v meziročním vyjádření klesly o 4,3 %), naopak ceny energií působí opačným směrem (ceny energií včetně pohonných hmot se meziročně zvýšily o 2,3 %). Jinak se inflační obrázek nemění. Inflace ve službách mírně klesla z červencových 4,7 % na 4,5 %. Ceny zboží meziročně stouply jen o 0,2 %. Vývoj jádrové inflace zůstává stabilizovaný na 3 % a reflektuje vyšší dynamiku cen služeb.

ČNB sice na zářijovém zasedání ponechala podle očekávání sazby beze změny, ale zároveň hodnotí rizika v souhrnu jako proinflační. Guvernér Michl zdůrazňoval hlavně ceny nemovitostí, tempo růstu úvěrů, expanzivní fiskální politiku a rychlý růst mezd. Zároveň přiznal, že kroky ostatních centrálních bank, jako je ECB a Fed (který kromě zářijového zvýšení sazeb obrátil svou rétoriku jestřábím směrem), musí brát ČNB v potaz. Na příštím jednání se bude podle guvernéra Michla bankovní rada rozhodovat mezi stabilitou sazeb a jejich zvýšením. My se přikláníme k názoru, že ČNB na dalším zasedání sazby ještě jednou zvýší. Nová prognóza podle nás přehodnotí inflační výhled směrem nahoru a aktuální jestřábí bankovní rada rozhodne o zpřísnění měnové podmínky.

Rizika

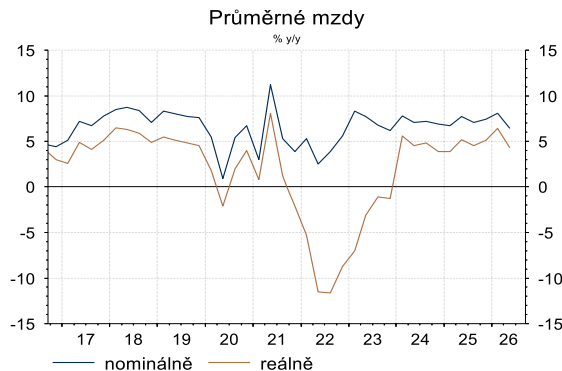
Rizika pro českou ekonomiku jsou značná, od rostoucích inflačních tlaků, a tedy možnosti vyšších sazeb a pomalejšího ekonomického růstu, přes problémy největšího obchodního partnera Německa, které mohou zpomalit české vývozy, až po celková geopolitická rizika a nejistoty, které mohou utlumit investiční aktivitu.

Spotřeba domácností zůstává hlavním motorem české ekonomiky.



Zdroj: ČSÚ

Nové revize růstu mezd ukázaly, že mzdově-inflační tlaky jsou přeci jen o něco nižší.



Zdroj: LSEG Datastream

Zdroj: ČSÚ



Odolnost ekonomik eurozóny navzdory geopolitickému napětí a rostoucím cenám ropy pravděpodobně přiměje ještě letos ECB ke zvýšení sazeb.

Ekonomická aktivita

Fiskální stimul pomáhá německému hospodářství, což je vidět jednoznačně na statistikách státního rozpočtu, kde výdaje za první polovinu roku vzrostly oproti stejnému období roku 2025 o 6,1 %. Výdaje se soustředí hlavně na infrastrukturu, obranu a na digitalizaci. Zároveň se ale objevují i známky toho, že Německo se začíná měnit. Podle německé datové platformy Startup Detector bylo v první polovině roku 2026 založeno více než 3 000 startupů, což znamená nárůst o 88 %. Výrazně vzrostly i investice do rizikového kapitálu, podle údajů Deutsche Bank byl meziroční nárůst o 44 %. Pozitivní zprávou je i vývoj vývozu, které v první polovině letošního roku meziročně stouply o 3,6 %, přičemž i přes americkou celní politiku směřuje více vývozu do USA, a naopak klesají vývozy do Číny. K udržitelnému oživení bude ale zapotřebí více, jelikož stupňující se geopolitické napětí táhne nahoru ceny ropy, což bude i nadále limitovat oživení nejen německé ekonomiky.

Předstihové indikátory i přes rostoucí geopolitické napětí zůstávají optimistické. Kompozitní PMI i přes eskalaci konfliktu na Blízkém východě v září dosáhlo nejvyšší hodnoty za 3,5 roku. Oproti srpnu se zlepšily především služby. PMI ve zpracovatelském průmyslu zůstalo na stejných hodnotách jako v srpnu (52,7), a nadále tak zůstává na nejvyšších hodnotách za poslední 4 roky.

Inflace a centrální banka

Inflace v eurozóně roste a v srpnu se dostala na nejvyšší hodnoty za poslední tři roky. Důvodem jsou hlavně ceny energií. Jádrová inflace v srpnu o 0,1 pb klesla a dostala se

na 2,4 %. Okolo stávajících úrovní se jádrová inflace drží již od počátku minulého roku a je tak zřejmé, že sekundární tlaky plynoucí z vysokých cen energií se alespoň prozatím neprojevují. I tak vyšší inflace znepokojuje ECB, a proto na zářijovém měnověpolitickém zasedání jednomyslně rozhodla o zvýšení základních sazeb o 25 bb. Dvoutýdenní depozitní sazba ECB tak vzrostla na 2,5 %.

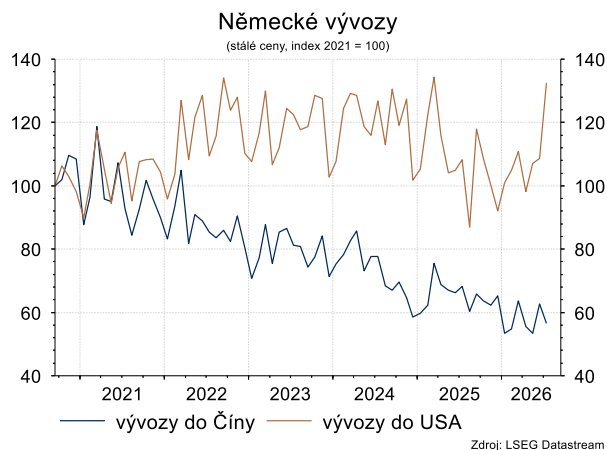
Rada guvernérů měla pro své rozhodování k dispozici i novou prognózu, která oproti té červnové očekává jak vyšší reálný růst ekonomiky, tak i vyšší inflaci, a to jak celkovou, tak jádrovou. Otázkou stále zůstává, zda bylo dnešní zvýšení sazeb letos již poslední, nebo ECB ještě sazby zvýší.

Na tiskové konferenci padlo několik otázek na další kroky ECB, ale prezidentka Lagarde jako obvykle odmítla být jen naznačit. Podle jejího vyjádření ECB překvapuje odolnost reálné ekonomiky. Zároveň se oproti původním očekáváním zdá, že inflace zůstane vyšší po delší dobu. Z těchto údajů nám vyplývá, že se zvýšila pravděpodobnost ještě jednoho zvýšení sazeb, a to již na prosincovém zasedání. Prezidentka Lagarde ale zároveň zdůrazňovala extrémní nejistotu, která brání v naznačování dalších kroků a nutí centrální bankéře rozhodovat se na každém zasedání zvlášť. Podle našeho názoru rozhodnutí, zda zvýšit sazby ještě jednou, ovlivní nejen aktuální situace na Blízkém východě, která naznačí, zda ceny ropy budou zvýšené ještě delší dobu, ale i případné důkazy o sekundárních dopadech vyšších cen energií, které se překvapivě v inflaci alespoň prozatím neprojevují.

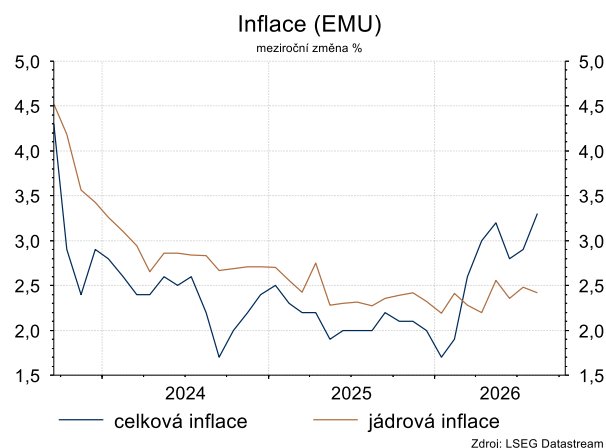
Rizika

Největším rizikem pro země eurozóny je geopolitické napětí, které prodlužuje dobu trvání vysokých cen ropy. Rizikem mohou být ale i domácí politické otřesy, které mohou oslabit aktuální křehké ekonomické oživení.

Navzdory americké celní politice německé exporty do USA rostou.



Inflace vzrostla kvůli energiím na nejvyšší úroveň za poslední 3 roky.



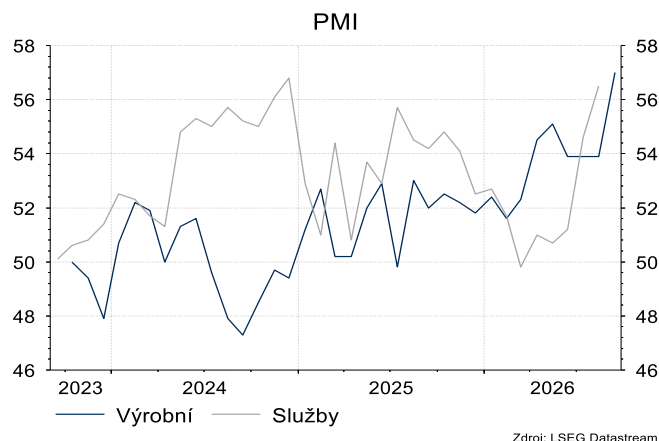
Spojené státy americké

Událostí měsíce bylo jednoznačně zasedání FOMC. Předcházela mu některá důležitá data: vyšší než očekávaný růst počtu zaměstnanců, inflace velmi mírně nad očekáváním, silné maloobchodní tržby. Zasedání však více než data ovlivnil posun v náladě trhu směrem k očekávání vyšších sazeb. FOMC na tento posun zareagoval očekávaným směrem. Nejen co se týká zvýšení sazeb přímo na tomto zasedání, ale především dost radikální změnou výhledu.

Ekonomická aktivita

Po slabších datech o změně počtu zaměstnanců přišla silnější a trh přešel z pesimismu ohledně stavu trhu práce k optimismu. Reálně je podstatnější, že míra nezaměstnanosti je už nějakou dobu prakticky stabilní – lehce nad 4 %, což je téměř ideální hodnota (blízko plné zaměstnanosti, ale ne tak nízká, aby generovala inflační tlaky). Momentálně tedy objektivně není důvod se vzrušovat, Fed může trh práce prozatím víceméně ignorovat. Překvapivě silné maloobchodní tržby nevypadají jako dlouhodobě udržitelné – značná část obyvatel USA je na hraně schopnosti utrácet, ti bohatší jsou závislí na efektu bohatství, především na růstu cen akcií, takže výraznější korekce může osobní spotřebu rychle utlumit. Výraznější útlum osobní spotřeby by pak mohl narušit rovnováhu trhu práce, která je aktuálně postavena na nízkém náboru a nízkém propouštění – zvýšené propouštění by nebylo absorbováno a nezaměstnanost by mohla narůst překvapivě rychle. Konjunkturální indikátory jsou solidně pozitivní, ale výroba je závislá na boomu AI infrastruktury a služby na osobních výdajích. Stále silnější opozice vůči AI (datacentra a stále silněji i samotná AI) může boom AI podrazit, což by mohlo mít řadu vážných a pro ekonomiku vysoce nepříznivých dopadů.

Indexy nákupních manažerů ukazují na zrychlení růstu ekonomiky.



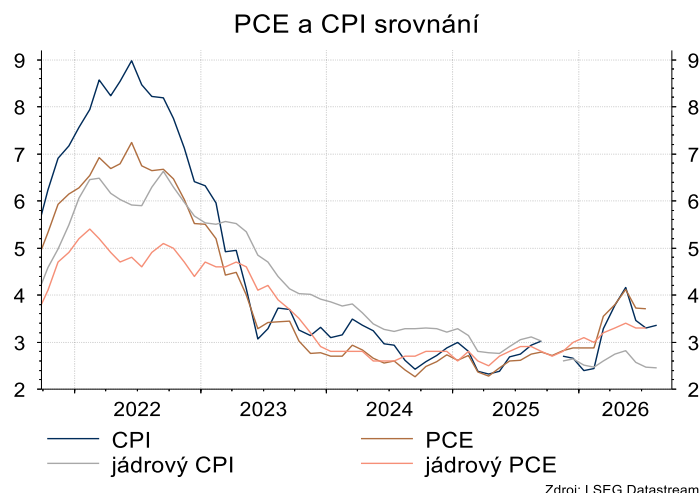
Inflace a centrální banka

Za mírně vyšší inflaci mohly především některé okrajové volatilní položky (letenky, ojetiny). Celková struktura inflace ukazuje spíše na další mírnění inflačních tlaků. Sekundární efekty vysokých cen ropy se zatím víceméně neprojevují a historicky se neprojevovaly, pokud nebyly podporovány specifickými okolnostmi (indexování mezd, poptávkový šok po pandemii). Střednědobé vyhlídky inflace jsou pozitivní – odeznívá efekt zvýšení cel (bez druhotných efektů), od druhého čtvrtletí příštího roku bude odeznívat efekt růstu cen ropy. Rizikem u celkové inflace jsou ceny potravin. Jádrou by mělo tlumit zpomalující tempo růstu mezd. Proto většina analytiků čekala na zářijovém zasedání FOMC stabilní sazby. Členové FOMC se však více než na výhled ekonomiky dívali na náladu na finančním trhu a rostoucí riziko ztráty kredibility. Takže nejenže po měsících vyčkávání zvýšili sazby, ale také podstatně změnili výhled jejich dalšího vývoje. Na to musíme reagovat i my, takže letos počítáme ještě s jedním zvýšením sazeb (spíše prosinec než říjen). To by však mělo být vše a ve druhé polovině příštího roku by měly jít sazby dolů.

Rizika

Mezi největší rizika se začíná řadit AI. Už nějakou dobu roste odpor proti výstavbě datacenter, nyní se stále více medializují rizika AI a veřejnost na to silně reaguje. Růst odporu vůči AI může narušit největší investiční příběh současné doby, především může komplikovat monetizaci AI. Vzhledem k objemu už vypůjčených prostředků a valuacím předních hráčů v sektoru by vystřízlivění z AI euforie mohlo mít skutečně dramatické následky. Situaci komplikují i blížící se volby do Kongresu. Prezident Trump se sice snaží AI podporovat, ale stále více politiků populisticky přechází na antiAI pozice, což může podporovat snahu AI více nebo méně blokovat. A vše ještě komplikuje utážení měnové politiky Fedem, které dále zkomplikuje další financování AI infrastruktury.

Fedu komplikuje situaci velký rozdíl mezi jádrovým CPI a jádrovým PCE inflačním indexem.



EUR/USD

Směr pohybu kurzu určil projev šéfa Fedu Warshe na konferenci v Jackson Hole na konci srpna. Poměrně zřetelný náznak, že se Fed chystá zvýšit sazby, pomohl dolaru k posílení. Tento impuls dále posílila inflační data, která trh vnímal jako zvyšující pravděpodobnost růstu sazeb, a nakonec samotné zasedání FOMC přineslo nejen zvýšení sazeb, ale i zřetelný posun FOMC jestřábím směrem a pravděpodobnost dalšího zvyšování sazeb. Další faktory ovlivňující kurz (především geopolitika) měly jen krátkodobý a mírný dopad. Významný byl dopad podstatně lepších než očekávaných konjunkturálních indexů PMI, což vedlo k dalšímu posílení dolaru. Z hlediska kurzu je významný posun nejdříve tržních očekávání ohledně vývoje sazeb v USA následovaný posunem projekcí Fedu – ještě poměrně nedávno se čekal pokles sazeb. U ECB tento posun až tak zásadní nebyl. Další vývoj kurzu by měla i nadále ovlivňovat především očekávání ohledně vývoje měnové politiky. Jak v USA, tak v EMU jsou aktuálně očekávána 2–3 zvýšení, což je podle našeho názoru příliš. Neměl by tedy být nijak velký prostor pro další posílení dolaru a jakékoliv pochybnosti o rozsahu dalšího růstu sazeb by měly podporovat korekci kurzu na slabší úroveň. Rizikem je vznik prodolarového momenta podporovaného změnou narativu ve prospěch USA, tedy od „sell USA“ na „buy USA“. V tom případě by byl prostor pro další posílení dolaru značný.

EUR/CZK

Koruna dlouho odolávala geopolitickému napětí. Od června se dlouho stabilně držela na úrovních okolo 24,2 vůči euru. V září ale již tlaku vnějších událostí odolávat nedokázala. Kromě další eskalace konfliktu na ni působila hlavně politika amerického Fedu, který nejenže zvýšil sazby, ale zároveň výrazně změnil rétoriku směrem k dalšímu zpříšňování měnové politiky. Koruna díky těmto vlivům během září postupně oslabovala, ale tempo oslabování bylo relativně pomalé. Během září tak oslabila o 1 % a končila na hodnotě 24,4 EUR/CZK.

Aktuálně trh podle našeho názoru přestřeluje své odhady krátkých sazeb, a to nejen u Fedu a ECB, ale i u ČNB, kde očekává tři zvýšení sazeb v horizontu šesti měsíců. Očekáváme, že dojde ke korekci. Vzhledem k tomu, že korekci očekáváme jak u USA a eurozóny, tak u Česka, je pravděpodobné, že by koruna mohla zůstat v klidu. I nadále předpokládáme relativní stabilitu koruny okolo stávajících hodnot 24,3 EUR/CZK.

Dluhopisy

Září přineslo jednak zřetelné zrychlení růstu výnosů amerických státních dluhopisů na dlouhém konci výnosové křivky a jednak dosažení psychologicky důležité hladiny 5 % v polovině měsíce a její překročení v závěru měsíce.

Hlavním důvodem pro růst výnosů bylo zvýšené očekávání růstu sazeb Fedu v reakci na projev šéfa Fedu Warshe v Jackson Hole na konci srpna. Nahoru se proto posunula celá výnosová křivka, včetně krátkého konce. Ve druhé polovině měsíce výnosy na dlouhém konci křivky pomalu klesaly, aby je na jeho konci posunula výrazně nahoru kombinace zveřejnění silných konjunkturálních indexů PMI a rostoucí ceny ropy. Kromě Fedu totiž ovlivňoval dluhopisy i vývoj cen ropy. Její cena ve druhé polovině září postupně klesala z maxim v polovině měsíce, na konci se ale vrátila opět blíže měsíčním maximům. V komentářích i nadále převládají očekávání dalšího růstu sazeb. Podle našeho názoru by ale prostor pro jejich další zvýšení měl být už jen omezený. Tržní inflační očekávání a očekávání rozsahu zvýšení sazeb jsou značně agresivní a dávají prostor mnohem spíše pro redukci než další expanzi. Zároveň nedochází k další ztrátě důvěry v dluh USA, credit default swapy na americké státní dluhopisy kolísají v historicky normálním rámci. O obavách z poklesu kvality a bezpečnosti amerického dluhu se sice hodně hovoří a píše, ale peníze na něj očividně investoři až tak moc nesází. Vývoj ceny ropy ovlivňuje především krátkodobá (jeden až dva roky) inflační očekávání, dlouhodobá jsou zatím téměř stabilní. Přetrvávající prorůstové momentum výnosů by mohlo vést k dalšímu růstu desetiletého výnosu. Případné zeslábnutí inflační paniky by mohlo vést k poměrně výrazné korekci spojené s návratem výnosů pod psychologickou hranici 5 %.

V Evropě byl vývoj na dluhopisovém trhu velmi podobný jako v USA. V polovině měsíce se výnos desetiletého německého státního dluhopisu dostal lehce nad 3,5 %, pak korigoval k 3,4 %, aby na konci měsíce překonal 3,6 %. Podněty čerpal evropský trh především z USA, když ECB splnila očekávání a zvýšila sazby. Podobně jako v USA reagoval i v Evropě trh na vývoj cen ropy. Z hlediska německé vládní koalice nepříznivé výsledky regionálních voleb trhem příliš nepohnuly. Ke konci roku čekáme spíše klidnější obchodování a postupný mírný pokles výnosů.

Dlouhý konec výnosové křivky českých státních dluhopisů prakticky přesně kopíroval pohyby výnosu německých státních dluhopisů. V polovině měsíce se dostal až k 5,5 %, druhá polovina měsíce byla ve znamení postupného poklesu, ale na konci měsíce se výnos opět vrátil na maxima. Krátký konec křivky se také trochu zvedl a viditelně počítá s dalším růstem sazeb. Vysoký schodek státního rozpočtu plánovaný na příští rok sice mohl pohyb výnosů směrem nahoru podpořit, ale nebyl jeho hlavní příčinou. Předpokládáme, že český trh bude i nadále sledovat vývoj ve světě. Pokud se náš předpoklad naplní, měl by dlouhý konec naší výnosové křivky v průběhu října mírně klesnout.



Akcie

V září pokračovala lepší výkonnost technologických akcií. Lépe si vedly po celý měsíc a v závěru jim ještě pomohlo to, že společnost Meta uvedla na trh retailového agentického AI asistenta Muse. Růst technologických akcií pomohl udržet v plusu index NASDAQ100, zbytku trhu se však už tak dobře nedařilo, indexy vesměs končily v mínusu. Na trhy negativně působil jak přímo růst sazeb, tak vyšší očekávání dalšího růstu sazeb. Nepomohl ani růst výnosů na dlouhém konci výnosových křivek ve vyspělých státech. Aktuálně se vyspělým ekonomik daří dobře, ale rizika negativního vývoje jsou nemalá a zvýšená opatrnost akciových investorů je proto pochopitelná. Výjimkou jsou opět po korekci společnosti spojené s AI, ale jejich popularita je značně křehká a riziko ostrých výprodejů v tomto sektoru nemalé. Náš výhled pro akcie je spíše opatrný – počítáme s pohybem do strany s rizikem přechodu k trvalejšímu poklesu, pokud by se začala objevovat zřetelnější rizika negativního dopadu vysokých cen ropy a růstu sazeb na výkonost ekonomik.

Pražská burza v září do značné míry sledovala vývoj ve světě, takže měsíc končila zřetelně v mínusu. Týkalo se to i většiny důležitých titulů, výjimkou byly Erste Bank a Doosan Škoda. Erste se od zbytku pelotonu oddělila ke konci měsíce v souvislosti s plány na odkup dalších 26 % Erste Poland. Doosan Škoda měl volatilní měsíc bez určitého směru, meziměsíční růst byl výsledkem výkyvu na konci měsíce souvisejícího se zveřejněním výsledků. Český trh by měl vývoj ve světě sledovat i v říjnu, výhled je tedy spíše opatrný.

Kredit

Na konec prázdnin se fanoušek dluhopisového trhu musel těšit snad víc než leckterý člen učitelského sboru. Začátek školního roku bývá tradičně bohatý na nové dluhopisové emise a nejinak tomu bylo i letos. V prvních dnech září ještě dobíhala nabídka dluhopisů Škoda a.s. a Emma Capital. Plzeňský výrobce kolejových vozidel umístil exkluzivně v naší distribuci tříletý dluhopis s fixním výnosem 6,65 % v objemu 867 milionů korun. Investiční skupina Jiřího Šmejce si se svou pětiletou zajištěnou emisí došla pro úctyhodných 3,3 miliardy korun. Atraktivní byl určitě nejen 7% výnos, ale i robustní struktura zajištění.

V prvních dnech měsíce se do toho pořádně obuli hned dva zástupci bankovního sektoru. Eurobondovou variaci na tuzemské hypoteční zástavní listy vydala nejprve Česká spořitelna. Excelentní rating AAA znamenal při takřka trojnásobném přeupsání knihy výnos 3,569 %. Pro tenor 5 let a 3 měsíce tak vycházel kreditní spread 30 bb nad úrokové swapy. Hned následující den přišla za investory česká pobočka UniCredit Bank s naprosto totožným instrumentem. V tomto případě ale vyzbrojena až druhým nejvyšším ratingem. Na pětiletý dluhopis se sešly objednávky v objemu přesahujícím 2 miliardy EUR. Emitent si proto mohl dovolit nejen snížit kreditní spread o 8 bb na

konečných 32 bb, ale zároveň i navýšit objem emise na 750 milionů eur.

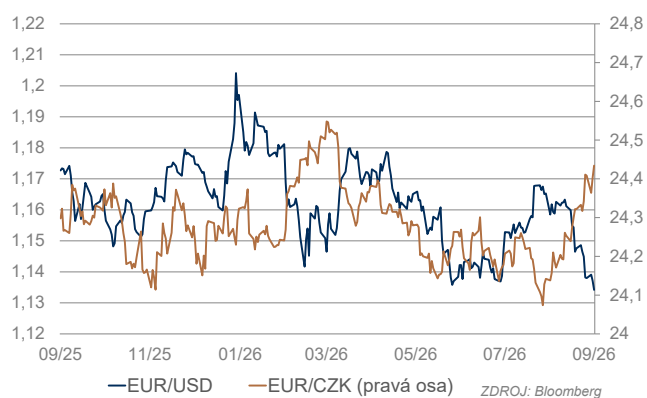
Komodity

Cena ropy v první polovině září vzrostla až ke 110 USD/brl (Brent) jednak kvůli stále v podstatě neprůjezdnému Hormuzskému průlivu a jednak kvůli eskalaci v oblasti Rudého moře po úspěšné ofenzivě Hútiů spojené s ostřelováním cílů v Saudské Arábii. Nejasný výhled dále zhoršuje dopad na trhy. Druhá polovina měsíce přinesla postupný pokles zpět ke 100 USD/brl především díky tomu, že nedocházelo k další eskalaci. Konec měsíce naopak přinesl opětovný růst ceny ropy směrem ke 110 USD/brl kvůli vážným jednáním o řešení situace v oblasti Hormuzského průlivu. Hlavním hybatelem trhu s ropou by i nadále měla být geopolitika. Samotné ceny ropy bude dominantně ovlivňovat vývoj na Blízkém východě. Specifický je vývoj cen nafty ovlivněný ukrajinskými útoky na ruské rafinérie – pokud by USA zastavily nebo výrazně omezily vývoz nafty, znamenalo by to značné problémy pro Evropu, kde ceny nafty už silně vzrostly a která je na dovozu z USA závislá.

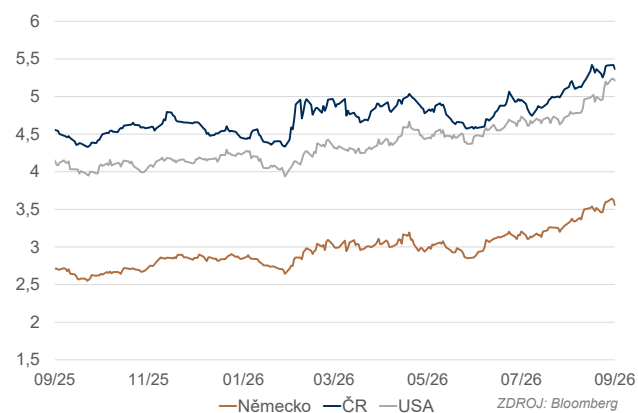
Cena zlata procházela v září konsolidací pod 4400 USD/oz. Konec měsíce pak přinesl pokles k 4100 USD/oz. Výkyvy v rámci konsolidace reagovaly především na pohyby kurzu eura k dolaru, částečně na geopolitiku, a tedy změny rizikové averze. Růst sazeb a výnosů zlato zásadněji neovlivnil, ale představuje pro něj riziko. Vzhledem k aktuálnímu vývoji předpokládáme omezený prostor pro růst, pravděpodobnější je další konsolidace s poměrně velkým rizikem poklesu. Dlouhodobá atraktivita zlata by však neměla být narušena. Jak centrální banky, tak velcí soukromí investoři budou zlato v rámci diverzifikace i nadále kupovat jako fyzické aktivum s vysokou likviditou.



Devizové kurzy



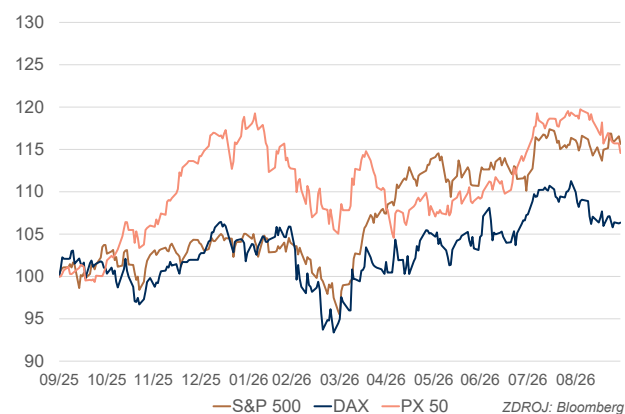
Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



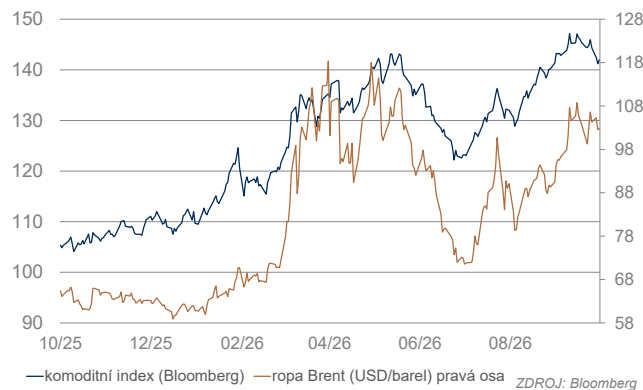
Akciové indexy (1.9. 2025 = 100)



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	4,00-4,25	3,50-3,75	3,75 - 4,00	4,00 - 4,25	↑	4,00 - 4,25	→	3,50 - 3,75	↓
ECB	2,00	2,00	2,50	2,75	↑	2,75	→	2,5	↓
ČNB	3,50	3,50	3,75	4,00	↑	4	→	3,75	↓
KURZY									
EUR/USD	1,17	1,16	1,13	1,12	↓	1,12	→	1,12	→
EUR/CZK	24,3	24,2	24,4	24,3	↓	24,3	→	24,3	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	3,61	4,34	4,87	4,5	↓	4,3	↓	4,0	↓
US dluhopis 10y	4,15	4,72	5,21	5,0	↓	4,7	↓	4,3	↓
Něm. dluhopis 2y	2,02	2,91	3,23	3,0	↓	2,8	↓	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	2,71	3,28	3,56	3,5	↓	3,3	↓	3,0	↓
České dluhopisy 2y	3,58	3,99	4,28	3,9	↓	3,8	↓	3,6	↓
České dluhopisy 10y	4,56	5,08	5,32	5,0	↓	4,7	↓	4,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	321,3	300,7	337,0	310	↓	320	↑	335	↑
EMU iTraxx 5y	262,3	246,9	295,4	265	↓	290	↑	310	↑
AKCIE									
S&P 500	6460,3	7489,7	7711,8					7900	↑
Eurostoxx 50	5351,7	6358,0	6475,5					6500	↑
DAX	23902,2	25629,2	26415,4					26500	↑
CSI 300	4496,8	4588,2	4625,1					4600	↑
PX 50	2267,9	2705,5	2803,2					2800	↑

* 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)	2,5	2,8	2,8	2,8	2,2	1,9	2,2	2,2	1,1	2,7	2,2	2,5
soukromá spotřeba	1,5	3,1	2,5	3,0	3,3	2,7	3,6	3,1	2,5	2,6	3,2	3,0
vládní spotřeba	2,3	2,1	2,5	1,9	1,4	1,0	-0,3	0,1	3,1	2,2	0,7	0,9
investice	0,5	1,8	4,2	6,6	6,5	7,1	4,0	3,2	-2,6	3,3	4,5	2,8
dovoz	4,9	5,8	3,3	4,6	5,3	3,7	7,1	7,4	0,6	4,7	7,3	4,5
vývoz	3,5	3,8	2,4	4,2	2,9	3,3	5,3	5,6	1,8	3,5	5,4	4,6
nezaměstnanost (%) (MPSV)	4,1	4,4	4,5	4,7	4,8	5,0	5,1	5,0	3,8	4,4	5,0	4,9
inflace (% y/y)	2,7	2,4	2,5	2,2	1,6	2,0	1,9	2,4	2,4	2,5	2,0	2,5
běžný účet (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	1,7	0,7	-0,5	-0,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,0	-2,1	-2,6	-2,9
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	43,2	44,2	45,5	47,2

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	0,6	1,2	1,0	1,1	1,2	1,2	0,9	1,3
soukromá spotřeba	1,7	1,6	1,3	1,2	1,0	1,2	1,1	0,9	1,6	1,4	1,0	1,1
vládní spotřeba	1,7	1,4	1,4	1,6	2,3	1,9	1,7	1,4	2,4	1,6	1,8	1,2
investice	2,3	3,5	3,0	2,9	0,3	1,4	1,1	0,8	-2,0	2,9	1,0	1,8
dovoz	4,2	2,8	3,6	3,6	1,9	3,6	1,9	2,0	0,4	3,5	2,2	2,3
vývoz	2,7	0,6	2,3	2,2	-0,1	3,9	2,0	2,0	1,0	1,9	0,9	2,4
nezaměstnanost (%)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,4	6,4	6,2	6,4	6,4	6,3	6,4	6,3
inflace (% y/y)	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	3,0	3,2	3,5	2,4	2,1	2,9	2,5
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	1,7	1,7	1,3	1,4	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	1,6	2,0	2,8	2,1	2,1	2,1
soukromá spotřeba	3,1	2,7	2,6	2,1	2,1	2,3	2,0	2,0	2,9	2,6	2,0	2,1
vládní spotřeba	2,7	1,9	1,1	-1,2	0,2	-0,1	-0,2	1,6	3,8	1,1	0,5	1,1
investice	5,8	0,0	-0,2	2,1	-1,2	3,2	4,8	5,3	3,0	1,9	3,9	4,4
dovoz	13,2	1,8	-1,8	-2,0	-7,0	4,5	6,5	7,8	5,8	2,7	2,7	3,4
vývoz	2,2	1,5	1,7	1,1	3,7	5,3	3,6	5,1	3,6	1,6	4,2	2,6
nezaměstnanost (%)	4,1	4,2	4,3	4,5	4,3	4,3	4,2	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	3,3	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	3,2	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	-3,1	-3,2
rozpočtový deficit (% HDP)	-6,9	-6,2	-5,7	-5,3	-5,1	-5,6	-6,1	-6,4	-6,8	-5,3	-6,3	-6,4
vládní dluh (% HDP)	97,8	98,1	99,9	100,1	101,0	101,7	102,0	103,0	97,4	99,5	100,9	102,8

* 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 MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA
+420 224 175 950
mstredova@ppfbanka.cz

Ľuboš Mokráš

ODBOR MAKROEKONOMICKÁ ANALÝZA
+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 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
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 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.

