

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Inflace: stav a výhled (USA)

ČR Inflace se přiblížila 3 %

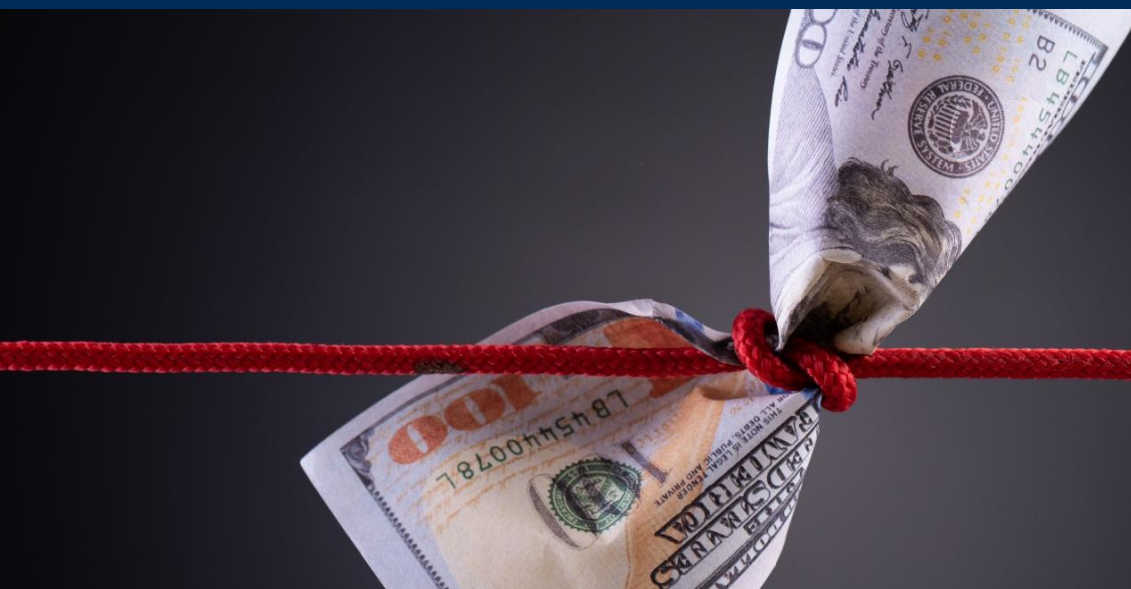
EMU Navzdory nejistotám sílí podle předstihových indikátorů optimismus

USA Vyjasňuje se situace kolem výše cel

www.ppfbanka.cz

srpen 2025

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



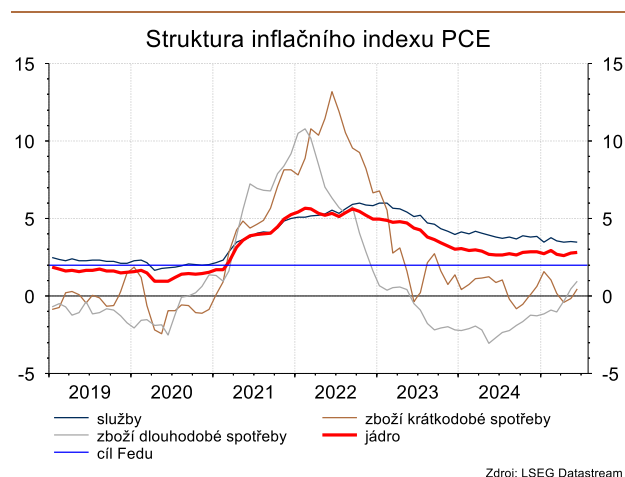
Kliknutím na
kapitolu v obsahu
se přesunete na její
začátek. Tato šipka na
dalších stranách vás
vrátí zpět na obsah.

Vývoj inflace v klíčových světových ekonomikách jsme v předchozích letech sledovali pravidelně kvůli postpandemické inflační vlně a jejímu vlivu na měnové politiky Fedu a ECB. V prázdninových měsíčnících se k tomuto tématu vrátíme. V USA jsou pro vývoj sazeb Fedu aktuálně klíčové dopady zvýšených cel na inflaci – podíváme se však i na další faktory, které jsou ve hře. V Evropě bude sice dopad cel cítit méně a bude nejednoznačný, zato se ECB potýká s otázkou vlivu silného eura na inflaci a s měnícími se růstovými vyhlídkami evropských ekonomik. Ještě relativně nedávno obavy ze stagnace při nízké inflaci vedly k očekávání poklesu sazeb pod 2 %, chystané zvyšování výdajů na obranu však tento výhled změnilo.

Inflace: stav a výhled

K inflaci v klíčových ekonomikách se vracíme periodicky, tentokrát jsme ji zvolili jako prázdninové téma. Ve Spojených státech se stále čeká na viditelnější olivnění cen zvýšením cel, zatímco v ECB se diskutuje o vlivu silného eura na ceny a o možnosti podstřelení inflačního cíle. Výhled inflace má klíčový význam pro odhad trajektorie vývoje sazeb Fedu a ECB, sazby těchto centrálních bank jsou zase klíčovou proměnnou jak pro finanční trhy, tak pro světovou reálnou ekonomiku. V srpnovém měsíčníku se proto nejdříve podíváme na situaci v USA a v zářijovém pak na EMU včetně implikací pro ČR.

Aktuální situace

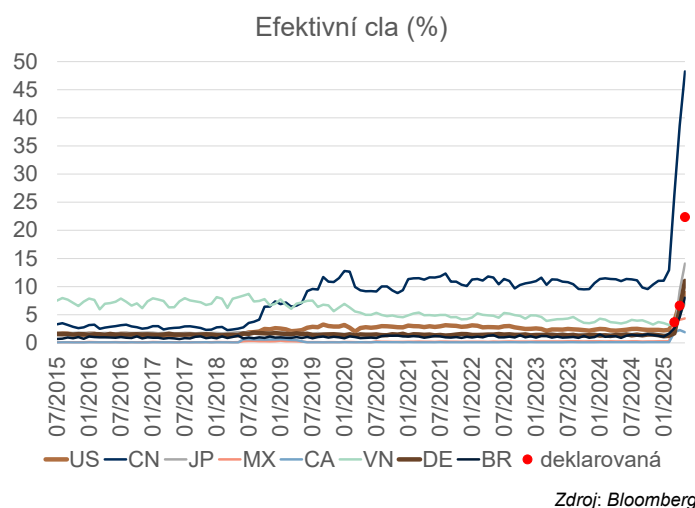


Preferovaný inflační ukazatel Fedu (jádrový inflační index PCE) se po opadnutí postpandemické inflační vlny usadil lehce nad cílem Fedu, zatímco před pandemií se dlouhodobě držel pod cílem. Pokles inflace se prakticky zastavil v květnu minulého roku, od té doby jádrový inflační index PCE kolísá v blízkém okolí 2,7 %, což je výrazně nad cílem Fedu. Hlavním důvodem, proč se Fedu zatím na rozdíl od ECB nepodařilo inflačního cíle dosáhnout, je stále citelně zvýšená inflace ve službách, které mají velkou váhu ve spotřebním koši. Inflace ve službách sice klesá, ale velmi pomalu – před pandemií se držela poblíž 2 %, nyní stále zřetelně překračuje 3 %. Navíc se v polovině minulého roku otočil dezinflační trend u zboží dlouhodobé spotřeby, a i když má ve spotřebním koši podstatně menší váhu než služby, byl tento efekt dostatečný na to, aby vykompenzoval mírný pokles inflace ve službách. Před pandemií byly ceny zboží dlouhodobé spotřeby

v dlouhodobém poklesu, nyní však kvůli skoku cel na jeho dovoz hrozí období, kdy budou nejen růst, ale růst poměrně výrazně, což samozřejmě může posunout jádrovou inflaci jako celek citelně nahoru.

Dopad cel na inflaci

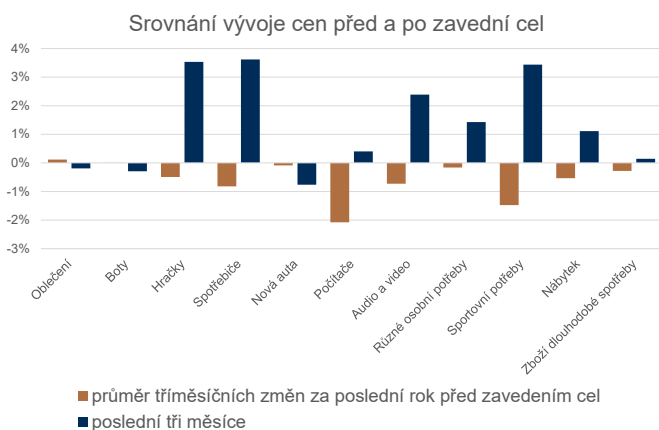
Největším problémem při analýze dopadu prudkého zvýšení cel v USA na americkou inflaci je, že stále ještě není jasné, jak budou vlastně vysoká. Finální dohody bylo sice ke konci července dosaženo s řadou největších obchodních partnerů, ale mnoho států stále zbývá. Podíváme se tedy nejprve na to, jak jsou vlastně dosavadní cla vysoká a jaký měla dopad na inflaci. Předem je možné konstatovat, že zatím byl dopad cel na inflaci omezený, ale to se v příštích několika měsících může změnit.



Graf ukazuje vývoj přibližných efektivních cel tak, jak jej reportuje celní správa USA. Výpočet je jednoduchý – vybraná cla a poplatky při dovozu se vydělí objemem dovezeného zboží v běžných cenách. Pro srovnání je uveden i vývoj celkových deklarovaných efektivních cel (tedy cel podle oznámení americké vlády) tak, jak jej počítá agentura Bloomberg. Z grafu je na první pohled vidět, že jediným významným obchodním partnerem USA, který dosud platil skutečně vysoká cla (zhruba 48 %), byla Čína (CN). Dva nejvýznamnější obchodní partneři USA – Kanada (CA) a Mexiko (MX) – by teoreticky kvůli fentanylu měli platit vysoká cla, efektivně tomu tak však nebylo. Oba státy jsou zatím chráněné obchodními dohodami s USA, takže vysoká cla platí jen u omezeného okruhu zboží. Kanada tak v květnu platila 1,8 % a Mexiko 4,3 %. Vietnam (VN), který po první vlně Trumpových cel v roce 2018 začala Čína využívat pro reexport svého zboží, platil 7 %. Vietnam už dosáhl finální dohody a jeho deklarovaná cla



narostla na 20 % z teoretických 10 %, což je pro Čínu ovšem stále výhodnější než jejich přibližně 50 %. Využívání Vietnamu pro reexporty tedy může pokračovat. Dalším významným vývozcem do USA mezi rozvíjejícími se státy je Brazílie (BR), která měla efektivní cla dosud ve výši 8 %. Jak budou nakonec vysoká, je otázka, protože vývoj jednání mezi oběma stranami je velmi dynamický a zatím nepříznivý pro Brazílii. Pro nás zdaleka nejzajímavější je Německo (DE) s 11 %. To, že se německá efektivní cla dostala nad 10 %, je patrně způsobeno 25% cly na auta. Německo bude podle dohody mezi USA a EU platit 15 % cla, tedy mírně vyšší, než byla jeho efektivní cla v květnu. A konečně Japonsko (JP) – to mělo efektivní cla dosud ve výši 14 %, ale koncem července dosáhlo dohody s USA, ve které jsou cla stanovena na 15 %.



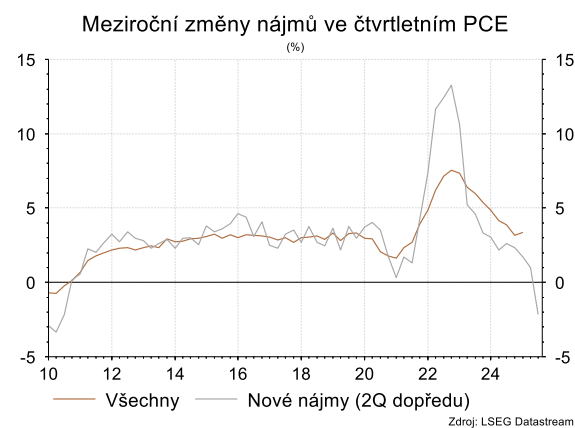
Zdroj: PPF banka, LSEG Datastream

Cla zasáhnou přímo především zboží dlouhodobé spotřeby, a i zde se projeví u různých položek různě. Dosavadní vývoj ilustruje graf, ve kterém je srovnán růst cenových indexů za poslední tři měsíce (ovlivněný cly) s průměrem tříměsíčních změn za poslední rok před zavedením cel. Na první pohled je vidět, že u některých položek se cla projevila prakticky okamžitě, u jiných zatím moc vidět nejsou. To ale neznamená, že položky jako oděvy a obuv budou od vlivu cel ochráněny – zatím byly pravděpodobně doprodávány zásoby. Růst inflace u těchto položek za červen naznačuje, že by se tento polštář už mohl vyčerpávat.

Z hlediska dalšího vývoje inflace bude důležité, jaký bude kumulativní příspěvek položek citlivých na cla a zda tento inflační šok způsobí druhotný růst cen v dalších položkách. Kombinace zpoždění daných vyčerpáváním zásob, částečné absorpce růstu cen v maržích výrobců a prodejců a dosud neustálené výše cel pro řadu států způsobí, že maximum efektu zvýšení cel bude v ekonomice cítit až za několik měsíců. Inflace sice zatím od zvýšení cel zaostává za očekáváním, ale to nemusí pokračovat. Na druhou stranu je potřeba vzít do úvahy, že váha zboží dlouhodobé spotřeby ve spotřebním koši je relativně nízká a že ne zdaleka všechno se dováží, takže i poměrně

výrazný růst cen dovážených položek může mít na inflaci spíše omezený dopad. Podle našeho názoru nelze ani čekat nějaké výraznější a dlouhodobější sekundární efekty. Všichni máme ještě v živé paměti omyl Fedu s přechodností vysoké inflace po pandemii, tentokrát je však situace v zásadních bodech odlišná. Tehdejší inflace byla způsobena kombinací vysoké poptávky a nabídky negativně ovlivněné narušením dodavatelsko-odběratelských řetězců. Tentokrát inflační šok způsobuje jednorázová administrativní akce, navíc v situaci, kdy poptávka není ani zdaleka tak silná jako v době inflační vlny a naopak nabídka je v plné síle. Kromě toho šok způsobený zvýšením cel není jediným faktorem ovlivňujícím inflaci.

Další faktory

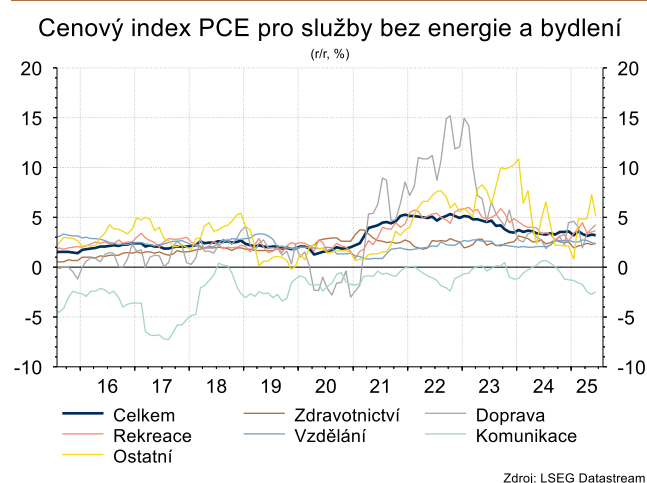


Zdaleka největší váhu ve spotřebním koši CPI mají nájem (zhruba 34 % a v jádrovém CPI skoro 40 %). Preferovaným inflačním ukazatelem Fedu je však PCE, kde mají nájem váhu zhruba poloviční. I tak je to ale více než u zboží dlouhodobé spotřeby (10–15 %). Vývoj nájmu jde přitom velmi dobře odhadnout na půl roku dopředu. Oficiální statistika vstupující do PCE počítá index pro nájem ze všech nájmu (nových i stávajících). Nájem se přitom mění relativně pomalu, protože jsou většinou fixovány na nějakou určitou dobu. Clevelandský Fed vypracoval alternativní ukazatel, který počítá jen změnu nových nájmu, a ten (jak je vidět v grafu) poměrně přesně ukazuje směr vývoje hlavního indexu na dvě čtvrtletí dopředu. Zatím tato závislost fungovala velmi dobře, a pokud se potvrdí, budeme ve druhém pololetí svědky poměrně výrazného zpomalení růstu nájmu s významným dopadem do jádrového PCE, což bude minimálně částečně kompenzovat vliv cel.

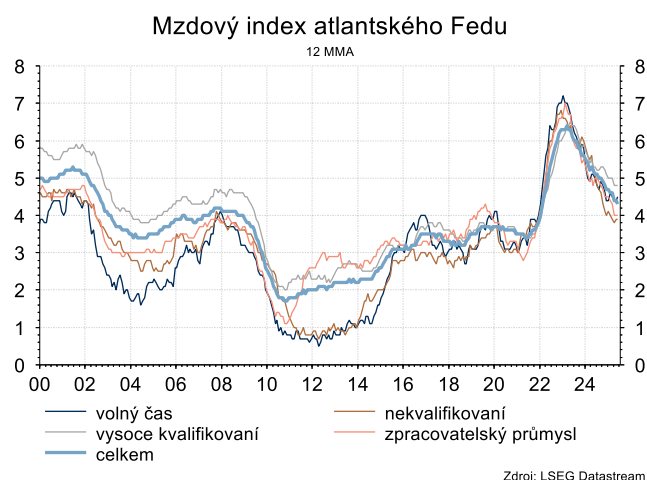
Dalším důležitým faktorem bude vývoj poptávky, který citelně působí na některé položky služeb. Váha tohoto faktoru je sice podstatně menší, ale jeho vliv se už projevili kvůli výrazně slabší spotřebě domácností v prvním pololetí. Jak moc bude tento faktor působit, bude záležet na tom, zda domácnosti zůstanou opatrné, nebo se vrátí k utrácení.



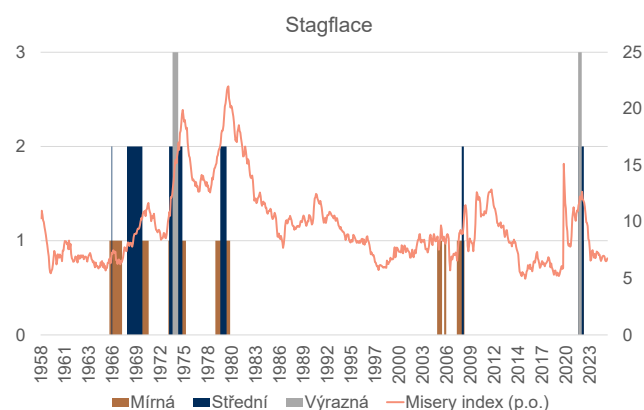
Poslední data o vývoji maloobchodních tržeb naznačují, že by domácnosti mohly začít utrácet více.



Hlavním důvodem, proč se inflace drží nad cílem Fedu, je zrychlený růst cen ve službách očištěných o energie a bydlení (tzv. superjádru). Graf ukazuje jak meziroční růst samotného indexu, tak jeho strukturu po sektorech. S výjimkou komunikací, kde dominuje vliv technologického vývoje, jsou ostatní položky citlivé hlavně na vývoj mezd, protože mzdové náklady u nich tvoří podstatnou část celkových nákladů, a rychle se proto promítají do jejich ceny. Právě vazba mezi reakcí mezd na celkově vyšší inflaci (tedy zrychlení jejich růstu) a následné promítnutí této reakce do cen služeb tvoří podstatu mechanismu generujícího sekundární efekty inflačního šoku. S tím, jak zpomaluje inflace, zpomaluje i růst mezd (jak ilustruje graf), takže je šance, že bude dále zpomalovat i inflace superjádru. Pomoci by tomu měl i poněkud slabší trh práce a slabší osobní spotřeba.



Hrozí USA stagflace?



Akutní hrozba stagflace je populární téma. Vychází z předpokladu, že Trumpovy ekonomické politiky na jedné straně zpomalí růst a na druhé zvýší inflaci. Diskusi na toto téma poměrně dost komplikuje to, že na rozdíl například od recese neexistuje všeobecně přijímaná definice deflace, tedy alespoň něco, jako je tzv. technická recese (dvě po sobě následující čtvrtletí poklesu HDP). Stagflace je obecně definována jako teoreticky nepravděpodobná kombinace vysoké inflace a stagnace ekonomiky. Tuto kombinaci můžeme kvantifikovat například takto¹: za mírně zvýšenou inflaci budeme pokládat inflaci, u níž průměr meziměsíčních růstů za poslední dvě čtvrtletí přesáhne jednu směrodatnou odchylku od průměru meziměsíčních změn inflace za předchozích deset let; u středně zvýšené to budou dvě směrodatné odchylky a u výrazně zvýšené tři. U růstu budeme přísní a za „stagnaci“ budeme považovat růst ekonomiky pod potenciálem, který pro tento účel definujeme jako průměrný meziroční růst čtvrtletního HDP za předchozích deset let. Opět budeme srovnávat s průměrem meziročního růstu za dvě čtvrtletí. Výsledek použití této kvantitativní definice na americkou ekonomiku ukazuje graf. Pěkně je vidět selhání keynesiánských ekonomických receptů v období „Great Society“ a vietnamské války. Za prototyp stagflace a její první vážný výskyt bývá považováno období konce sedmdesátých let, ale podle kvantitativních kritérií bylo nejhorší období po prvním ropném šoku. Po opuštění keynesiánských receptů a nástupu reaganomiky se stagflace objevila dvakrát a vždy v období spotřební bubliny – na konci období prudkého růstu cen nemovitostí v prvním desetiletí tohoto století a potom po pandemii. Samozřejmě stejně jako u recese je lepší používat širší sadu kritérií, tato kvantitativní definice odpovídá tzv. technické recesi, která se poměrně často objeví, aniž by byla pokládána za „skutečnou“ recesi. Pro srovnání jsme přidali tzv. index Misery, což je součet míry nezaměstnanosti a inflace. Stagflace podle našeho

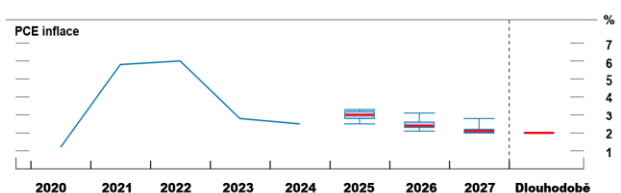
¹ Inspirovali jsme se přístupem z článku Characterizing Stagflation into Mild, Moderate and Severe Episodes: A New Approach, Azhar Iqbal, Nicole Cervi



kvantitativního kritéria ve všech případech odpovídá vrcholu indexu Misery, byť ten je ale většinou zpožděný, což souvisí s reakcí trhu práce, která se výrazně zpožďuje za ekonomickým cyklem. Je také zřetelně vidět, proč je z hlediska stagflace v centru pozornosti konec sedmdesátých let – index Misery tehdy dosáhl historických maxim.

To, co nás ale teď zajímá především je, jak daleko mají USA ke stagflaci, jak jsme ji kvantitativně definovali. Postpandemický inflační šok způsobil, že průměrná inflace za posledních deset let je nyní zřetelně nad úrovní aktuální inflace, takže z tohoto hlediska je inflace aktuálně nízká. Aby se dostala na úroveň mírně zvýšené inflace, musela by překročit 5 %, na střední 7 % a na vysokou výrazně 9 %. To nevypadá vůbec pravděpodobně, takže už samotná inflace stagflaci (podle našeho kvantitativního kritéria) v dohledné době prakticky vylučuje. K tomu, aby se kdokoliv obával stagflace, by musel posunout inflaci se týkající kritéria stagflace hodně dolů. Co se týká růstu, tam takový problém není, protože HDP bude pravděpodobně nějakou dobu růst pod potenciálem, vyloučit stále nelze ani recesi.

Jak to vidí FOMC?



Zdroj: FOMC

Jak aktuálně vidí členové ekvivalentu bankovní rady (Federal Open Market Committee neboli FOMC) vývoj inflace, víme ze dvou zdrojů: přesně z předpovědí pravidelně čtvrtletně zveřejňovaných po zasedání FOMC a alespoň kvalitativně z vystoupení členů FOMC mezi zasedáními. V předpovědích je zveřejňován nejen medián odhadů, ale také tzv. centrální tendence² a rozsah předpovědí, což umožňuje alespoň zhruba odhadnout, jak členové FOMC vidí budoucí inflaci. Poslední predikce vnímá poměrně jednoznačně citelný dopad cel na inflaci, a tedy nezanedbatelné zvýšení inflace oproti minulému roku, přičemž ale očekávané zvýšení není nijak katastrofické: medián odhadů pro letošní rok je 3,1 %, což je jen mírně nad současnou úrovní. Předpověď na další dva roky očekává poměrně rychlé přiblížení inflace k cíli, ale existuje menšina, která je k tomuto scénáři skeptická a obává se, že inflace zůstane příliš vysoko. To odpovídá rozdělení FOMC na dva tábory – opatrný, který nechce dále snižovat sazby, dokud nebude jasné, že jsou dopady

cel na inflaci zvládnuté, a potom na ty, kteří si myslí, že aktuální úroveň sazeb je příliš vysoká, dusí ekonomiku a má negativní dopady na trh práce.

Závěr

Vývoj inflace v USA, největší světové ekonomice, je důležitý globálně, a tedy i pro ČR. Nejdůležitějším kanálem, kterým se americká inflace projevuje ve světové ekonomice, je měnová politika Fedu, která na vývoj inflace bezprostředně reaguje. To následně podstatně ovlivňuje vývoj kurzu dolaru a přes něj i další kurzy a světové dluhopisové a akciové trhy. V řadě států má vliv i na měnovou politiku místních centrálních bank. U nás je tento vliv poměrně malý – mnohem důležitější je pro nás ECB –, ale ne úplně zanedbatelný.

Klíčovou otázkou, kterou jsme se v tématu měsíce zabývali, je další vývoj inflace v USA, a to především z hlediska její reakce na nově zaváděná vysoká cla. Minimálně přechodné zvýšení inflace je pravděpodobné, názory na jeho rozsah a především dobu trvání se však podstatně liší. Fed je kvůli vysoké nejistotě opatrný a se snižováním sazeb nespěchá. Otázkou je, kdy se k němu vrátí: bude to už letos na podzim, nebo až příští rok? A pokud letos, začne v září, nebo později? My jsme optimisté a věříme, že to bude v září, i když riziko pozdějšího termínu je vysoké. Jako vždy v podobných situacích bude záležet na dalších makroekonomických datech, která určí reálnou trajektorii vývoje sazeb.

² Centrální tendence je zúžený interval předpovědí jednotlivých členů FOMC – ze všech předpovědí jsou vypuštěny tři nejvyšší a tři nejnižší.



I přes zavedení amerických cel a pokračující geopolitické napětí česká ekonomika pokračuje v růstu a nezhoršují se ani předstihové indikátory. Spolu s ekonomikou ale roste i inflace a centrální bankéři stále silněji signalizují, že jsou připraveni udržovat restriktivní měnové podmínky.

Ekonomická aktivita

Květnová data z reálné ekonomiky potvrdila pokračující oživení. Stejně jako v předchozích měsících pokračovala v růstu spotřeba domácností. Maloobchodní tržby v květnu reálně meziročně vzrostly o 5,3 %, přičemž stále platí, že k růstu nejvíce přispívá prodej prostřednictvím internetu. Zajímavé je, že slabý zůstává stále maloobchod s potravinami, který se drží v reálném vyjádření 8 % pod předcovidovými hodnotami. Celkově se maloobchodní tržby nyní pohybují zhruba na hodnotách před začátkem covidu, a mají tedy stále kam růst. Podporovat by je měla i nadále relativně nízká inflace, reálný růst mezd i situace na trhu práce. Poslední čísla o nezaměstnanosti ukázala určitý nárůst. Oproti stejnému období loňského roku je nezaměstnanost podle statistik MPSV o 0,6 pb vyšší, stále ale jedna z nejnižších v EU. Zajímavé je, že statistiky ČSÚ, které nevycházejí z údajů evidence úřadů, ale z výběrového šetření, se nezvyšují a zůstávají okolo 2,8 % stejně jako loni. Celkově tak lze konstatovat, že trh práce zůstává v dobré kondici a měl by i nadále podporovat spotřebu domácností. Také předstihové indikátory zůstávají optimistické. Důvěra spotřebitelů v červenci podle ČSÚ vzrostla na 104,1, nejvyšší hodnotu od září 2021.

I poslední statistiky průmyslové výroby potvrdily pokračující oživení. Průmyslová výroba sice mírně zaostala za očekáváním, když v květnu vzrostla meziročně o 2,2 %, ale zdá se, že 10% plošná cla na dovozy z EU do USA se zatím na výrobě nijak negativně neprojevila. Optimisticky tentokrát vyzněly i indexy nákupních manažerů. PMI pro český zpracovatelský průmysl se poprvé po třech letech dostal nad hladinu 50, a ukazuje tedy, že by se situace ve

zpracovatelském průmyslu měla spíše zlepšovat. Nejistot je ale celá řada a optimismus nemusí trvat dlouho. Důležité bude, jak budou evropské ekonomiky reagovat na dohodnutou výši cel (15 %). Jde sice o podstatně nižší hodnotu než hrozila (30 %) a měla by být zvládnutelná, ale bez následků to nebude, jak ukazují například odhady dopadu cel zveřejněné předními automobilkami.

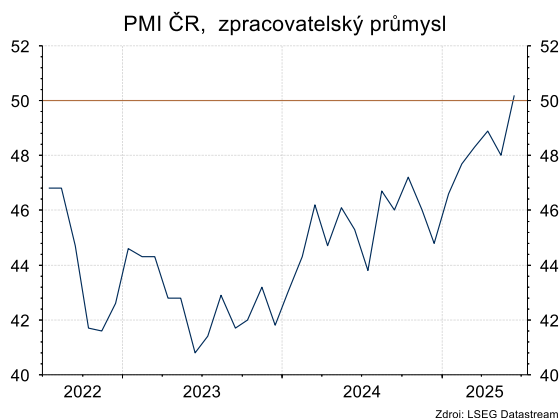
Inflace a centrální banka

Inflace v červnu zesílila na 2,9 % z květnových 2,4 % a byla tak nejvyšší od prosince loňského roku. Za růstem cen stály z velké části volatilní potraviny, které budou zřejmě cenový vývoj ovlivňovat směrem vzhůru i nadále. Růst cen zemědělských výrobců v červnu zmírnil jen nepatrně na 13,4 % y/y. Opačným směrem pak působily ceny v oddíle doprava a odívání a obuv. Zvýšená meziroční inflace navíc byla ovlivněna nízkou srovnávací základnou a v dalších měsících by měla inflace opět klesat, i když i nadále zůstane nad 2 %. To, co trápí ČNB, jsou ale hlavně ceny služeb, které pokračují ve svižném růstu. Zatímco ceny zboží vzrostly meziročně o 1,6 %, ceny služeb se zvýšily o 5 %. Podle komentáře ČNB k výsledkům inflace není cenový vývoj v domácí ekonomice plně stabilizovaný a vyžaduje přísné měnové podmínky. Guvernér Michl by navíc podle svých vyjádření viděl raději inflaci pod 2 % (i když inflační cíl je definován symetricky kolem 2 %). Hrozba vyšších cel již od 1. srpna může u ČNB podnítit další obavy z nárůstu inflačních tlaků. Připomeňme, že na rozdíl od ECB vidí ČNB cla jako proinflační riziko nejen v krátkodobém, ale i v dlouhodobém horizontu. Pravděpodobnost, že letos zůstanou sazby již beze změny, se tedy opět zvýšila.

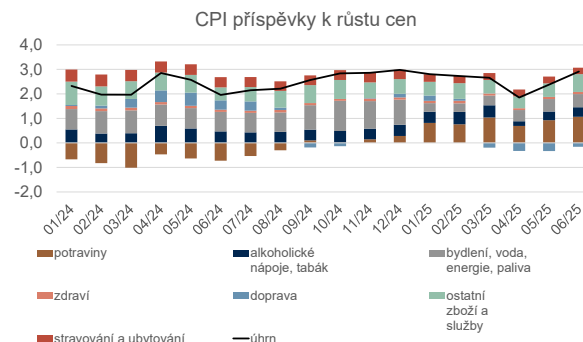
Rizika

I když se nejistota prozatím neprojevuje v reálné ekonomice ani na trzích, situace se může velice rychle měnit. Vyšší cla podporují riziko vyšších než očekávaných sazeb ČNB, ale záležet nakonec bude primárně na tom, jaký bude jejich reálný dopad na růst a inflaci.

PMI se po třech letech dostal nad 50.



Inflaci táhnou vzhůru nejen volatilní potraviny, ale i služby.



Zdroj: ČSÚ



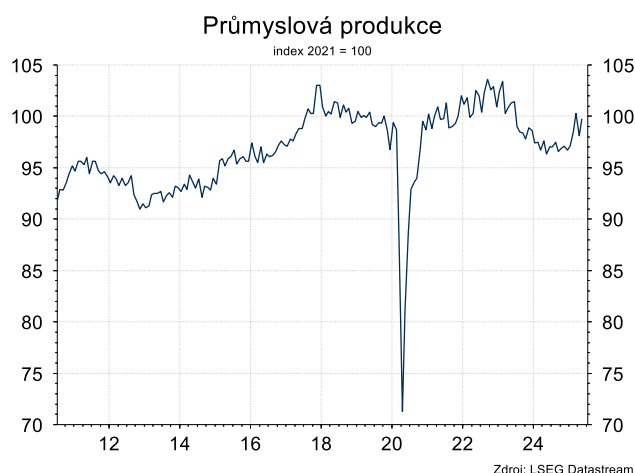
Ekonomiky eurozóny rostou navzdory značným nejistotám spojeným s nedořešenými cly. Efekt předzásobení se projevuje i ve 2. čtvrtletí, ale měl by postupně slábnout. Inflation se stále pohybuje okolo 2 %, a ECB tak nemá důvod měnit nastavení měnových podmínek a zůstává ve vyčkávacím módu.

Ekonomická aktivita

30% cla na dovozy do USA ze zemí EU s účinností od 1. srpna – takový je poslední verdikt prezidenta Trumpa. Trhy zatím očekávají, že pokračuje stejná taktika a Trump nakonec ustoupí, stejně jako se to stalo 9. července, kdy oficiálně mělo být jasno po 90denním odkladu recipročních cel vyhlášených v dubnu. Evropa ale musí být připravena i na situace, že by se tak nestalo. EU zatím odkládá odvetná opatření a jedná o těsnější spolupráci s ostatními zeměmi. Podle našeho názoru ale chybí jednání v rámci EU o odstranění vnitřních netarifních bariér obchodu (zejména ve službách), což by americká cla více než vykompenzovala.

Již delší dobu trvající nejistota ale reálnou ekonomiku negativně alespoň prozatím neovlivnila. V prvním čtvrtletí byl z dat vidět jednoznačně pozitivní efekt předzásobení, který podporoval lepší výsledky průmyslu. Poslední čísla dokonce ukazují, že tento efekt bude ustupovat pomaleji, než se původně předpokládalo. Po svižném růstu v 1. čtvrtletí sice v dubnu přišlo výrazné zpomalení, ale v květnu byla čísla zase o poznání optimističtější. Průmyslová výroba v květnu v eurozóně vzrostla o 3,7 % y/y. Ze zemí se dařilo překvapivě Německu. Ve stejném optimistickém duchu pak vyzněl i index ZEW, který je ale velice volatilní a jeho predikční schopnost bychom neměli přeceňovat. Optimismus ale panuje i u indexů nákupních manažerů PMI. Kompozitní PMI v eurozóně v červenci vzrostl na 51 bodů, což je 11měsíční maximum.

Navzdory clům se průmyslové produkci daří.



Ve zpracovatelském průmyslu zůstal PMI jen těsně pod hladinou 50 na 49,8.

Také spotřeba domácností pokračuje v růstu. V květnu maloobchodní tržby vzrostly o 1,8 % y/y, což bylo sice o 0,5 pb méně než v dubnu, ale to bylo dáno německými výsledky, kde došlo v květnu k meziměsíčnímu poklesu. Německé maloobchodní tržby ale bývají velmi volatilní a navíc podléhají zpětným revizím. Celkově spotřeba domácností zůstává silná.

Inflace a centrální banka

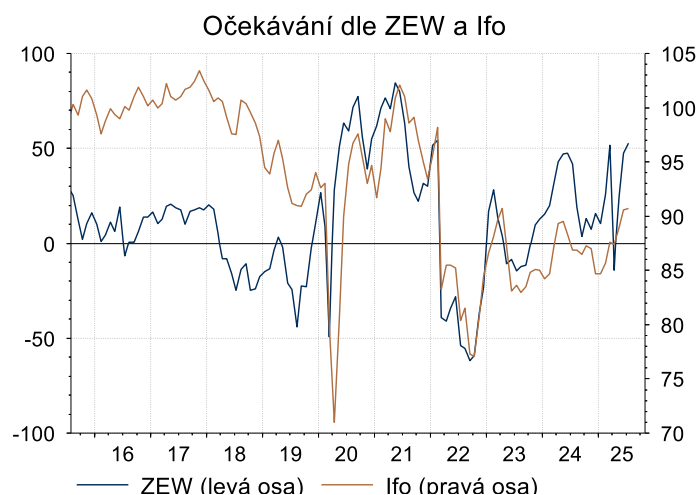
Inflace v eurozóně je pod kontrolou. V červnu celková inflace vzrostla o 0,1 pb na 2 % a jádrová inflace zůstala stabilní na 2,3 %. Pohled na detaily ukazuje, že ceny zboží rostou velmi pomalu (0,03 % m/m), naopak meziměsíční růst cen služeb o 0,4 % může vzbuzovat pochybnosti ohledně ukotvenosti inflace. Poslední data ale zároveň ukazují, že neakcelerují mzdové tlaky, což by mělo znamenat, že zrychlení inflačních tlaků ve službách by nemělo hrozit.

Již na červnovém zasedání prezidentka Lagarde naznačila, že si ECB dá ve snižování sazeb pauzu, a tak nebylo překvapením, když centrální bankéři ponechali depozitní sazbu na červencovém zasedání beze změny. Otázka, jak bude ECB dále postupovat, ale zůstala nezodpovězená. Podle prezidentky Lagarde se nyní ECB nachází v komfortní situaci a může čekat. Nám nezbyvá než čekat s ní. Stále se mírně kloníme k tomu, že ECB do konce roku sazby měnit nebude.

Rizika

Dopady dohody ohledně cel na vývozy do USA představují nejistotu a značné riziko pro budoucnost zahraničního obchodu. Dosažená úroveň 15 % je sice lepší než likvidačních 30 %, ale přesto mohou být dopady na ekonomiku citelné, což by mohlo ovlivnit i postup ECB.

Navzdory hrozbě zvyšování cel se očekávání v Německu vylepšují.



Spojené státy americké

Ekonomická aktivita ve druhém čtvrtletí po propadu v prvním narostla. Jak zmíněný propad, tak i tento růst mají hodně co do činění s obchodní válkou vedenou Trumpem – obě čtvrtletí byla dominantně ovlivněna výkyvy v zahraničním obchodě a zásobách (kvůli předzásobením před zavedením cel). Trump nakonec obchodní válku do značné míry vyhrál. V průběhu července se mu podařilo dosáhnout dohod s řadou nejvýznamnějších obchodních partnerů (včetně EU) výhodných pro USA a stanovujících cla na relativně přijatelných úrovních (15 % pro EU a Japonsko). Na domácí frontě dosáhl Trump také velké vítězství, když byl Kongresem schválen jeho klíčový balík daňových reforem.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce potvrdila jeho stabilitu: počet zaměstnanců vzrostl více, než se čekalo (soukromý sektor však byl slabý, situaci zachraňoval sektor veřejný), míra nezaměstnanosti mírně klesla a počet nabízených pracovních míst nečekaně narostl. Růst mezd přitom dále mírně zpomalil, což snižuje mzdové-inflační tlaky. Maloobchodní tržby po několika slabých měsících ožily při stabilizující se spotřebitelské důvěře a klesajících inflačních očekáváních. Průmyslová produkce pokračuje v neslané nemastné výkonnosti a jádrové objednávky zboží dlouhodobé spotřeby se propadly, což není dobré ani pro průmyslovou výrobu, ani pro investice. Může to být přechodný výkyv, ale výrobní konjunkturální indexy (ISM, PMI) pokračují v kontrakci, takže slabost bude spíše dlouhodobější. Konjunkturální indexy ve službách jsou na tom podstatně lépe a ukazují na expanzi. HDP za druhé

čtvrtletí se sice vrátil k růstu, ale osobní spotřeba a investice jsou stále slabé.

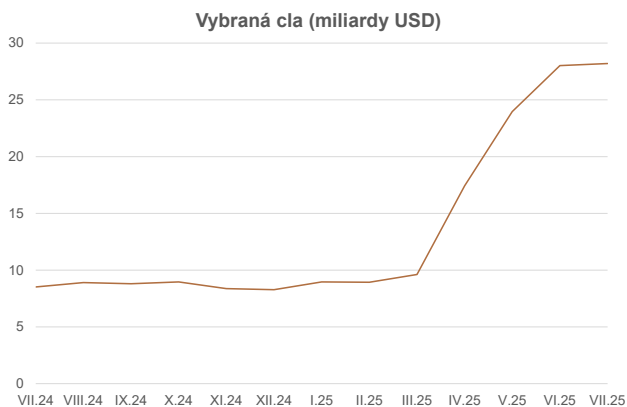
Inflace a centrální banka

Jak CPI, tak PPI se udržely na nízkých úrovních, výraznější cenové tlaky způsobené zvýšením cel zatím stále nepřišly. Při podrobném zkoumání je možné najít cenové kategorie zboží, u kterých se cla projevila, jejich celkový dopad je však nízký. Index cen zboží trvalé spotřeby očištěný o automobily vzrostl o 0,5 %, váha této kategorie ve spotřebním je však pouze 12 %. Výraznější ovlivnění inflace zvýšením cel ještě může přijít, kritické budou příští tři měsíce. Podle našeho názoru však ani v případě, že k tomu dojde, nepůjde o nic dramatického. Informace o výši cel pro řadu klíčových obchodních partnerů jsou známy a s výjimkou Číny nebudou o mnoho vyšší než aktuálních 10 %. Část cel se přitom do cen již promítla. Navíc je pravděpodobné, že ve druhém pololetí bude inflaci snižovat pokles tempa růstu nájmu. Celkově podle našeho názoru hrozí spíše pokračování pozitivních překvapení (nižší než očekávaná inflace) než opak. Pokud by se to potvrdilo, měl by Fed reagovat poměrně brzkým přechodem k obnovení snižování sazeb. Fed zatím sazby drží beze změny a Powell na tiskovce po zasedání FOMC opět potvrdil, že čeká na to, jaký dopad budou mít cla na inflaci.

Rizika

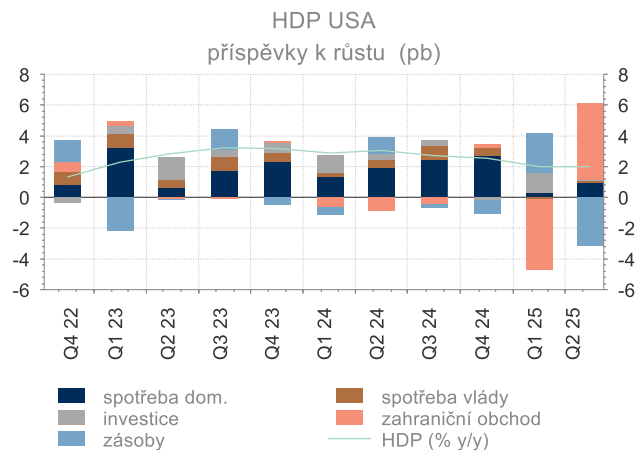
Prezidentu Trumpovi se za více než půl roku vládnutí díky až brutální razanci podařilo dosáhnout většiny svých cílů v ekonomické oblasti. Příští měsíce ukážou, zda měli pravdu ekonomičtí experti sestavující jeho program, nebo jeho kritici. Jde přitom o velmi podstatný rozdíl – rozdíl mezi prosperujícím státem a státem sužovaným vleklými ekonomickými problémy, především stagflací. Tento rozdíl je také rozdílem mezi pokračujícím růstem akciového trhu a stabilním dluhopisovým trhem a podstatným propadem cen akcií a růstem výnosů, což by problémy dále zhoršilo.

Zvýšení cel se výrazně promítá do příjmů z jejich výběru.



Zdroj: Bloomberg

HDP se ve druhém čtvrtletí vrátil k mezičtvrtletnímu růstu.



Zdroj: LSEG Datastream



EUR/USD

Na začátku července dobíhal výrazný impuls směrem ke slabšímu dolaru z června. Kurz se v rámci tohoto cyklu oslabování dolaru dostal na lokální maximum (lehce přes 1,18), ale zde se růstové momentum eura vyčerpalo a dolar se postupně vracel na silnější úroveň. Pak se zopakoval vliv nízké inflace, což byl také impuls, který vedl k oslabení dolaru v červnu. Konec měsíce byl ve znamení série obchodních dohod v rámci snahy USA zavádět cla – konkrétní hodnoty cel plus další podmínky dohod se dají označit za příznivé pro USA a dolar na ně reagoval velmi rychlým posilováním – z hodnot lehce pod 1,18 se za pouhé dva dny dostal na hodnoty mírně nad 1,15. Uzavření dohod by mělo znamenat podstatné zmírnění nejistoty v globální ekonomice, i když u již uzavřených dohod zbývá dorešit řadu detailů a některá důležitá vyjednávání ještě běží. Podstatné je, že se na jednu stranu USA podařilo dosáhnout dohod, které jsou pro ně výhodné, na druhou stranu cla nejsou tak vysoká, aby podstatně omezila mezinárodní obchod. Vyjasnění situace by mělo být pozitivní pro dolar, dokonce natolik, že je otázkou, zda bude pokračovat trend k jeho oslabování.

Nejpravděpodobnější je, že kurz bude nějakou dobu hledat směr, což s sebou přinese přehnaně prudké reakce na přicházející informace, a tedy mimořádně vysokou volatilitu. Hodně bude záležet na centrálních bankách – jakýkoliv odklon od opatrného vyčkávání ke snižování sazeb u Fedu nebo potvrzení, že ECB skončila se snižováním sazeb, by byly pro dolar negativní. Naopak známky síly americké ekonomiky a podstatně klidnější prostředí poté, co D. Trump dosáhl řady svých cílů, a naopak další zklamání ze strany EU by pro něj byly pozitivní. V každém případě scénář dalšího výrazného oslabení dolaru (zatím stále náš hlavní) je nyní méně pravděpodobný, než byl ještě před měsícem, protože investoři mohou dojít k závěru, že obavy z destabilizace americké ekonomiky a ztráty výsadního postavení dolaru mohly být přehnané.

EUR/CZK

Na trhu s českou korunou vládla v červenci prázdninová atmosféra. Nejvíce korunu ovlivňovaly pohyby kurzu eura k dolaru, obzvláště ve druhé polovině měsíce. Pokračující geopolitické napětí koruna ignorovala. Koruně obecně svědčí přísná měnová politika ČNB, která zajišťuje udržení solidního úrokového diferenciálu k euru. Na začátku června se kurz koruny vůči euru pohyboval okolo 24,75, ve druhé polovině měsíce se koruna dostala vůči euru až k 24,55, ale na samém konci měsíce Trumpovo vítězství v obchodních válkách kurz vrátilo nad 24,60. To je však ještě stále citelně silnější kurz, než byl na začátku měsíce, přestože se dolar k euru dostal pod hodnoty ze začátku měsíce.

Vzhledem k tomu, že členové bankovní rady v čele s guvernérem Alešem Michlem vysílají jestřábí komentáře, a podporují tak očekávání relativně vysokého úrokového diferenciálu proti euru, domníváme se, že koruna by si své zisky měla do konce roku podržet. Výraznější posilování ze stávajících hodnot ale již neočekáváme. Rizikem je obrat trendu u kurzu eura k dolaru a výrazné posílení dolaru, které by mělo korunu dostat na slabší úroveň.

Dluhopisy

Změna měsíce znamenala opět změnu trendu – po poklesu ve druhé polovině června výnosy v první polovině července opět rostly a vrátily se k úrovním z poloviny června. Pak opět zapůsobila nižší inflační data a výnosy citelně korigovaly, aby se ke konci měsíce opět sunuly na vyšší úroveň. Z širšího hlediska tedy výnosy pokračovaly v dlouhodobé konsolidaci mezi 4,0 % až 4,6 %, přičemž se převážně drží ve spodní polovině tohoto intervalu. Střednědobé trendy jsou určovány rovnováhou mezi pohledem trhu na další vývoj sazeb Fedu a rozpočtovou situací. Nahoru tlačí výnosy obava, že přístup Trumpovy administrativy k rozpočtu povede k rychlému růstu schodku a že schodek poroste dlouhodobě, ať už jsou u moci republikáni, nebo demokraté. Naopak směrem dolů působí očekávání obnovení poklesu sazeb Fedu. Obavy z neudržitelného růstu zadlužení ovlivňují dlouhý konec výnosové křivky, naopak očekávání ohledně sazeb Fedu primárně působí na krátký konec, což dohromady ovlivňuje strmost výnosové křivky. Obavy z růstu zadlužení mají globální charakter a působí nejen na americký dluhopisový trh, nýbrž stejně tak i na další velké trhy: EMU, Japonsko a Velkou Británii. Globální sentiment zpětně ovlivňuje americký trh, takže klesající důvěra v japonský státní dluh posunuje výnosy nahoru i v USA. Tato základní dynamika by měla pokračovat, přičemž hrozí riziko, že obavy z růstu dluhu budu střednědobě posunovat rovnovážnou úroveň výnosů nahoru. U sazeb Fedu vidíme riziko spíše v dřívějším a větším snížení sazeb, než aktuálně očekává Fed a trh, což sebou nese riziko dalšího růstu strmosti výnosové křivky.

Základní charakter pohybu výnosů byl v Evropě stejný jako v USA – obavy z neudržitelného růstu státního zadlužení jsou aktuálně globální a v Evropě je posílila nově nalezená ochota k rozpočtové stimulaci v Německu a výrazný růst nákladů na zbrojení v celé EU. Rozdíl mezi Německem a USA byl v detailech vývoje – lokální maximum v polovině měsíce bylo v USA trochu později a relativně o něco výše než v Evropě, naopak pohyb výnosů směrem nahoru na konci měsíce byl citelně výraznější v Evropě, ale na rozdíl od USA nepřešel trh do konsolidace, nýbrž růst korigoval. Evropa má samozřejmě kromě globálních vlivů i svoje specifické lokální vlivy, především vývoj očekávání ohledně sazeb ECB, růstu a inflace. Do toho všeho přicházely informace o vývoji obchodních jednání mezi USA a EMU, které byly po



většinu měsíce spíše nepříznivé. Výsledná dohoda je výhodnější pro USA a růstu v EMU moc nepomůže, i když je stále lepší než hrozící 30% cla. V EMU čekáme podobný vývoj jako v USA – především vidíme hrozbu postupného driftu výnosů směrem nahoru, krátký konec křivky by naopak mohl mírně klesnout, pokud ve druhém pololetí zaostane růst za očekáváním. Výsledkem by tedy stejně jako v USA měla být vyšší strmost výnosové křivky.

Základní směr pohybu českých výnosů byl stejný jako ve zbytku Evropy – v průběhu měsíce došlo k růstu, detaily a časování se však lišily. Český trh byl v první polovině měsíce podstatně klidnější a růst pozvolnější, ve druhé pak částečně dohnal, co v první zameškal, takže celkově byl posun výnosů nahoru podobný jako v Německu. Předpokládáme, že v srpnu se nic nezmění, bude pokračovat prázdninový poklid a sledování německého trhu. Z dlouhodobějšího hlediska je otázka, jak se bude vyvíjet státní dluh, a tady napoví výsledek parlamentních voleb. Dluhopisy nemusí být zásadněji ovlivněny okamžitě, ale výsledek voleb může pomoci odhadnout dlouhodobější trend, obzvlášť s uvážením toho, jak se na tento parametr stále více koncentrují klíčové trhy.

Akcie

Akciové trhy byly v červenci vesměs klidné a z poklidu se nenechaly ničím příliš vyrušovat. Vývoj v USA a Evropě se lišil v tom, že v USA ve druhé polovině měsíce sice zpomalil, ale neustal, kdežto v Evropě přešly indexy do postranního trendu. Poklid zatím nenarušila ani už rozběhnutá výsledková sezóna v USA – jednotlivé společnosti reagovaly, ale zatím nebylo nic natolik šokující, aby to narušilo poklidný růst trhu jako celku. V takové situaci je vždy otázka, co tento setrvačný pohyb ukončí. V současné situaci však nic nevypadá mimořádně hrozivě a jen pro připomenutí: trhy v červnu vcelku ignorovaly i pár dní hrozivě vypadající konflikt mezi Izraelem a Íránem. Budeme tedy muset počkat na nějakou větší nebo menší černou labuť nebo podstatnou změnu makroekonomického výhledu směrem k horšímu. Než se něco takového objeví, mnohou akciové trhy pokračovat v prázdninově poklidném růstu.

Český akciový trh rostl v souladu s trendem v Evropě a USA. Většina akcií se držela v „balíku“ a rostla mírně, výjimkou byla jen Erste, u níž stále pozitivně působí vstup na polský trh. Klesaly jen tři akcie – Kofola velmi mírně, Photon Energy pokračoval v klesajícím trendu, který trvá až od roku 2022, a Primoco začalo klesat v dubnu letošního roku a klesající trend zatím pokračuje. Srpen by měl být na pražské burze klidný a mělo by pokračovat sledování vývoje na hlavních trzích.

Kredit

Červencové pátrání investora po jakémkoliv náznaku života na tuzemském primárním trhu dluhopisů se muselo zdát

podobně marné jako hledání přeživších na těžební lodi Červený trpaslík. Stejně jako na Davea Listera probuzeného hibernace se ale i na fanouška korporátních emisí štěstí usmálo, když v polovině měsíce umístila investiční společnost Emma Capital dluhopisy v celkovém objemu 2,5 miliardy korun a 50 milionů eur. S výnosem 6 % pro pětiletou splatnost a s robustní strukturou zajištění se jedná o fešáckého kocoura, který se ale bohužel stal jediným oživením v prvním měsíci prázdnin.

Komodity

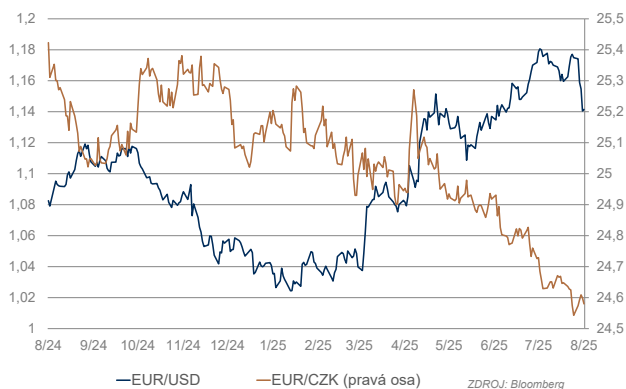
Po hodně divokém červnu si ropa po většinu července vybrala oddechový čas a držela se většinou lehce pod 70 USD/brl. Změna přišla na konci měsíce, kdy prezident Trump přitlačil na Rusko a pohrozil přísnými sankcemi bez ohledu na to, jaký budou mít dopad na trh s ropou. Hrozba zostření sankcí proti Rusku byla důležitým faktorem podporujícím cenu ropy už předtím, přímé potvrzení ovšem posunulo cenu zřetelně nad 70 USD/brl. Geopolitika momentálně účinně neguje dopad více než dostatečné produkční kapacity, takže podstatnější pokles ceny ropy přestává vypadat pravděpodobně a naopak hrozí spíše další růst, pokud by se situace kolem Ruska vyhrtila.

Zlato bylo po celý červenec relativně klidné.

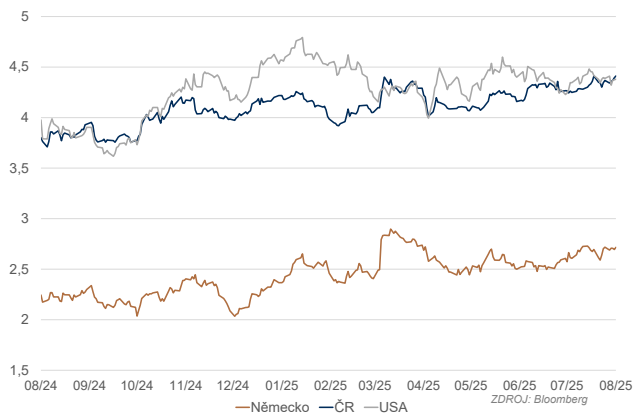
Pokračovalo v konsolidaci po předchozím prudkém růstu a dosažení historického milníku 3500 USD/oz. Výkyvy ceny souvisely převážně s pohyby dolaru. Předpokládáme, že by poklid a konsolidace mohly pokračovat i v srpnu. Výjimkou by mohlo být vyostření některého geopolitického centra napětí. Momentálně vzhledem k očekávanému zvýšení tlaku prezidenta Trumpa na Rusko hrozí největší riziko zde.



Devizové kurzy



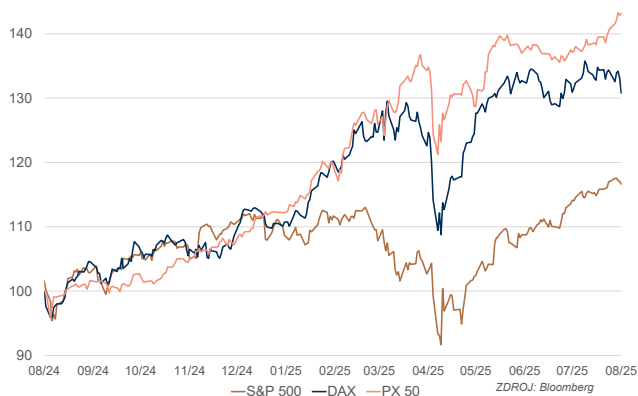
Dluhopisy (10 let)



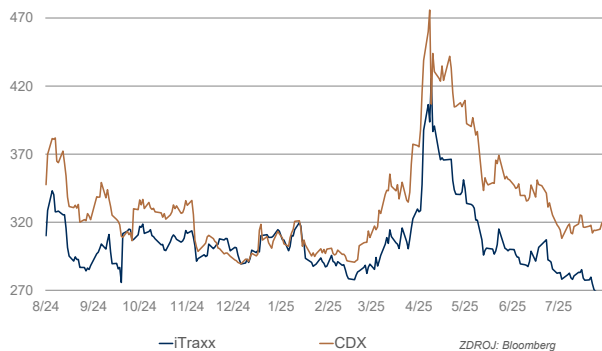
Index volatility VIX



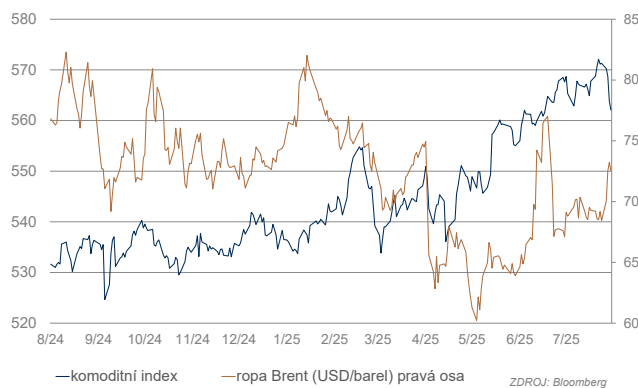
Aktiové indexy (1. 7. 2024 = 100)



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	5,25-5,50	4,25-4,50	4,25-4,50	4,25-4,50	↓	4,00 - 4,25	↓	3,50 - 3,75	↓
ECB (depo)	3,80	2,25	2,00	2,00	→	2,00	→	2,00	→
ČNB	4,75	4,00	3,50	3,50	→	3,25	↓	3,00	↓
KURZY									
EUR/USD	1,08	1,18	1,14	1,17	↑	1,17	→	1,12	↓
EUR/CZK	25,3	24,7	24,6	24,6	→	24,6	→	24,6	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	4,15	3,77	3,94	3,8	↓	3,6	↓	3,3	↓
US dluhopis 10y	3,98	4,24	4,39	4,3	↓	4,0	↓	3,8	↓
Něm. dluhopis 2y	2,45	1,85	1,96	2,0	↑	2,0	→	2,0	→
Něm. dluhopis 10y	2,24	2,57	2,71	2,8	↑	2,8	→	2,8	→
České dluhopisy 2y	3,66	3,45	3,55	3,5	↓	3,5	→	3,5	→
České dluhopisy 10y	3,80	4,12	4,22	4,2	→	4,2	→	4,2	→
KREDIT									
USA CDX 5y	347,6	316,5	323,1	340	↑	335	↓	330	↓
EMU iTraxx 5y	310,0	282,8	274,5	305	↑	300	↓	295	↓
AKCIE									
S&P 500	5446,7	6198,0	6339,4					6400	→
Eurostoxx 50	4765,7	5282,4	5229,5					5500	↑
DAX	18083,1	23673,3	23654,9					24000	↑
CSI 300	3419,3	3942,8	4054,9					4000	↓
PX 50	1593,0	2151,3	2234,5					2200	↓

* 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)	0,0	0,8	2,1	1,9	2,4	2,2	2,1	1,9	0,1	1,0	2,0	2,1
soukromá spotřeba	1,8	0,7	2,4	3,2	2,5	4,0	3,6	2,7	-2,8	2,0	3,4	2,6
vládní spotřeba	2,4	3,9	3,4	3,3	1,9	2,2	1,8	1,5	3,4	3,3	2,3	1,2
investice	-0,4	-1,4	-0,6	-3,1	-0,6	-1,0	-1,0	2,2	2,7	-1,4	-0,3	3,4
dovoz	-2,6	-1,3	3,7	3,1	4,6	3,6	0,4	3,0	-0,6	0,7	2,6	4,3
vývoz	0,3	0,5	4,0	1,3	3,6	1,9	-0,3	1,7	3,1	1,5	1,2	3,5
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3	3,6	3,8	4,2	4,4
inflace (% y/y)	2,1	2,5	2,3	2,9	2,7	2,4	2,4	2,4	10,7	2,4	2,5	2,2
běžný účet (% HDP)	6,2	-0,3	-0,1	1,7	5,3	0,9	-2,1	0,5	-0,1	1,8	1,1	1,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,8	-2,2	-2,1	-2,3
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	42,5	43,6	44,3	45,2

Evropská měnová unie

	2024				2025*				2023	2024	2025*	2026*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,6	0,6	1,0	1,3	1,5	1,1	0,7	0,7	0,6	0,9	1,0	1,1
soukromá spotřeba	0,9	0,6	1,1	1,6	1,4	1,5	1,3	1,2	0,5	1,1	1,3	1,2
vládní spotřeba	2,1	2,7	2,8	2,4	2,1	1,3	0,9	0,7	2,3	2,4	1,4	1,3
investice	-1,0	-3,1	-1,6	-2,0	2,4	3,6	1,8	1,3	2,7	-2,0	2,0	1,5
dovoz	-2,5	-0,5	1,4	1,0	3,8	1,4	1,1	1,6	-1,6	-0,1	1,8	1,9
vývoz	-0,8	1,7	1,3	0,9	2,5	-0,4	0,9	1,3	-0,8	0,8	0,8	1,5
nezaměstnanost (%)	6,6	6,4	6,3	6,2	6,3	6,3	6,3	6,4	6,6	6,4	6,3	6,3
inflace (% y/y)	2,6	2,5	2,2	2,2	2,3	2,0	1,9	1,9	5,5	2,4	2,1	1,9
jádrová inflace (% y/y)	3,1	2,8	2,7	2,6	2,6	2,5	2,3	2,2	5,0	2,8	2,4	2,0
běžný účet (% HDP)	2,2	2,6	2,8	2,6	2,4	2,7	2,6	2,6	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)	2,9	3,0	2,7	2,5	2,0	2,0	1,3	0,0	2,9	2,8	1,5	1,6
soukromá spotřeba	2,2	2,7	3,0	3,1	2,7	2,5	1,8	1,1	2,5	2,8	2,2	1,6
vládní spotřeba	3,5	3,5	3,4	3,3	2,7	2,1	1,0	0,4	3,9	3,4	1,3	1,0
investice	5,5	5,6	3,3	1,6	6,3	2,9	2,6	4,4	0,1	4,0	1,6	1,4
dovoz	2,9	5,6	7,1	5,5	12,7	4,5	0,9	1,2	-1,2	5,3	4,0	-0,7
vývoz	2,0	3,5	4,6	3,0	2,6	2,1	-0,5	-0,3	2,8	3,3	1,6	0,8
nezaměstnanost (%)	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,4	4,5	3,6	4,0	4,3	4,4
inflace (CPI % y/y)	3,3	3,2	2,6	2,7	2,7	2,5	3,1	3,2	4,1	3,0	2,9	2,9
jádrová inflace (PCE % y/y)	3,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7	3,1	3,2	4,2	2,8	2,9	2,7
běžný účet (% HDP)	-3,4	-3,5	-3,8	-4,0	-4,5	-3,9	-3,8	-3,8	-3,4	-3,6	-4,1	-3,6
rozpočtový deficit (% HDP)	-5,8	-5,4	-6,2	-6,9	-7,0	-6,4	-6,6	-6,4	-6,3	-6,9	-6,5	-6,6
vládní dluh (% HDP)	98,2	98,3	97,2	98,0	97,8	98,1	98,8	99,4	97,2	99,6	100,0	102,0

* 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 Mokrás

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.

