

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Inflace: stav a výhled (EMU)

ČR ČNB zůstává v jestřábím módu

EMU Německý HDP za druhé čtvrtletí byl revidován dolů

USA Šéf Fedu Powell naznačil možné snížení sazeb v září

www.ppfbanka.cz

září 2025

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



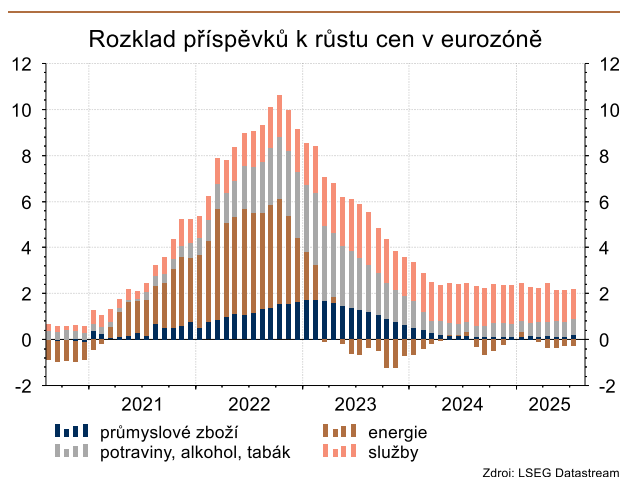
Poté, co jsme se v minulém měsíčníku věnovali faktorům ovlivňujícím inflaci v USA, se nyní podíváme na EMU. ECB sice dosáhla svého inflačního cíle (celková inflace 2 %), avšak jádrová inflace se stále drží mírně nad 2 % a růst cen ve službách je silnější, než by si ECB přála. Výhled inflace ve službách by ale měl být dobrý – hlavním zdrojem rychlejšího růstu cen jsou zde doznívající sekundární efekty inflačního šoku z let 2021 a 2022. Vysoká inflace vyvolala rychlejší růst cen, který se promítl do zrychlení růstu mezd, což se přes náklady vrátilo zpět do inflace. Dynamika mezd ovšem setrvale slábne a s tím slábnou i inflační tlaky ve službách, což by mělo vést k pokračující dezinflaci. Druhým zdrojem růstu cen v EMU jsou potraviny. Zde působí vedle růstu cen energií i dlouhodobé faktory, jako je změna klimatu.

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

Inflace: stav a výhled (2)

Ve druhé části našeho prázdninového tématu se podíváme, jaká je aktuálně situace v Evropě, co inflaci táhne nahoru a co ji naopak brzdí a jaké jsou vyhlídky jejího dalšího vývoje. Porovnáme také situaci mezi EMU a USA a budeme se zabývat i důsledky vývoje v EMU a ve světě pro ČR. Celková inflace je v EMU aktuálně na cíli (2 %), zatímco jádrová zůstává mírně nad ním. Rizika existují na obě strany – jak návrat k vyšší inflaci (externí šoky, akcelerace růstu cen ve službách), tak podstřelení inflačního cíle kvůli kombinaci silného eura a slabé ekonomiky (dopad cel).

Aktuální situace



ECB může být spokojená – celková inflace byla jak v červnu, tak v červenci na jejím cíli (2,0 %). Blízko cíle je inflace již delší dobu – poprvé se k němu přiblížila už v listopadu 2023 (2,3 %) a od té doby nepřekročila 3 %. U jádrové je situace mírně horší, v červnu byla 2,3 % a v červenci také 2,3 %. ECB se tedy po masivním šoku z let 2021–22 způsobeném primárně růstem cen energií podařilo opět dosáhnout cenové stability. Pozitivní je i výhled – konsensus analytiků podle agentury Bloomberg je 1,9 % pro příští rok a 2,0 % pro rok 2027. Hlavním zdrojem růstu cen jsou od stabilizace inflace služby a potraviny. Inflace ve službách se drží nad 3 % (červen 3,3 %, červenec 3,2 %) kvůli kombinaci silného trhu práce a solidní poptávky především v oblasti turistiky a rekreace. Dobíhají také efekty narušení struktury trhu práce v době pandemie – služby byly disproporcionálně postiženy omezeními souvisejícími s pandemií, nesly největší břímě

dopadů na trh práce a nyní se stále ještě dorovnáva tehdejší propad v zaměstnanosti. Druhým největším přispěvatelem jsou konzistentně potraviny, které se vedle energií také nejvíce podílely na inflační vlně z let 2021–23. Zboží přispívá k inflaci minimálně a pokles cen energií, který začal už v roce 2023, částečně kompenzuje předchozí růst.

Inflace ve službách

Vztah mezi inflací a mzdami je klíčovým zdrojem sekundárních efektů inflačních šoků – s tím, jak inflační šok vede ke zvýšení životních nákladů, rostou požadavky zaměstnanců na růst mezd kompenzující inflaci, což vede ke zvyšování produkčních nákladů, a to se zpětně promítá do cen. Pokud by centrální banka nezasáhla a pomoci

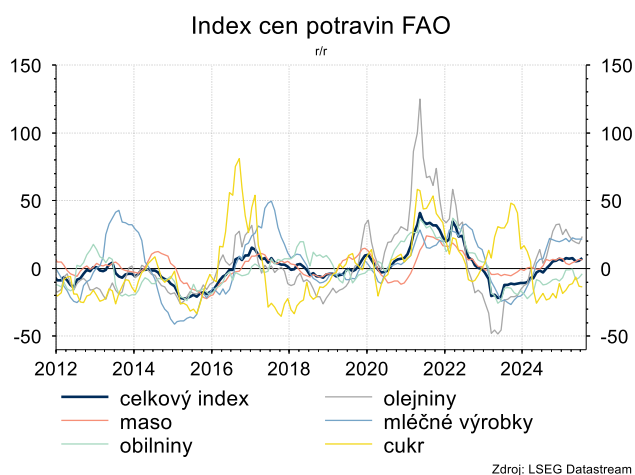


zvýšení sazeb neomezila poptávku, mohl by tento mechanismus vést k rozvinutí inflační spirály. Jak tento mechanismus funguje prakticky, ukazuje graf výše. Je na něm především zřetelně vidět, jak růst cen nejprve předbíhal růst mezd, zatímco nyní je tomu naopak, a dále že ceny průmyslového zboží tímto efektem trpí minimálně, protože mzdy tvoří v produkčních nákladech podstatně menší položku, než je tomu u služeb. Graf také ilustruje klesající dynamiku růstu mezd promítající se do klesající dynamiky růstu cen ve službách – ECB tak má důvody věřit, že tempo růstu cen ve službách bude dále zpomalovat, a že tedy tento rizikový faktor bude ztrácet na důležitosti. ECB však zatím stále vidí v mzdovém vývoji rizika, a protože je aktuálně růst mezd nad úrovní před pandemií, považuje jej (spolu s těsným trhem práce) za důležité inflační riziko. Pokud se potvrdí trend indikátoru mezd ECB, měl by tento argument časem ztrácet na důležitosti.



Potraviny

Výrazné zrychlení růstu cen potravin bylo ovlivněno řadou faktorů, především ale mělo hodně společného s geopolitikou a s ní spojeným růstem cen energií – zasažen byl celý produkční řetězec, od produkce přes zpracování až po distribuci. Došlo ke zvýšení cen vstupů, hnojiva byla přímo ovlivněna prudkým růstem cen plynu, který je základní vstupní surovinou při jejich výrobě. V roce 2019 představovaly energie 2,0 % nákladů producentů potravin, během energetické krize tento podíl vzrostl na 7,5 až 10,0 %. Vysoké ceny energií zasáhly především zpracovatele (mlýny, pekárny). Kromě šoku v podobě energetické krize měly na ceny potravin negativní vliv extrémní výkyvy počasí (sucha, vlny veder) spojené se změnami klimatu, které měly opakovaně nepříznivé dopady na úrodu. Dalším faktorem, který působil směrem k rychlejšímu růstu cen, bylo narušení dodavatelsko-odběratelských řetězců v důsledku protipandemických opatření a geopolitických faktorů. Ruský útok na Ukrajinu vedl k prudkému růstu cen obilí a jedlých olejů, protože oba státy jsou jejich důležitými producenty. Růst cen částečně udržuje i stále zrychlený růst mezd po inflační vlně, i když tento faktor je podobně jako v průmyslu podstatně méně významný než ve službách. Marginální, ale nezanedbatelný



vliv má i společná zemědělská politika EU, jejímž cílem je podporovat evropské zemědělství. Dovozní cla na některé položky (drůbež, hovězí) přispívají k udržení vyšší cenové dynamiky.

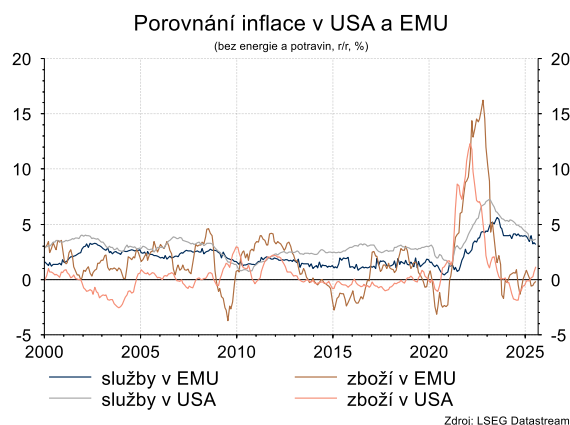
Řada zmíněných faktorů byla přechodného charakteru a jejich vliv by se měl časem zmenšovat až úplně vymizet, což by mělo přispět ke zpomalení růstu cen potravin. Některé z nich však budou přetrvávat a mohly by udržet tempo růstu cen potravin v průměru nad cílem ECB. Potraviny by tak kromě podstatného příspěvku k volatilitě cen mohly trvaleji přispívat i k jejich trendovému růstu. Hlavními faktory, které by mohly přispívat k udržení trendově vyššího růstu cen potravin, jsou klimatická změna, zhoršující se podmínky pro zemědělství a zmenšování prostoru pro růst produkce potravin podpořené zvýšeným

důrazem na ochranu životního prostředí. Tyto faktory jsou pro ECB nepříjemné, protože je nedokáže přímo ovlivňovat měnovou politikou. Při nejmenším jí to ale může poskytnout argumenty, proč by se měla věnovat ochraně klimatu (což oficiálně dělá).

Průmyslové zboží a energie

Vývoj cen průmyslového zboží a energií momentálně pomáhá stabilizovat inflaci. Růst cen zboží výrazně zpomalil v roce 2024, a i když zůstává nepatrně rychlejší než před pandemií, nepředstavuje aktuálně hrozbu pro cenovou stabilitu. Kromě obnovení funkčnosti dodavatelsko-odběratelských řetězců a odeznění dopadů prudkého růstu cen energií napomáhají ke snížení tempa růstu cen průmyslového zboží letos dva faktory: síla eura a snaha Číny přesměrovat část exportu z USA do EU kvůli clům, a tedy agresivnější cenová politika čínských exportérů. Vývoj cen energií na jedné straně zásadně ovlivňuje geopolitika, především válka mezi Ruskem a Ukrajinou a konflikty na Blízkém a Středním východě, na druhé straně pak „zelené politiky“ EU mající za cíl chránit životní prostředí. Geopolitické konflikty aktuálně přidávají k cenám energií významnou prémii – pokud by se je podařilo utlumit, mohly by ceny energií reagovat poměrně výrazným poklesem. „Zelený úděl“ na druhou stranu bude jednoznačně dlouhodobě přispívat ke zvyšování cen energií. I když se zdá, že by jeho nejhorší dopady mohly být zmírněny, celkovou tendenci to nezmění. Tyto faktory jsou opět mimo dosah měnové politiky ECB – ta s nimi může počítat pouze jako s exogenními vlivy.

EMU vs. USA



Graf ukazuje, že se složky jádrové inflace v USA a EMU vyvíjejí poměrně hodně podobně. Proč je tedy inflace ve službách značný problém pro USA a ne až tak velký pro EMU? Důvodem jsou rozdílné váhy služeb ve spotřebních koších – v USA mají služby váhu 60,6 %, zatímco v EMU 43,1 %. V USA tedy služby ovlivňují jak celkovou, tak jádrovou inflaci citelně více než v EMU. Zrychlený růst cen ve službách způsobuje, že jak v EMU, tak v USA roste



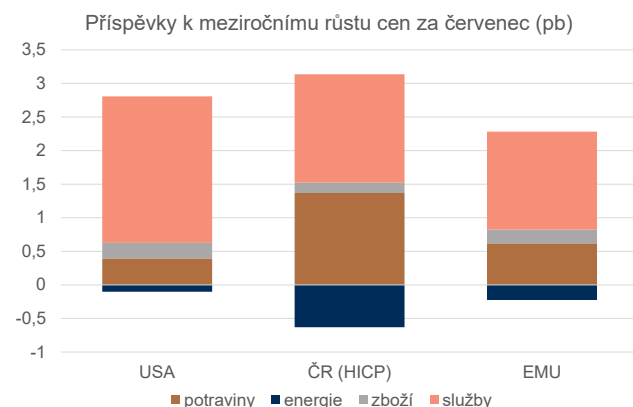
jádrová inflace rychleji než celková. V USA navíc dochází ke zrychlení růstu cen zboží kvůli dopadům zvýšení cel, což kompenzuje zpomalující inflaci ve službách. Takže zatímco v EMU je při 3,2% růstu cen ve službách jádrová inflace 2,4 %, v USA je při 3,6% růstu cen ve službách jádrová inflace 3,1 %. Inflace ve službách je problém pro ECB i Fed, ovšem pro Fed zřetelně větší než pro ECB. Inflační rizika jsou tedy zřetelně větší v USA, kde působí a ještě nějakou dobu bude působit jednorázový šok způsobený významným růstem cel. Dopad cel v EMU je nejednoznačný, podle našeho názoru však převažují rizika směrem dolů kvůli jejich negativnímu dopadu na růst. Oživení ekonomik EMU na začátku roku bylo pravděpodobně spojeno s předzásobením před zavedením cel a bylo tak jen dočasné. Stačilo však na to, aby spolu s příslibem rozpočtové stimulace trh přestal počítat s dalším výraznějším poklesem sazeb ECB. Případná slabost ekonomik ve druhém pololetí by to mohla změnit.

Důsledky pro ČR

ČR je jako malá otevřená ekonomika výrazně vystavena vlivu vývoje světových cen u obchodovatelného zboží a také vlivu vývoje kurzu koruny. U obou těchto faktorů aktuálně převažuje tendence k nižšímu růstu cen, což je vidět jak u nás, tak v USA a EMU. Příčinou je především dostatečná nabídka a vysoká konkurence mezi producenty zeměmi. Čína se aktuálně potýká s výraznou deflací u průmyslových cen, navíc musí hledat odbytiště pro své zboží, které má kvůli clům horší pozici na americkém trhu.

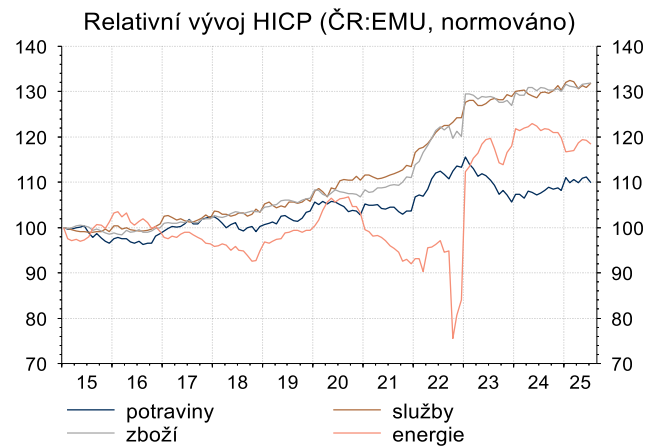
Zdroje inflačních tlaků jsou tak v ČR domácí a hodně podobné jako v dalších vyspělých ekonomikách. V ČR jsou faktory společné s dalšími státy (především sekundární efekty inflačního šoku a narušená rovnováha na trhu práce po pandemii) ještě zesíleny našimi specifiky, především vlivem rychlého růstu cen nemovitostí.

Vývoj inflace ve světě má tak na ČR momentálně relativně malý přímý vliv, více působí nepřímo přes nastavení měnové politiky klíčových centrálních bank.



Zdroj: PPF banka, Eurostat, BLS

Jejich opatrnost jen podporuje opatrnost bankovní rady ČNB, a tím přispívá k pravděpodobné stabilitě našich sazeb v dohledné budoucnosti.



Závěr

Vývoj inflace v hlavních světových ekonomikách je na jedné straně ovlivňován přetrvávajícími dozvuky pandemie a energetické krize, na druhé straně novým šokem v podobě dramatického zvýšení cel v USA. Inflační vlnu se do značné míry podařilo zvládnout, i když zejména USA stále zápasí s „poslední mílí“. Naším základním scénářem je pokračování stabilizace inflace, která bude v USA jen přechodně narušena dopady zvýšení cel. Vyšší cla však nemají dopady pouze na inflaci, nýbrž nepříznivě ovlivňují i růst. Slabší růst spolu s tendencí inflace ke stabilizaci poblíž inflačního cíle by samy o sobě ukazovaly na prostor pro další uvolnění měnové politiky, a to zejména v USA, kde jsou reálné sazby stále poměrně vysoké. Na druhou stranu existuje řada rizik, která by mohla způsobit vyšší růst cen. Riziko se týká především služeb. Trhy práce jsou v současnosti všeobecně relativně napjaté, a to i v USA, kde dochází k jeho pomalému slábnutí. Cokoliv, co by vedlo k vyšší poptávce, by se tak mohlo lehce promítnout do rychlejšího růstu cen. Za těchto podmínek je obecná opatrnost centrálních bank pochopitelná. Navíc existují i rizika dalších inflačních šoků v případě výraznějších geopolitických komplikací.



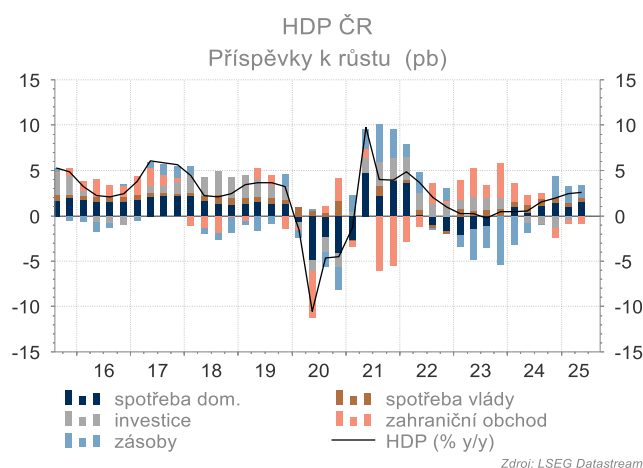
Srpen potvrdil trendy z předchozích měsíců. Pokračuje oživení tažené především spotřebou, inflace se zároveň posunula zřetelně nad cíl centrální banky, tento posun by ale měl být pouze dočasný. Nejzajímavější událostí srpna bylo zasedání bankovní rady ČNB, které potvrdilo a možná ještě zesílilo její jestřábí nastavení. Nová prognóza se posunula směrem podporujícím opatrnost bankovní rady. Podle ČNB aktuálně výrazně převažují proinflační rizika. Sazby tedy s největší pravděpodobností zůstanou delší dobu beze změny.

Ekonomická aktivita

Červnová data z reálné ekonomiky potvrdila pokračující oživení. Pokračoval růst spotřeby domácností, i když jeho dynamika mírně klesla. Maloobchodní tržby po květnovém reálném meziročním růstu o 4,6 % (revidováno dolů z 5,3 %) rostly v červnu o 4,5 %. Osobní spotřeba roste z nízké základny po propadu v době inflační vlny, takže stále zůstává velký prostor pro její další zvyšování. Růstový trend by měla podporovat kombinace relativně nízké inflace a reálného růstu mezd. Pomoci by eventuálně mohlo i snížení míry úspor, která zůstává stále neobvykle vysoká. Trh práce zůstává silný, což by mohlo dodat domácnostem důvěru k většímu utrácení.

Průmyslová výroba rostla meziročně o 3,3 %, zpracovatelský průmysl o 1,0 %. Po předchozím zrychlování růstu zpracovatelského průmyslu přichází zpomalení, které by mohlo souviset s vymizením efektu předzásobením. Vývoj produkce zpracovatelského průmyslu v Německu, které je pro řadu našich podniků klíčovým odbytištěm, není příznivý. Očekávat lze proto další zpomalení. Potvrzuje to i srpnový index nákupních manažerů PMI, který z mírné expanze v červenci (50,2) klesl zpět pod 50, což je hranice mezi expanzí a kontrakcí, na 49,7.

Růst HDP táhne spotřeba domácností.



Inflace a centrální banka

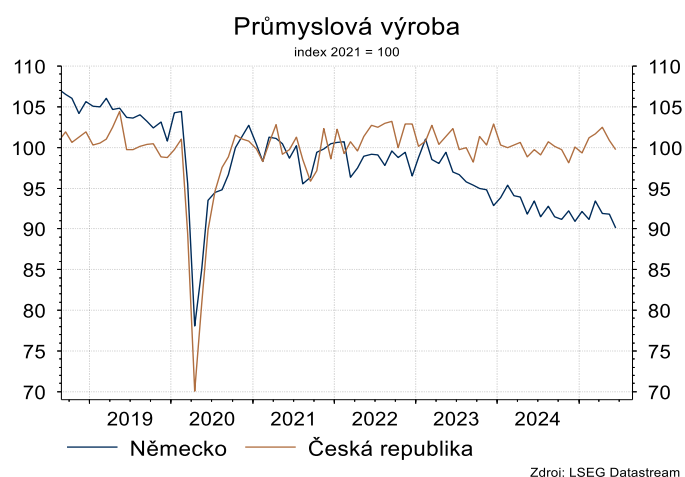
Inflace se v červenci držela nad cílem ČNB (2,7 % oproti 2,9 % v červnu). Meziměsíčně rostla o 0,5 %, což do značné míry souviselo se sezónními efekty (dovolené a turistická sezóna vedou ke zvyšování cen zájezdů). Klesly ceny potravin, především díky nižším cenám sezónního ovoce a zeleniny. Ceny pohonných hmot rostly a rostly rovněž ceny v oddíle bydlení. Potraviny byly klíčové pro meziroční zpomalení inflace. Náklady vlastnického bydlení (imputované nájemné) vzrostly meziročně o 4,9 % (v červnu také o 4,9 %) zejména v důsledku růstu cen nových nemovitostí. Ceny zboží vzrostly o 1,4 % a ceny služeb o 4,8 % – vysoká inflace ve službách je jedním z klíčových argumentů ČNB pro zachování sazeb beze změny, stejně jako rychlý růst cen nemovitostí a s tím související růst objemu nových hypoték.

Srpnové zasedání bankovní rady ČNB nepřineslo zásadnější překvapení. Sazby zůstaly nezměněny, nová prognóza se posunula směrem k uvažování bankovní rady, když přinesla relativně optimistický výhled pro růst a relativně pesimistický pro inflaci. Podle našeho názoru hrozí riziko, že negativní vývoj v zahraničí související s dopady cel může vést k citelně slabšímu růstu a nižší inflaci oproti aktuální prognóze ČNB. Letos s dalším snížením sazeb nepočítáme, příští rok bude záležet na tom, nakolik se potvrdí, nebo nepotvrdí prognóza.

Rizika

Rizika pro českou ekonomiku jsou především vnější. Pokles německého HDP ve druhém čtvrtletí potvrdil, že zrychlení růstu v prvním čtvrtletí bylo způsobeno především předzásobením před zavedením cel v USA. Obchodní dohoda EU s USA sice na jednu stranu není pro EU likvidační z hlediska jejich exportů do USA, na druhou stranu bude mít velmi pravděpodobně negativní vliv na růst v Evropě, což se projeví i u nás. Rozpočtová stimulace v Německu bude nabíhat postupně a patrně se více projeví až v příštím roce. Hlavním rizikem pro ČR je tedy možná slabost vnější poptávky.

Vývoj německého průmyslu nevypadá pro ČR povzbudivě.



Srpen přinesl významnou revizi růstu německého HDP za druhé čtvrtletí směrem dolů (z -0,1 % na -0,3 %). Předběžné konjunkturální indexy PMI za EMU však překvapily pozitivně: výrobní ukázal na silnější expanzi, služby se udržely zřetelně nad 50. Celková inflace v červenci zůstala na cíli, zatímco jádrová je stále mírně nad ním. ECB bude nadále vyčkávat na další vývoj; zda se úrokové sazby ještě pohnou níže z aktuální úrovně 2 % není jasné.

Ekonomická aktivita

Růst osobní a vládní spotřeby v Německu nestačil ve druhém čtvrtletí kompenzovat slabost investiční aktivity, stavebnictví a zahraničního obchodu. Navíc byl směrem dolů revidován i růst HDP v letech 2023 a 2024, takže po těchto revizích je německá ekonomika stále mírně pod úrovní roku 2019, což potvrzuje její dlouhodobou stagnaci. Ve zbytku roku by na růst ekonomiky měly působit především cla a silné euro, rozpočtový stimul se patrně výrazněji projeví až příští rok. Průmyslová výroba překvapila výrazně negativně (květen byl revidován z +1 % r/r na -0,2 % r/r, v červnu byl namísto očekávaného poklesu o 1 % r/r pokles o 3,6 % r/r). Konjunkturální indikátory jsou nejednoznačné – zatímco PMI se zlepšil, ZEW propadl kvůli obavám z dopadu cel a IFO mírně narostl díky lepším očekáváním. Naděje na oživení v Německu vzbuzené růstem v prvním čtvrtletí a plány na rozpočtovou stimulaci tak alespoň prozatím berou za své, uvidíme, zda se situace zlepší alespoň příští rok.

Francie jako druhá největší ekonomika eurozóny sice ve druhém čtvrtletí rostla, ale do ideálního stavu má také daleko. Indexy nákupních manažerů se sice posunuly nahoru, ale jak výroba, tak služby nadále zůstaly pod 50, tedy v kontrakci. Výrazně pod dlouhodobým průměrem také

zůstávají oficiální ukazatele podnikatelského klimatu. Do hlubšího mínusu se dostala i italská průmyslová produkce. Nad vodou tak ekonomiky eurozóny bude pravděpodobně i nadále držet kombinace růstu osobní spotřeby (maloobchodní tržby eurozóny zrychlily růst z 1,9 % r/r na 3,1 % r/r). K růstu časem také přispěje zvýšení výdajů na obranu a infrastrukturní investice, ovšem za cenu vyšší zadluženosti a také vytlačování soukromých investic. Mezitím budou evropské ekonomiky trpět tlakem na ozelenění, zatímco se bude zvětšovat zaostávání v klíčových technologiích.

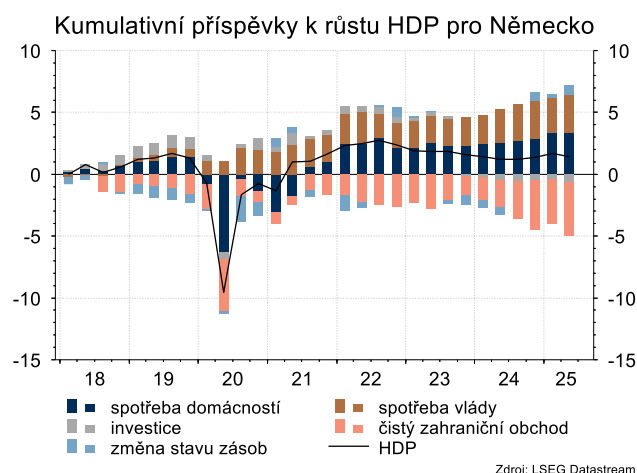
Inflace a centrální banka

Jádrovou inflaci nadále drží nad 2 % služby, celkovou směrem dolů k cíli posunuje vývoj cen zboží a energií. Při jen velmi mírném růstu evropské ekonomiky, který je zřetelně pod potenciálem, a soustavně klesající dynamice mezd by se mohlo zdát, že ECB má prostor pro další snížení sazeb. To byl také scénář, se kterým finanční trhy počítaly na začátku roku. Plány na rozpočtovou stimulaci v Německu spojené s uvolněním rozpočtových pravidel a zrychlením růstu evropské ekonomiky v prvním čtvrtletí však vedly k přehodnocení výhledu ve prospěch malého nebo žádného dalšího poklesu sazeb. Opatrný přístup převažuje také mezi členy bankovní rady ECB. To nás vede k očekávání, že sazby zůstanou stabilní na 2 %. Výhled by mohla změnit výraznější slabost ekonomiky spojená s driftem inflace pod cíl ECB. Konzervativní měnová politika ECB tak bude jedním z faktorů, který přispěje k nevalné výkonnosti evropských ekonomik.

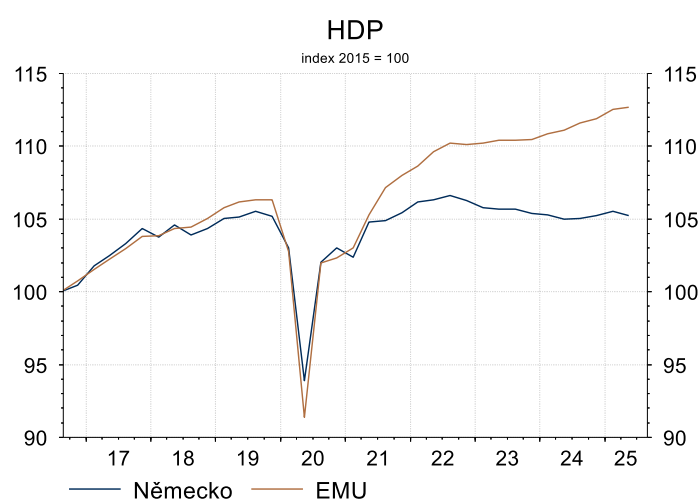
Rizika

Klíčovým rizikem po nějakou dobu zůstane reakce evropských ekonomik na cla pro vývoz do USA. Vedle toho se v srpnu vyvinula situace kolem Ukrajiny. Naděje na mír je zatím stále jen nadějí, ale pokud by se naplnila, mohlo by to mít na evropské ekonomiky citelný pozitivní dopad.

Německá ekonomika od pandemie stagnuje.



Německo zatím zůstává „nemocným mužem Evropy“.



Spojené státy americké

Srpen začal ve Spojených státech šokem, který do značné míry určil náladu ve zbytku měsíce. Data z trhu práce za červenec byla sama o sobě nečekaně slabá, šok však způsobil především rozsah revizí dat z předchozích měsíců. Finanční trh, vědom si citlivosti Fedu na stav trhu práce, reagoval výrazným přehodnocením trajektorie očekávaného vývoje sazeb. Data o vývoji CPI přehodnocení jen podpořila, naopak PPI je zpochybnil. Šéf Fedu Powell svým projevem na konferenci v Jackson Hole naděje na snížení sazeb v září opět povzbudil. Záříové snížení sazeb je tak pravděpodobné, i když stále ne jisté.

Ekonomická aktivita

Počet vytvořených pracovních míst zaostal za očekáváním (čekalo se 105 000, reálně to bylo 73 000), což nebylo nijak dramatické a potvrdilo to pokračující ztrátu dynamiky trhu práce. Revize směrem dolů za předchozí dva měsíce ve výši 258 000 pracovních míst však podstatným způsobem změnila vnímání situace na trhu práce. Původní data vypadala dobře a neukazovala na akutní problémy, revidovaná data naznačují, že ztráta dynamiky je rychlejší a hlubší, než se předpokládalo. Aktuální míra nezaměstnanosti zůstává relativně nízká, narostla jen na 4,2 % z 4,1 %. To, co je znepokojující, je směr vývoje. Trh práce reaguje na ekonomický cyklus se zpožděním a je značně setrvačný, proto je důležité reagovat na jeho negativní vývoj včas. To si uvědomuje i šéf Fedu Powell a ve svých vystoupeních dal jasně najevo, že by Fed na hrozící výraznější slabost trhu práce reagoval uvolněním měnové politiky. Růstová data byla poměrně solidní – osobní spotřeba se zvedá, i když indexy spotřebitelské důvěry jsou nejednoznačné. Průmyslová výroba pokračuje v pomalém růstu, ale konjunkturální indexy jsou nejednoznačné: zatímco tradiční ISM byly slabé,

modernější PMI naopak dobré. Výrazně narostl i index nálady mezi malými a středními podniky NFIB, který byl povzbuzen přijetím Trumpova daňového balíku OBBBA.

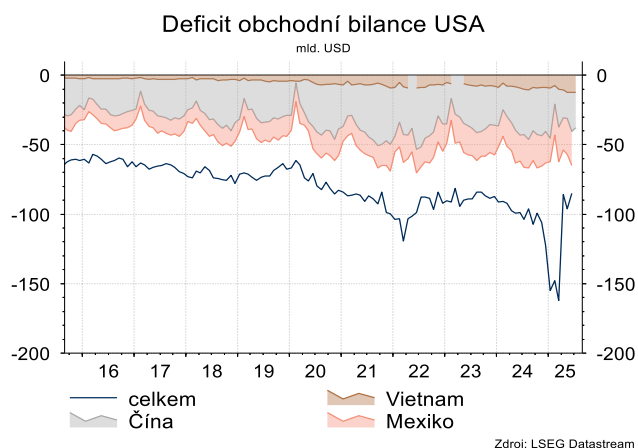
Inflace a centrální banka

Maloobchodní inflace mírně zrychlila, ale nešlo o nic dramatického a stále není vidět výraznější dopad cel. K růstu více přispěly položky, které v předchozích měsících naopak tempo růstu cen brzdily a které nyní může podporovat sezónnost a silnější osobní spotřeba (turistika). Ceny průmyslových výrobců však překvapily rychlejším než očekávaným růstem, což vzbudilo obavy ze zrychlení i v maloobchodu. K růstu PPI významně přispěly vyšší marže obchodníků, což může ukazovat na silící tendenci promítat růst cel do konečných cen místo jejich pokrytí snížením marží. Fed se tak momentálně nachází mezi Skyllou zvýšené inflace a Charybdou slábnoucího trhu práce. Šéf Fedu Powell ve svém projevu na konferenci v Jackson Hole dal najevo, že zvýšení inflace by mělo být přechodné, zatímco slabost trhu práce může být trvalejší. Snížení sazeb v září je tak pravděpodobné, je ale ještě nutné vyčkat na data z trhu práce a údaje o inflaci, jež budou zveřejněny před zasedáním. Další vývoj po záříovém zasedání je nejistý a bude záležet na datech. My počítáme ještě s jedním snížením sazeb do konce roku.

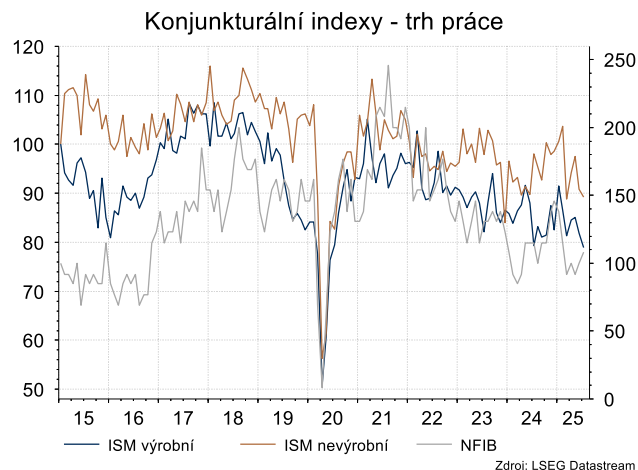
Rizika

Trhy znervózňuje stále sílící zasahování prezidenta Trumpa do nezávislosti Fedu. Po opakujících se útocích na šéfa Fedu Powella a snaze přinutit ho ke snížení sazeb přišla snaha o odvolání guvernéry Fedu L. Cook. Obavy o nezávislost Fedu nejsou dobré pro dolar ani pro americkou ekonomiku. Přetrvávají také nejasnosti kolem cel. Obchodních dohod bylo dosaženo s řadou států, Trump ale stále přichází s novinkami, naposledy s nápadem uvalit drastická cla na vývoz čipů pro státy uplatňující digitální cla.

Deficit obchodní bilance se po prudkém růstu kvůli předzásobením vrátil k normálu.



Konjunkturální indexy potvrzují slábnutí trhu práce.



EUR/USD

Dolar po výrazném posílení ke konci července v srpnu oslabil. Prvotním podnětem byla slabá data z trhu práce. Po tomto skokovém oslabení dolar přešel do volatilní konsolidace. Poměrně silnou krátkodobou volatilitu ovlivňovala pestrá směsice faktorů – data o vývoji inflace mírně modifikovala očekávání ohledně sazeb, proběhlo jednání Trump-Putin o Ukrajině, ve Francii vyvstala hrozba předčasných voleb a v Jackson Hole vystoupil Powell. Žádný z těchto impulsů však nevedl k vytvoření delší dobu trvajícího trendu. Pro zářijové obchodování bude klíčové zasedání FOMC krátce po polovině měsíce (rozhodnutí o sazbách bude 17. září). Trh bude reagovat nejen na rozhodnutí o sazbách, ale také na další informace, které po zasedání dostane. Riziko je kvůli očekávanému snížení sazeb spíše na straně oslabení dolaru v reakci na informace ze zasedání, ale může se stát, že trh bude započítávat až příliš holubičí vyznění a bude následně zklamán, což by znamenalo opačný pohyb. Ještě před zasedáním mohou kurz podstatně ovlivnit data o vývoji zaměstnanosti a inflace v USA, která mohou změnit názor trhu na výsledek zasedání FOMC. V Evropě bude proti euru působit nervozita způsobená pravděpodobným pádem francouzské vlády (hlasování o důvěře je 8. září). V USA může proti dolaru působit snaha prezidenta Trumpa odvolat guvernerku L. Cook.

EUR/CZK

Koruna byla v srpnu klidná a vůči euru se držela v pásmu 24,40 až 24,60 v postranním trendu. Ovlivňovaly ji především pohyby kurzu eura k dolaru. Nejvýraznější pohyb na začátku měsíce souvisel s oslabením dolaru po zveřejnění dat z amerického trhu práce. Klid panoval v celém regionu, koruna, zlotý i forint se pohybovaly téměř synchronně. Po klidném srpnu by mělo následovat i klidné září. Nepředpokládáme, že by trh dostal nějaký podstatnější impuls od českých dat nebo ČNB a nemyslíme si ani, že by na korunu měly mít nějaký podstatnější vliv blížící se parlamentní volby. Ze zahraničních impulsů by nadále měl dominovat vliv pohybů kurzu eura k dolaru, a tedy zářijové zasedání FOMC.

Dluhopisy

Obchodování bylo v srpnu ovlivněno zveřejňovanými daty a na konci měsíce vystoupením šéfa Fedu Powella v Jackson Hole. Zdaleka největší vliv měla data z trhu práce, především revize údajů z předchozích dvou měsíců, která změnila pohled trhu na další vývoj sazeb a stav ekonomiky. Další dva týdny přinesly postupný růst výnosů, přičemž data o vývoji inflace vedla nejdříve k návratu na nižší úroveň výnosů (CPI) a vzápětí k růstu (PPI). Po reakci na PPI prošel trh fází volatilní konsolidace, jež byla ukončena vystoupením Powella v Jackson Hole, které

vrátilo výnosy na nižší úroveň. Do konce měsíce se potom výnosy opět vracely na vyšší úroveň. Fed, především zasedání FOMC, bude důležitý i pro zářijové obchodování. Mimo samotného jednání Fedu bude trh ovlivněn i silným tlakem prezidenta Trumpa (odvolání guvernerky L. Cook), což znejišťuje investory a má tendenci posunovat výnosy nahoru. Předpokládáme, že by se výnosy měly udržet v pásmu 4,0 % až 4,5 %, ale výkyvy v průběhu měsíce mohou být značné. Snížování sazeb Fedu by mělo ovlivnit pouze krátký konec křivky, a tím dále zvýšit její strmost.

Vývoj výnosů německých státních dluhopisů se tentokrát vývoji v USA příliš nepodobal. Odezvy na dění na americkém trhu jsou sice zřetelné, ale základní trend byl opačný než v USA a výnosy v průběhu měsíce narostly. Hlavní růstová fáze proběhla po reakci na data z amerického trhu práce, ale zatímco v USA následný postupný růst výnosů jen částečně vykryl předchozí propad, v Německu se výnos dostal zřetelně nad hodnoty před poklesem. Po 18. září následovala fáze konsolidace, při které se výnosy při poměrně vysoké volatilitě udržely nad úrovní ze začátku měsíce. Evropský trh je ovlivňován především obratem ke zvyšování zadlužení způsobeným nárůstem výdajů na obranu a snahou stimulovat jen velmi chabě rostoucí ekonomiky. Výnos desetiletého dluhopisu by se tak mohl postupně vrátit až ke 3 %, kde byl po německých volbách. Opětovný růst politické nejistoty ve Francii už vedl k rozšíření spreadu k Německu a tento pohyb by měl pokračovat.

Na českém dluhopisovém trhu není skoro co komentovat. V srpnu byl až mrtvolný klid, výnosy prakticky stagnovaly a nesledovaly ani vývoj na světových trzích, což znamená, že se mírně zúžil spread k německým dluhopisům. Z klidu investory nevyvedlo ani zasedání bankovní rady ČNB. S končící prázdninovou sezónou by mohl ožít i náš trh. Tématem by mohl být jednak vývoj na hlavních evropských trzích a jednak rychle se blížící parlamentní volby. Rovnováha rizik momentálně favorizuje mírně vyšší výnosy.

Akcie

Prázdninový poklid panoval i na akciových trzích. V první polovině srpna akcie ještě setrvačností rostly, ve druhé polovině pak zisky částečně ztratily. Většina důležitých indexů ale skončila v plusu. Důležitou výjimkou byla Francie, kde politická krize na konci měsíce srazila index CAC40 do mínusu a nedařilo se příliš ani německému indexu DAX, což souvisí s nevalnými čtvrtletními výsledky mnoha německých společností kontrastujícími s vysokými očekávanými investicemi. Americké akcie sice dostaly vzpruhu od pravděpodobného snížení sazeb Fedu v září, ale dopad byl poměrně velmi omezený kvůli jejich vysokému ocenění. Podzim může být náročný, trh bude citlivý na jakýkoliv náznak ekonomických potíží a hrozí, že mu nebude prospívat ani neustávající aktivita prezidenta Trumpa. Evropské akcie se mohou také dostat pod tlak,



pokud se nebude potvrzovat očekávané oživení evropských ekonomik. Vyhledávky akciových trhů do konce roku jsou tedy podle našeho názoru spíše nepříznivé.

České akcie v srpnu svou výkonností zastínily většinu klíčových vyspělých trhů, i když ve druhé polovině měsíce také ztratily podstatnou část zisků z první poloviny podobně jako další akciové trhy ve světě. Výkonnostně dominovaly tituly z finančního sektoru. Především Erste, Moneta a VIG. Většina ostatních titulů víceméně stagnovala, z významných akcií klesl Colt. Pražské burze se letos zatím dařilo velmi dobře, o to více ale může být citlivá na případnou výraznější korekci ve světě. Nižší likvidita, která podporovala letošní nadprůměrnou výkonnost, se lahko může stát faktorem, který v případě výprodeje prohloubí pokles. České akcie mohou být kvůli vysoké expozici ekonomiky obzvláště citlivé na případné zklamání z nelepších se výkonnosti německého hospodářství.

Kredit

V Evropě v srpnu pokračovalo utahování kreditních spreadů podporované kombinací uvolněnější měnové politiky ECB, zvýšeným očekáváním snížení sazeb v USA a solidním stavem bilancí podniků. Posiloval jak investiční, tak spekulativní stupeň kreditu. Index iTraxx Europe Crossover klesl na nejnižší úroveň od ledna 2022. K utažení spreadů přispěly i některé technické faktory jako nižší objemy emisí v průběhu léta při trvajícím silném zájmu investorů o evropské podnikové dluhopisy. Obchodní dohoda mezi USA a EU, která přinesla 15% cla na vývoz evropského zboží do USA, trh zasáhla jen krátce a vyvolala mírnou korekci, spready se však brzy vrátily k původním úrovním. Nízké úrovně spreadů zároveň vyvolávají obavy z nadhodnocenosti podnikových dluhopisů. Kredit tak může být podobně jako akcie vysoce citlivý na nečekané zhoršení ekonomické situace. Pokud by k tomu došlo, následoval by výprodej s trendovým rozšířením spreadů.

Komodity

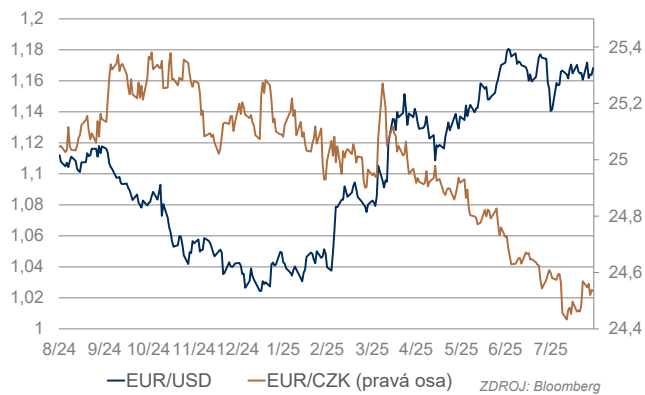
Klíčovým faktorem pro vývoj cen ropy byla v srpnu geopolitika, konkrétně především diplomatický vývoj kolem konfliktu mezi Ruskem a Ukrajinou. Osobní jednání prezidentů Putina a Trumpa vzbudilo naději na blízkost mírového řešení, a tedy pokles ceny ropy (kvůli snadnějšímu přístupu Ruska na světové trhy), následně přeshlapování na místě a slábnutí nadějí na pozitivní vývoj konfliktu vedly naopak k návratu ceny na vyšší úroveň. Na konci srpna cena opět klesla poté, co prezident Trump zavedl 50% cla na indické zboží jako trest za indické nákupy ruské ropy. Srpnová cena ropy byla v průměru poněkud nižší než červencová, pohybovala se mezi 65 a 70 USD/brl. Geopolitika zůstane i nadále důležitým faktorem ovlivňujícím vývoj cen ropy. Mimo rusko-ukrajinského konfliktu má potenciál významně ovlivnit cenu

i stále velmi napjatá situace na Blízkém a Středním východě. Případné snížení sazeb Fedu by za jinak stejných podmínek mělo přispět k vyšším cenám ropy, protože by mělo stimulovat růst v USA i globálně. Pozorně bude také sledován vývoj čínské a indické ekonomiky – u Číny budou sledovány zejména případné náznaky oživení ekonomiky, a tedy rychlejšího růstu spotřeby ropy a u Indie dopady zvýšení cel a její reakce na nátlak USA. Cena by v zásadě měla kolísat kolem současných úrovní s prostorem pro pokles daným dostatečnou nabídkou ve střednědobém horizontu. Geopolitické faktory mohou způsobit krátkodobé výkyvy ceny směrem nahoru.

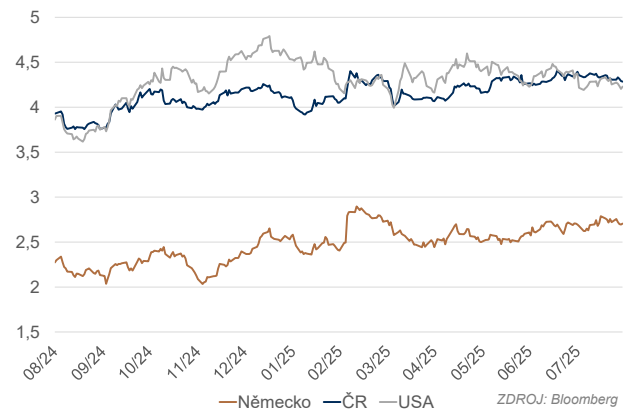
U zlata v srpnu pokračovala konsolidace. Jeho cena se pohybovala do strany v pásmu mezi 3260 a 3400 USD/oz. Krátkodobé pohyby ovlivňovaly především pohyby kurzu eura k dolaru. U zlata je momentálně těžké dodat něco navíc k informacím, které jsme přinesli v předchozích měsících: směrem dolů je stabilizuje poptávka centrálních bank, směrem nahoru je brzdí vyčerpání momenta po prudkém růstu, při kterém dosáhlo až 3500 USD/oz. Dlouhá konsolidace je za těchto okolností plně očekávatelná a bude pravděpodobně v dohledné budoucnosti pokračovat.



Devizové kurzy



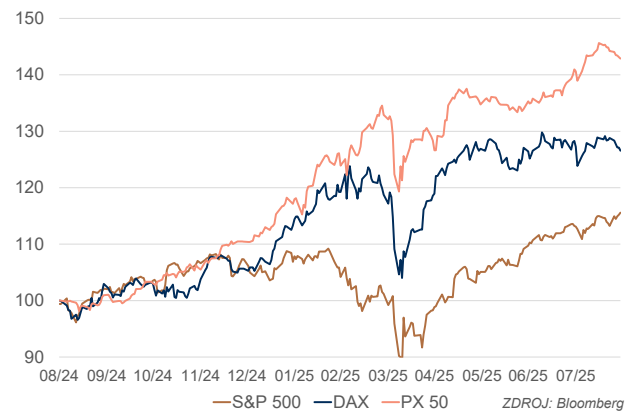
Dluhopisy (10 let)



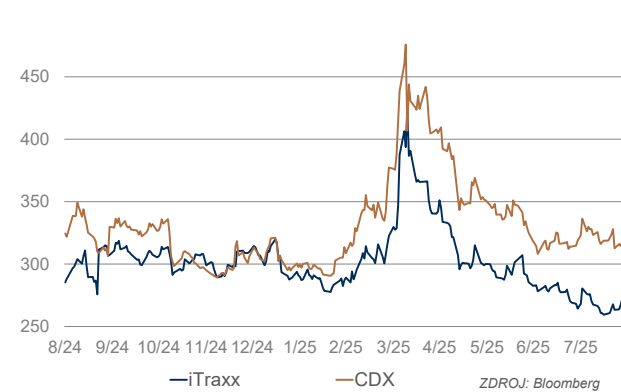
Index volatility VIX



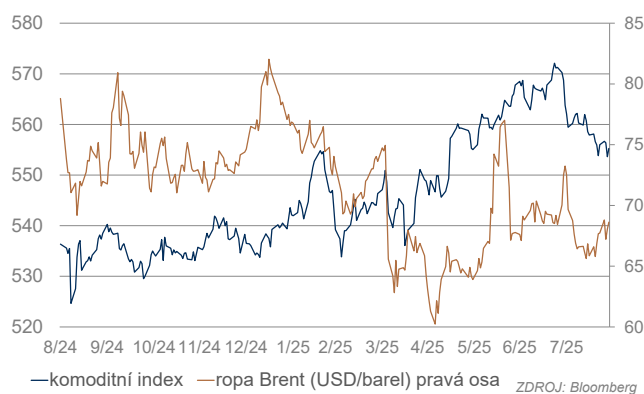
Akciové indexy (1. 8. 2024 = 100)



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	4,00-4,25	↓	3,75-4,00	↓	3,50 - 3,75	↓
ECB (depo)	3,8	2,25	2,00	2	→	2,0	→	2,0	→
ČNB	4,75	4	3,50	3,50	→	3,25	↓	3,25	→
KURZY									
EUR/USD	1,11	1,16	1,17	1,17	→	1,20	↑	1,20	→
EUR/CZK	25,0	24,6	24,4	24,4	→	24,4	→	24,4	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	3,92	3,68	3,62	3,6	→	3,5	↓	3,5	→
US dluhopis 10y	3,90	4,22	4,23	4,2	→	4,0	↓	4,0	→
Něm. dluhopis 2y	2,39	1,93	1,95	2,0	→	2,0	→	2,0	→
Něm. dluhopis 10y	2,30	2,68	2,76	2,8	→	2,8	→	2,8	→
České dluhopisy 2y	3,57	3,55	3,52	3,5	→	3,5	→	3,5	→
České dluhopisy 10y	3,94	4,22	4,34	4,2	↓	4,1	↓	4,0	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	321,9	336,4	321,7	295	↓	305	↑	315	↑
EMU iTraxx 5y	288,3	280,5	266,1	275	↑	285	↑	295	↑
AKCIE									
S&P 500	5648,4	6238,0	6460,3					6500	→
Eurostoxx 50	4958,0	5165,6	5366,0					5500	↑
DAX	18906,9	23426,0	23981,2					24000	→
CSI 300	3321,4	4054,9	4523,7					4500	→
PX 50	1594,5	2215,5	2270,8					2300	↑

* Změna oproti předchozímu období (šipka dole u kurzu znamená změnu v prognóze směrem k silnějším hodnotám USD, resp. CZK)
ZDROJ: Bloomberg, Reuters, ČNB, PPF banka a.s.



Hlavní makroekonomické ukazatele

Česká republika

	2024				2025*				2023	2024	2025*	2026*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,5	0,5	1,5	1,9	2,4	2,6	2,7	2,5	0,2	1,1	2,6	2,6
soukromá spotřeba	2,3	0,9	2,6	3,0	2,4	3,4	3,2	2,9	-2,7	2,2	3,0	3,1
vládní spotřeba	2,5	3,6	3,4	3,2	1,9	2,2	2,1	1,9	3,2	3,2	2,1	1,3
investice	-0,6	-3,1	-3,5	-5,1	-1,7	-0,2	0,7	2,5	4,5	-3,1	0,3	3,9
dovoz	-2,7	-2,0	2,9	2,7	4,3	6,0	1,5	3,2	-0,9	0,2	3,2	4,3
vývoz	0,2	-0,3	3,5	1,1	3,5	4,2	1,4	3,0	2,8	1,1	2,7	3,6
nezaměstnanost (%) (MPSV)	3,7	3,8	3,9	4,0	4,1	4,2	4,3	4,3	3,6	3,8	4,4	4,5
inlace (% y/y)	2,1	2,5	2,3	2,9	2,7	2,4	2,7	2,7	10,7	2,4	2,6	2,3
běžný účet (% HDP)	6,1	-0,3	-0,1	1,7	6,2	-2,1	0,9	1,3	-0,1	1,7	1,5	1,1
rozpočtový deficit (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,7	-2,2	-1,9	-2,2
vládní dluh (% HDP)	-	-	-	-	-	-	-	-	42,2	43,3	43,5	44,2

Evropská měnová unie

	2024				2025*				2023	2024	2025*	2026*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	0,6	0,6	1,0	1,3	1,5	1,4	1,0	0,9	0,6	0,9	1,1	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	1,3	1,3
investice	-1,0	-3,1	-1,6	-2,0	2,4	3,8	2,1	1,8	2,7	-2,0	2,5	1,5
dovoz	-2,5	-0,5	1,4	1,0	3,8	1,4	1,4	2,2	-1,6	-0,1	2,2	1,9
vývoz	-0,8	1,7	1,3	0,9	2,5	-0,4	1,4	1,5	-0,8	0,8	1,2	1,4
nezaměstnanost (%)	6,5	6,4	6,3	6,2	6,3	6,2	6,4	6,4	6,6	6,4	6,3	6,3
inlace (% y/y)	2,6	2,5	2,2	2,2	2,3	2,0	2,0	1,9	5,5	2,4	2,1	1,9
jádrová inlace (% 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	2,5	2,4	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	1,8	1,3	1,0	2,8	1,6	1,7	2,8
soukromá spotřeba	2,2	2,7	3,0	3,1	2,7	2,4	1,8	1,1	2,8	2,0	1,6	2,8
vládní spotřeba	3,5	3,5	3,4	3,3	2,7	2,1	1,0	0,5	3,4	1,5	1,0	3,4
investice	5,5	5,6	3,3	1,6	6,3	2,1	2,1	3,7	4,0	2,2	1,4	4,0
dovoz	2,9	5,6	7,1	5,5	12,7	3,2	0,4	0,3	5,3	2,5	-1,0	5,3
vývoz	2,0	3,5	4,6	3,0	2,6	2,2	-0,4	-0,3	3,3	0,8	0,9	3,3
nezaměstnanost (%)	3,8	4,0	4,2	4,1	4,1	4,2	4,3	4,4	4,0	4,3	4,4	4,0
inlace (CPI % y/y)	3,3	3,2	2,6	2,7	2,7	2,5	2,9	3,0	3,0	2,8	2,8	3,0
jádrová inlace (PCE % y/y)	3,0	2,7	2,7	2,8	2,8	2,7	3,0	3,2	2,8	3,0	2,8	2,8
běžný účet (% HDP)	-3,4	-3,5	-3,8	-4,0	-4,5	-4,5	-4,4	-4,2	-3,6	-4,4	-3,8	-3,6
rozpočtový deficit (% HDP)	-5,8	-5,4	-6,2	-6,9	-7,0	-6,5	-6,6	-6,2	-6,9	-6,3	-6,5	-6,9
vládní dluh (% HDP)	98,2	98,3	97,2	98,0	97,8	98,1	98,8	99,5	99,6	99,6	101,5	99,6

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

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

Ľuboš Mokráš

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

Barbora Skřípská

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

Tomáš Krejčí

ODBOR SALES PRO KORPORÁTNÍ A 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
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.

