

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Ekonomické dopady války v Íránu

ČR Trhy očekávají, že ČNB bude letos zvyšovat sazby

EMU Ceny ropy zvedly březnovou inflaci na 2,5 %

USA s Izraelem zaútočily na Írán

duben 2026

Magdalena Středová, Luboš Mokráš

www.ppfbanka.cz



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

Útok Spojených států amerických a Izraele na Írán způsobil rychlý růst cen ropy a plynu. Situace tak v mnohém připomíná energetický šok, k němuž došlo v roce 2022 po zahájení ruského útoku na Ukrajinu. Aktuální situace se v lecčems podobá, ale zároveň existují důvody se domnívat, že inflační vlna, tak jak jsme ji zažili v roce 2022, hrozit nemusí. Možných scénářů budoucího vývoje je několik a podle nich se liší i výhled dopadů jak na inflaci, tak na reálnou ekonomiku.

Ekonomické dopady války v Íránu

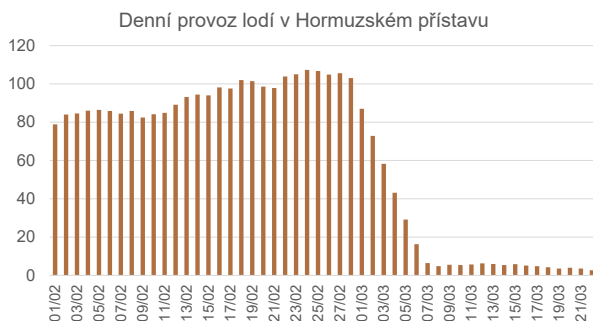
Dne 28. února zaútočily Spojené státy americké spolu s Izraelem na Írán. Zabitím íránských politických špiček ale konflikt neskončil, spíše začal. Reakce Íránu byla prudká a konflikt se rozšířil do celého regionu Blízkého východu. Bezpečnostní dopady se koncentrují v regionu, ale ekonomické dopady jsou globální. Jak velké budou, je zatím nejisté a bude to záležet zejména na délce konfliktu. Prozatím jsou globálně cítit hlavně zvýšené ceny pohonných hmot, ale s prodlužujícím se konfliktem mohou být dopady mnohem závažnější.

Bezprostřední dopady

Bezprostředně po útoku na Írán prakticky ustala lodní doprava přes Hormuzský průliv. Uzavření průlivu vyhlásily íránské revoluční gardy a provoz v Hormuzu se prakticky zastavil nejen kvůli hrozbě vojenských útoků, ale i kvůli růstu cen pojistného, které od začátku války s Íránem

Doprava v Hormuzském průlivu poklesla o 95 %.

Zdroj: Bloomberg



Zdroj: IMF PortWatch

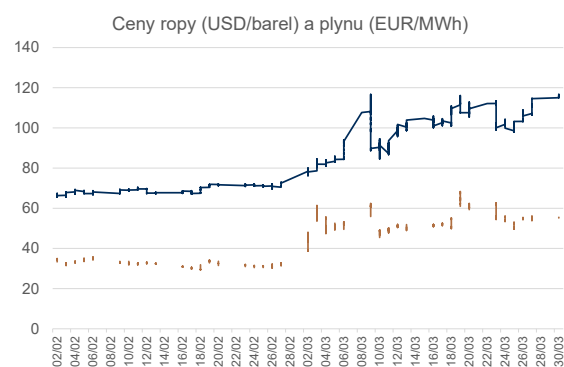
dramaticky vzrostly, a to o 200 % až 300 %. Před krizí činilo pojištění válečných rizik pro plavidla proplouvající Perským zálivem 0,02 % až 0,05 % hodnoty plavidla. Od vypuknutí bojů se pojistné zvýšilo na 0,5 % až 1 % hodnoty. To znamená, že pro tanker v hodnotě 120 milionů dolarů bývalo běžné pojistné mezi 25 000 a 60 000 USD, ale nyní by stálo mezi 600 000 a 1,2 milionu USD za jednu plavbu. Takto vysoké pojistné v podstatě znamená zamezení plavbám.

Vzhledem k tomu, že uzavření Hormuzského průlivu způsobuje výpadek zhruba 20 % světového obchodu s ropou a plynem, mělo výrazný okamžitý dopad na ceny těchto komodit.

Bezprostředně po útocích rychle stoupla cena ropy i plynu. Během několika dnů narostla z hodnot kolem 70 USD/barel nad 100 USD/barel a s eskalací konfliktu pak až ke 120 USD/barel. A to i přesto, že Mezinárodní energetická agentura (IEA) uvolnila 400 milionů barelů ropy (historicky největší objem) ze strategických rezerv.

Stejný cenový skok jako u ropy byl proto vidět i u cen

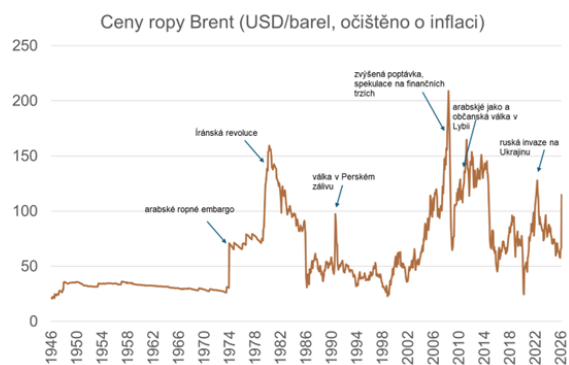
Ceny ropy a plynu výrazně vzrostly



plynu na burze.

Pokud Hormuz zůstane uzavřen, domníváme se, že cena ropy by se mohla dostat až nad 150 USD/barel, jako tomu bylo na konci sedmdesátých let při revoluci v Íránu a následné irácko-íránské válce. Ceny plynu by v takovém případě následovaly ropu a mohly by se vyšplhat až nad 100 EUR/MWh. Výpadek ropy na konci 70. let byl okolo 5 % světové nabídky, což je výrazně méně než nyní, zároveň je ale svět na ropě méně závislý než v 70. letech, kdy se ropa hojně používala k výrobě elektřiny.

Podle historického vývoje inflačně očištěných cen ropy by dlouhý výpadek mohl způsobit růst až na 150 USD/barel



Zdroj: macrotrends



Je velice pravděpodobné, že při takovýchto cenách by poklesla poptávka a spolu s ní i ekonomický růst a ceny ropy by opět klesly. Podle našeho názoru ale ceny komodit zůstanou zvýšené ještě nějakou dobu, i kdyby se konflikt uklidnil, což se bohužel zatím nejeví jako příliš pravděpodobné. Obnova zničené infrastruktury v Perském zálivu zabere měsíce a u zkapalněného plynu podle vyjádření Kataru mohou opravy trvat i několik let.

I když Evropa není příliš závislá na dodávkách ropy a plynu z Perského zálivu, nelze vyloučit, že i zde dojde k nedostatku surovin, jak už se to děje v některých asijských zemích. Při dlouhotrvajícím výpadku mohou totiž dodavatelé přeměňovat své vývozy do jiných zemí. První známky takového jednání již zaznamenáváme.

Uzavření Hormuzského průlivu ale nedopadá jen na ropu a zemní plyn. Je to také důležitá transportní cesta pro suroviny k výrobě hnojiv, jako jsou například amoniak, močovina, fosfáty nebo síra. Podle UNCTAD prochází Hormuzským průlivem třetina celosvětového námořního obchodu s hnojivy. Vyšší ceny hnojiv mají potenciál ovlivnit ceny potravin, které mají ve spotřebitelském koši velkou váhu, a výrazně se tak mohou promítnout do výše inflace. Dopady může pocítit díky dalším klíčovým vstupům i chemický průmysl. Přes Hormuzský průliv jde zhruba 10 % globálního obchodu s chemikáliemi, u organických chemikálií je to dokonce více než 20 %.

Negativní dopady pro ekonomiku ale nemusí být jen přímé. Příkladem může být Taiwan, který polovinu elektřiny vyrábí právě ze zkapalněného plynu. Zásoby LNG má přítom pouze na cca 11 dní a 35 % dodávek plynu závisí na Hormuzském průlivu. Na nedostatek elektřiny by pak musela reagovat energeticky náročná výroba polovodičů. Taiwan je klíčový proto, že vyrábí téměř všechny nejpokročilejší výpočetní čipy světa – zejména pro AI a moderní elektroniku – a tuto roli dnes nikdo nedokáže rychle převzít.

Dalším příkladem může být helium. Katar vyráběl přes 30 % světové produkce helia jako vedlejšího produktu při zkapalňování zemního plynu. Helium je klíčové

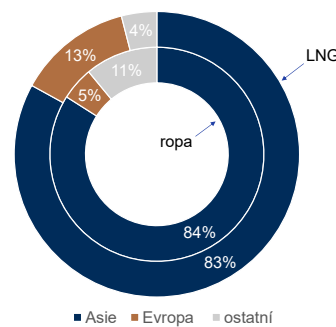
v polovodičové výrobě, používá se pro chlazení a stabilizaci teplot. Zároveň jeho výpadek bude znatelný i v medicíně. Vzhledem k tomu, že Katar signalizuje, že opravy LNG infrastruktury budou trvat několik let, je pravděpodobné, že ceny helia budou zvýšené delší dobu.

Proinflační a protirůstový šok pro Evropu

Bezpečnostní rizika prozatím zůstávají v regionu Perského zálivu, ale dopady – zvláště pokud bude konflikt dlouhodobý – budou globální. Bezprostředně jsou kromě přímé zóny konfliktu nejvíce ohroženy země východní a jižní Asie, pro něž představuje dovoz ropy a zkapalněného plynu 80 % celkových dodávek těchto surovin. Naopak nejméně jsou zasaženy Spojené státy americké, které mají dostatek svých zdrojů surovin a mohou i profitovat z vyšších cen při jejich vývozu. Někde uprostřed pak stojí Evropa.

Asijské země jsou nejvíce závislé na dovozu ropy a plynu přes Hormuzský průliv.

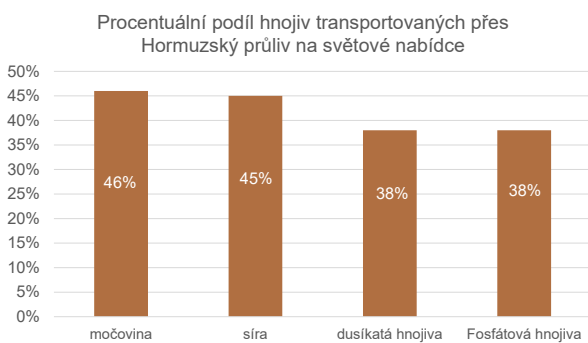
Geografické členění vývozu ropy a zkapalněného zemního plynu přes Hormuzský průliv



Zdroj: UNCTAD

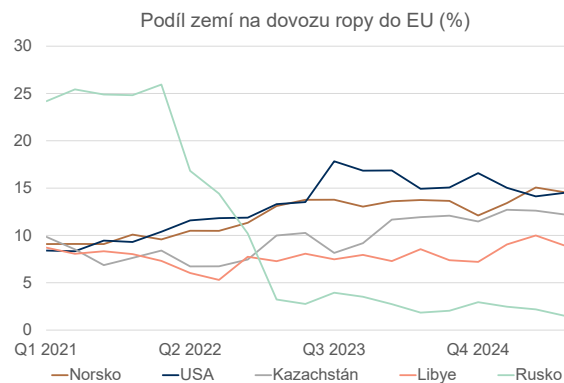
Blízký východ tvoří jen asi 5 % evropského dovozu ropy a u plynu. Aktuální situace se tedy od roku 2022 liší tím, že akutně nehrozí fyzický nedostatek ropy a plynu,

Hormuzský průliv je klíčový pro dopravu hnojiv.



Zdroj: UNCTAD

Evropa se od roku 2022 zbavila závislosti na ruské ropě.

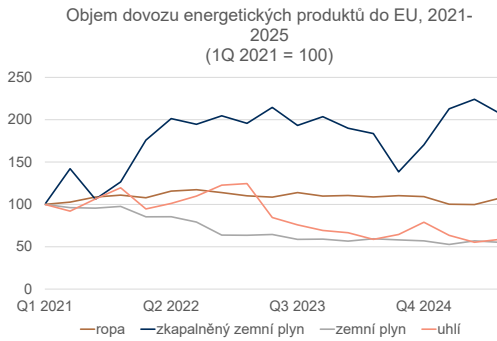


Zdroj: Eurostat, databáze Comext



kteřý v roce 2022 hrozil zejména u plynu. Evropa, včetně České republiky, se po zkušenostech přeorientovala nejen na jiné dovozce, v případě plynu došlo i k většímu důrazu na zkapalněný plyn.

Evropa se rychle dokázala přeorientovat na zkapalněný plyn.



Zdroj: Eurostat, databáze Comext

I když by se mohlo zdát, že závislost Evropy na dovozu ropy a plynu ze zemí Perského zálivu není tak vysoká, jako byla na Rusku v roce 2022, a Evropa by proto nemusela být tolik zasažena, není tomu tak. Cenový šok je značný. Globální cena ropy není určována na základě logistických měřítek, ale na základě tržních parametrů.

Dopady na evropské ekonomiky tak budou jednoznačně proinflační, a pokud bude konflikt i nadále pokračovat, mohou nakonec dokonce převážit protirůstová rizika.

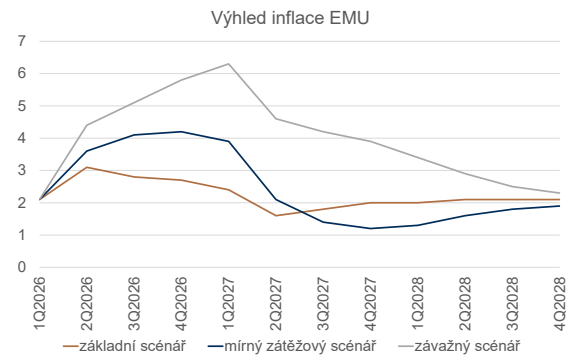
Proinflační rizika se v Evropě projevila bezprostředně již v březnových číslech, protože ceny pohonných hmot reflektují ceny ropy prakticky okamžitě. Březnová inflace se tak z únorových 1,9 % zvýšila na 2,5 %. Naopak v jadrové inflaci se rostoucí ceny ropy prozatím ještě neprojevily. Naopak jadrová inflace v březnu poklesla na 2,3 %. Sekundární efekty růstu cen energií by se měly do jadrové inflace projevit se zpožděním a je možné, že budou přeci jen méně výrazné než v roce 2022, kdy spolu s energetickým šokem Evropa zažívala i zvýšenou poptávku po covidových uzavírkách a také nabídkové cenové tlaky vyplývající z problémů v dodavatelsko-odběratelských vztazích. To má implikace pro měnovou politiku. Vzhledem k současné nízké inflaci a menším poptávkovým tlakům by mohla ECB alespoň prozatím vyčkávat a neměnit nastavení měnových podmínek, na druhou stranu ECB nebude chtít opakovat chybu z roku 2022, kdy se zvyšováním sazeb poněkud zaspala, což pak způsobilo rychlejší růst cen. Již nyní někteří členové Rady guvernérů, například Joachim Nagel, o možnosti zvyšování sazeb mluví. A dokonce prezidentka Lagarde připustila zvýšení sazeb i v případě, že zvýšení inflace bude dočasné. Pokud by se situace na Blízkém východě nezlepšovala, ceny ropy zůstaly vysoké a začaly by se projevovat sekundární efekty (zejména růst cen služeb), je

pravděpodobné, že ECB sáhne ke zvýšení sazeb, i když by tím přiškrtila zpomalující reálnou ekonomiku. Trh změnil svůj výhled a očekává pro letošní rok tři zvýšení sazeb.

Před válkou byly sázky spíše na mírné snížení sazeb.

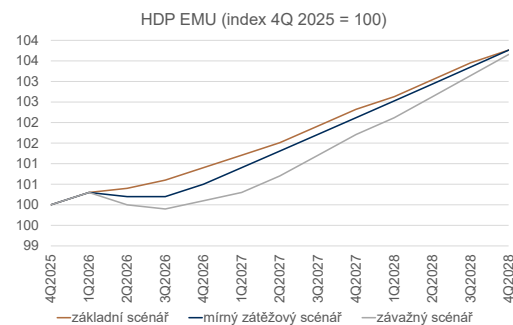
Samotná ECB vytvořila spolu s novou prognózou kromě základního scénáře ještě dva alternativní. Zatímco v základním scénáři počítá jen s dočasným šokem, který zvedne krátkodobě inflaci, ale dopad na růst bude zanedbatelný, dva alternativní scénáře počítají s delším obdobím vysokých cen energií a liší se mírou uzavření Hormuzského průlivu (40% a 60% pokles dopravy přes Hormuz). Zatímco u méně závažného scénáře se dopad liší jen mírně slabším výkonem reálné ekonomiky v letošním roce, závažný scénář, který počítá s dlouhotrvajícím významným uzavřením Hormuzského průmyslu, počítá s výrazným nárůstem inflace nad 4 % pro letošek i následující dva roky a stagnací ekonomiky v roce 2026, ale s návratem k růstu v následujících letech. ECB je tak poměrně optimistická ohledně dopadů energetického šoku na reálnou ekonomiku, což jí otevírá prostor pro případné zvýšení sazeb. Podle našeho názoru by v případě

Dopady závažného scénáře na inflaci implikují možné zvýšení sazeb ECB.



Zdroj: ECB

Alternativní scénáře z dílny ECB počítají s překvapivě malým dopadem na HDP eurozóny.



Zdroj: ECB



dlouhotrvajícího konfliktu mohl být dopad na reálnou ekonomiku výraznější.

Dopady na českou ekonomiku

Česká ekonomika je malá, otevřená, a navíc energeticky náročná. To je kombinace, která nahrává tomu, že dopady rostoucích cen energií mohou být vyšší než u jiných zemí EU. Jak jsme viděli při energetické krizi v roce 2022, průměrná česká inflace se vyšplhala na 15,1 %, zatímco v eurozóně pouze na 8,4 %. To je dáno větší energetickou náročností české ekonomiky i nižší cenovou hladinou (v zemích s vysokou cenovou hladinou, tj. vyššími mzdami a vyššími cenami služeb, představují ceny energií menší procento z běžných nákladů). Bez poptávkových tlaků a problémů v dodavatelsko-odběratelských řetězcích by nemusela inflace teoreticky ani při dlouhodobějším konfliktu vystřelit o tolik jako v roce 2022. Zároveň po nedávné inflační zkušenosti mohou mít firmy tendenci podle aktuálních nákladů zvyšovat ceny a spotřebitelé zvyklí na přepisování ceníků a disponující vyššími úsporami mohou tyto ceny akceptovat. Inflační očekávání se tak mohou ukázat jako méně ukotvená a centrální banka by musela reagovat. Z posledního zasedání ČNB vyplynulo, že centrální banka alespoň prozatím hodlá hlavně vyčkávat a bankovní rada dokonce hodnotí rizika inflačního výhledu jako vyrovnaná. Trh to ale vidí jinak a očekává v letošním

Nejdříve pak ve druhé polovině letošního roku. Vše ale bude záležet na aktuální situaci, která se může měnit ze dne na den.

Dopad dlouhotrvající války v Íránu a souvisejících vysokých cen ropy by se promítl i do růstu reálné ekonomiky. Vyšší ceny energií by se projevily na reálných příjmech domácností a tlumily by spotřebu domácností, která v posledních letech hraje klíčovou roli v ekonomickém růstu. V loňském roce obstarala spotřeba domácností více než polovinu celkového růstu HDP. Dlouhodobě vyšší ceny energií by výrazně pocítil energeticky náročný průmysl, který v posledních letech i bez vysokých cen energií nezažíval nejpříjemnější časy a po covidovém oživení víceméně přešlapoval na místě. Na investice působí obecně negativně i nejistota spojená s geopolitickými konflikty. Jak moc bude reálná ekonomika zasažena, bude záležet na délce a intenzitě konfliktu. Zatím se zdá, že původní sliby Donalda Trumpa o vojenské operaci v délce 4–5 týdnů nebudou naplněny, a i kdyby byl ukončen ozbrojený konflikt, ceny ropy mohou zůstat vyšší ještě nějakou dobu, jelikož budou probíhat opravy válečných škod.

Kvantifikace dopadů na reálnou ekonomiku je velice obtížná. Pokud by se naplnily odhady ECB o minimálním dopadu na ekonomický růst eurozóny, byla by pravděpodobně do značné míry ušetřena i česká ekonomika. Dopad na reálnou ekonomiku v letošním roce by byl jen v řádu několika desetin procentního bodu v porovnání se současným očekáváním růstu. ČNB aktuálně pro letošek počítá s téměř 3% růstem. Stále ale existuje reálné riziko, že konflikt bude dlouhotrvající, a hrozí stagflace.

Trh očekává, že ČNB bude letos zvyšovat sazby



Zdroj: Bloomberg

roce dvě zvýšení sazeb.

Co se týká kvantifikace krátkodobých dopadů na inflaci, lze s určitou dávkou jistoty říci, že inflace se po únorovém propadu na 1,4 % v březnu vrátí ke 2 %.

Pokud by ceny ropy zůstaly okolo 100 USD/barel a postupně by se začaly zvedat ceny plynu pro domácnosti i podniky, inflace by se letos mohla zvýšit nad 2 %. Další akcelerace inflace vycházející z cen plynu, potravin a dalších sekundárních efektů by mohla přijít v roce 2027. Kdy by ČNB začala reagovat? Podle našeho názoru až ve chvíli, kdy by se začaly projevovat sekundární efekty.



Válka na Blízkém východě výrazně mění očekávání ohledně vývoje inflace a měnové politiky. Zatímco se ještě před měsícem spekovalo o snižování sazeb, nyní již trhy započítávají dvě zvýšení sazeb do konce roku. ČNB zatím nechce ani naznačit. Ještě nějakou dobu bude zřejmě vyčkávat, ale dlouhotrvající konflikt by ji mohl ke zvýšení sazeb přesvědčit.

Ekonomická aktivita

První čísla z reálné ekonomiky ukazují na pokračování ekonomického oživení. Průmyslová výroba v lednu meziročně vzrostla o 2,8 % a pokračovala tak v trendu započatém před dvanácti měsíci. Růst byl sice o něco nižší, než očekávaly trhy (meziměsíčně průmyslová výroba poklesla v lednu o 2,6 %), ale pohled na vývoj nových zakázek dává naději, že by se průmyslu mohlo v nejbližších měsících dařit. Hodnota nových zakázek vzrostla o 9,8 %, přičemž rostly jak objednávky ze zahraničí (8,9 % y/y), tak ty tuzemské (11,4 % y/y). Celkově se objem průmyslové produkce pohybuje okolo hodnot před covidem. Pokles stavební výroby v lednu o 1,5 % y/y sice optimisticky nevyznívá, ale zde je třeba brát v úvahu jak vysokou srovnávací základnu, tak méně příznivé počasí v porovnání s lednem 2025.

Co se týká spotřeby domácností, ta, zdá se, by měla být i nadále motorem růstu. V lednu maloobchodní tržby meziročně vzrostly o 5 %, a výrazně tak překonaly očekávání. A překvapivě neklesá ani důvěra spotřebitelů, která podle údajů ČSÚ v březnu dokonce o 2,8 bodu stoupla a drží se výrazně nad dlouhodobým průměrem. Chuť spotřebitelů utrácet tak zůstává silná navzdory rostoucí nezaměstnanosti, která z lednových 5,1 % vzrostla na 5,2 %.

Inflace a centrální banka

Inflace v únoru poklesla na 1,4 %. To je o 0,2 pb nižší hodnota, než jsme očekávali my i trh. Za poklesem inflace

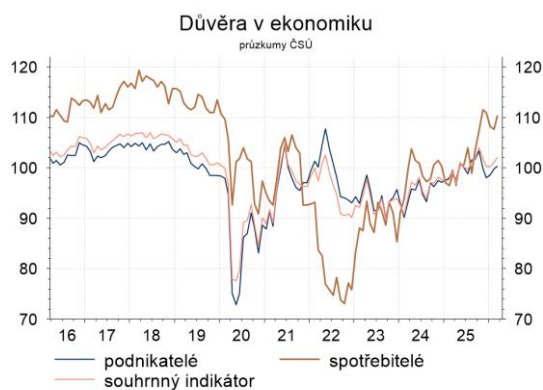
stály opět volatilní potraviny, jejichž ceny poklesly v porovnání s lednem o 1,5 %. V meziročním srovnání rostly potraviny pouze o 0,4 %. Naopak inflace ve službách zůstává nadále zvýšená na 4,5 % y/y, což je sice o 0,2 pb méně než v lednu, ale stále nad hodnotami, které by ČNB považovala slučitelné s 2% inflačním cílem. Z minulých vyjádření centrálních bankéřů vyplývá, že inflaci ve službách by chtěli vidět alespoň o 1 pb níže, než se aktuálně pohybuje. Debaty o snížení sazeb jsou ale nyní již pryč, hlavně s ohledem na aktuální dění na Blízkém východě a jeho vliv na ceny ropy a plynu. Naopak se množí spekulace o případném zvyšování sazeb. Dopad cen ropy totiž bude okamžitý. Ceny pohonných hmot reagují promptně na růst cen ropy, a podle našich propočtů by mohla inflace, pakliže ceny ropy zůstanou mezi 90–100 USD/brl, vzrůst o 0,3 pb, a to již v horizontu jednoho měsíce. Jedná se ale čistě o nabídkový šok, na který by centrální banka reagovat neměla. Ta by reagovala až na sekundární efekty, které by podle našeho názoru neměly být tak velké jako po pandemii, kdy velkou roli hrálo uspokojování poptávky po covidových uzavírkách i problémy v dodavatelsko-odběratelských vztazích.

Náš základní scénář tak prozatím neměníme a stále očekáváme stabilitu sazeb po celý letošní rok. To ostatně potvrdilo i poslední zasedání ČNB, na kterém podle očekávání panovala jednomyslná shoda o ponechání sazeb beze změny. Bankovní rada navíc překvapivě stále hodnotí rizika prognózy jako vyrovnaná a guvernér Michl na tiskové konferenci zdůrazňoval, že ČNB je v lepší pozici, než byla v roce 2022. Pokud ale bude konflikt na Blízkém východě dlouhodobý, může se situace ve druhé polovině roku změnit. Každopádně rizika našeho výhledu jsou vychýlena směrem k vyšším sazbám.

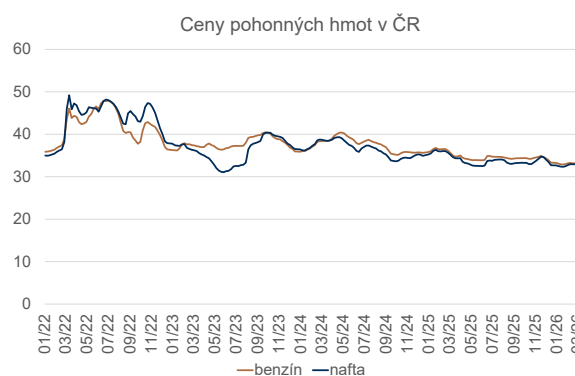
Rizika

Aktuální riziko pramení zejména z války na Blízkém východě. Z dlouhodobého hlediska je tato válka proinflační a protirůstová. V horizontu několika měsíců jsou větší proinflační rizika, ale dlouhodobější konflikt může způsobit, že převáží protirůstové faktory.

Nálada spotřebitelů i podnikatelů zůstává pozitivní navzdory konfliktu na Blízkém Východě.



Ceny pohonných hmot výrazně vzrostly, což se projeví již v březnové inflaci.



Válka na Blízkém východě přepisuje předpovědi růstu i inflace v eurozóně. Kvantifikace dopadů je ale vzhledem k nejasnostem ohledně dalšího vývoje nemožná. Každopádně ECB se alespoň prozatím, podle svých předpovědí, neobává ani tak protirůstových dopadů, jako těch proinflačních, a podle slov prezidentky Lagarde je připravena zvyšovat sazby i v případě dočasného inflačního růstu.

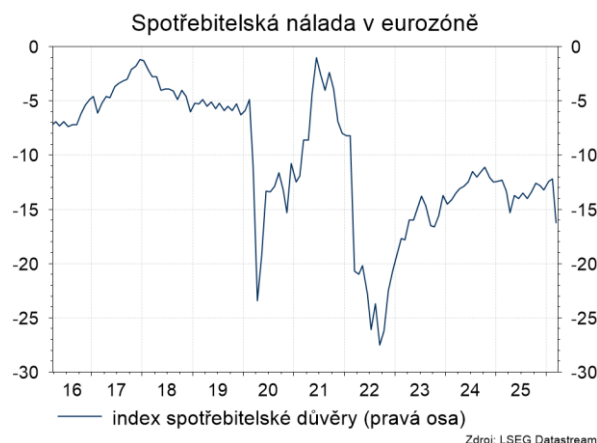
Ekonomická aktivita

Dlouho očekávané oživení eurozóny je ohroženo děním na Blízkém východě. V datech z reálné ekonomiky se samozřejmě konflikt zatím neprojevil, ale překvapivě málo se projevil i na předstihových indikátorech. Index nákupních manažerů PMI ve zpracovatelském průmyslu v březnu dokonce vzrostl na 51,4 bodu, což je zajímavý výsledek, když vezmeme v úvahu, že ceny ropy i plynu budou ještě nějakou dobu zcela jistě zvýšené, což pro energeticky náročný průmysl není dobrá zpráva. Naopak spotřebitelská nálada klesla okamžitě. Podle šetření Evropské komise klesla důvěra spotřebitelů na -16,3 bodu, což je nižší hodnota než v dubnu minulého roku, kdy Donald Trump oznámil reciproční cla na vývoz do USA. Je vidět, že spotřebitelé jsou na hrozbu inflace velmi citliví. Výrazně se také propadl německý index ZEW i Ifo. Dopad konfliktu na Blízkém východě bude záležet na jeho délce a intenzitě, každopádně původní optimistické předpovědi pro letošní oživení se zdaleka nemusí naplnit, což se již ukazuje na dění na finančních trzích.

Inflace a centrální banka

Nová prognóza z dílny ECB zvyšuje výhled inflace pro letošní rok o 0,7 pb na 2,6 %, za předpokladu průměrné ceny ropy 81,3 USD/barel a plynu 46,4 EUR/MWh. I

Spotřebitelská důvěra reagovala na konflikt na Blízkém východě okamžitě.

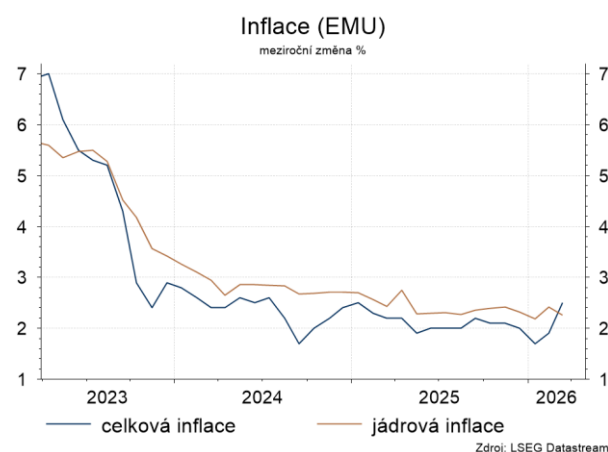


v dalších letech by inflace měla zůstat zvýšená. To ukazuje, že ECB počítá s promítnutím vysokých cen energií i do jádrové inflace. Vzhledem k nejistotě, která panuje ohledně délky a intenzity konfliktu, vypracovala ECB dva alternativní scénáře, ve kterých je cena ropy o poznání vyšší. Závažný scénář počítá s cenou ropy až na 145 USD/barel a tomu odpovídá růst inflace nad 6 % v 1. čtvrtletí příštího roku. Od inflace se bude samozřejmě odvíjet i měnová politika ECB. Prezidentka ECB Lagarde na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání nechtěla předjímat další kroky centrální banky, ale zdůraznila, že výchozí pozice ECB je nyní lepší, než byla při energetické krizi v roce 2022 v souvislosti s válkou na Ukrajině nejen díky nižší celkové inflaci, ale i díky poptávce, která na rozdíl od roku 2022 není tak silná, zároveň však varovala před neukotvenými inflačními očekáváními po nedávném období zvýšené inflace. Na druhou stranu v projevu na každoroční konferenci „ECB and Its Watchers“ na konci března Lagarde prohlásila, že je ECB připravena zvyšovat sazby, i kdyby růst inflace měl být jen dočasný. Vzhledem k tomu, že ceny ropy a plynu jen tak dolů nepůjdou, měníme náš základní scénář ze stabilních sazeb pro letošní rok na jedno zvýšení sazeb ve druhé polovině roku. Trh je ve svém hodnocení o poznání agresivnější a do konce roku čeká tři zvýšení sazeb.

Rizika

Rizikem číslo jedna je konflikt na Blízkém východě a s ním spojený růst cen ropy, plynu a dalších komodit. S délkou konfliktu se zvyšuje i pravděpodobnost, že se konflikt v Íránu projeví i jinak než jen zvýšenými cenami pohonných hmot, mj. nedostatkem některých produktů i sekundárními efekty v růstu cen.

Ceny pohonných hmot se projeví na růstu celkové inflace v březnu.

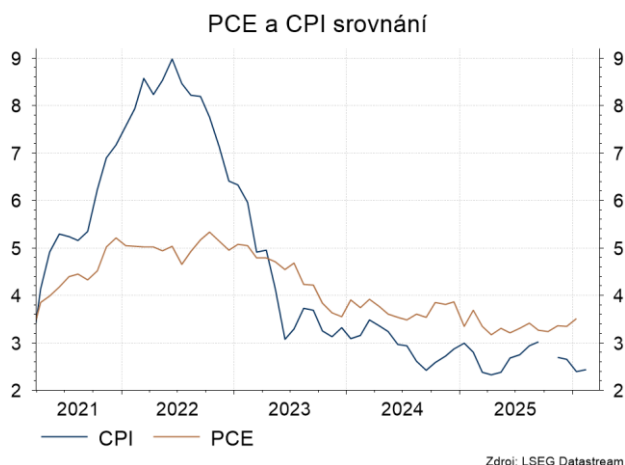


Data zveřejňovaná v průběhu března sice ukazovala na stabilní a poměrně dobrý stav ekonomiky, ale pozornost investorů byla plně soustředěna na dění na Blízkém východě, kde USA a Izrael letecky zaútočily na Írán, načež Írán odpověděl raketovými a dronovými útoky na státy v oblasti Perského zálivu. Následné faktické zablokování dopravy Hormuzským průlivem a poškození ropné a plynové infrastruktury vedlo k nejhroší ropné krizi od sedmdesátých let. USA sice nehrozí nedostatek ropy ani plynu, naopak mohou více vyvážet, ale vysoké ceny obou surovin budou mít na ekonomiku negativní vliv.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce překvapila tentokrát jednoznačně negativně – změna počtu zaměstnanců byla záporná a vzrostla míra nezaměstnanosti. Data sice byla ovlivněna mrazivým počasím a stávkami, ale i po započtení jejich vlivu šlo o varovný signál. Trh práce je stále na úrovni, která je blízka plné zaměstnanosti, avšak trend je negativní – snižuje se nabídka pracovních míst a s výjimkou zdravotnictví a vzdělávání počet pracovníků v ostatních sektorech v nejlepším případě prakticky stagnuje. Fed však není znepokojen, situaci na trhu práce hodnotí jako stabilní a ve své prognóze čeká míru nezaměstnanosti poblíž současných hodnot i v příštích dvou letech. Konjunkturální indikátory ISM byly optimistické jak pro výrobní, tak pro nevýrobní sektor, navíc silně rostly nové objednávky, což naznačuje další zesílení ekonomické aktivity. Osobní spotřeba rostla slabě, vyšší ceny benzínu a obavy z návratu vysoké inflace kvůli válce s Íránem ji mohou negativně ovlivnit. Slabší osobní spotřeba by mohla vést k nižšímu růstu HDP. Průmyslová produkce se vyvíjela dobře, především díky investicím do AI infrastruktury.

CPI klesá, ale Fed preferuje PCE index, proto očekáváme, že Fed již letos sazby nesníží.



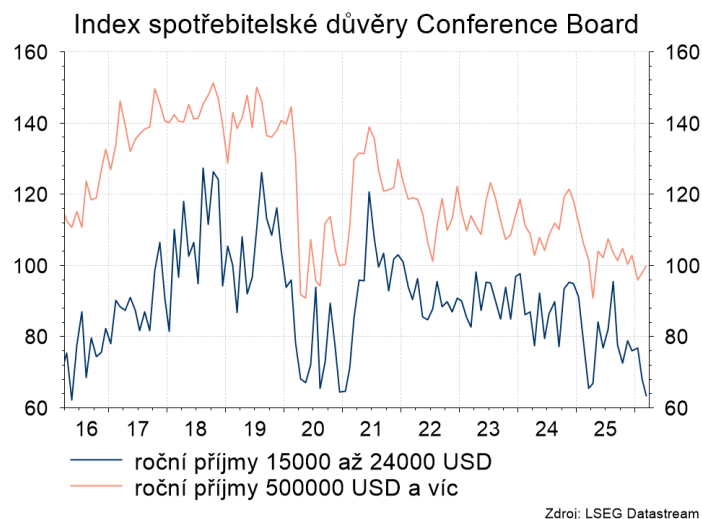
Inflace a centrální banka

V březnu pokračoval výrazný rozkol mezi CPI a PCE. CPI bylo opět relativně nízké a PCE naopak relativně vysoké, což je důležité pro Fed, protože jádrový inflační index PCE je preferovaný inflační ukazatel Fedu. Pokračoval také výrazný růst PPI, což indikuje vysoké riziko zrychlení i u maloobchodní inflace. Situaci navíc výrazně zhoršuje ropný šok a růst cen energií. Fed se v nejisté situaci rozhodl vyčkávat – prohlášení po březnovém zasedání FOMC pouze konstatovalo zvyšující se míru nejistoty. Předpovědi ukazují na pokračující očekávání solidního růstu a pouze mírný a dočasný dopad na ceny. Názory jednotlivých členů FOMC se však liší: někteří připouštějí možnost růstu sazeb v případě zhoršování situace, přestože konsensus počítá pro letošek s jedním snížením sazeb. Tržní očekávání vývoje sazeb jsou nestabilní a reagují citlivě na vývoj geopolitické situace. Trh se evidentně obává inflace, což vedlo k tomu, že futures na federální fondy momentálně pro letošek nepočítají se žádným snížením. My při velmi vysoké nejistotě měníme naše očekávání na stabilní sazby po celý letošní rok. Pokud se však bude narušení dopravy přes Hormuz protahovat, a tím pádem porostou inflační rizika, bude se náš odhad přesunovat směrem nahoru.

Rizika

Válka v oblasti Perského zálivu začala na samém konci února, takže jsme ji už nestihli komentovat v minulém měsíčníku. Momentálně jde o jednoznačně největší zdroj politického a ekonomického rizika s potenciálně vážnými dopady na celou globální ekonomiku. USA sice bezprostředně nejsou ohroženy nedostatkem energie, ale dopady pocítí také.

Důvěra klesá hlavně u vysokopříjmových skupin obyvatel.



EUR/USD

Vývoj kurzu v březnu dominantně ovlivnil vojenský konflikt mezi USA a Izraelem na jedné straně a Íránem na straně druhé. Kromě bojujících stran však do něj byly přímo zapojeny i další státy v oblasti Perského zálivu kvůli raketovému a dronovému ostřelování ze strany Íránu a nepřímo, přes důsledky zablokování Hormuzského průlivu, řada dalších států postižených výpadky dodávek klíčových energetických surovin. Dolar opět jednou posloužil jako bezpečný přístav částečně kvůli tomu, že USA nebudou narušením dodávek energií bezprostředně postiženy, částečně kvůli stahování kapitálu z rozvíjejících se trhů. Výnosy dluhopisů rostly na obou stranách Atlantiku a u obou centrálních bank se směrem nahoru posunula očekávání vývoje jejich úrokových sazeb. Obavy z inflace a růstu sazeb jsou však citelně větší v Evropě, což by mohlo časem vést k obratu březnového posílení dolaru. Že by tento odhad mohl být správný, naznačují i reakce trhu na jakoukoliv informaci signalizující možnost ukončení konfliktu, a tedy ukončení toků do bezpečí a následně odliv kapitálu zpět ven z USA.

EUR/CZK

Nejistota kvůli válce v Íránu zasáhla českou korunu překvapivě slabě. Koruna s rostoucí nervozitou na finančních trzích a posilujícím dolarem sice oslabovala, ale méně, než bychom s takovou averzí vůči riziku očekávali. Na začátku března oslabila z hodnot okolo 24,25 EUR/CZK na 24,4 EUR/CZK. V průběhu března pak pozvolna ztrácela a březnové obchodování ukončila na hodnotách kolem 24,54 EUR/CZK. Oslabování koruny bylo srovnatelné s pohyby polského zlotého, ale výrazně menší než oslabení maďarského forintu.

Zdá se, že konflikt na Blízkém východě nespěje ke konci, naopak stále více hrozí jeho rozšíření. Dlouhotrvající nejistota, vysoké ceny ropy a hrozící zvyšování sazeb ECB koruně do karet hrát nebude. Domníváme se, že koruna by měla v následujícím měsíci zůstat pod tlakem a nadále postupně oslabovat. Jak se bude kurz vyvíjet dále, bude záležet především na vývoji rizikové averze. Pro případné posílení koruny by muselo dojít k pozitivnímu vývoji v Perském zálivu nebo ke zvýšení sazeb ČNB. Ani jedno v následujícím měsíci neočekáváme.

Dluhopisy

Útok USA a Izraele na Írán odstartoval trend růstu výnosů, který posunul výnosové křivky státních dluhopisů jak v USA, tak v Evropě výrazně nahoru. Výnosy v USA sice v bezprostřední reakci klesly (pod 4 % u desetiletého dluhopisu) kvůli odlivu prostředků do bezpečí, ale velice rychle převládly obavy z negativních dopadů prudkého růstu cen ropy na inflaci. V závěru měsíce kolísala desetiletý

americký výnos poblíž 4,40 %, což znamená růst výnosů o zhruba 40 bb v průběhu měsíce. Německý desetiletý výnos v závěru měsíce testoval psychologicky důležitou úroveň 3,00 %. Dostal se tak nad úroveň z období inflační vlny. Naposledy se na srovnatelných úrovních nacházel v roce 2011. Vývoj na dluhopisových trzích bude i v dubnu záviset především na průběhu konfliktu na Blízkém východě. Protahování konfliktu bude na jedné straně zhoršovat vyhlídky inflace a na druhé straně růstu, půjde tedy o zvyšování pravděpodobnosti „stagflačního scénáře“, tj. vysoce nepříjemné situace pro centrální banky. Čím déle bude trvat konflikt a související vysoké ceny ropy, tím bude pravděpodobnější zvýšení sazeb, přičemž ECB by zřejmě reagovala rychleji než Fed (má aktuálně citelně nižší sazby, a tedy menší rezervu). Největší hrozbou pro centrální banky a důvodem, proč nemusí se zvýšením sazeb dlouho váhat, je kombinace inflačního šoku a stále nepřilíš ukotvených inflačních očekávání po předchozí inflační vlně. Teoreticky by měl být víc zasažen krátký konec křivek, dlouhý by měl reagovat i na riziko podstatného poklesu růstu, což v dlouhodobějším horizontu (po zvládnutí inflace) implikuje možnost podstatného poklesu sazeb, tedy nižší průměrné sazby v dlouhém horizontu. Křivky by tedy měly zplošťovat a v extrému by mohly přejít do inverze.

Ke zploštění křivek už částečně došlo kvůli výraznějšímu růstu výnosů na jejich krátkém konci. Rizikovým scénářem je podstatná nestabilita na finančních trzích (kombinace vyhocení problémů v oblasti soukromých půjček a prasknutí AI bubliny), což by přinutilo centrální banky přejít do funkce stabilizátoru finančního systému, tedy dodat likviditu a snížit velmi rychle sazby. Takovýto scénář by měl vést k podstatnému obecnému poklesu výnosových křivek na vyspělých trzích.

K výraznému růstu výnosů v reakci na vyostření krize kolem Íránu došlo i v České republice. Trh navíc začal započítávat agresivní zvyšování sazeb (tři zvýšení) ČNB, což je podle našeho názoru za současné situace nerealistické. V měsíčním horizontu by měl vývoj na českém dluhopisovém trhu dominantně určovat vývoj ve světě, konkrétně krize kolem Íránu.

Akcie

Také světové akciové trhy byly v březnu primárně ovlivněny vypuknutím války na Blízkém východě. Jejich reakce byla logická – pokles, protože jde o rizikové aktivum citlivé na výkyvy výkonosti ekonomiky, a navíc hrozí i zvýšení sazeb, což také akciím nesvědčí. Pozoruhodný nebyl ani tak samotný pokles, jako spíše jeho relativně pozvolný průběh a zatím nijak extrémní rozsah. Vzhledem k vážnosti situace, očekávaným ekonomickým dopadům, riziku eskalace i souběžným problémům, které sužovaly akciový trh už v přechodících měsících (soukromý dluh, obavy z AI bubliny), by se dala čekat daleko prudší reakce v obvyklém stylu „nejdřív prodávej, pak zjišťuj, co se děje“. Vypadá to, že se investoři tentokrát (a výjimečně) rozhodli být



nezdolnými optimisty a věří, že válka nebude trvat dlouho a ekonomické dopady budou poměrně omezené. Z toho ovšem plyne riziko, že pokud válka opravdu brzo neskončí, trh najednou s podstatným zpožděním zpanikaří. Podnět by mohl přijít od kumulujících se problémů v oblasti soukromých investic, negativní informace od velkého hráče v oblasti AI nebo i od razantního jestřábího obratu Fedu nebo ECB. V každém případě jsou vyhlídky v měsíčním horizontu nevalné a riziko dalšího, i podstatného, poklesu vysoké. Pokud by však skutečně došlo k deeskalaci a k otevření Hormuzského průlivu pro lodní dopravu a zároveň by se nezhoršily ostatní problémy, mohl by být návrat k úrovním před začátkem otevřeného konfliktu velmi rychlý. Vzhledem k aktuálnímu vývoji (především odmítání jednání ze strany Íránu) je však tato alternativa málo pravděpodobná.

Pražská burza v červnu následovala vývoj ve světě. Lehce nad nulou se podařilo udržet jen ČEZu a Coltu. Z velkých společností nejvíce klesaly Erste bank a Komerční banka, úplně největší pokles zaznamenala cena akcií společnosti Gevorkyan. Pražská burza by v dubnu měla zůstat ve vleku vývoje ve světě, to znamená, že naším základním scénářem je další pokles s rizikem paniky a rizikovým scénářem je zotavení navazující na alespoň částečné uklidnění situace na Blízkém východě.

Kredit

Raněným světovým trhům složitě odolávajícím krizi v sektoru private credit podrazila „Epická zuřivost“ obě nohy najednou. V pondělí po zahájení vojenské operace nebyl, vyjma tvůrců trhu, jediný kupující ani na trhu českých státních dluhopisů. Úrokové swapy vyskočily o desítky bodů a kdo mohl, ten jakoukoliv připravovanou nabídku dluhopisů odložil. Takové štěstí nicméně nepotkalo autora moderní Brumlovky. Společnost Passerinvest prostřednictvím 4 bank nabídla pětiletý dluhopis s ročním výnosem na úrovni 6,50 %, což v době zahájení nabídky odpovídalo kreditnímu spreadu těsně pod 300 bb. O týden později už ale nedosahoval ani 200 bb a kvarteto vedoucích spolumanažerů tak čelilo opravdu nelehké výzvě. Bylo totiž nad slunce jasné, že o plnění knihy objednávek se postarají výlučně pokyny od fyzických osob, pro jejichž rozhodování je absolutní výnos zdaleka nejdůležitějším kritériem. Do těchto rozbourěných vod vyplul i Max Realitní Fond, který pod vlajkou J&T Banky vyrazil pro 1,25 mld. korun. Výnos byl opět nastaven na 6,50 %, ale naději, že i tento projekt nakonec najde klid domovského přístavu, nám dává hlavně robustní struktura zajištění.

Odvahu srovnatelnou s kapitánem tankeru v Hormuzském průplavu pak projevuje skupina J&T, která se rozhodla znovu pokoušet štěstí a pro svoji investiční divizi J&T Private Equity Group připravila hned 4 dluhopisové tranše. Korunové a eurové dluhopisy, každý se splatností jednoho a pěti let, jsou zajištěny investičními

akciemi fondu J&T Arch. Výnos pro korunové dluhopisy je stanoven na 5,75 % a 6,75 %, u eurových pak o jeden procentní bod níže. Celkově může skupina umístit až 2,5 mld. korun, respektive 50 mil. eur pro každou z tranš. Výsledek této zajímavé akce se dozvíme až v průběhu dubna.

Komodity

Útok Izraele a USA na Írán odstartoval dramatický růst ceny ropy a zemního plynu. Kromě výrazně vyšší cenové úrovně březnu dominovala také extrémní volatilita v reakci na přicházející informace – příkladem byl zejména konec první dekády měsíce, kdy cena ropy vystřelila z 80 až ke 120 USD/brl, aby vzápětí spadla k 85 USD/brl. Kromě samotného průběhu konfliktu hrály ve vývoji ceny ropy velkou roli také komunikace prezidenta Trumpa na jedné straně a Íránských činitelů na straně druhé, uvolnění strategických rezerv v rámci IEA a především měnící se vyhlídky na uzavření a následné zprůchodnění Hormuzského průlivu. Roli hrálo také zmírnění amerických sankcí týkajících se vývozu ropy z Ruska ve snaze zmírnit nedostatek ropy na trhu. Z dlouhodobého hlediska je důležité kumulující se poškození ropné infrastruktury v oblasti Perského zálivu, které bude prodlužovat dopad současných událostí na dlouhé měsíce až několik let. Řada států zejména v Asii už nyní pociťuje nedostatek ropy a ropných produktů a pokud se bude výpadek zhruba 15 % světové produkce prodlužovat, může se tento nedostatek týkat i EU. Už nyní téměř dvojnásobná cena ropy proti situaci před konfliktem může dále růst, a to i výrazně. Momentálně je konec konfliktu v nedohlednu, když se stanoviska bojujících stran podstatně rozcházejí. Trump vyhrožuje eskalací, i když zatím každé svoje ultimátum odsunul. Írán vyhrožuje rozšířením útoků na infrastrukturu v Zálivu. A Izrael pokračuje v intenzivním bombardování Íránu. Za této situace je nejrealističtější očekávání udržení ceny ropy nad 100 USD/brl s rizikem růstu nad lokální maximum 120 USD/brl. Zklidnění (deeskalaci) situace sice nelze vyloučit, ale šlo by o příjemné překvapení s malou pravděpodobností.

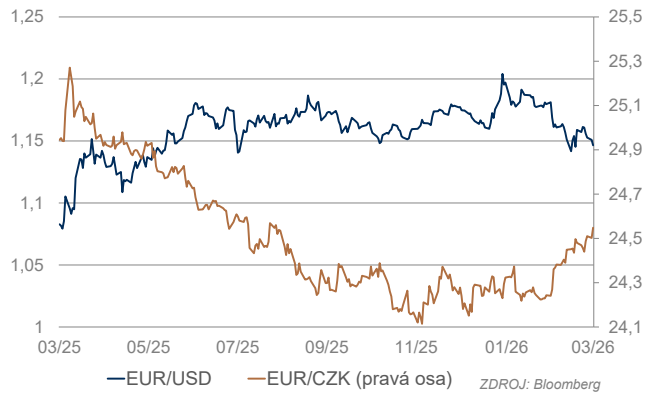
Cena zlata reagovala na vyhrocení krize kolem Íránu poněkud překvapivě: místo zesílení toků do bezpečí, a tedy tlaku na růst ceny, došlo naopak k jejímu citelnému propadu. Důvodem tohoto vývoje pravděpodobně byla především akutní potřeba likvidity a předchozí silný růst ceny zlata. Tato kombinace motivovala k vybírání zisků. Ke konci měsíce se navíc objevila informace, že Turecko využívá své zlaté rezervy k podpoře liry, která se ocitla pod tlakem kvůli zhoršení geopolitické situace. Dodatečným motivem pro menší zájem o zlato může být i obava z dopadu růstu sazeb centrálních bank kvůli inflaci vyvolané prudkým růstem ceny ropy, což by snížilo atraktivitu zlata, které neneso žádný výnos. Přestože je aktuální pokles ceny zlata poměrně dramatický, i když jde stále jen o korekci na předchozím extrémním růstovém



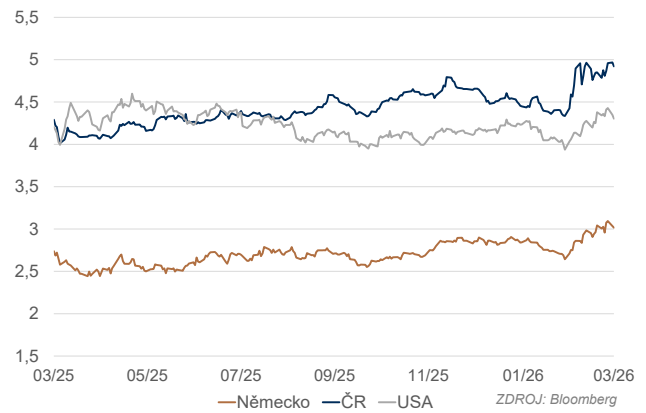
trendu, mohl by být dlouhodobý dopad aktuálního vývoje pro zlato pozitivní. Geopolitická nestabilita a nejistota jen posiluje motivaci k držení zlata jako ultimátního fyzického bezpečného aktiva, což by mělo platit jak pro institucionální investory včetně centrálních bank, tak pro maloobchodní sektor.



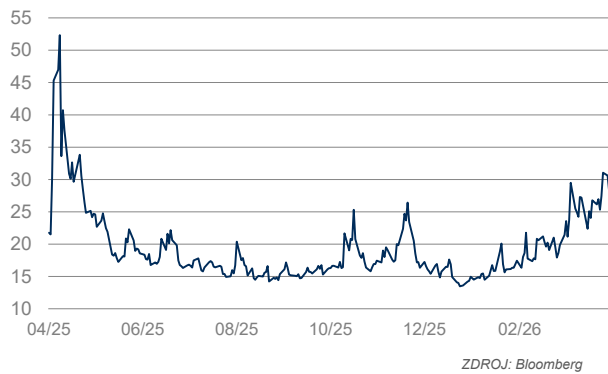
Devizové kurzy



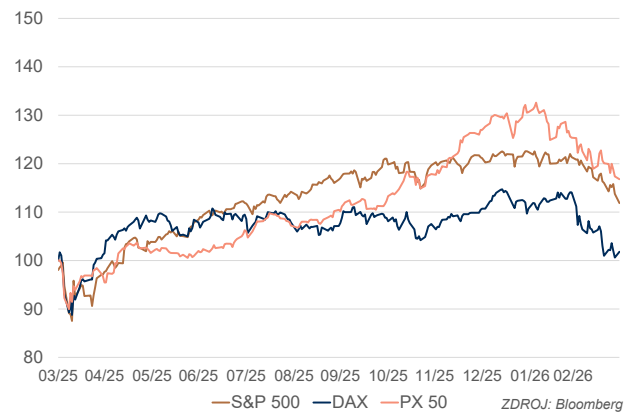
Dluhopisy (10 let)



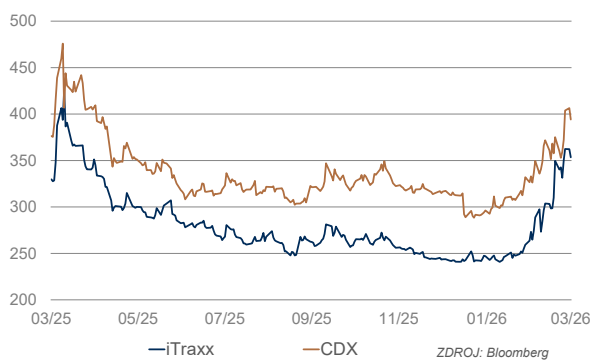
Index volatility VIX



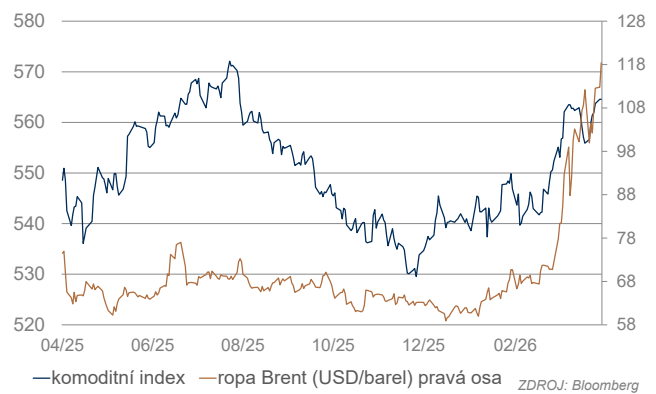
Akciové indexy (1.4. 2025 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	M-12	M-1	SOUČASNÁ HODNOTA	3 M		6 M		12 M	
				ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*	ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	4,25-4,50	3,50-3,75	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	→	3,50 - 3,75	→	3,50 - 3,75	→
ECB	3,25	2,00	2,00	2	→	2,25	↑	2,5	↑
ČNB	3,75	3,50	3,50	3,50	→	3,5	→	3,50	→
KURZY									
EUR/USD	1,08	1,17	1,15	1,15	→	1,16	↑	1,18	↑
EUR/CZK	25,0	24,3	24,5	24,6	↑	24,7	↑	24,5	↓
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	3,88	3,37	3,77	3,8	→	3,8	→	3,7	↓
US dluhopis 10y	4,21	3,94	4,30	4,3	→	4,3	→	4,2	↓
Něm. dluhopis 2y	2,05	2,00	2,62	2,6	→	2,6	→	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	2,74	2,64	3,02	3,0	→	3,0	→	2,9	↓
České dluhopisy 2y	3,48	3,44	4,08	4,1	→	4,1	→	4,0	↓
České dluhopisy 10y	4,29	4,34	4,83	4,8	→	4,8	→	4,7	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	376,3	326,6	395,3	375	↓	350	↓	335	↓
EMU iTraxx 5y	329,7	263,6	353,5	335	↓	345	↑	340	↓
AKCIE									
S&P 500	5611,9	6878,9	6414,9					7100	↑
Eurostoxx 50	5248,4	6138,4	5581,0					6000	↑
DAX	22163,5	25284,3	22772,3					24800	↑
CSI 300	3887,7	4710,7	4450,1					4800	↑
PX 50	2106,5	2651,9	2510,5					2750	↑

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



Hlavní makroekonomické ukazatele

Česká republika

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

Evropská měnová unie

	2025				2026*				2024	2025*	2026*	2027*
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1*	Q2*	Q3*	Q4*				
HDP (% y/y)	1,6	1,6	1,4	1,2	0,9	1,1	1,2	1,2	0,9	1,5	0,9	1,3
soukromá spotřeba	1,6	1,7	1,4	1,3	1,2	1,2	1,3	1,2	1,4	1,5	1,2	1,3
vládní spotřeba	1,9	1,4	1,5	1,4	1,8	1,8	1,5	1,4	2,3	1,4	1,6	1,3
investice	2,4	3,6	3,3	3,1	0,5	2,5	1,9	2,1	-2,5	3,1	1,9	2,4
dovoz	4,0	2,8	4,2	3,9	2,0	2,5	1,7	2,3	-0,1	3,6	2,1	2,2
vývoz	2,7	0,7	2,9	2,4	0,6	1,5	1,2	1,7	0,5	2,1	1,3	2,0
nezaměstnanost (%)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	6,2	6,2	6,3	6,3	6,2	6,1
inflace (% y/y)	2,3	2,0	2,1	2,1	2,1	3,1	2,8	2,7	2,4	2,1	2,6	2,0
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)	2,4	2,1	1,8	1,6	1,4	1,7	1,6	1,7	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	2,1	2,8	2,4	1,8	2,1	2,8	2,1	2,5	2,0
soukromá spotřeba	3,1	2,7	2,6	2,1	2,5	2,4	1,9	1,9	2,9	2,6	2,2	2,0
vládní spotřeba	2,7	1,9	1,1	-1,2	-0,2	0,1	-0,2	1,5	3,8	1,1	1,2	1,0
investice	5,8	0,0	-0,2	2,4	-2,1	2,5	3,5	3,6	3,0	2,0	2,5	3,6
dovoz	13,2	1,8	-1,8	-2,0	-9,0	-0,1	1,6	2,6	5,8	2,7	-1,2	2,3
vývoz	2,2	1,5	1,7	1,1	1,3	2,2	0,4	1,7	3,6	1,6	2,1	2,1
nezaměstnanost (%)	4,1	4,2	4,3	4,5	4,4	4,5	4,4	4,4	4,0	4,3	4,4	4,3
inflace (CPI % y/y)	2,7	2,5	2,9	2,7	2,6	2,8	2,6	2,6	3,0	2,7	2,7	2,5
jádrová inflace (PCE % y/y)	2,8	2,7	2,9	2,9	2,8	2,8	2,7	2,6	2,9	2,8	2,7	2,3
běžný účet (% HDP)	-4,5	-4,4	-4,0	-3,6	-2,9	-2,9	-2,9	-3,0	-4,1	-3,6	-3,2	-3,2
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,0	-6,3	-5,8	-5,4	-5,9	-6,2	-6,7	-6,7	-6,9	-6,0	-6,2	-6,3
vládní dluh (% HDP)	97,8	98,1	99,9	100,1	100,9	101,2	102,1	103,0	99,6	100,2	101,6	103,7

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

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

Ľuboš Mokráš

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

Barbora Skřípská

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

Tomáš Krejčí

ODBOR SALES PRO KORPORÁTNÍ A MUNICIPALNÍ KLIENTY
+420 224 175 837
tkrejci@ppfbanka.cz

Dušan Jalový

ODBOR SALES PRO INSTITUCIONÁLNÍ KLIENTY
+420 224 175 790
djalovy@ppfbanka.cz

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.

