PPF Banka

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Dopady války v Íránu na finanční trhy

ČR ekonomika v prvním čtvrtletí nečekaně zpomalila

EMU inflace vzrostla na 3 %, ECB zatím sazby nezměnila

USA růst ekonomiky byl v prvním čtvrtletí solidní

květen 2026

www.ppfbanka.cz

Magdalena Středová, Ľuboš Mokráš

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

V minulém tématu měsíce jsme se věnovali ekonomickým dopadům útoku Spojených států amerických a Izraele na Írán. Tentokrát se zaměříme na reakci finančních trhů: jak výrazná byla, nakolik se lišila od reakcí v obdobných geopolitických epizodách v minulosti, čím lze tyto rozdíly vysvětlit a jaké mohou mít pohyby na finančních trzích širší dopady na světovou ekonomiku.

Dopady války v Íránu na finanční trhy

K útoku Spojených států a Izraele na Írán došlo v době, která už tak není chudá na významné ekonomické šoky (rusko-ukrajinská válka, Trumpova cla, zhoršování vztahů mezi USA a EU, očekávané ekonomické důsledky nástupu AI, obavy o stav sektoru soukromých úvěrů v USA). Všechny měly významné dopady na chování klíčových finančních instrumentů a také začátek další války v oblasti Perského zálivu měl pro finanční trhy podstatné důsledky.

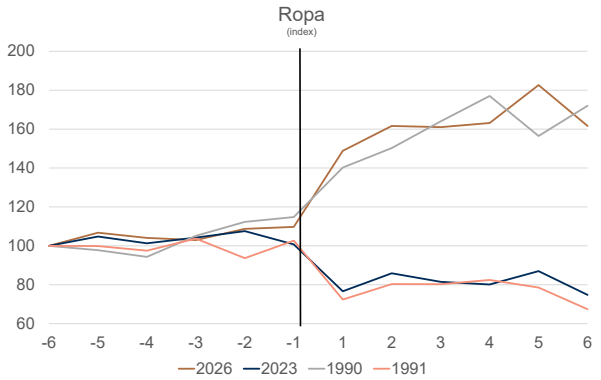
Úvod

Aktuální vývoj na finančních trzích v tomto tématu měsíce porovnáme v historickém kontextu s vývojem na finančních trzích při srovnatelných událostech: obsazení a anexi Kuvajtu Saddámem Husajnem v roce 1990 (v grafech jako 1990); tzv. první válce v Zálivu zahájené aliancí pod vedením USA na začátku roku 1991 s cílem obnovit status quo, tedy nezávislost Kuvajtu (v grafech jako 1991); tzv. druhé válce v Zálivu vedené USA s cílem zničit režim Saddáma Husajna v roce 2003 (v grafech jako 2003) a konečně při aktuálním útoku USA a Izraele na Írán (v grafech jako 2026). Grafy ukazují vývoj po týdnech.

Všechny tyto konflikty ohrozily dodávky ropy z regionu, avšak jen poslední z nich vedl ke skutečně podstatnému výpadku. Porovnání v historickém kontextu nám umožní posoudit, proč investoři aktuálně reagovali tak, jak reagovali, jaký může mít reakce finančních trhů dopad na reálnou ekonomiku a jaký může být další vývoj na finančních trzích.

Reakce ropy

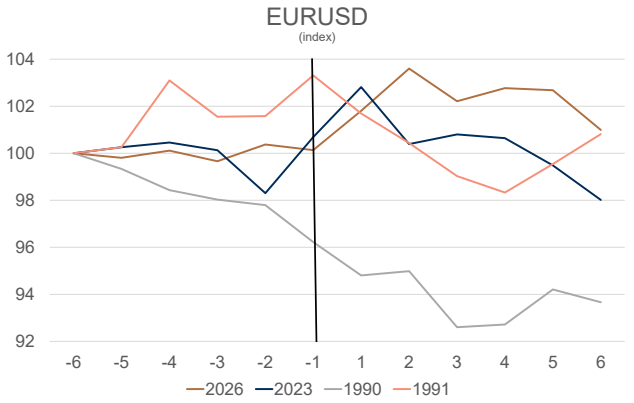
Nejpřímočařejší reakci na útok USA a Izraele na Írán má logicky ropa, protože region Perského zálivu je pro tuto komoditu klíčovou produkční oblastí.



Zdroj: Bloomberg, PPF banka

Následující graf ukazuje reakci cen ropy na válečné konflikty. Je z něj vidět, že bezprostřední reakce na konflikt se výrazně lišila mezi Husajnovou anexí Kuvajtu a Trumpovým útokem na Írán na jedné straně a oběma válkami v Zálivu na straně druhé. Tato odlišnost je vysvětlitelná stavem očekávání investorů před začátkem konfliktu. Husajnova anexe Kuvajtu byla nečekaná a vytvořila nové významné riziko narušení dodávek ropy. Zejména v počátečním období panovala značná nejistota ohledně dalšího vývoje situace. Relativně brzy však začalo být jasné, že se USA a jejich spojenci s Husajnovým krokem nesmíří a neakceptují ho. Přípravy na zahájení první války v Zálivu byly jednoznačné, bylo jenom otázkou času, kdy dojde k zahájení vojenské operace. Když tato operace začala, znamenalo to snížení nejistoty a očekávaný návrat k normalizaci, tedy ke stavu před anexí, což bylo z hlediska investorů pozitivní. Proto ceny ropy reagovaly poklesem. Velmi podobná byla situace v případě druhé války v Zálivu. Přípravy na konflikt byly také signalizovány dlouho dopředu a investoři s ním počítali. Nejistý byl jeho průběh a dopady, ale jak ukazuje tržní reakce, investoři po zahájení konfliktu opět věřili v rychlé a pozitivní vyřešení situace, které povede ke snížení rizika a nejistoty. Tento historický kontext nám umožňuje posoudit tržní reakci na začátek aktuálního konfliktu. V první řadě je zřejmé, že investoři s aktuálním konfliktem v tomto rozsahu a podobě nepočítali. Napětí kolem Íránu sice vedlo k vytvoření rizikové prémie, a tedy růstu cen ropy, ale skok ceny ropy nahoru po začátku konfliktu jasně ukazuje, že nebyl v ceně ropy započítán. Útok tedy většinu investorů překvapil, a navíc je z reakce zřejmé, že ho pokládali za výrazné negativum z hlediska stability regionu, a tedy dodávek ropy při nejasném horizontu jeho vyřešení. Na rozdíl od válek v Zálivu zjevně nepočítali s rychlou porážkou Íránu a následnou stabilizací situace. V případě reakce na Husajnovu anexi Kuvajtu bylo řešení jasné: návrat ke statu quo před anexí a případné omezení vojenské moci Iráku. Cíle současného útoku jsou však nejasné. Jde o svržení íránského režimu? Nebo bude stačit definitivní zastavení jeho jaderného programu? Nebo ještě méně – jen omezení vojenské a ekonomické síly Íránu? Vysoká nejistota přispěla jak k síle tržní reakce, tak k vysoké volatilitě v průběhu konfliktu – trh v nejisté situaci velmi rychle měnil očekávání a přeceňoval scénáře dalšího vývoje. Existuje vysoké riziko, že i po uzavření trvalejšího příměří, než bylo to čtrnáctidenní v dubnu, zůstane riziková prémie zvýšená kvůli permanentní možnosti obnovení konfliktu. Pravděpodobnost likvidace íránského režimu je velmi malá, takže na rozdíl od Iráku zůstane i nadále významným problémem. Toto riziko by v dohledné době mohlo eliminovat vliv jinak pozitivní bilance mezi produkcí a

poptávkou a udržet tak ceny ropy nad úrovní před začátkem konfliktu, přestože by jinak měly prostor pro významný pokles. Jak ukazuje vývoj cen ropy v našem vzorku, záleží více na očekáváních investorů a na tom, nakolik byla krize už započtena v cenách ropy, než na konečné velikosti výpadku. A současný vývoj naznačuje, že jak zpracovatelé ropy, tak investoři budou mít důvody k opatrnosti.



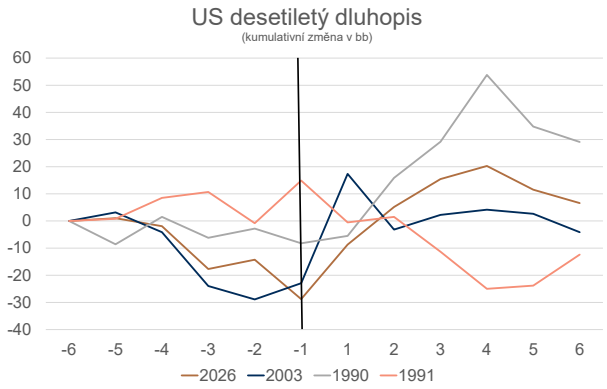
Zdroj: Bloomberg, PPF banka

Reakce dolaru

Kurz dolaru k euru prošel od druhého vítězství D. Trumpa v amerických prezidentských volbách podstatným vývojem: od „Trump trade“, tedy víry investorů, že nastupující prezident přinese USA prosperitu a že jím slibovaná cla povedou k posílení dolaru, přes zastavení posilování dolaru a počínající obrat trendu související se slibem ekonomického stimulu a reforem po vítězství CDU/CSU v německých volbách, a tedy optimističtějším pohledem na ekonomiky EMU, po razantní propad po šokujícím „Dnu osvobození“. Celkově se kurz vyvíjel analogicky k prvnímu roku Trumpova prvního funkčního období – výrazně oslabil. Před začátkem probíhajícího válečného konfliktu byl tedy kurz dolaru obecně, a zejména vůči euru, slabý a konsensus očekával jeho další oslabování. Tomu se přizpůsobovaly i pozice investorů a spekulantů, které byly převáženy v euru.

Útok USA a Izraele na Írán přinesl poměrně prudký posun kurzu směrem k silnějšímu dolaru. Hlavní příčinou byl „útěk do bezpečí“ primární rezervní měny. Efekt „útěku do bezpečí“ byl zesílen už zmíněnými sázkami na pokračující oslabování dolaru, a tedy převažujícími dlouhými pozicemi v euru. Technické reakce trhu (stop lossy, úpravy pozic související se řízením rizika) dolar dále krátkodobě podpořily a vedly k přestřelení posílení dolaru. Druhotnou příčinou oslabení eura vůči dolaru byla větší závislost Evropy na dodávkách ropy, plynu a dalších surovin z oblasti Blízkého východu, a tedy větší zranitelnost v porovnání s USA, i když tyto zdroje jsou pro Evropu méně klíčové než pro asijské ekonomiky, které aktuální krizí trpí nejvíce. Válka tak vedla k citelné redukci poměrně optimistických růstových očekávání u evropských ekonomik, což se projevilo i snížením očekávaných výnosů aktiv, a tedy nižší atraktivitou investování v EMU. Tyto efekty však byly jen přechodné a dolar se poměrně rychle začal vracet na slabší úrovně. Nejprve došlo ke korekci technického přestřelení, poté působily spekulace na blížící se ukončení války – kurz citlivě reagoval na informace o jednáních mezi USA a Íránem a jak mezi investory rostlo přesvědčení, že válka brzy skončí, dolar ztrácel. Zhoršení očekávaného růstu v EMU kompenzovaly spekulace na rychlý růst sazeb ECB při očekávaných stabilních sazbách v USA.

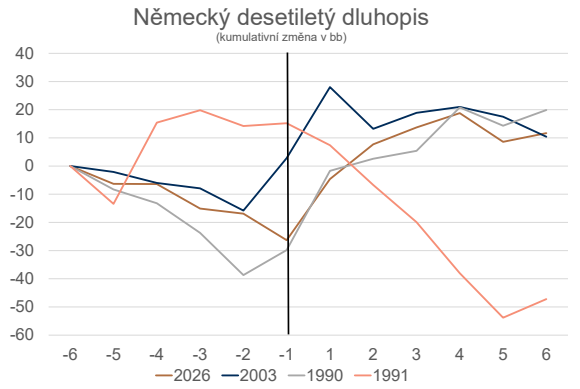
Porovnání reakce kurzu eura k dolaru pro náš vzorek geopolitických krizí vázaných k regionu ukazuje, že historicky na ně kurz nebyl nijak zvlášť citlivý. V době, kdy Husajn anektoval Kuvajt, byl dolar v oslabujícím trendu a kurz reagoval minimálně. Slabá byla reakce i v případě obou válek v Zálivu. V případě té první dolar posílil ještě před jejím začátkem a jakmile válka začala, vrátil se na slabší úrovně. To mohlo souviset s útěkem do bezpečí ještě před začátkem signalizovaného konfliktu a zpětnými toky poté, co zahájení konfliktu snížilo nejistotu. Začátek druhé války v Zálivu sice přinesl krátké posílení dolaru, ale kurz se opět rychle vrátil na výchozí pozice poté, co klesla míra nejistoty. Historie tak potvrzuje, že posílení dolaru po zahájení útoku na Írán je velmi pravděpodobně jen dočasné a že se kurz nejspíše vrátí k narativům, které jej řídily před válkou, a tedy na předválečné úrovně. A vzhledem k na trhu stále převládajícímu negativnímu pohledu na dolar se může dostat dolar na ještě slabší úrovně než před válkou.



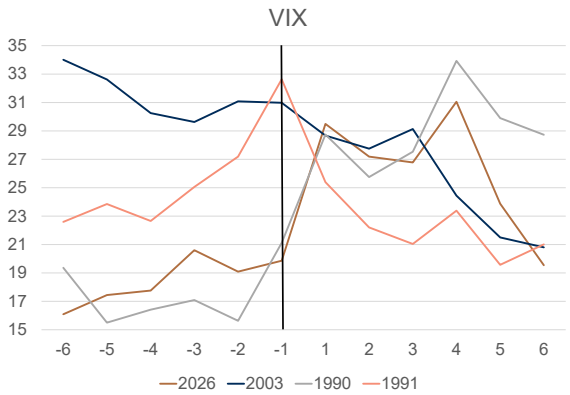
Zdroj: Bloomberg, PPF banka

Reakce dluhopisů

Reakci dluhopisů na ropný šok obecně určují protichůdné faktory: zvýšená inflační očekávání výnosy zvedají, toky prostředků do bezpečí státních dluhopisů je naopak snižují. Reakci na zahájení útoku na Írán a následný růst cen ropy ovlivnilo především zvýšení inflačních očekávání. Srovnání vývoje německého výnosu v reakci na Husajnovu anexi



Zdroj: Bloomberg, PPF banka

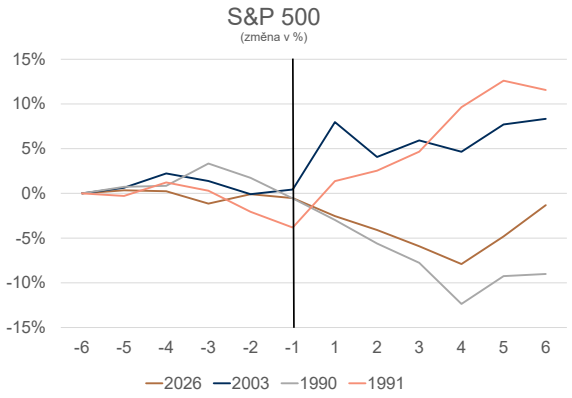


Zdroj: Bloomberg

Kuvajtu a Trumpův útok na Írán ukazuje až pozoruhodně podobný vývoj odrážející velmi podobnou reakci cen ropy. V případě USA tato souvislost není tak očividná, protože před útokem na Írán výnos klesal, zatímco před Husajnovou anexí Kuvajtu byl stabilní, a navíc reagoval s mírným zpožděním. Když se ale podíváme na celkový posun směrem nahoru, ten byl v obou případech zhruba 50 bb. Opět tak vidíme jasnou reakci na zvýšená inflační očekávání. V obou případech zjevně podstatně převážila změna inflačního výhledu nad případnými toky do bezpečí státních dluhopisů. Reakce výnosů na obě války v Zálivu, kdy cena ropy klesla, byla podstatně méně jednoznačná. U první války v Zálivu je sice v USA i v Německu vidět pokles výnosů, který by mohl korespondovat s poklesem cen ropy, ale v případě druhé války v Zálivu výnosy rostly. Bylo tomu tak proto, že válka byla očekávána a nejistota, která kvůli tomu panovala, vedla k odlivu prostředků do bezpečí státních dluhopisů, tedy k citelnému poklesu výnosů. Když začátek války ukázal, že bude pravděpodobně krátká a nezkomplikuje dodávky ropy, se výnosy vrátily na předchozí úroveň – odtud tedy paradoxní růst výnosů při poklesu ceny ropy. To, že v tomto případě trh preferoval odliv prostředků do bezpečí, souviselo s tehdejší obecně nedobrou ekonomickou situací a z ní plynoucí tendencí investorů preferovat opatrnost. Reakci na šoky totiž ovlivňuje i kontext, ve kterém k ní dochází.

Reakce akcií

Reakce akcií vykazuje podobné vzorce jako předchozí aktiva: na jedné straně je velmi podobná u anexe Kuvajtu a napadení Íránu, na druhé straně se podobá u obou válek v Zálivu. Částečně je to vidět na vývoji indexu volatility VIX a velmi zřetelně u pohybů indexu S&P 500. U indexu VIX následoval po anexi Kuvajtu a útoku na Írán zřetelný růst, i když ne na vyloženě krizové úrovně, a to z úrovní, které byly víceméně normální (před anexí Kuvajtu) nebo jen mírně zvýšené (před útokem na Írán). Je jasné, že v obou případech byli investoři vývojem událostí zaskočeni, před útokem na Írán byla nervozita jen mírně zvýšená. V obou případech také začala nervozita po několika týdnech opadat. V případě útoku na Írán rychle a výrazně, u anexe Kuvajtu podstatně pomaleji, protože bylo vysoce pravděpodobné, že celá situace bude mít dlouhodobé následky a že tedy problémy nekončí. Podle aktuální reakce akciového trhu se zdá, že investoři věří v rychlé řešení konfliktu a v následné uklidnění, což podle našeho názoru nemusí být úplně realistické. V případě první války v Zálivu je vidět růst nerozvity před jejím začátkem a její rychlé opadnutí poté, co se ukázalo, že vojenská operace bude rychlá a úspěšná. V případě druhé války v Zálivu byla nervozita výrazně vyšší dlouho před začátkem války, protože zde kromě očekávání jejího vypuknutí hrály roli i další faktory, které jsme zmínili už u dluhopisů: zhoršený ekonomický výhled a konkrétně u akcií některé negativní



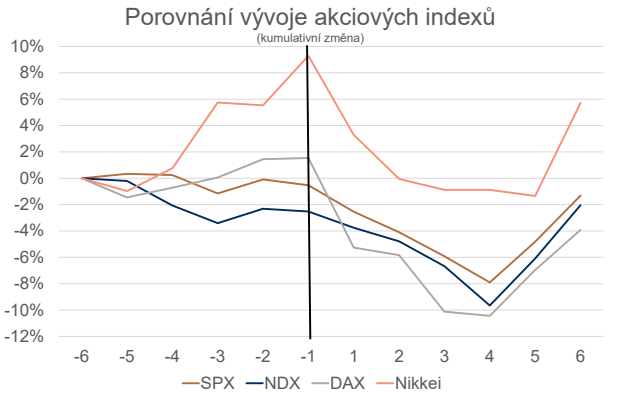
Zdroj: Bloomberg

události v korporátním sektoru. Začátek války potom přispěl k již probíhajícímu zklidňování nálady.

Mnohem ilustrativnější než vývoj indexu VIX je vývoj samotného indexu S&P 500. Na první pohled je vidět úplně opačná reakce: významný pokles indexu v případě anexe Kuvajtu a útoku na Írán, a naopak silný růst v případě obou válek v Zálivu. Jasně to ukazuje, že investoři interpretovali anexi v Kuvajtu a útok na Írán jako faktory významně zhoršující ekonomický výhled, zatímco zahájení válek v Zálivu zmírnilo nejistotu a jejich rychlý a úspěšný průběh odstranil významné ohnisko napětí. Dopad útoku na Írán

však byl zjevně jen krátkodobý – investoři upřednostnili optimismus ve velmi nejasné situaci, což ukazuje, jak velkou roli má nálada na trhu.

Pro zajímavost uveďme ještě srovnání reakce



Zdroj: Bloomberg

klíčových akciových indexů na zahájení útoku na Írán. Je vidět, že reakce byla do značné míry uniformní, investoři se příliš nezabývali odlišnostmi dopadů na jednotlivé regiony nebo sektory. Široký S&P 500 (SPX) i technologický NASDAQ-100 (NDX) reagovaly velmi podobně.

Dopad tržních pohybů na reálnou ekonomiku

Zdaleka nejpřímočařejší a největší vliv má na světovou ekonomiku vývoj cen ropy. Podrobně jsme tyto dopady rozebrali v minulém tématu měsíce, tak nyní jen stručně. Hlavní kanály, kterými se ceny ropy promítají do vývoje ekonomik, lze popsat takto: 1) vyšší ceny ropy vedou k vyšší celkové inflaci, ovlivňují inflační očekávání a jejich druhotné dopady mohou zvednout i jádrovou inflaci; 2) vyšší ceny energií a pohonných hmot odčerpávají prostředky, které by jinak domácnosti mohly utratit za jiné zboží nebo služby. To má dopady na producenty zboží a služeb, a tedy i růst ekonomiky, a pokud je šok silný a dlouhý, i na zaměstnanost; 3) vyšší ceny energií a pohonných hmot a případný nedostatek pohonných hmot mohou vést k narušení dodavatelsko-odběratelských řetězců a tím ještě zesílit negativní dopady na růst.

Vliv šoku na měnové kurzy je, jak jsme viděli, pouze krátkodobý, relativně mírný a v podstatě se ztrácí v běžné volatilitě způsobované reakcemi trhu na nejrůznější podněty. Reakce měnových kurzů na válku proti Íránu už do značné míry odezněla a dopady krátkodobého výkyvu budou minimální. Trvalejší dopady může mít změna pohledu na dolar jako bezpečnou rezervní měnu, která probíhá už nějakou dobu. Útok na Írán byl jen dalším připomenutím, že vývoj politiky USA může být nepredikovatelný a že bezpečnost dolaru může být jen iluzorní. Sílící pochyby o roli dolaru jako bezpečné rezervní měně nepochybně přispívají k jeho nižší atraktivitě a samy o sobě podporují jeho oslabování.

Reakce dluhopisů bude pravděpodobně také jenom relativně krátkodobá a její přímé dopady budou jen mírné. Vyšší výnosy státních dluhopisů se do ekonomiky obecně promítají jako utažení měnových podmínek, brzdí tedy růst a inflaci (a protože jde o reakci na očekávanou vyšší inflaci, jde o formu ekonomické zpětné vazby tlumící samovolně inflační impuls). Návrat výnosů dluhopisů na nižší úrovně ukazuje, že investoři aktuálně neočekávají trvalejší dopad šoku na inflaci. Shodují se tak s komunikací klíčových centrálních bank, které také signalizují, že nemíní automaticky reagovat na zvýšení celkové inflace utažením měnové politiky, ale že budou sledovat vývoj situace a zasáhnou, až kdyby to bylo nevyhnutelné.

Reakce akciových trhů byla také pouze krátkodobá a nebude mít zásadnější dopad na ekonomiku. Investoři přes řadu vážných problémů zůstávají velmi optimističtí, jak ukazuje série nových historických maxim indexu S&P 500 dosažených v období po zahájení války a odeznění bezprostředně následujícího poklesu. Tento optimismus může podporovat kombinace zjevné odolnosti světové ekonomiky vůči sérii významných negativních šoků a očekávání pozitivního ekonomického dopadu nasazování umělé inteligence do praxe. Ukazuje to také na pokles vlivu výkyvů cen ropy na světovou ekonomiku. Investoři si mohli vzít poučení z minulého desetiletí, kdy se v jeho první polovině poměrně dlouhou dobu držela cena ropy výrazně nad 100 USD/brl, ale světová ekonomika to zvládla bez větších problémů. V současnosti navíc kombinace vysoké ceny ropy a nespolehlivosti jejích dodávek jen podpoří přechod k alternativám, jako jsou elektromobily a obnovitelné zdroje energie, případně pomůže i k návratu jaderné energie, jak signalizují někteří evropští představitelé.

Závěr

Zastavení dopravy přes Hormuzský průliv v případě rozsáhlejšího ozbrojeného konfliktu na Středním východě bylo noční můrou světových kapitálových trhů po mnoho let. To byl jeden z důvodů, proč investoři opakovaně reagovali nervózně na zvyšování napětí v regionu. Když se nakonec tato hrozba naplnila, ukázalo se, že její dopad, alespoň z hlediska vývoje na finančních trzích, není až tak katastrofický. Jak jsme ukázali, je aktuální rozsah reakce dobře srovnatelný s tím, jak trh reagoval na obsazení Kuvajtu Irákem, což byla událost s daleko menším bezprostředním dopadem na těžbu ropy a světovou ekonomiku. Podobnost reakce také ukázala, že z hlediska investorů akce USA a Izraele více problémů vyvolala, než vyřešila. Jde o ostrý kontrast oproti tomu, jak byly vnímány dvě války proti Iráku vedené prezidenty Bushem starším a Bushem mladším. Ty byly vnímány jako vyřešení existujícího problému. Tento pohled investorů má reálný základ a významné implikace pro další vývoj situace na Blízkém východě. Íránský režim nebyl svržen, zůstává tedy významným problémem. Doprava v Hormuzském průlivu

stále nebyla plně obnovena a je pravděpodobné, že bude i po obnovení komplikovanější a rizikovější než před válkou. Velmi utrpěly státy v oblasti Perského zálivu, a to jak z hlediska materiálních škod, tak z hlediska pověsti a vnímaného rizika mezi investory. Celá světová ekonomika utrpěla negativní šok plynoucí ze skokového růstu cen ropy a plynu a narušení dodávek dalších surovin. A toto narušení dodávek surovin může mít sekundární dopady na dodavatelsko-odběratelské řetězce a může je znovu destabilizovat podobně jako v období pandemie. Z hlediska všech těchto efektů a velmi nejistého dalšího vývoje je rychlé odeznění bezprostřední tržní reakce a aktuální optimismus investorů (především na akciových trzích) pozoruhodný. Otázkou je, zda je na místě a zda vydrží.

Česká republika

Česká ekonomika zpomalila po loňském rychlém růstu, když v prvním čtvrtletí vzrostla meziročně pouze o 2,1 %. To bylo pro trh značným zklamáním, protože toto zpomalení nebylo ovlivněno ještě válkou v Íránu, ale podle všeho slabými exporty. Válka se ale jednoznačně projevila na inflaci, která vzrostla zpět do středu inflačního pásma.

Ekonomická aktivita

Čísla z reálné ekonomiky vydaná Českým statistickým úřadem se vesměs (kromě nezaměstnanosti) týkají doby před konfliktem v Íránu a vyznívají relativně pozitivně. Maloobchodní tržby v únoru vzrostly meziročně o 4,1 %, což ukazuje na pokračující silnou poptávku českých domácností. Dařilo se také stavebnictví, které po výjimečně silném loňském roce pokračuje ve svižném růstu.
K únorovému meziročnímu růstu o 4,1 % tentokrát přispělo zejména pozemní stavitelství. Průmysl sice nepřináší tak impozantní výsledky, ale únorový růst o 1,3 % y/y potvrdil pozitivní trend, který trvá již 12 měsíců v řadě. Také nezaměstnanost, která klesla z lednových 5,2 % na 5,0 %, vyznívá pozitivně a ukazuje, že nárůst nezaměstnanosti, který pozorujeme v posledních dvou letech, znamená spíše návrat k rovnovážným hodnotám než hrozbu pro růst reálné ekonomiky.

Další čísla z reálné ekonomiky již budou ovlivněna konfliktem na Blízkém východě. Podle našeho názoru ale na rozdíl od inflace bude promítání těchto efektů nějakou dobu trvat. Pro letošní rok by měl být vliv na růst omezený na několik desetin procentního bodu. Jako první by se vliv vysokých cen ropy mohl projevit ve spotřebě domácností. Spotřebitelská nálada je velice citlivá na zvyšování inflace. V dubnu poklesla o 4,4 bodu. Stále ale zůstává nad dlouhodobým průměrem, což ukazuje na pokračování poměrně silné domácí poptávky. Ve prospěch stále silné spotřeby domácností hovoří i celková inflace, která zůstává i po ropném šoku v blízkosti 2 %, a také vysoké úspory domácností. Průmyslová produkce zatím podle předstihových indikátorů zůstává také optimistická, ale pokud nedojde k očekávanému oživení v Německu, jen těžko bude oživení v Česku pokračovat.

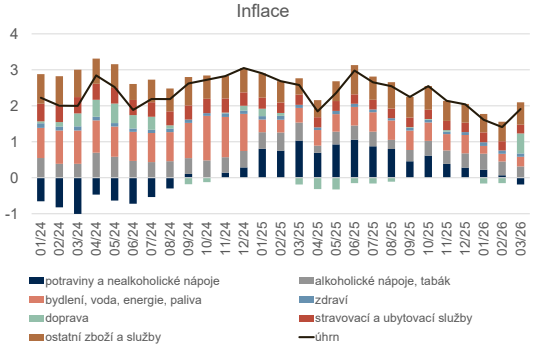
Inflace a centrální banka

Inflace po únorovém propadu opět stoupla ke středu inflačního pásma. Nárůst z 1,4 % na 1,9 % byl způsoben především cenami pohonných hmot, které bezprostředně reagovaly na dění na Blízkém východě. Ceny pohonných hmot vzrostly v březnu meziměsíčně o 19,4 %. Nafta se v průměru prodávala za 42 CZK/l a benzin za 38,1 CZK/l, což jsou nejvyšší hodnoty od listopadu 2022 u nafty a od července 2024 u benzínu. Naopak ceny potravin dále klesaly, tentokrát meziměsíčně o 0,7 %. Jinak celkový obrázek zůstává stejný. Inflace se projevuje zejména ve službách, jejichž ceny v březnu meziročně vzrostly o 4,7 %, zatímco ceny zboží téměř stagnovaly, když vzrostly meziročně pouze o 0,1 %. Vlivem rostoucích cen služeb zůstává zvýšená i jádrová inflace, která se v březnu mírně zvýšila na 2,9 %. Jak se bude inflace vyvíjet dále, bude z velké míry závislé na dění na Blízkém východě. Zatím se zdá, že trvalý klid zbraní je v nedohlednu a ceny ropy se v nejbližší době zpět k 70 USD za barel nedostanou. Válka na Blízkém východě by se pak mohla postupně propsat přes dražší hnojiva do cen potravin. Platí tedy, že čím delší a intenzivnější konflikt, tím vyšší inflace. Nejistota je ale značná. Náš základní scénář počítá s tím, že situace se postupně uklidní, ale ceny ropy zůstanou zvýšené. Inflace by se tak letos měla v průměru pohybovat okolo 2 %. Pokud by se tento scénář naplnil, nebude ČNB letos měnit nastavení měnové politiky. Rizika jsou vychýlená směrem k vyšším sazbám.

Rizika

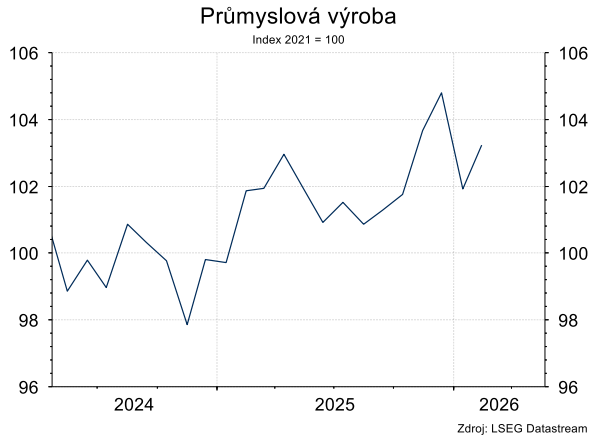
Déletrvající uzavření Hormuzského průlivu může přinést nejen vysoké ceny pohonných hmot, ale v krajním případě v kombinaci s cenovými stropy i jejich nedostatek. Panika a další zvýšení nejistoty by se pak postupně projevily výrazněji na reálné ekonomice.

Inflaci táhnou vzhůru ceny pohonných hmot, ceny potravin působí opačným směrem.



Zdroj: ČSÚ

Průmysl pokračuje v pozvolném růstu.



Zdroj: LSEG Datastream

Evropská měnová unie

Výsledky růstu ekonomik eurozóny za první čtvrtletí letošního roku nevyznívají příliš optimisticky. Ukazuje se, že očekávané oživení nebylo příliš rychlé ani před válkou v Íránu a se zvyšující se geopolitickou nejistotou se vyhlídky na oživení nadále zhoršují.

Ekonomická aktivita

Německá ekonomika měla podle zveřejněných únorových statistik z průmyslové výroby problém s oživením ještě před vypuknutím války na Blízkém východě. Průmyslová výroba v meziměsíčním vyjádření v únoru poklesla o 0,3 %, v meziročním vyjádření stagnovala. Průmyslové produkci se nedařilo ani ve Francii, kde byl ale meziměsíční pokles o 0,7 % do značné míry způsoben teplejším počasím, kvůli kterému poklesla výroba energií. Celkově průmyslová výroba za eurozónu meziměsíčně sice vzrostla o 0,4 %, ale po dvou měsících poklesu. V meziročním srovnání zůstává průmyslová výroba o 0,7 % nižší. Očekávané výraznější oživení tak zatím nepřichází a vzhledem k tomu, že konflikt na Blízkém východě zatím zdaleka nespěje ke zdárnému konci, je pravděpodobné, že se očekávání silného oživení nenaplní. Dalším zveřejněným číslem z reálné ekonomiky byly únorové maloobchodní tržby. Růst tržeb v maloobchodě o 1,7 % y/y byl v souladu s očekáváním a ukazuje, že chuť spotřebitelů sice neklesá, ale ani neroste, což neukazuje na brzké oživení ekonomické aktivity.

Měkké indikátory kvůli prodlužování konfliktu na Blízkém východě přestávají být tak optimistické. Kompozitní PMI za duben pokleslo na 48,6, což je nejnižší hodnota za posledních 17 měsíců. Pokles byl způsoben hlavně zhoršením sentimentu v sektoru služeb, kde se PMI propadl na 47,4, nejnižší hodnotu za posledních 5 let. Tento propad byl reakcí na válku na Blízkém východě, která podkopává důvěru spotřebitelů a vede k odkládání některých výdajů, jako je například cestování. Trochu překvapivě zatím odolává zpracovatelský průmysl, kde PMI vzrostlo na 52,2, nejvyšší hodnotu za poslední čtyři roky, a to navzdory rostoucím cenám energií. Na zlepšení sentimentu ve zpracovatelském průmyslu se podílely zvýšené objemy zakázek, zejména v obranném průmyslu spolu s investicemi do infrastruktury a energetiky. Tedy oblasti, které nejsou závislé na krátkodobých výkyvech spotřebitelské poptávky. Pokud bude ale konflikt nadále pokračovat, mohlo by dojít postupně ke zhoršení situace napříč sektory.

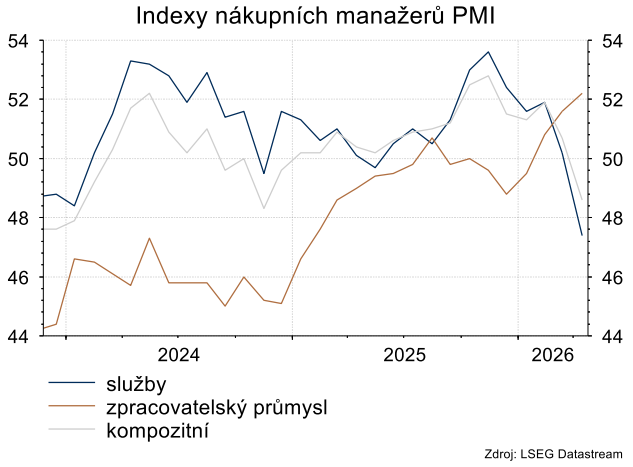
Inflace a centrální banka

Březnová inflace v eurozóně podle zpřesněných údajů Eurostatu byla nakonec o 0,1 pb vyšší, než ukazovala předběžná data, tedy 2,6 %. V dubnu celková inflace dále vzrostla kvůli cenám energií až na 3 %. Naopak jádrová inflace poklesla na 2,2 %. Centrální bankéři zatím tento růst cen berou jako jednorázový a vzhledem k výrazné nejistotě zatím nezvyšují sazby. Na posledním měnově-politickém zasedání centrální bankéři sazby podle očekávání nezměnili. Základní depozitní sazba tak zůstává na 2 %. Zároveň z tiskového prohlášení vyplynulo, že Rada guvernérů vnímá, že proinflační rizika nabrala na síle. Podle prezidentky Lagarde se aktuální situace vzdaluje od základního scénáře. Vzhledem k tomu, že základní scénář počítá se dvěma zvýšeními sazeb, domníváme se, že pokud nedojde k prudkému obratu v pozitivním směru ve válce v Íránu a prudkému poklesu cen ropy přistoupí ECB ke zvýšení sazeb již na červnovém zasedání. Náš základní scénář tak neměníme, očekáváme v letošním roce dvě zvýšení sazeb v červnu a v září.

Rizika

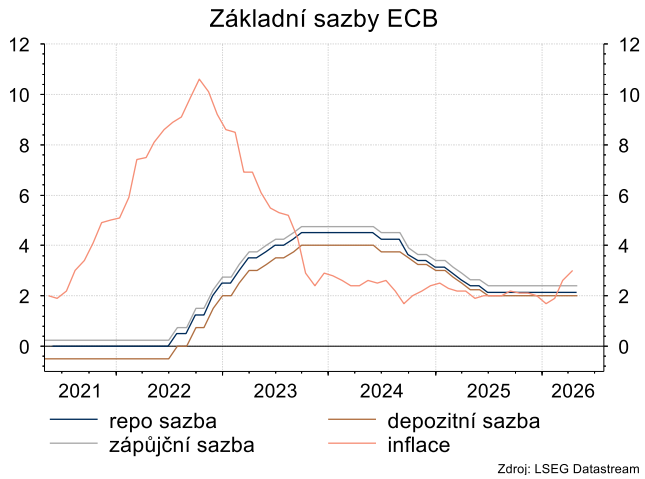
I přes to, že Evropa není příliš závislá na dovozech ropy z oblasti Blízkého východu, může tento konflikt dopadnout na její ekonomiku. Čím delší konflikt, tím větší negativní dopady jak na inflaci, tak na reálné ekonomiky.

PMI pokleslo poprvé od konce roku 2024 pod hladinu 50.



Zdroj: LSEG Datastream

Inflace vzrostla, ale ECB prozatím drží sazby nezměněné.



Zdroj: LSEG Datastream

Spojené státy americké

Tvrdá data (trh práce, maloobchodní tržby, jádrové objednávky zboží dlouhodobé spotřeby) byla v dubnu pozitivní, stejně tak jako konjunkturální indikátory ISM a PMI. Indikátory spotřebitelské důvěry i indikátor důvěry malých a středních podniků NFIB se však propadly. Důvěru narušuje především vysoká míra nejistoty daná neustálými podstatnými změnami (cla, geopolitika, AI) a z nich plynoucí nejistotou a obavami. Reálná ekonomika zatím neustálému přívalu šoků odolává. Otázka je, jak dlouho to ještě vydrží.

Ekonomická aktivita

Po nečekaně slabých datech z trhu práce zveřejněných v březnu přinesla dubnová data úlevu, když výrazně překonala očekávání. Fed se tedy zatím nemusí obávat slabého trhu práce, jak ostatně potvrzují i konzistentně nízké údaje o počtu žádostí o podporu v nezaměstnanosti. Solidní stav trhu práce pomáhá udržovat silnou osobní spotřebu, jak potvrdila data o vývoji maloobchodních tržeb, která překvapila směrem nahoru zejména u jádrové (*control group*) složky. Je tomu tak, přestože ukazatele spotřebitelské důvěry ukazuji konzistentně slabost a zhoršování. Výraznější růst inflace nebo slábnutí trhu práce by mohlo osobní spotřebu rychle snížit, což by zpětně mohlo mít dopad na trh práce, a mohlo by tedy vést k sestupné spirále a ekonomickým problémům. Konjunkturální indikátory ISM zatím také potvrzují dobrý stav ekonomiky, která se udržuje v jasné expanzi. Pozitivní je zejména síla nových objednávek, která naznačuje, že bezprostřední riziko zpomalení je malé. Jediným relativně slabým údajem byla průmyslová produkce, kde zklamal i zpracovatelský průmysl, v němž se už mohou začít projevovat dopady logistických problémů souvisejících s válkou proti Íránu.

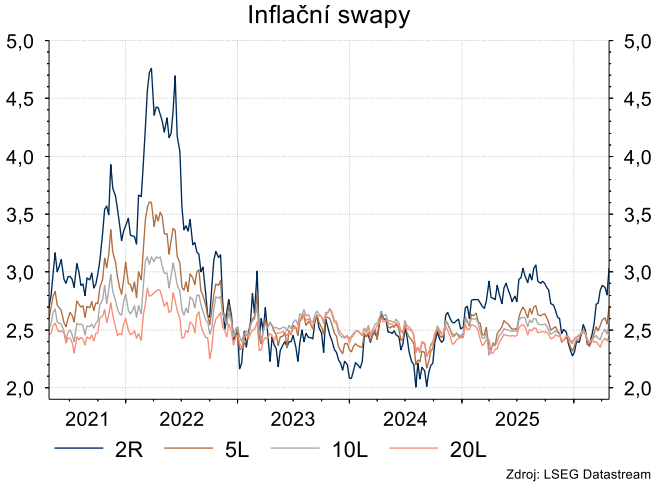
Inflace a centrální banka

Inflaci výrazně ovlivnil růst cen ropy, který se promítl do růstu cen benzínu. Celková inflace tak skokově narostla. Vývoj jádrové inflace však byl relativně příznivý. U CPI lehce zaostala za očekáváním. Údaje o PPI byly všeobecně nižší, než se čekalo. Na nižším než očekáváném růstu PPI měla zásluhu především překvapivá stagnace u služeb. Jádrová inflace zatím zůstává na úrovni, která nesignalizuje bezprostřední riziko jejího plošného zrychlení. Pokud by však šok způsobený cenami energií přetrvával, sekundární efekty se objeví. Navíc k cenovým tlakům stále přispívají cla a přehřátý sektor AI infrastruktury. Fed tedy na jednu stranu není tlačen do okamžité akce a má prostor počkat, na druhou stranu je aktuálně snížení sazeb, které jsme letos očekávali, odsunuto na neurčito. Vývoj sazeb bude primárně záviset na dalším dění kolem Íránu. Kvůli tomu jsou ve zbytku roku reálně možné obě alternativy – další snižování sazeb i jejich zvýšení. To potvrdilo poslední zasedání FOMC, které překvapilo mírně jestřábím posunem.

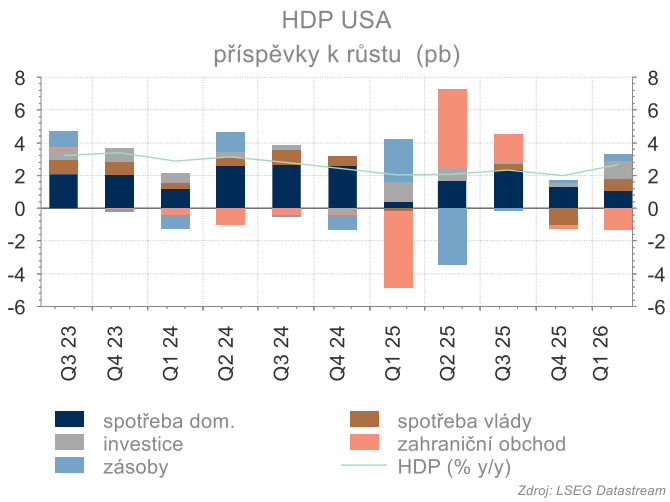
Rizika

Rizik je aktuálně mnoho a koncentrují se kolem důsledků činnosti americké administrativy. Vývoj konfliktu v oblasti Perského zálivu je chaotický a nadále vysoce nejistý. Hormuzský průliv je stále de facto neprůjezdný a dodávky ropy, plynu a dalších surovin z regionu zůstávají vážně narušené. Čím déle tato situace trvá, tím je pravděpodobnější, že dojde k vážným problémům se stabilitou dodavatelsko-odběratelských řetězců s řadou negativních sekundárních dopadů na globální ekonomiku. K tomu se přidává ještě nejistý vývoj amerických cel a dopady boomu AI infrastruktury, které přetěžují produkční kapacity polovodičového průmyslu a přispívají ke zvyšování cen elektřiny, čímž narušují dodávky některých klíčových komponent (zejména pamětí) a zatěžují rozpočty domácností.

Růst cen ropy zvedl tržní inflační očekávání.



HDP rostlo solidně, i když ho negativně ovlivnil schodek obchodní bilance.



EUR/USD

Výrazné posílení dolaru v reakci na útok na Írán vydrželo do prvního dubnového týdne. Snižování intenzity konfliktu, náznaky jeho řešení a především čtrnáctidenní příměří částečně uklidnily situaci a vedly tak k oslabení dolaru. Ve druhé polovině měsíce se kurz usadil na mírně pod lokálním maximem eura kvůli kombinaci nedostatečného pokroku v řešení situace kolem Íránu, především v otevírání Hormuzského průlivu, a kvůli neochotě ECB rychle začít zvyšovat sazby. V měsíčním horizontu je možné očekávat pokračující volatilitu. Momentálně se nezdá, že by situace v oblasti Perského zálivu spěla ke stabilnímu a pro všechny strany přijatelnému řešení, a dá se tedy očekávat, že trh bude dostávat řadu podnětů k výkyvům na obě strany. Hodnota kurzu v horizontu několika měsíců už by (snad) neměla být bezprostředně ovlivňována především geopolitickými faktory. Protože ECB má větší prostor pro zvedání sazeb a riziko, že k tomuto kroku přikročí, je akutnější než u Fedu, čekáme stabilizaci kurzu na silnějších úrovních eura, pravděpodobně někde mezi 1,18 až 1,20.

EUR/CZK

Stupňující se geopolitické napětí nechává korunu překvapivě v klidu. Po březnovém mírném oslabení v dubnu většinu svých ztrát smazala, a to přesto, že válka v Íránu zdaleka není za námi a jednání mezi USA a Íránem naznačují, že konflikt potrvá. Koruna se vůči euru obchodovala na počátku dubna okolo 24,5. Uzavření dočasného příměří přineslo na trh určitou úlevu a koruna posílila v polovině dubna až k hladině 24,25 EUR/CZK. Optimismus byl ale předčasný a blokování Hormuzského průlivu nejen Íránem, ale i Spojenými státy, poslalo cenu ropy opět nad 100 USD/brl a zvýšilo opět rizikovou averzi na finančních trzích. Za těchto okolností je poměrně překvapivé, že ztráty koruny byly jen minimální. Koruna oslabila vůči euru jen k 24,35.

Domníváme se, že i nadále by se koruna měla pohybovat okolo stávajících hodnot bez jasného trendu. Vzhledem k nestabilní geopolitické situaci bychom čekali větší volatilitu, ale zdá se, že je koruna považována za relativně bezpečný přístav, a bude tak zřejmě další měsíce kotvit okolo 24,4 EUR/CZ.

Dluhopisy

Po trendovém růstu výnosů v březnu přinesl duben jejich stabilizaci a přechod od postranního trendu, a tedy konsolidaci. Výnos amerického desetiletého státního dluhopisu se většinu času držel nad 4,2 % a pod 4,4 %, tedy v poměrně úzkém pásmu. Poměrně mírné výkyvy v rámci tohoto pásma byly vázány nejčastěji na informace o vývoji situace kolem Íránu, především na zprávy o jednáních mezi Íránem a USA a snahách otevřít Hormuzský průliv. Kromě geopolitických motivů bude dluhopisový trh v blízké budoucnosti ovlivňovat dění kolem Fedu, především výměna jeho současného šéfa Powella za Warshe. Ekonomická data zatím působí stabilně. Pokud by se v nich začaly více projevovat negativní dopady obecné nejistoty, cel a geopolitických turbulencí, mělo by to vést k poklesu výnosů. Podobně by vytvořil prostor pro pokles výnosů i pokrok ve snaze stabilizovat situaci kolem Íránu. Prostor pro růst výnosů by v měsíčním horizontu měl být omezený.

Vývoj v Evropě byl podobný jako v USA: německý desetiletý dluhopis kolísal kolem psychologické kotvy 3,0 % a investoři čekali na impulsy. V Evropě je podle našeho názoru pravděpodobnější stagnace výnosů než jejich pokles kvůli podstatně vyšší pravděpodobnosti, že ECB letos zvýší sazby, než je tomu u Fedu.

Ani vývoj v České republice se nelišil od hlavních trhů. Výnos desetiletého státního dluhopisu kolísal poblíž 4,8 % v postranním trendu. Podobně jako v EMU je v měsíčním horizontu pravděpodobná stabilita s tím, že trhy budou čekat na vývoj geopolitických krizí a reakci centrálních bank na jejich dopady na ekonomiky.

Akcie

V průběhu dubna se akciové trhy zotavovaly z poklesu v reakci na útok USA a Izraele na Írán, přestože krize ani zdaleka nebyla vyřešena a pokračovala blokáda Hormuzského průlivu. Investoři se rozhodli, že budou klást důraz spíše na pozitiva (příměří) než na negativa (neschopnost válčících stran se na čemkoliv reálně dohodnout). Také další zdroje nervozity (soukromé půjčky, příliš investic do AI infrastruktury) ustoupily do pozadí. Zároveň byl, především v druhé polovině měsíce, podstatný rozdíl ve výkonosti mezi americkými a evropskými akciovými indexy. Nejvíce opět rostly velké technologické společnosti, takže nejlépe na tom byl index NASDAQ-100, což samo o sobě favorizovalo USA. Navíc se podle všeho zhruba od poloviny měsíce v Evropě začaly projevovat obavy z negativních dopadů geopolitických krizí na hospodářství EMU. Letošní rok začínal v optimistickém nastavení vůči Evropě, protože se čekal pozitivní dopad rozpočtové stimulace (infrastruktura, zbrojení). Tento optimismus však rychle vyprchává po slabých konjunkturálních ukazatelích (PMI, IFO) a revizi odhadů růstu směrem dolů. V USA měla také podstatný vliv výsledková sezóna. Výsledky velkých technologických společností podpořily optimismus, i když u některých z nich investoři negativně reagovali na výši jejich investic do AI infrastruktury. Další vývoj bude záviset na tom, jak dlouho vydrží aktuální optimismus. Ocenění společností zůstává vysoké, takže prostor pro zklamání je minimální. Akciové indexy tedy mohou pokračovat v růstu, ale riziko dalších podobných poklesů, jako byl ten v reakci na válku proti Íránu, je vysoké.

Českým akciím se v dubnu dařilo dobře, vynikaly zejména banky (Erste bank, Komerční banka). Cena akcií Monety reagovala negativně na průběžné výsledky za první čtvrtletí, což vymazalo její přechozí zisky v průběhu měsíce. Akcie obecně sledovaly vývoj ve zbytku Evropy: první polovina měsíce byla solidní, ve druhé část zisků ztratily. Další vývoj bude hodně záležet na tom, jak dlouho bude trvat narušení dopravy Hormuzským průlivem a jeho dopady. Podobně jako ve světě předpokládá základní scénář pokračování spíše mírného růstu s vysokým rizikem negativní reakce na přicházející informace.

Kredit

Frekvence otevírání a zavírání Hormuzského průlivu se po většinu dubna blížila otočkám chaloupky na kuří nožce z Mrazíka a po celý měsíc byla důvodem zásadní tržní volatility. Až na jednu výjimku si tuzemští emitenti vybírají zaslouženou chvilku na odpočinek. Kdo ale není na trhu úplným nováčkem pomalu tuší, že letošní letní dovolenou nebude všem aktérům primárních trhů narušovat jen nedostatek kerosinu.

Zmiňovanou výjimkou byla zajištěná emise dluhopisu Komerční banky, která eurobondové investory oslovila s obdobou hypotečního zástavního listu. Splatnost byla nastavena na 66 měsíců a při prvotřídním ratingu AAA startovala nabídka se spreadem 44 bb. Knihu objednávek v objemu 1,25 miliardy EUR se vzhledem k nejistotě na trzích emitent rozhodl využít k navýšení emise na 750 milionů EUR. Kreditní spread tak klesl pouze o desetinu na finálních 40 bb.

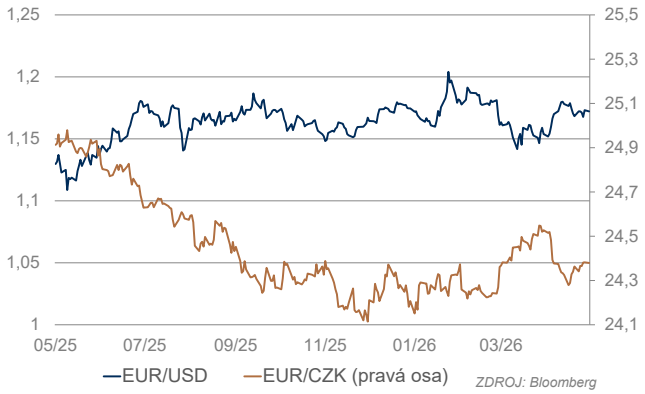
Komodity

Vývoj cen ropy věrně odrážel peripetie konfliktu v Perském zálivu. Klíčové bylo zejména uzavření čtrnáctidenního příměří, které poslalo ceny ropy výrazně dolů (zhruba ze 110 USD/brl lehce nad 90 USD/brl). Ceny se pod 100 USD/brl udržely až do třetího dubnového týdne, ale nakonec převážila kombinace nedostatečného pokroku/absence pokroku v jednání mezi Íránem a USA a stále velmi omezené dopravy Hormuzským průlivem, takže do konce měsíce se cena vrátila zpět ke 110 USD/brl. Výhled zůstává negativní a stále primárně závislý na vývoji krize kolem Íránu. Průlom v jednáních by velmi pravděpodobně vrátil cenu pod 100 USD/brl, naopak prodlužující se blokáda Hormuzu ji bude držet poblíž současné úrovně s rizikem dalšího růstu.

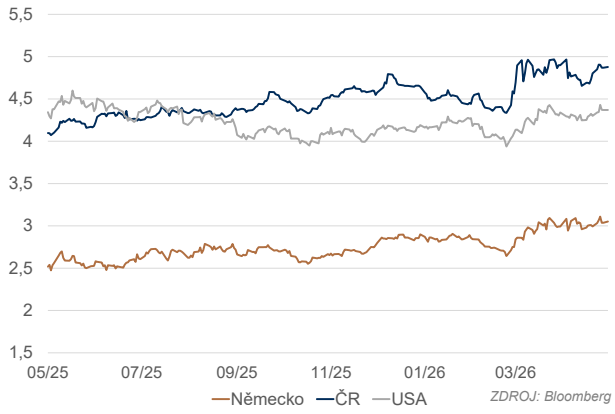
Cena zlata byla v dubnu po bouřlivých pohybech v březnu v relativním klidu a procházela konsolidací v postranním trendu. Výkyvy v jeho rámci odrážely vývoj rizikové averze, čímž se podobaly vývoji dalších rizikových aktiv, především evropských akcií. Sílící optimismus ohledně možného vyřešení situace kolem Íránu v první polovině měsíce doprovázel také mírný růst ceny zlata, ta ale ve druhé polovině kvůli nedostatku reálného pokroku v jednáních postupně klesla na výchozí úrovně. Vývoj v měsíčním horizontu by měl mít stejného hybatele, tedy krizi kolem Íránu. V delším horizontu by měl převládnout pozitivní sentiment ke zlatu, protože i když se situaci v regionu Blízkého východu podaří stabilizovat, zůstane bohužel více než dost problematických témat, která budou zatraktivňovat zlato jako ultimátní bezpečný přístav. Předpokládáme také, že budou nadále pokračovat nákupy centrálních bank – letos sice zatím tempo nákupu proti loňsku zpomalilo a Rusko a Turecko zlato prodávaly, ale jinak trend nákupů přetrvává a počet centrálních bank, které zlato nakupují, spíše stoupá. Proti zlatu by sice mohlo působit zvýšení sazeb centrálních bank, což reálně hrozí zejména u ECB, ale mělo by jít jen o dočasné negativum, přičemž atraktivita zlata by měla nakonec převážit.

Finanční trhy

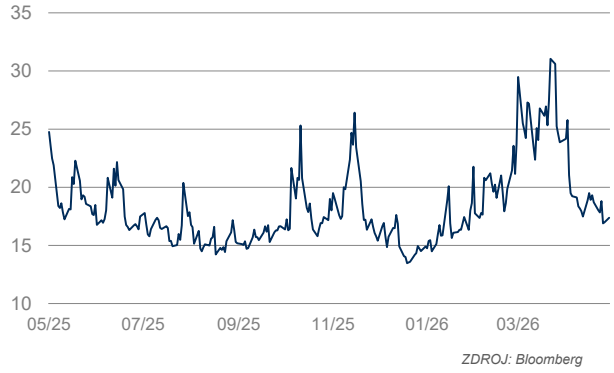
Devizové kurzy



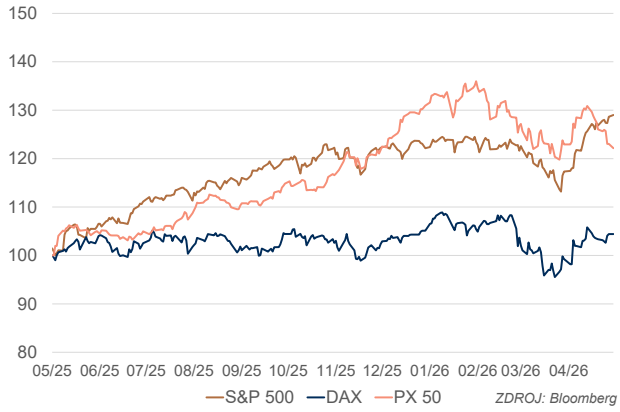
Dluhopisy (10 let)



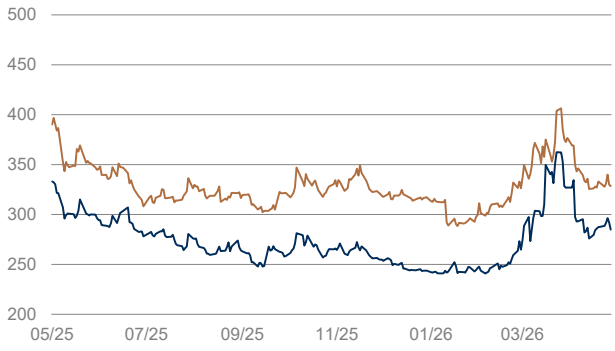
Index volatility VIX



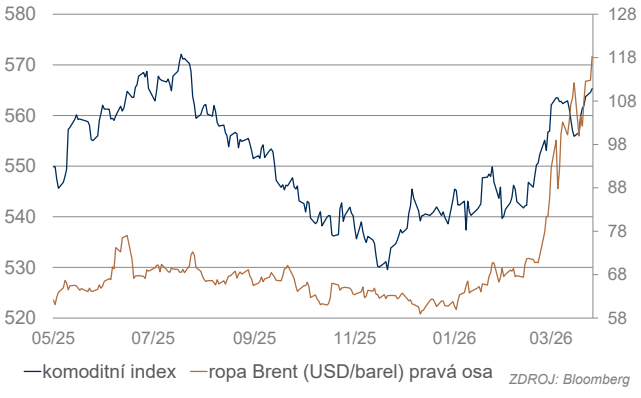
Akciové indexy (1.5. 2025 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



Finanční trhy

	M-12	M-1	SOUČASNÁ HODNOTA	3 M ODHAD	3 M ZMĚNA*	6 M ODHAD	6 M ZMĚNA*	12 M ODHAD	12 M 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	1,13	1,15	1,17	1,17	→	1,18	↑	1,18	→
EUR/CZK	24,9	24,5	24,4	24,4	→	24,4	→	24,4	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	3,70	3,80	3,88	3,8	↓	3,8	→	3,7	↓
US dluhopis 10y	4,22	4,32	4,37	4,3	↓	4,3	→	4,2	↓
Něm. dluhopis 2y	1,76	2,62	2,67	2,6	↓	2,6	→	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	2,53	2,99	3,05	3,0	→	3,0	→	2,9	↓
České dluhopisy 2y	3,41	4,08	4,05	4,1	→	4,1	→	4,0	↓
České dluhopisy 10y	4,11	4,83	4,84	4,8	→	4,8	→	4,7	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	390,3	369,3	328,4	345	↑	350	↑	335	↓
EMU iTraxx 5y	333,1	327,0	285,2	305	↑	320	↑	340	↑
AKCIE									
S&P 500	5686,7	6582,7	7230,1					7400	↑
Eurostoxx 50	5285,2	5692,9	5877,3					6000	↑
DAX	23086,7	23168,1	24385,1					24800	↑
CSI 300	3808,5	4440,8	4807,3					4900	↑
PX 50	2059,9	2535,6	2518,7					2600	↑

* 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	2,1	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	3,7	2,5	3,6	4,4	0,2	5,0	3,5	4,9
vývoz	3,9	4,5	3,4	4,8	2,2	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	0,8	0,9	0,8	0,9	0,9	1,4	0,9	1,3
soukromá spotřeba	1,7	1,8	1,4	1,4	1,2	1,0	0,9	0,7	1,4	1,5	1,1	1,2
vládní spotřeba	1,9	1,5	1,5	1,5	1,9	1,8	1,5	1,3	2,3	1,5	1,6	1,3
investice	2,5	3,6	3,3	3,2	0,8	2,5	1,7	1,8	-2,5	3,2	1,8	2,2
dovoz	4,1	2,8	4,2	3,9	2,0	2,4	1,1	1,8	-0,1	3,7	1,9	2,2
vývoz	2,7	0,7	2,9	2,4	0,3	1,2	0,5	1,3	0,5	2,1	1,0	1,9
nezaměstnanost (%)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3	6,2
inflace (% y/y)	2,3	2,0	2,1	2,1	2,0	3,1	2,9	3,0	2,4	2,1	2,8	2,1
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	1,7	1,3	0,9	1,0	1,2	1,7	1,8	2,8	2,8

Spojené státy americké

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

* Předpověď

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

Kontakty

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

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

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

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

Tomáš Krejčí
ODBOR SALES PRO KORPORÁTNÍ A MUNICIPÁLNÍ 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.