

Analytický měsíčník

Téma měsíce

Důsledky růstu výnosů pro financování veřejného dluhu

ČR Inflace roste, ale ČNB sazby nemění

EMU Ekonomika slábne a inflace sílí

USA Reálná ekonomika zůstává překvapivě odolná

www.ppfbanka.cz

červen 2026

Magdalena Středová, Luboš Mokráš



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

Trvajícím konfliktem mezi USA a Íránem a vysokými cenami ropy způsobily výprodej na dluhopisových trzích. Zprávy o možné dohodě sice poslaly výnosy dluhopisů níže, ale obavy z inflace jsou citelné, a i po případném znovuotevření Hormuzského průlivu mohou dlouhodobé sazby zůstat na vyšších úrovních. To není dobrá zpráva pro veřejné finance, které musí část svých dluhů každoročně refinancovat a jejich dluhy se jim tak prodraží.

Rostoucí výnosy prodraží vládní dluhy

S trvajícím konfliktem na Blízkém východě trhy čím dál více sázejí na silnější inflační tlaky a s nimi spojený růst sazeb centrálních bank. Na to reagují investoři, kteří od svých investic požadují vyšší výnosy. Globální výprodej na dluhopisových trzích byl jednoznačně způsoben obavami z inflace, nikoli obavami o fiskální disciplínu, ale důsledky pro státní rozpočty budou citelné.

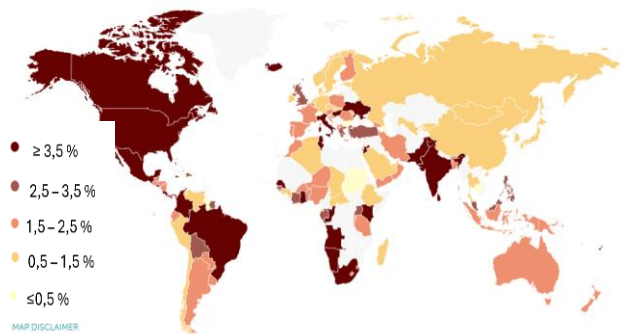
Výprodej na dluhopisových trzích

Výnosy globálních dluhopisů od počátku války v Íránu rostou kvůli obavám z inflace. Skokový nárůst cen energií způsobený válkou v Íránu totiž zesiluje inflační tlaky a nutí centrální banky zvažovat zvýšení úrokových sazeb. S utahováním měnových podmínek se pak pojí i obavy z rozpočtových deficitů a ve výsledku investoři požadují vyšší kompenzaci za držení dluhopisů. V květnu tlak na dluhopisovém trhu dále zesílil a došlo po celém světě k masivním výprodejům, přičemž výnosy státních dluhopisů vzrostly na nejvyšší úroveň za mnoho let. Například výnos 30letého amerického státního dluhopisu dosáhl 5,19 %, což je nejvyšší úroveň od roku 2007, tedy z období těsně před

Růst výnosů se vysoce zadluženým zemím prodraží

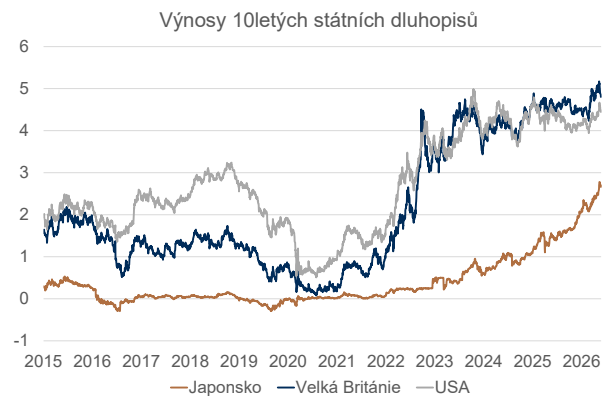
I když prvotním impulsem pro růst výnosů nebyly obavy z nadměrného zadlužování, ovlivní tento vývoj státní finance. Dluh veřejných financí se totiž navyšuje nejen nadměrnými výdaji vlád, ať se jedná o běžné nebo investiční výdaje, ale samozřejmě roli hraje i dluhová služba.

Náklady na obsluhu dluhu (v % HDP) se diametrálně liší.



Zdroj: MMF

Obavy o rostoucí inflaci tlačí na růst výnosů dluhopisů.

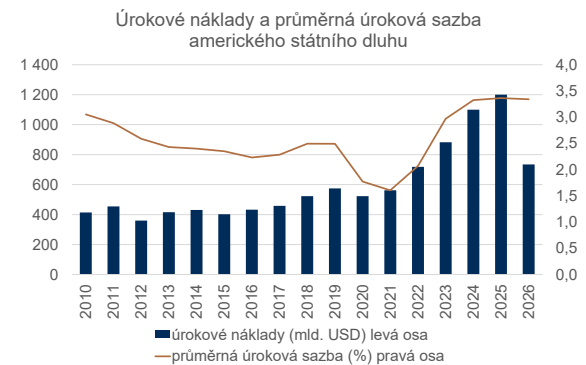


Zdroj: Bloomberg

vypuknutím globální finanční krize. Také výnos 10letého amerického státního dluhopisu během první poloviny května vzrostl o téměř 30 bb. Výnos japonských 10letých státních dluhopisů vzrostl v polovině května na 2,78 %, nejvyšší hodnotu od roku 1996. Ve Velké Británii, kde se k výkyvům na trzích přidala krize kolem vedení labouristické vlády, vzrostl výnos 10letého státního dluhopisu až na 5,17 %, což je nejvyšší úroveň od roku 2008.

Jedny z největších nákladů na obsluhu dluhu v porovnání s HDP mají USA. Celkový dluh převyšuje 100 % HDP, není se tak čemu divit, že obsluha dluhu státní kasu stojí ročně přes bilion USD, což odpovídá téměř 4 % HDP a téměř pětina vládních příjmů. Zvýšení výnosů o 10 bb pak automaticky neznamená zvýšení dluhové služby o změnu výnosu vynásobenou objemem dluhu, tedy

Náklady na obsluhu amerického dluhu rostou.



Zdroj: www.treasury.gov

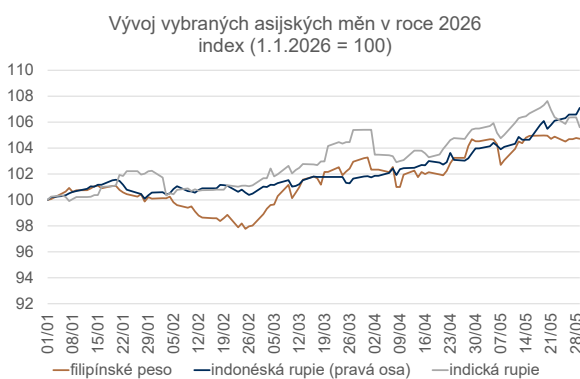


35 bil.*0,0001, celkem tedy 3,5 mld. USD, protože to by muselo dojít k přecenění celého dluhu. Realističtější odhad může pracovat s předpokladem, že ročně se refinancuje 20–30 % dluhu. To by znamenalo dodatečné náklady při zvýšení o pouhých 10 bb v rozmezí 0,7–1 mld. USD. Pro lepší představu dodejme, že za 1 mld. USD by americká vláda mohla pořídit například 10 stíhaček F-35, postavit 15 až 30 km dálnic (v závislosti na terénu) nebo vystavět 10 až 20 univerzitních kampusů. Není třeba dodávat, že čím déle období vysokých výnosů trvá, tím více bude muset vláda vynakládat na obsluhu dluhu a zároveň omezovat jiné důležité výdaje, popř. dále navyšovat dluhy.

Rostoucí výnosy oslabují měny rozvíjejících se ekonomik a komplikují splácení jejich cizoměnových dluhů

Výprodej na dluhopisových trzích se nevyhnul samozřejmě ani asijským ekonomikám. Vzhledem k různé míře zadluženosti je i potenciální dopad vyšších výnosů na rozpočty asijských ekonomik různý. U málo zadlužené Indonésie (40 % HDP) je předpokládán dopad zvýšených úrokových nákladů slabší než u zadluženější Indie s podílem dluhu na HDP okolo 80 %. U rozvíjejících se ekonomik ale existuje ještě jeden rizikový faktor. Vyšší výnosy amerických dluhopisů posilují dolar a snižují atraktivitu aktiv z rozvíjejících se trhů, což podněcuje odliv kapitálu z Asie a oslabuje domácí měny, což zvyšuje zátěž spojenou se splácením dluhů denominovaných v dolav cizích měnách a tlačí na centrální banky, aby zvyšovaly úrokové sazby s cílem bránit své měny a posílit atraktivitu

Měny asijských států čelí velkému depreciačnímu tlaku.



Zdroj: Bloomberg

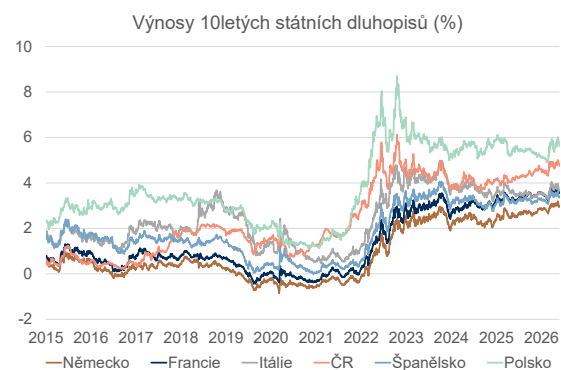
místních dluhopisů, a to i přes očekávané oslabení domácího růstu. Zatímco u vyspělých ekonomik, jako například v USA, Japonsku nebo v eurozóně, je podíl státního dluhu denominovaného v cizích měnách nulový, v rozvíjejících ekonomikách bývá vyšší, protože pro dluh v měně jako jsou dolary nebo eura požadují investoři obecně nižší úroky. Proto je takovýto dluhový instrument pro rozvíjející se ekonomiky lákavý. Podíl dluhu v cizí měně

se v jednotlivých zemích velmi liší. V tomto ohledu je na tom relativně dobře Indie, která je sice více zadlužená, ale většina dluhu je denominovaná v domácí měně. V cizí měně je vydáno necelých 10 % dluhu. Více je na cizoměnovém financování závislá Indonésie nebo Filipíny, kde se podíl cizoměnového dluhu pohybuje okolo 30 %. To může být pro dané země problém v případě velkých kurzových výkyvů, které byly v květnu k vidění na finančních trzích.

Výnosy evropských dluhopisů sledují světový trend

Obavy ze silících inflačních tlaků se projevily hlavně v Asii, které se konflikt bezprostředně týká, protože je závislá na dodávkách ropy a zemního plynu přes Hormuzský průliv, ale nevyhnuly se ani Evropě. Výnos 10letého německého státního dluhopisu vzrostl od začátku války s Íránem o 60 bb až na 3,19 %, což je nejvíce za posledních 15 let. Obdobný vývoj jsme mohli sledovat i v ostatních evropských zemích. Ve Francii, Itálii i Španělsku vzrostly výnosy stejně jako v Německu o 50 bb. Reakce se

Výnosy státních dluhopisů evropských zemí rostou na dlouholetá maxima. (dlouhodobý pohled)



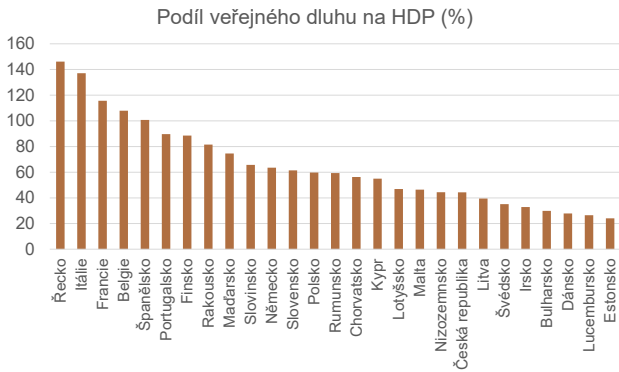
Zdroj: Bloomberg

nevyhnula samozřejmě ani českým státním dluhopisům, které reagovaly ještě více. Od počátku války v Íránu vzrostly výnosy českých dluhopisů o 60 bb až na 5 %. To jsou hodnoty, na které se výnos českého desetiletého státního dluhopisu dostal naposledy v listopadu roku 2022, tedy v období extrémní inflace (16 %) způsobené mimo jiné energetickou krizí v důsledku války na Ukrajině.

Zvyšování výnosů přichází pro Evropu v době, kdy se připravovala na masivní fiskální expanzi, aby podpořila skomírající růst. Tyto záměry se tak mohou prodražit více, než se čekalo. A nejen to. Některé z evropských zemí jsou výrazně zadlužené, a i bez fiskální expanze je vyšší výnosy zasáhnou citelně. Například deficity Itálie, Francie, Belgie, Španělska nebo Řecka představují více než 100 % HDP a náklady na obsluhu dluhu se tak pohybují okolo 3 %.



Zadluženost zemí EU (dluh/HDP %)

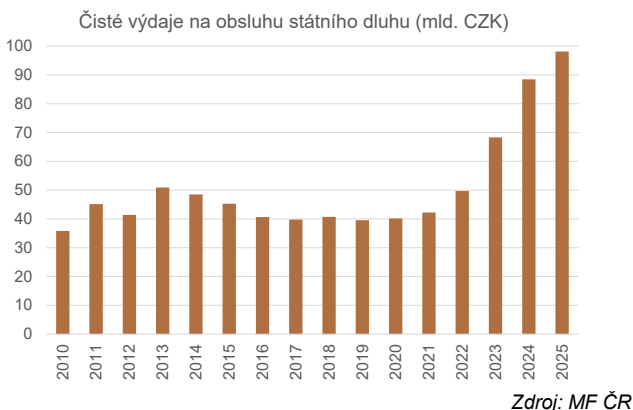


Zdroj: Eurostat

Nové plány české vlády na uvolnění rozpočtových pravidel se mohou prodražit

Růst výnosů českých státních dluhopisů byl odstartován – stejně jako výprodeje na světových dluhopisových trzích – válkou v Íránu a souvisejícími obavami z růstu inflace. K tomuto tržnímu sentimentu ale zároveň česká vláda ještě přispěla rozvolněním rozpočtových pravidel. Parlament schválil v květnu změnu výdajových rámců a zavádí vlastní výjimky, které vládě otevírají prostor pro vyšší zadlužování bez okamžitého spuštění nápravných mechanismů. Vláda tak mění závazek ČR z roku 2024, tzv. Fiskální strukturální plán, který nastavoval přísnější národní pravidla, než požadovala EU. Nyní jsou národní omezení naopak volnější, než jaká připouští evropský fiskální rámec. Nová pravidla například z výdajových rámců vyjímají výdaje na dopravní infrastrukturu, prodlužují výjimku na obranu nebo vyvádí financování jaderné elektrárny zcela mimo státní rozpočet tak, že výdaje poskytnuté na půjčku kryjící tuto výstavbu nebudou v deficitu státního rozpočtu vůbec viditelné.

Dluh se České republiky stále prodražuje.



Výsledkem je, že výnosy desetiletých českých státních dluhopisů vzrostly během května až na 5 %, více než 1 pb nad výnosy Řecka nebo Španělska.

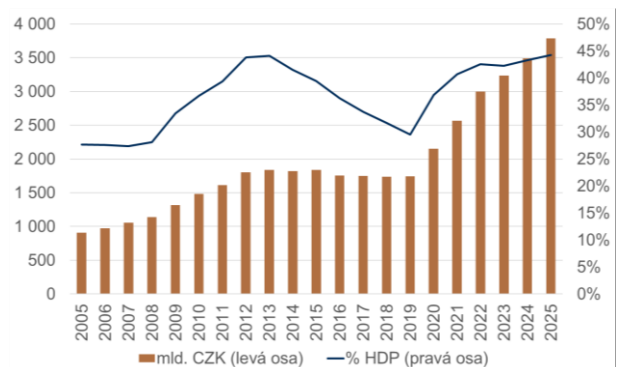
Zajímavé je, že navzdory rozvolňování rozpočtových pravidel se česká koruna drží stabilní a působí protiinflačně. To může být dáno i tím, že celkové zadlužení českého státu je v evropském srovnání relativně nízké, a investoři tak nepochybují o schopnosti České republiky své závazky splácet.

I přes nízké zadlužení ale zvýšení úrokových nákladů bude pro českou státní kasu citelné.

V roce 2025 měla Česká republika dluh 3,8 bil. CZK, tedy 44 % HDP. Výdaje na obsluhu dluhu činily 98 mld. CZK. Hrubá emise státních dluhopisů v loňském roce dosáhla téměř 500 mld. CZK. Pro letošní rok je odhadovaná finanční potřeba vlády 735 mld. CZK. Část dluhopisů již byla vydána, a navíc Ministerstvo financí bylo úspěšné s emisí Dluhopisů Republiky. Do konce roku tak zbývá vydat dluh v objemu cca 500 mld. CZK. Za těchto předpokladů by pak zvýšení výnosů o 60 bb zvýšilo roční náklady na obsluhu dluhu o cca 300 miliónu CZK. To není tak výrazná částka v porovnání s letošním plánovaným deficitem ve výši 310 mld. CZK, což je dáno malou celkovou zadlužeností České republiky. Tato situace se ale může velice rychle měnit. Připomeňme, že v roce 2019 dosahoval dluh vůči HDP úrovně 23 % HDP a během pěti let se zvýšil až na 45 % HDP.

Prozatím ale investoři evidentně považují český dluh za bezpečný. To je vidět jak z poptávky na primárním trhu při aukcích Ministerstva financí, tak z poptávky na sekundárním trhu.

Změna zadlužení země může přijít velice rychle.



Závěr

Celosvětový růst výnosů dluhopisů má celosvětové dopady, které ale nejsou rovnoměrně rozložené. Nejvíce jsou postiženy rozvíjející se ekonomiky, pro které celosvětový růst výnosů znamená odliv kapitálu, a tedy nižší zahraniční investice, tlak na oslabení měn a vyšší náklady na obsluhu dluhu (jak v domácí, tak v zahraniční



měně). To má samozřejmě konsekvence pro reálný růst ekonomik.

Evropské ekonomiky netrpí odlivem kapitálu ani depreciací měn, ale kvůli zadlužení, které často přesahuje 100 % HDP, se vyšší výnosy výrazně projeví na vládních deficitech. V období plánované fiskální expanze lze očekávat, že růst reálné ekonomiky bude nižší.

Česká ekonomika má výhodu relativně nízkého zadlužení. Výnosy státních dluhopisů ale rostou rychleji než u zemí eurozóny a vláda ještě přilévá olej do ohně svou fiskální expanzí a rozvolňováním rozpočtových pravidel. To může udržet výnosy výše a po delší dobu, což bude pro český rozpočet znamenat dodatečné náklady.



Česká ekonomika v 1. čtvrtletí letošního roku rostla jen o 2,2 %. Za slabším růstem stála negativní bilance zahraničního obchodu, zatímco spotřeba domácností dál táhla ekonomiku vzhůru.

Zpomalující ekonomiku doprovází zvyšující se inflace způsobená nabídkovým šokem, na který ČNB alespoň prozatím nechce reagovat.

Ekonomická aktivita

Navzdory nejistotám a zvyšující se inflaci českou ekonomiku nadále táhne hlavně silná spotřeba domácností. V březnu maloobchodní tržby opět překonaly očekávání, když vzrostly o 4,9 % y/y, a pokračující silný trh práce i rostoucí mzdy by měly spotřebu domácností nadále podporovat. Situaci může ale zkomplikovat protahování uzavření Hormuzského průlivu. To by mohlo mít výraznější dopad na inflaci. Při posledním inflačním šoku se ukázalo, že obavy z inflace nutí české domácnosti místo zvýšení spotřeby, jako reakce na obavy, že vše bude v dohledné době dražší, spíše zvyšovat úspory jako polštář pro blížící se horší časy. Prozatím ale nálada českých spotřebitelů podle ČSÚ klesla od začátku války v Íránu jen mírně a drží se nad dlouhodobým průměrem. Spotřebu domácností by i nadále měl podporovat silný trh práce. Nezaměstnanost v dubnu poklesla na 4,9 %, což je sice o 0,1 pb méně, než by odpovídalo sezónním vzorcům, ale při současné míře nezaměstnanosti se jedná spíše o návrat k rovnovážné úrovni nezaměstnanosti než o signál oslabujícího trhu práce.

Výsledky průmyslové výroby byly v březnu pod očekáváním a nepříliš optimisticky vyzněl i slabý růst nových objednávek. Naopak indexy PMI vidí budoucnost průmyslové výroby optimisticky, když květnové hodnoty navzdory geopolitickému napětí a rostoucím cenám energií překvapily vyššími hodnotami (52,2).

Inflace a centrální banka

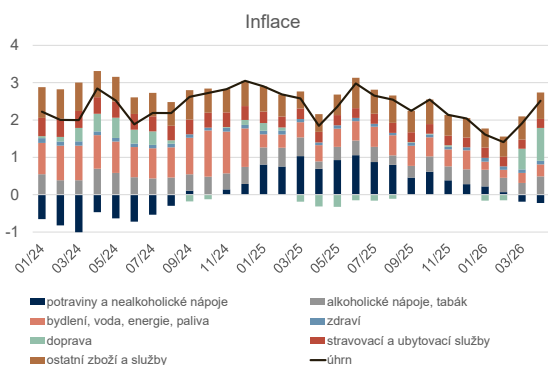
Pohonné hmoty tlačí inflaci vzhůru. V dubnu inflace opět vzrostla, tentokrát na 2,5 %. To je o 0,6 pb výše než

v březnu. Inflaci táhnou vzhůru ceny pohonných hmot, zatímco ceny potravin stále působí protiinflačně. Ale s prodlužujícím se konfliktem roste riziko, že se cenové tlaky začnou promítat i do ostatních sektorů ekonomiky. Inflace v sektoru služeb také zůstává zvýšená. V dubnu opět mírně vzrostla z březnových 4,7 % na 4,8 % y/y. I přes sílící inflaci ale ČNB na květnovém měnově-politickém zasedání jednomyslně rozhodla ponechat sazby beze změny. Nová prognóza přitom ukazovala potřebu sazby zvyšovat již ve druhém čtvrtletí letošního roku. Model ČNB ale zároveň předpokládá relativně rychlý návrat inflace již na začátku příštího roku, který by umožnil opětovné snižování sazeb. Členové bankovní rady se shodují, že ČNB je nyní v komfortní situaci, když reálné úrokové sazby jsou kladné, a centrální banka proto může vyčkávat. Centrální bankéři se tak mohou vyhnout nutnosti rychle zvyšovat sazby a po půl roce je opět snižovat. Stabilita sazeb je v současné situaci preferovaným výhledem. Ani očekávaná fiskální expanze centrální bankéře alespoň prozatím příliš netrápí. Podle ředitele sekce měnové Petra Sklenáře se proinflační tlaky vyplývající z uvolnění fiskálních pravidel týkají spíše až příštího roku. Nejistota je ale velká, což ukazují i tři alternativní scénáře, které ČNB publikovala společně s prognózou. Tyto scénáře ukazují, jak by ČNB mohla reagovat v závislosti na rozdílném vývoji situace na Blízkém východě. Scénáře nastiňují různě velké inflační šoky. V případě scénáře s dlouhotrvajícím cenovým šokem bez významných dopadů na růst reálné ekonomiky by ČNB mohla zvýšit základní repo sazbu až na 4,5 %. Naopak scénář, kde se inflační šok promítne významně do reálné ekonomiky, předpokládá snižování sazeb až na 3 %. Nejistot je tedy celá řada a všechny možnosti jsou otevřené. Náš základní scénář ale i nadále počítá se stabilitou sazeb až do konce letošního roku.

Rizika

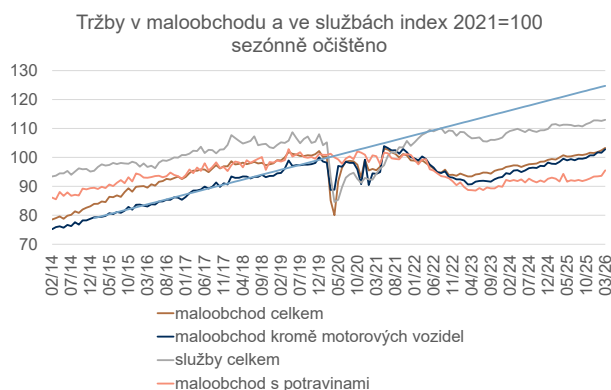
Geopolitická rizika stále převažují a mají stagflační podobu. Pro náš výhled to znamená riziko nižšího růstu spolu s vyšší inflací.

Ceny pohonných hmot táhnou inflaci vzhůru, potraviny působí protiinflačně.



Zdroj: ČSÚ

Domácí poptávka zůstává silná.



Zdroj: ČSÚ



Data z reálné ekonomiky ukazují, že optimistická očekávání oživení ze závěru loňského roku se nenaplní a předstihové indikátory PMI dokonce ukazují na mezikvartální pokles ve 2. čtvrtletí. Navzdory nepříznivému ekonomickému vývoji roste inflace a ECB zvažuje měnové utahování, což ekonomické vyhlídky nezlepšuje, spíše naopak.

Ekonomická aktivita

Přicházející data potvrzují relativní slabost ekonomik eurozóny. Průmyslová výroba v březnu oproti únoru vzrostla o 0,2 %. V porovnání se stejným obdobím předchozího roku byla průmyslová produkce o 2,1 % nižší. Slabost průmyslové produkce pokračuje, ale nestupňuje se. Vzhledem k tomu, že se jedná o první číslo od začátku války na Blízkém východě, se zdá, že válka alespoň ve své počáteční fázi na evropský zpracovatelský průmysl neměla výraznější negativní dopad. Předstihové indikátory PMI se ale zhoršují. PMI ve zpracovatelském průmyslu v květnu poklesl na 51,4, ale stále zůstává nad 50, tedy ukazuje na mírnou expanzi. O poznání hůře je na tom ale sektor služeb. Zde PMI v květnu poklesl na 47,4, což je nejnižší hodnota za více než 5 let. Kompozitní index se propadl na hodnotu 47,5, a dostal se tak na minimum za posledního 2,5 roku. Aktuální hodnoty PMI jsou konzistentní s poklesem HDP eurozóny ve 2. čtvrtletí o 0,2 % q/q.

Co se týká spotřebitelů, v březnu došlo ke čtvrtému meziměsíčnímu poklesu maloobchodních tržeb v řadě. Březnový pokles o 0,1 % byl menší, než se čekalo, ale to bylo způsobeno revizí předchozích údajů směrem dolů. Data tak ukazují, že meziroční růst maloobchodních tržeb byl nižší než v posledním čtvrtletí minulého roku. Hlavní brzdou růstu reálných tržeb v maloobchodě jsou pohonné hmoty. Vzhledem k vysoké pravděpodobnosti, že ceny ropy

zůstanou zvýšené, i kdyby byl konflikt na Blízkém východě brzo vyřešen, se lze domnívat, že i spotřeba domácností zůstane tlumená po celý letošní rok. Spotřebitelská důvěra se sice v květnu mírně vylepšila, ale aktuální hodnota (-19) je druhá nejnižší za posledního tři a půl roku.

Inflace a centrální banka

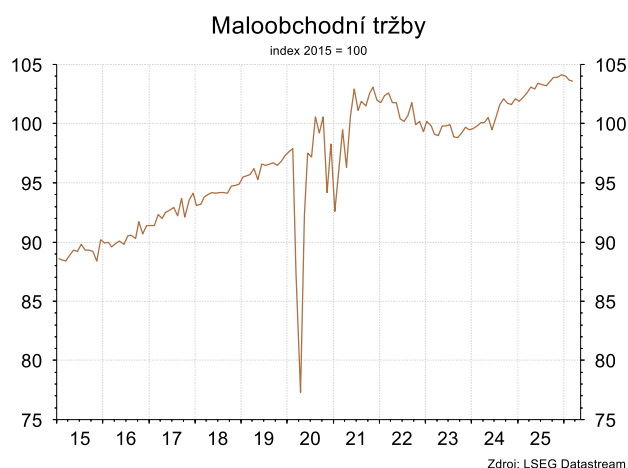
Inflace v eurozóně kvůli vysokým cenám pohonných hmot roste. V dubnu inflace dosáhla horní hranice inflačního pásma (3 %). Jádrová inflace, která neobsahuje ceny energií, mírně poklesla na 2,2 %. Sezónně očištěné údaje ECB ukazují, že jádrová inflace vzrostla meziměsíčně o 0,3 % po březnovém nárůstu o 0,14 %. Při pohledu přes tyto výkyvy se dynamika jádrové inflace od začátku roku drží na úrovni 2,6 % y/y. To znamená, že zůstává zvýšená, a to navzdory tomu, že zatím nedochází k sekundárním efektům zvyšování cen pohonných hmot.

Zvyšující se inflace na jedné straně a slabá reálná ekonomika na druhé straně ztěžují rozhodování ECB, která prozatím drží stabilní sazby s depozitní sazbou na 2 %. Na dubnové tiskové konferenci po měnově-politickém zasedání prezidentka ECB Lagarde uvedla, že v červnu bude k dispozici dostatek údajů k tomu, aby bylo možné učinit informované rozhodnutí o případném zvyšování sazeb. Prezidentka Lagarde také uvedla, že skutečnost, že trh v základním scénáři počítá se dvěma zvýšeními úrokových sazeb, znamená, že reakční funkce ECB byla dobře pochopena. Je tedy velmi pravděpodobné, že ECB sazby na červnovém zasedání zvýší. Členka výkonné rady ECB Isabel Schnabel dokonce řekla, že ECB by měla sazby zvýšit i v případě rychlého vyřešení konfliktu na Blízkém východě.

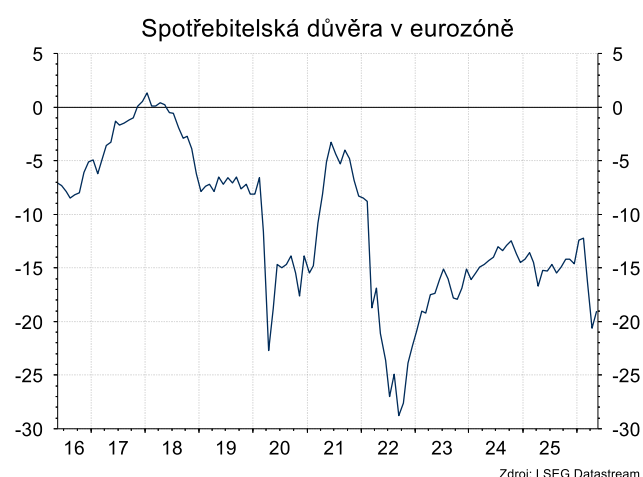
Rizika

Vysoké ceny ropy a obchodní války, to jsou hlavní rizika, která stále trápí eurozónu a budou i nadále působit stagflačně.

Růst maloobchodních tržeb zpomaluje.



Na spotřebitelskou důvěru dopadají obavy z inflace.



Tvrdá data z ekonomiky zůstávají pozitivní a zdá se, že reálná ekonomika šoku vysokých cen ropy a celních bariér odolává překvapivě dobře. Pozitivní zůstávají i indikátory důvěry PMI a ISM. Naopak spotřebitelská důvěra reaguje na rostoucí inflaci poklesem. Na inflaci reagují i očekávání ohledně budoucích kroků Fedu. Trh nyní předpokládá první zvýšení sazeb již v 1. čtvrtletí příštího roku.

Ekonomická aktivita

Navzdory pokračující válce v Íránu i vysokým celním bariérám se reálné ekonomice daří relativně dobře. I když klesla důvěra spotřebitelů, která je výrazně závislá na cenách pohonných hmot, Michiganský index spotřebitelské důvěry se drží v blízkosti historických minim, ale maloobchodní tržby zůstávají relativně silné. V dubnu tržby v maloobchodě vzrostly meziměsíčně o 0,5 %. Jedná se ale o nominální hodnoty, které navíc reflektují pouze poptávku po zboží, nikoliv službách. Pro růst HDP je určující celková reálná spotřeba domácností, tedy spotřeba domácností očištěná o cenové změny včetně spotřeby služeb. Ta by podle všeho měla být také silná a překonat stejné období minulého roku. Zdánlivý nesoulad mezi spotřebou a náladou spotřebitelů je dán rozsáhlými změnami v oblasti daní, veřejných výdajů a sociálních programů v rámci amerického federálního zákona, tzv. One Big Beautiful Bill Act, který pomohl vykompenzovat negativní dopad růstu cen pohonných hmot.

Také průmyslová výroba se zdá odolná.

Zpracovatelský průmysl vzrostl v dubnu o 0,6 % m/m a předstihové indikátory, jako například ISM nebo Empire State Survey, vyzněly také optimisticky.

Rovněž trh práce překvapil pozitivně. Počet nově vytvořených pracovních míst (*payrolls*) sice oproti nebývalé silným březnovým 185 tisícům poklesl, ale 115 tisíc bylo

vysoko nad očekáváním trhu. Nezaměstnanost se drží na 4,3 %, což je důkaz, že trh práce se nachází v bodě, kde stačí relativně malý počet nově nabízených pracovních míst pro udržení stabilní míry nezaměstnanosti.

Inflace a centrální banka

Svížný růst ekonomiky je doprovázený akcelerující inflací. Inflace roste rychleji, než očekávali analytici. Z březnových 3,3 % vzrostla v dubnu na 3,6 %. Tento vývoj táhly zejména ceny energií i jednorázové změny v nájemném. Jádrová inflace, do které se nezapočítávají ceny energií ani potravin, v dubnu vzrostla jen o 0,1 pb na 2,8 %. Index PCE, který je preferovaný Fedem cenové tlaky potvrdil. PCE inflace vzrostla na 3,8 %, jádrová na 3,3. Meziměsíční růst jádrové inflace sice zpomalil na 0,2 %, ale obavy Fedu mohou vzbuzovat rostoucí ceny počítačů a dalšího vybavení, které s růstem cen ropy nesouvisí.

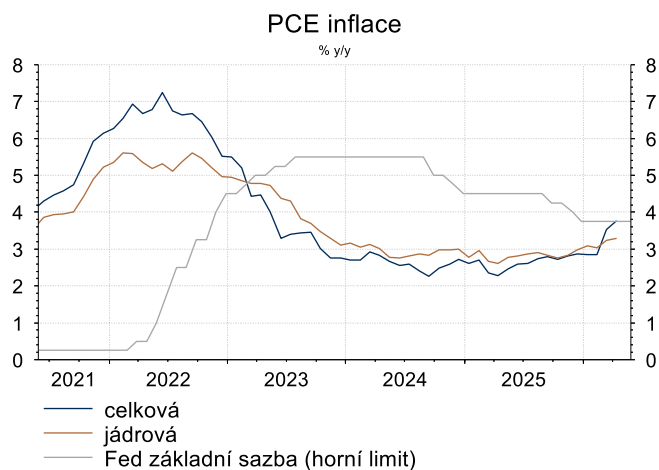
Kromě spotřebitelských cen rostou nad očekávání ceny výrobců, které v dubnu kvůli cenám energií vzrostly meziročně o 6 %, a silný růst byl zaznamenán i u cen dovozů, kde za meziročním růstem o 4,2 % stály nejen ropné produkty, ale i ostatní zboží a služby.

S rostoucí inflací si nyní bude muset poradit Fed pod vedením nového šefa Kevina Warsche, jehož jmenování nakonec odsouhlasil americký senát v květnu. S jeho nástupem byl spojován posun k holubičímu nastavení Fedu, ale s rostoucí inflací se nálady trhu začínají obracet o 180 stupňů. Trh nyní již nečeká žádné snižování sazeb, naopak započítává jedno zvýšení sazeb na počátku příštího roku.

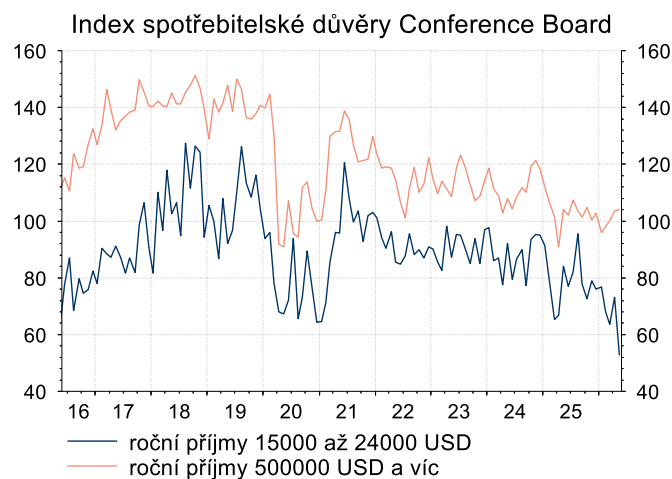
Rizika

Zatímco u Evropy jsou rizika převážně externí, USA si svá rizika bohužel řídí přes nevyzpytatelného prezidenta Donalda Trumpa. Největším rizikem zůstává konflikt na Blízkém východě i americká celní politika.

Inflační tlaky viditelně sílí.



Nálada spotřebitelů klesá, ale spotřebu podporují daňové změny.



EUR/USD

Dolar v květnu mírně posílil. Pozitivně reagoval zejména na zprávy o brzkém příměří s Íránem. A jeho zisky podpořilo i relativně jestřábí vyznění zápisu ze zasedání Fedu. Ze zápisu vyplynulo, že Fed zaujímá vyčkávací postoj a nespěchá s dalšími kroky. V rámci dvojího mandátu se zdá, že se kloní na stranu inflace, a případná snaha nového šéfa Fedu Warshe o více holubičí nastavení by znamenala, že Warsh narazí na silnou opozici. My stále držíme náš základní scénář, že Fed letos sazby měnit nebude.

I nadále se domníváme, že konflikt v Perském zálivu bohužel zatím nespěje ke zdárnému konci, proto je pravděpodobné, že geopolitické události zůstanou hlavním hybatelem kurzu a budou trhům dávat impulzy pro pohyby kurzu dolaru na obě strany.

Kromě geopolitické situace mohou ve vývoji kurzu hrát roli i centrální banky. Vzhledem k tomu, že náš základní scénář počítá se stabilními americkými sazbami a na druhou stranu se zvyšováním sazeb v eurozóně, mohlo by to vést krátkodobě spíše k silnějšímu euru.

EUR/CZK

Přetrvávající geopolitické napětí nechává stále korunu v klidu. Během května se jí dokonce podařilo vůči euru mírně posílit, a to navzdory posilujícímu dolaru, což se koruně většinou nelíbí. Také ostatním měnám v regionu se dařilo, přičemž silný forint je výsledkem euforie po maďarských volbách.

Vzhledem k tomu, že koruna příliš na geopolitické napětí nereaguje, hlavním hybatelem kurzu by mohly být centrální banky. ECB signalizuje zvyšování sazeb, ČNB naopak nedbala doporučení prognózy a centrální bankéři jednomyslně rozhodli o ponechání sazeb bez změn. To by mělo hrát v neprospěch koruny. Navíc trh očekává, že ČNB bude sazby zvyšovat, a to v horizontu jednoho roku 2krát. Tato očekávání se mohou ukázat jako přehnaná, což by pro korunu byl jednoznačně negativní signál. Sentiment je ale nyní nastavený pozitivně. V horizontu jednoho měsíce očekáváme, že koruna se bude pohybovat okolo stávajících hodnot bez jednoznačného trendu.

Dluhopisy

Po dubnové konsolidaci došlo v květnu na dluhopisových trzích k výprodeji. Prodlužující se konflikt podrývá optimismus trhů ohledně jeho brzkého konce a zvyšuje obavy z inflace. Růst výnosů dluhopisů byl proto globální. Americké dlouhé výnosy trhaly několikaletá maxima. Výnos amerického 30letého státního dluhopisu stoupl až na 5,2 %, nejvyšší hodnotu od roku 2007. Desetiletý výnos hodnotou 4,7 % dosáhl svého maxima za poslední rok a půl. Ani kratší konec výnosové křivky, který je více navázaný více na politiku Fedu, tlakům na růst neodolal. Výnos 2letého amerického státního dluhopisu se vyšplhal až na 4,12 %. Na vývoji na dluhopisových trzích je patrný

obrat o 180 stupňů ohledně očekávaných kroků Fedu. Zatímco před válkou v Íránem trh očekával, že Fed letos sníží sazby třikrát, nyní i přes nástup nového guvernéra Kevina Warshe, vybraného Donaldem Trumpem, trh věří, že sazby nejenže neklesnou, ale zvyšuje se pravděpodobnost jejich růstu. Aktuálně trh čeká jedno zvýšení sazeb v prvním čtvrtletí příštího roku. Situace se ale vyvíjí velmi dynamicky. Na konci května se opět na veřejnost dostala informace, že dohoda mezi USA a Íránem je blízko a výnosy dluhopisů výrazně poklesly a dostaly se zpět k hodnotám z počátku května. Pokud by došlo k dohodě a byl alespoň částečně otevřen Hormuzský průliv, mohly by obavy o zvyšující se inflaci ustoupit a s nimi by klesly výnosy dluhopisů. Celkově ale výnosy zůstanou vyšší než před začátkem konfliktu na Blízkém východě.

Vývoj v Evropě byl opět podobný americkému. Výnos německého desetiletého dluhopisu se vyšplhal až na 3,19 %, nejvyšší hodnotu za posledních 15 let. Do konce měsíce sice výnosy poklesly, ale stále zůstávají výše než v dubnu.

Také české dluhopisové trhy zažily výprodej. Výnos desetiletého vládního dluhopisu se dostal až na 5 %. Takovýto výnos investoři naposledy požadovali v roce 2022, kdy se inflace dostala na dvouciferné hodnoty a ČNB prudce zvyšovala sazby. Do konce měsíce výnosy opět poklesly, jelikož převládá optimismus ohledně dohody USA a Íránem.

Domníváme se, že výnosy dluhopisů zůstanou kvůli obavám z inflace i nadále zvýšené. Volatilitu budou působit hlavně zprávy o (ne)dohodě mezi USA a Íránem.

Akcie

Stejně jako v dubnu reagovali akcioví investoři spíše na pozitivní zprávy než na ty negativní. Zejména americké akciové trhy byly plné optimismu a index SPX dosáhl dalších historických maxim. Růst dlouhodobě táhnou technologické akcie, zejména firmy spojené s AI, a květen nebyl výjimkou. Akciové trhy se zároveň v květnu vyznačovaly vysokou volatilitou. Zatímco na začátku května pokračovaly akcie v dubnovém růstu, v polovině května mírně korigovaly v reakci na růst výnosů dluhopisů, ale konec května už byl opět ve znamení optimismu, když trhy uvěřily, že dohoda mezi USA a Íránem je na dosah.

Evropské akcie za americkými dlouhodobě zaostávají a nejenak tomu je v době války, která dopadá na Evropu nesrovnatelně více než na USA. V květnu tento trend pokračoval. Pokles cen kvůli výprodejům na dluhopisových trzích byl větší než u amerických akcií, ale optimismus na konci měsíce se projevil i na evropských akcích.

Akcíím na pražské burze se dařilo relativně hůře, a to nejen ve srovnání s americkými akciovými indexy, ale i s těmi evropskými. Vývoj indexu PX je ovlivněn jeho silnou koncentrací na banky (50 %) a na ČEZ (20 %) a absencí technologických titulů, které stojí za akciovým boomem



zejména v USA. Index PX tak neparticipuje na optimismu kolem AI. Navíc PX obsahuje mnoho dividendových titulů a květen je hlavní dividendovou sezónou. Při vyplácení dividend pak index technicky klesá, i když celkový výnos investorů může růst.

Zdá se, že optimismus na akciovém trhu bude ještě nějakou dobu trvat. Hlavní slovo bude mít geopolitika. Náznaky uzavření dohody mezi USA a Íránem mohou akcie, hlavně ty americké, poslat na další historická maxima. Z dlouhodobého pohledu je ale velice pravděpodobné, že po dlouhodobém růstu založeném hlavně na technologických titulech dojde ke korekci. Zatím ale převládá optimismus navzdory nepříznivé geopolitické situaci.

Kredit

Při sledování hokejového mistrovství během tropických květnových dnů se nedá ubránit myšlence, že se šampionát prostě neodehrává ve správném čase. Oproti tomu trojice tuzemských emitentů pro nabídku svých eurobondů trefila ideální moment. Prvním odvážlivcem, který se vydal do rozbourěných vod kapitálových trhů, byl národní dopravce České dráhy. Povzbuzen dubnovým zvýšením ratingu o jeden stupeň na Baa1 zahájil nabídku benchmarku se spreadem 125 bb. Nezvykle širokému syndikátu osmi manažerů se podařilo přeupsat knihu o více než 150 %, a finální spread tak nakonec klesl až na 92 bb. Investory očividně nerozhodil ani nestandardní tenor, který činí 5 let, 4 měsíce a 15 dní.

V druhém májovém týdnu se o podobně husarský kousek pokusila Česká spořitelna. Ačkoliv v tomto případě pravděpodobnost úspěchu transakce výrazně zvyšoval nabídnutý dluhopis. Eurobondová obdoba hypotečních zástavních listů se mohla pyšnit nejlepším možným ratingem Aaa a šestice manažerů knihu více než čtyřnásobně přeupsala. Finální spread pětiletého zajištěného dluhopisu se z indikovaných 38 bb dostal až na finálních 30 bb.

Třetím májovým hrdinou se stal v minulosti toxický spalovač uhlí ČEZ, který naplno využívá svého programu financování šetrného k životnímu prostředí. S ratingem na úrovni A3 odstartoval nabídku osmiletého zeleného dluhopisu s indikovaným spreadem 165 bb a cílovým objemem 750 milionů EUR. Osmičlenný syndikát distributorů přilákal objednávky v objemu přes 2,5 miliardy EUR a finální spread tak spadnul k 130 bb.

Komodity

Vývoj cen ropy stále ovlivňují kusé zprávy z jednání mezi USA a Íránem. Ropa Brent začala v květnu obchodování na ceně okolo 105 USD/barel. Již na konci prvního květnového týdne se objevily informace, že se USA s Íránem možná blíží k dohodě. I přesto, že nebyly zveřejněny žádné detailní informace, byl optimismus na

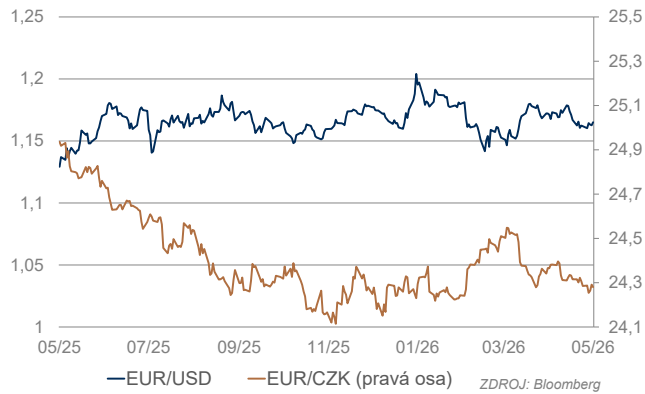
tržích překvapivě silný a ceny ropy Brent se postupně dostaly až k 96 USD/barel. Následující týden byl ale již ve znamení obratu, když se ukázalo, že dohoda mezi USA a Íránem zase tak blízko není. Cena ropy Brent postupně rostla až k 110 USD/barel. Další vlna optimismu přišla poslední květnový týden poté, co Donald Trump na své sociální síti zveřejnil příspěvek o tom, že dohodě mezi Íránem a USA už chybí jen detaily. Trh evidentně chtěl těmto zprávám věřit, i když se objevují velmi často a zatím se vždy ukázaly jako nepodložené. Ceny ropy nicméně na zprávy o možné dohodě reagovaly poklesem až k 92 USD/barel. Stejně jako v předchozích případech ale další boje v Hormuzském průlivu pokles cen ropy zastavily a poslaly je vzhůru.

I nadále očekáváme na trhu s ropou velkou volatilitu. Vzhledem k tomu, že se plní íránské zásobníky ropy a zastavení těžby by znamenalo nemalé dodatečné náklady, hraje čas ve prospěch dohody. Další náznaky dohody pak zcela jistě opět pošlou cenu ropy dolů.

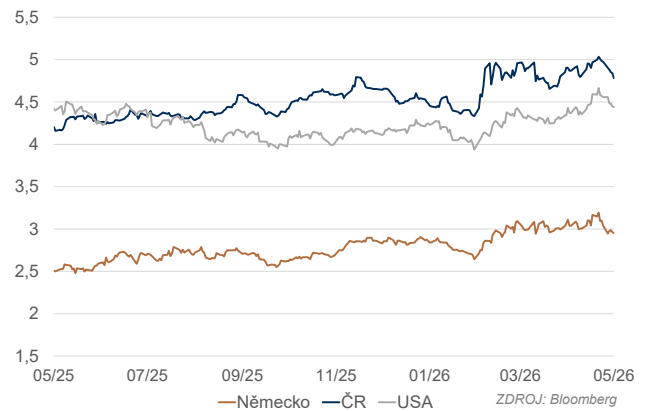
Zlato pokračovalo v konsolidaci a stejně jako v dubnu výkyvy ceny zlata odrážely vývoj nálad na trhu. Ceny zlata se v květnu pohybovaly v pásmu mezi 4500–4750 USD/oz. V horizontu měsíce očekáváme i nadále, že ceny zlata nebudou vykazovat jednoznačný trend a budou reagovat na nálady na trhu. Z dlouhodobého pohledu očekáváme stále silnou poptávku po zlatu především z asijských centrálních bank. Zlato by do budoucna mělo sloužit nadále jako bezpečný přístav. V dlouhodobém horizontu (několika let) tak čekáme růst cen zlata, i když ne tak prudký, jaký jsme viděli v posledních letech před válkou na Blízkém východě.



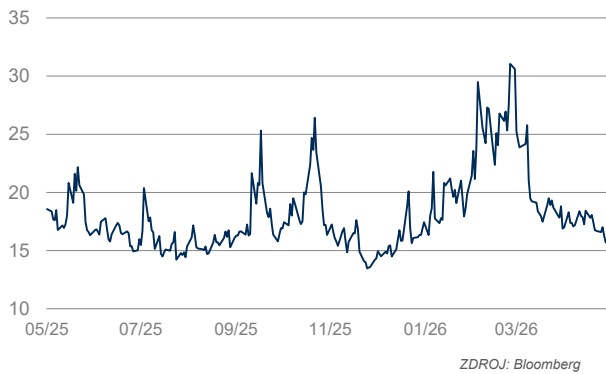
Devizové kurzy



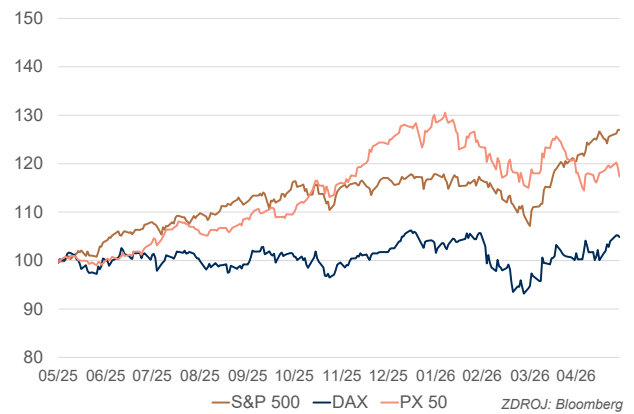
Dluhopisy (10 let)



Index volatility VIX



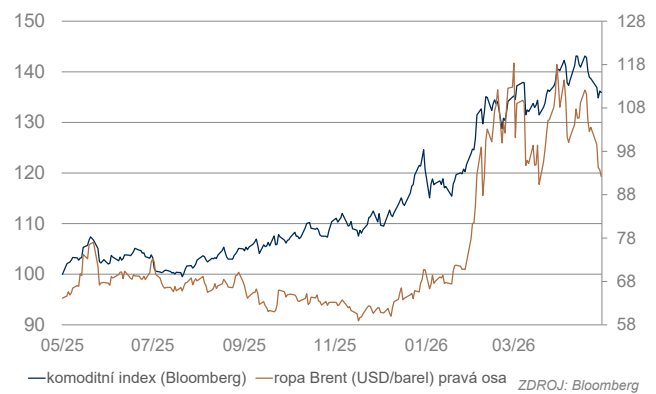
Akciové indexy (1.6. 2025 = 100)



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	1,14	1,17	1,16	1,17	↑	1,18	↑	1,18	→
EUR/CZK	24,9	24,4	24,3	24,3	→	24,3	→	24,3	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	3,94	3,95	4,01	3,9	↓	3,9	→	3,8	↓
US dluhopis 10y	4,42	4,43	4,44	4,4	→	4,3	↓	4,2	↓
Něm. dluhopis 2y	1,77	2,74	2,55	2,6	→	2,6	→	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	2,51	3,11	2,95	3,0	→	3,0	→	2,9	↓
České dluhopisy 2y	3,52	4,05	3,86	4,0	↑	4,0	→	4,0	↓
České dluhopisy 10y	4,21	4,84	4,75	4,8	→	4,8	→	4,7	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	351,7	339,9	301,4	345	↑	350	↑	335	↓
EMU iTraxx 5y	299,0	296,3	259,9	305	↑	320	↑	340	↑
AKCIE									
S&P 500	5912,2	7136,0	7563,6					7700	↑
Eurostoxx 50	5371,1	5816,5	6079,7					6200	↑
DAX	23933,2	23954,6	25082,2					26000	↑
CSI 300	3840,2	4807,3	4892,1					5000	↑
PX 50	2158,5	2592,3	2541,9					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	2,2	2,4	2,2	2,1	1,1	2,6	2,2	2,6
soukromá spotřeba	2,3	3,6	3,0	2,9	3,4	3,0	3,2	3,0	2,2	2,9	3,5	2,9
vládní spotřeba	1,9	2,3	2,1	2,0	1,7	2,1	1,9	1,7	3,1	2,1	2,2	1,8
investice	-1,8	0,8	1,7	3,0	7,3	2,9	3,0	3,5	-3,0	0,9	3,5	3,7
dovoz	4,9	6,5	3,7	5,1	8,2	2,5	3,6	4,4	0,2	5,0	3,5	4,9
vývoz	3,9	4,5	3,4	4,8	5,8	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	2,0	2,0	2,4	2,5	2,0	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	1,6	2,0	2,8	2,1	2,1	2,0
soukromá spotřeba	3,1	2,7	2,6	2,1	2,4	2,2	1,7	1,7	2,9	2,6	2,0	2,0
vládní spotřeba	2,7	1,9	1,1	-1,2	0,2	0,5	0,2	2,0	3,8	1,1	0,8	1,1
investice	5,8	0,0	-0,2	2,1	-1,1	4,0	4,9	5,3	3,0	1,9	3,6	3,9
dovoz	13,2	1,8	-1,8	-2,0	-5,1	4,6	6,5	7,6	5,8	2,7	2,8	2,5
vývoz	2,2	1,5	1,7	1,1	4,1	5,4	3,5	5,0	3,6	1,6	4,1	2,3
nezaměstnanost (%)	4,1	4,2	4,3	4,5	4,3	4,4	4,5	4,4	4,0	4,3	4,4	4,3
inflace (CPI % y/y)	2,7	2,5	2,9	2,7	2,7	3,9	3,7	3,6	3,0	2,7	3,5	2,4
jádrová inflace (PCE % y/y)	2,8	2,7	2,9	2,9	3,1	3,3	3,3	3,1	2,9	2,8	3,2	2,4
běžný účet (% HDP)	-4,5	-4,3	-4,0	-3,6	-3,1	-3,1	-3,1	-3,1	-4,1	-3,6	-3,2	-3,3
rozpočtový deficit (% HDP)	-7,0	-6,3	-5,8	-5,4	-5,8	-6,2	-6,8	-6,7	-6,9	-6,0	-6,3	-6,4
vládní dluh (% HDP)	97,8	98,1	99,9	100,1	101,0	101,5	102,0	103,0	97,4	100,2	101,8	103,8

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

ODBOR 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 MUNICIPALNÍ KLIENTY
+420 224 175 837
tkrejci@ppfbanka.cz

Dušan Jalový

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

Jan Milota

ODBOR DEBT CAPITAL MARKETS
+420 224 175 899
jmlota@ppfbanka.cz

Miroslav Tutter

ODBOR VEŘEJNÉHO SEKTORU
+420 224 175 691
mtutter@ppfbanka.cz

UPOZORNĚNÍ

Toto sdělení není návrhem ani nabídkou na prodej či nákup investičních nástrojů či jiných produktů a nezakládá ani závazek k upsání, koupi, prodeji nebo nabídku financování. Stanoviska zde vyjádřená se mohou změnit bez předchozího oznámení a mohou se lišit od stanovisek jiných pracovníků PPF banky a.s. (dále jen „PPFB“). Zde uvedené závěry nejsou objektivní nezávislé vysvětlení situace, ale vyjadřují subjektivní názor PPFB. Není-li písemně sjednáno jinak, PPFB neposkytuje svým klientům služby investičního poradenství a toto sdělení nelze považovat za investiční poradenství, investiční doporučení nebo investiční výzkum. Banka implementovala řadu procedur k identifikaci a řízení střetu zájmů a zároveň přijala opatření zajišťující jejich aplikaci a kontrolu, přesto však nelze vyloučit ve výjimečném případě následující střety zájmů. PPFB či její spřízněná osoba může být emitentem investičních nástrojů či obchodovat na vlastní účet investiční nástroje, které jsou zmiňovány v tomto sdělení nebo mají vztah k zemi, měně, úrokovým sazbám, indexům nebo jiným zde zmiňovaným ukazatelům. PPFB poskytuje či má v úmyslu poskytovat investiční či jiné služby pro emitenty jakýchkoli investičních nástrojů. PPFB či její pracovníci (včetně těch, s nimiž autoři mohli provádět konzultace při přípravě tohoto sdělení), příp. jiní klienti PPFB mohou ve zde uváděných investičních nástrojích držet krátkou či dlouhou pozici, mohli nabýt takové pozice za ceny či za tržních podmínek, které již nemusí být

aktuálně k dispozici, a mohou mít zájmy odlišné či nepříznivé ve vztahu k vašim zájmům. Informace zde obsažené vycházejí z obecně dostupných informací, které byly získávány ze zdrojů, které PPFB považuje za spolehlivé; jejich správnost nebo úplnost však PPFB neověřovala, a tudíž není zaručena. PPFB není odpovědná uživateli tohoto sdělení či třetí osobě za kvalitu, přesnost, včasnost, trvalou dostupnost či úplnost údajů ani za jakoukoliv zvláštní, přímou, nepřímou, nahodilou či následnou ztrátu či škodu, která může vzniknout v důsledku použití informací zde obsažených, či utrpěnou jinak v souvislosti s tímto sdělením. Jakákoli obchodní či investiční rozhodnutí, která učiníte, činíte v závislosti na vaší vlastní analýze či úsudku a/nebo analýze či úsudku vašich poradců, nikoliv v závislosti na PPFB. Před uzavřením jakékoliv transakce byste proto měli zvážit, aniž byste se přitom spoléhali na PPFB, ekonomická rizika či výhody, jakož i právní, daňové a účetní charakteristiky a důsledky transakce a posoudit, zda jste schopni přijmout taková rizika. Toto sdělení nepředstavuje předpověď či odhad budoucích událostí. Výkonnost v minulosti není zárukou ani spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů/výkonnosti. Jakékoliv ceny zde uvedené (kromě těch označených jako historické/minulé) jsou pouze indikativní a nepředstavují pevné kotace, a to ani ohledně ceny, ani ohledně objemu.

