

Analytický měsíčník

Téma měsíce

AI a finanční trhy

ČR Průmyslová výroba překvapuje svou odolností

EMU PMI slibují pokračování růstu i přes geopolitické napětí

USA Zářijové zasedání FOMC vyjasní výhled amerických sazeb

www.ppfbanka.cz

září 2026

Magdalena Středová, Ľuboš Mokráš



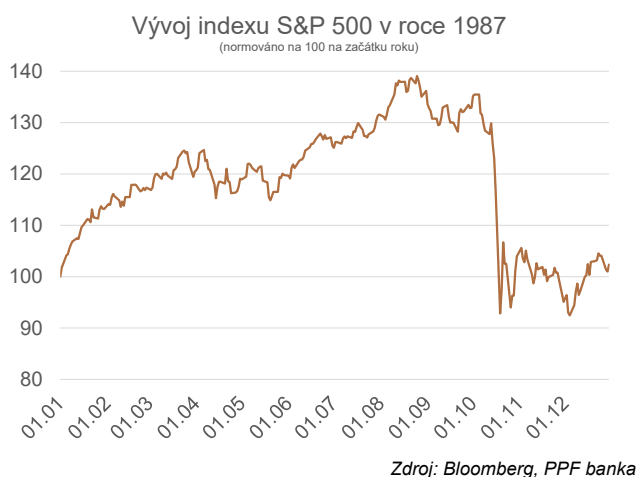
Kliknutím na kapitulu v obsahu se přesunete na její začátek. Tato šipka na dalších stranách vás vrátí zpět na obsah.

Umělou inteligenci (AI) zpopularizovaly boti (například chatGPT), kteří umožňují nejen smysluplnou konverzaci, ale jsou užiteční i při plnění řady úkolů. Uplatnění AI má však podstatně delší historii, a to jak obecně v ekonomice, tak specificky na finančních trzích. Kde a jak se v průběhu posledních desetiletí AI uplatnila, jaké to mělo důsledky i jaký je aktuální stav jejího uplatnění a vyhlídky do budoucna, je tématem tohoto měsíce.

AI a finanční trhy

Razantní nástup umělé inteligence do řady oborů a jeho důsledky jsou aktuálním „tématem dne“.

Umělá inteligence se však v řadě oblastí uplatňovala dlouho předtím, než ji ve všeobecnou známost uvedly komunikující chatboti. Jednou z oblastí, kde má umělá inteligence a strojové učení poměrně dlouhou tradici, jsou finanční trhy. Pojmy jako kvantitativní analýza a algoritmické obchodování mají historii táhnoucí se v podstatě až do osmdesátých let, kdy začátek masového rozšiřování počítačů (především nástup osobních počítačů) umožnil jejich vznik. Už katastrofický burzovní krach v roce 1987 souvisel se vznikajícím, a tedy ještě značně nezralým systémem algoritmického obchodování. Od té doby prošlo nasazení AI obrovským rozvojem a nástup velkých jazykových modelů (LLM) a s nimi souvisejících AI agentů mu dal další silný impuls.



Trochu teorie

Abychom pochopili důvody pro nasazování AI na finančních trzích, musíme nejdřív pochopit, jak finanční trhy fungují. Začneme dvěma hypotézami (Hypotéza efektivních trhů a Teorie náhodné procházky), podle kterých nemá technická analýza, kvantitativní analýza a algoritmické obchodování smysl. To, že vývoj cen finančních aktiv vykazuje znaky náhodného procesu, zkoumal už na začátku minulého století Bachelier, moderní podobu tomuto tématu dali v šedesátých letech Samuelson a Fama (autor Hypotézy efektivních trhů). Hypotéza efektivních trhů (především její silná forma) však trpí Grossmanovým-Stiglitzovým paradoxem (1980): pokud by byly trhy dokonale efektivní, nikdo by neměl motivaci

sbírat a analyzovat informace. Kdyby ale nikdo informace neanalyzoval, trhy by efektivní být nemohly. Proto musí být finanční trhy do jisté míry neefektivní, což umožňuje relativně malé skupině investorů (hedgeové fondy, investiční banky, někteří správci aktiv) z této neefektivity konzistentně agregátně profitovat pomocí sběru a analýzy informací a řízení rizika. Tím zajišťují, že se finanční trhy neustále blíží plné efektivitě, ale nikdy jí nedosáhnou (jednak se neustále vyvíjí stav a struktura trhu a jednak sebelepší analýza není nikdy úplně dokonalá).

Další teorie zabývající se fungováním finančních trhů lze rozdělit na dvě skupiny. První je portfoliový přístup zabývající se relativními rozdíly v tržním chování finančních aktiv a jejich využitím: Moderní teorie portfolia (Markowitz), CAPM (Capital Asset Pricing Model; Sharpe, Lintner, Mossin) a APT (Arbitrage Pricing theory; Ross). Portfoliový přístup k finančním trhům vychází z předpokladu, že investoři neusilují o maximalizaci výnosu jednotlivých aktiv, ale o optimalizaci poměru výnosu a rizika celého portfolia prostřednictvím diverzifikace. Moderní teorie portfolia (Markowitz) ukazuje, jak sestavit efektivní portfolio, CAPM vysvětluje vztah mezi očekávaným výnosem a systematickým rizikem (beta) a APT (Arbitrage Pricing Theory) rozšiřuje tento přístup tím, že výnosy aktiv odvozuje od působení více makroekonomických rizikových faktorů.

Druhá skupina se zabývá zdroji a projevy tržní neefektivity: behaviorální finance (Kahneman, Tversky, Shiller), Teorie adaptivních trhů (Lo), Teorie finančních bublin spolu s Minského hypotézou finanční nestability (Kindleberger, Minsky, Shiller), Teorie reflexivity (Soros) a s ní související Keynesova „soutěž krásy“, která však také souvisí s Teorií stádního chování (Banerjee počátek, Bikhchandani, Hirshleifer, Welch „racionální“ forma, Shiller, De Bondt, Thaler behaviorální forma). Behaviorální finance vysvětlují neefektivity trhů pomocí systematických psychologických zkreslení investorů, jako jsou přehnaná sebedůvěra, averze ke ztrátě nebo ukotvení očekávání. Teorie adaptivních trhů chápe efektivitu jako proměnlivý stav, který se mění v závislosti na konkurenci mezi investory a jejich schopnosti přizpůsobovat se novým podmínkám. Teorie reflexivity zdůrazňuje, že očekávání investorů mohou sama ovlivňovat ekonomickou realitu, a vytvářet tak zpětnovazební procesy vedoucí k bublinám či krizím. Teorie stádního chování pak poukazuje na tendenci investorů napodobovat jednání ostatních, což může vést k výrazným odchylkám cen aktiv od jejich fundamentální hodnoty.

Už z pouhého (a zdaleka ne úplného) výčtu teorií chování finančních trhů je vidět, že AI má na finančních trzích velký prostor a může se uplatnit ve svých různých



formách. Zároveň však také platí, že nasazování AI finanční trhy podstatně ovlivňuje a mění jejich chování. AI sice na jedné straně efektivitu finančních trhů zvyšuje, na druhé straně přináší svoje vlastní zdroje neefektivity, které se s časem mění a vyvíjejí. Jde o nový druh a zdroj nestabilit, například „bleskové krachy“. Jedním z efektů nasazování AI na finančních trzích může být, že jejich chování začne být ještě méně pochopitelné a předvídatelné, než bylo dosud, což může působit problémy nejen investorům, ale také regulátorům a centrálním bankám.

Trochu historie

První vlnu nasazení AI na finančních trzích představovaly v osmdesátých a devadesátých letech expertní systémy. Byly založeny na strukturovaných pravidlech získaných od expertů (odtud název expertní systémy), jejichž pomocí byla vyhodnocována data. Jejich typickým uplatněním byla tvorba investičních doporučení, řízení úvěrového rizika, detekce podvodů na základě identifikace neobvyklých transakcí a podpora obchodování (nákupní a prodejní signály z tržních dat, tedy v podstatě automatizovaná technická analýza). Tuto technologii také využívala první generace kvantitativních hedge fondů. Expertní systémy však mají řadu nevýhod: jsou rigidní, a špatně tedy reagují na strukturální posuny. Jejich aktualizace je velmi náročná, protože pravidla v systému je nutné revidovat ručně jedno po druhém. S tím souvisí i nutnost udržet takový systém přijatelně složitý, což ale omezuje jeho schopnost reagovat na komplexní situace. Pravidla jsou navíc lineární a většinou dvoustavová, což komplikuje reakci v často vysoce nelineárním prostředí finančních trhů a omezuje schopnost reagovat na nejistotu. Klasickým příkladem, k čemu nedostatky expertních systémů vedly, je masivní akciový krach v roce 1987. Krach sice přímo nezpůsobil, ten zavinilo všeobecné rozšíření systému pojištění portfolia, ale výrazně k němu přispěly. Pojištění portfolia bylo realizováno automatizovaným systémem (programové obchodování), který byl v podstatě velmi jednoduchým expertním systémem. Právě tato jednoduchost, která nepočítala s důsledky vlastních obchodů ani s tím, že podobnou strategii mohou používat další subjekty, a předpokládala neomezenou likviditu, vedla ke katastrofě.

Od expertních systémů se těžiště nasazení AI postupně přesunulo k systémům strojového učení. Hlavním rozdílem mezi expertním systémem a systémem strojového učení je zdroj pravidel, podle nichž systém funguje. U expertního systému je to člověk a jeho znalosti, u strojového učení je to automatizovaná analýza prováděná samotnou AI. Systém tedy sám hledá vztahy v rámci systému, aby splnil zadaný úkol. Úvěrové riziko a kreditní scoring byly historicky prvním segmentem finančního systému, ve kterém došlo k nasazení strojového učení. Banky využily velké množství dat o úvěrech, které měly k dispozici, a začaly je vytěžovat pomocí systému

strojového učení už na přelomu 80. a 90. let. Další oblastí, ve které bylo strojové učení nasazeno, byla detekce podvodů založená na identifikaci neobvyklých transakcí. Přímo na finanční trhy dorazilo strojové učení v podobě kvantitativního investování, které začaly po roce 2000 využívat hedgové fondy a postupně se přidaly další správci aktiv. Obchodní a investiční systémy vytvářené za pomoci strojového učení vyhledávaly cenové anomálie, kvantifikovaly tržní momentum, využívaly fenomén návratu k průměru (mean reversal), analyzovaly korelace mezi aktivy a jejich vývoj a kvantifikovaly historické reakce aktiv na zveřejnění makroekonomických dat. Modely vytvořené strojovým učением přitom většinou nebyly založeny na makroekonomické teorii, šlo o čistou empirii neboli datamining založený na různých technikách strojového učení: od rozhodovacích stromů po neuronové sítě. S vývojem infrastruktury (vyšší výpočetní výkon, rychlejší a propustnější datové sítě) se začaly systémy strojového učení používat k obchodování v reálném čase, což vedlo ke vzniku fenoménu vysokofrekvenčního obchodování. Strojové učení začalo být využíváno k modelování krátkodobého chování jak jednotlivých aktiv, tak trhu jako celku, využívaly byly jak přímo ceny, tak objemy obchodů a údaje o nabídce a poptávce (order books). Systémy založené na strojovém učení začaly být tak rychlé, že o jejich úspěšnosti rozhodovaly milisekundy, a tedy i například vzdálenost hardwaru obchodního systému od zdroje dat (například vypořádacího systému burz).

Zatím poslední etapou ve využívání AI na finančních trzích je nástup velkých jazykových modelů (LLM) a na nich založených uvažujících AI agentů. Jde o část historie, která se právě teď realizuje, aktuálně probíhá. Nástup LLM znamená přechod od zpracování čistě kvantitativní informace ke zpracování informací obsažených v jazykových sděleních s tím, že spolu s jazykovými sděleními se zároveň jako doplněk mohou využívat související data, často předzpracovaná pomocí systému strojového učení, přičemž LLM a strojové učení mohou být v některých případech komplementární. Dělbá práce přitom probíhá následovně: systém strojového učení analyzuje tržní data (ceny, objemy, volatilita, korelace atd.) a kvantitativní údaje týkající se hospodaření podniků (finanční výkazy, relevantní sektorová a makro data), zatímco agenti založení na LLM analyzují analytické reporty, firemní komunikaci, komunikaci relevantních oficiálních představitelů (vláda, centrální banka, regulátoři, justice), obecné zpravodajství, sociální sítě atd. Informace potom může opět s pomocí LLM agenta/asistenta dále zpracovat a posoudit člověk. AI agenti mohou být profilováni jako „specialisté“ (fundamentální analýza, technická analýza, analýza sentimentu, makroekonomická analýza, risk management, portfolio management). Výhodou LLM agentů proti systémům strojového učení je jejich schopnost pracovat s kvalitativní a sémantickou informací. Proti lidem jsou schopni velmi rychle zpracovat



velké množství textu, mají k dispozici velmi obsáhlou a prakticky neselhávající paměť (schopnost rychle prohledávat velká datová úložiště včetně vlastních minulých výstupů) a strojové systémy analýzy sentimentu jsou objektivnější než lidské. Agenti založení na LLM zmírňují některé slabiny (například závislost na historických datech a tendenci k overfittingu), které vedly ke špatnému zvládnutí šoků a strukturálních změn u systémů založených na strojovém učení. AI agenti jsou schopni analyzovat dopady šoků i průběh strukturálních změn, přičemž se tyto schopnosti s každou novou generací rychle zlepšují úměrně obecnému zlepšování jejich výkonu.

Vliv AI na fungování finančních trhů

Strukturu a chování finančních trhů začalo podstatně měnit už nasazování výpočetní techniky, především osobních počítačů. Před rokem 1980 se počítače používaly především ke zpracování transakcí. Nástup osobních počítačů, konkrétně tabulkových procesorů, umožnil rychlou finanční analýzu včetně scénářů, a tím i rozvoj finančních inovací, které vedly ke vzniku nových finančních produktů a celých odvětví (deriváty, arbitráže, rizikovější podnikové dluhopisy atd.). Přispěl k tomu také rozvoj informačních služeb (Bloomberg, Reuters), které umožnily rychlé šíření informací, především prakticky okamžitých informací o vývoji cen finančních aktiv. Expertní systémy jako první vlna nasazování AI na finančních trzích se na tomto vývoji začaly podílet velmi brzy.

Kombinace výpočetní techniky, komunikací a AI začala postupně transformovat samotný proces cenotvorby a strukturu likvidity. AI se rychle stala významnou součástí automatizovaného obchodování na nejlikvidnějších trzích a výrazně urychlila zpracování informací i cenotvorbu. K efektivitě finančních trhů významně přispěla rychlá identifikace arbitrážních příležitostí. V druhé polovině osmdesátých let ještě tehdy se prudce rozvíjející sektor arbitráží umožňoval omezené skupině obchodníků dosahovat pohádkových zisků. O deset let později kolaps hedge fondu LTCM, který byl primárně založen na arbitrážních strategiích, symbolizoval praktické uzavření této příležitosti k dosahování nadměrných zisků.

Dalším faktorem významně přispívajícím k vyšší efektivitě finančních trhů bylo snížení informačních neefektivit. Strojové učení umožňuje zpracovávat množství kvantitativních informací, které je pro člověka nezvladatelné. Agenti založení na LLM k tomu přidávají schopnost velmi rychle zpracovat velké množství sémantických informací. Výsledkem je efektivnější cenotvorba. MMF označil lepší cenotvorbu (price discovery) za jeden z hlavních přínosů AI pro finanční trhy.

Nástup AI podstatně ovlivnil dostupnost likvidity, protože velká část likvidity dnes pochází od algoritmických obchodníků. Tím došlo k zúžení spreadů (nižší náklady na obchodování) a za normálních okolností i ke zvýšení likvidity, a tedy hlubším trhům. „Normální okolnosti“ jsou

důležité, protože v případě krize se situace otáčí – rychlá reakce AI systémů může vést v případě krize ke klasickému synchronizovanému davovému chování, kdy všechny systémy reagují víceméně stejně, a tím naopak dochází k rychlému vzniku extrémních likviditních nerovnováh nebo i k úplnému vyschnutí likvidity.

To, že AI nemusí být pro finanční trhy vždy nutně přínosem, dokazuje relativně častý negativní vliv AI na stabilitu trhu. Lidé obchodující na finančních trzích tvoří pestrou směs s různými preferencemi, způsoby uvažování, frekvencí obchodování atd. Davové reakce v různých formách (krachy, bubliny) se sice objevují, ale spíše výjimečně. U AI je to jiné – odvrácenou stranou vyšší efektivity trhů je vyšší tendence k nestabilitě daná určitou homogenitou přístupů založených na AI (stejná data, podobné modely, stejná rychlost reakce). Vzniká tak to, co MMF označuje jako algoritmické shlukování (algorithmic clustering) neboli obdoba stádního chování. Trh tvořený identickými ideálními dokonale racionálními investory by paradoxně byl extrémně nestabilní, protože by všichni jeho účastníci reagovali synchronně. Výsledkem by byl dokonale chaotický šum. Cestou z této pasti může být vytvoření AI systémů, které s tímto efektem počítají a dokáží mu své chování přizpůsobit.

Vedle „stádní“ nestability trhu zmíněné v předchozím odstavci dochází také k podstatnému zvýšení nelineárních efektů ve vývoji finančních trhů. Je to do značné míry dané tím, že především systémy strojového učení využívají při svém rozhodování předchozí vývoj cen – výstup jejich rozhodování je částí vstupu jejich rozhodování, což je klasický zdroj nelineárního chování, tedy především neúměrně velkých reakcí na malé podněty. Trhy se tak stávají chaotičtějšími (chaos jakožto alternativní jméno pro teorii nelineárních dynamických systémů). Jedním z efektů je vytváření tržních režimů a náhlé a nepredikovatelné „fázové přechody“ mezi nimi. Může jít například o změny korelací mezi různými finančními aktivy, prudké změny cen bez zjevného důvodu, nepřiměřeně velké a nelogické tržní reakce na malé podněty.

AI má v neposlední řadě také nepřímý dopad v podobě měnícího se chování investorů. Ti na ni stále více spoléhají jak jako na formu podpory při svém rozhodování, tak jako na přímý prostředek realizace svých strategií. Tomu se přizpůsobuje alokace kapitálu, frekvence obchodování, způsob přijímání a zpracování informací lidskými aktéry, technické prostředky používané při obchodování a také institucionální struktura finančních trhů a jejich regulace. Lidským reakcím na sebe samu se zpětně přizpůsobuje AI, takže kromě zpětné vazby přímo v systémech AI máme ještě vyšší stupeň zpětné vazby na úrovni člověk-instituce-AI. To vytváří další úroveň nelinearity komplikující odhad budoucího vývoje ve střednědobém a dlouhodobém horizontu.



Co přináší generativní AI

Finanční sektor se o generativní AI začal intenzivně zajímat prakticky okamžitě po přelomovém představení ChatGPT na konci roku 2022. Generativní AI byla nejdříve nasazována jako pomocný prostředek při analýze finančních zpráv, sledování výsledkových konferencí, zpracování výročních zpráv a analýze regulatorních dokumentů. Vesměs tedy šlo o podporu nebo přímou automatizaci práce analytiků, AI sloužila jako analytický asistent. Největším přínosem v této fázi bylo, že investoři poprvé získali nástroj schopný efektivně a přímo pracovat s nestrukturovaným textem.

Po získání zkušeností a také díky rychlému růstu schopností generativní AI začaly pokusy s jejím začleňováním přímo do investičního procesu. AI agenti už nebyli nasazováni jen na analýzu jednotlivých izolovaných dokumentů, ale začali jich studovat při plnění jednotlivých úkolů tisíce najednou. Porovnávali je mezi sebou a identifikovali změny v čase, analyzovali nejen objektivní informace, ale také sentiment managementu. Kromě podnikové, případně sektorové úrovně se AI modely začaly používat také na makroekonomickou analýzu. Šlo o analýzu komunikace centrálních bank, vlád a mezinárodních institucí, sledování geopolitického vývoje i obecného investorského sentimentu tak, jak se projevoval například při komunikaci na sociálních sítích. To vše doplněno o analýzu zveřejňovaných dat a analytických zpráv vydávaných bankami. AI tímto způsobem výrazně zvýšila produktivitu analytiků: automatizovala sumarizaci informací z širokých souborů zdrojů, pomáhala při scénářové analýze a asistovala při tvorbě prvních verzí reportů. Podle MMF bylo právě zvýšení produktivity při práci s daty a dokumenty prvním významným dopadem generativní AI na finanční sektor.

Využití generativní AI však mělo omezení daná nedostatky modelů: AI halucinuje, není schopna kontrolovat vlastní výstupy a není schopna efektivně plnit víceúrovňové úkoly. Ve snaze odstranit tyto nedostatky začali být vytvářeni AI agenti. Agent je softwarový systém, který má v základu jazykový model, ale navíc také dokáže využívat nástroje, získávat a analyzovat data, plánovat svůj postup a kontrolovat svoje výsledky. Na finančních trzích se tak objevily první experimentální integrované systémy připomínající organizaci skutečných investičních společností. Typická struktura takového agentního systému byla: makroekonomický analytik, fundamentální analytik, technický analytik, analytik sentimentu, obchodník, risk manager, portfolio manažer. Výsledné rozhodnutí bylo výsledkem interakce několika specializovaných agentů.

Generativní AI zatím na finančních trzích ještě není dominantní silou určující ceny aktiv, přesto už nyní představuje významnou součást investiční infrastruktury. Nejvíce je stále využívána v investičním výzkumu, kde se používá jako analytický asistent, nástroj pro vytváření rychlých souhrnů informací a sledování relevantních

informací v reálném čase. Podpůrnou roli hraje v oblasti risk managementu, kde pomáhá pomocí sledování a automatizované analýzy informací upozorňovat na nová možná rizika. Fondy zabývající se kvantitativním investováním se snaží využívat kombinaci klasického strojového učení, analýzy textových informací a agentního rozhodování. Pro finanční trhy to znamená obecně vyšší efektivitu, ale také zdroje nových rizik, které se mohou objevit zcela nečekaně.

Budoucnost AI na finančních trzích

Nejsnáze viditelným trendem v dohledné budoucnosti je rozvoj a větší zapojování agentních systémů. Takové systémy by svým rozvojem měly být schopny realizovat stále větší část investičního procesu. S tím se ovšem pojí problém rostoucí obtížnosti jejich kontroly a zamezení nežádoucích akcí. Dobrou ilustrací je široce medializovaný únik agentů z testovacího prostředí u předních společností vyvíjejících AI – když ani tyto subjekty plně špičkových expertů v oboru AI nedokážou plně zvládnout své výtvoř, jakou šanci mají nespecializované finanční instituce? Příkladem možného problému způsobeného nevládnutím AI je únik citlivých informací, což by způsobilo škody jak z regulatorního, tak reputačního hlediska. Nasazování agentních systémů tak nejspíše nebude brzdit ani tak tempo jejich technického rozvoje, jako obava o jejich bezpečnost a říditelnost.

Závěr

AI má na finančních trzích, stejně jako v řadě jiných oblastí, historii dlouhou desítky let. Stejně jako jinde však její nasazování procházelo bez většího povšimnutí. Občas jako v případě bleskových krachů se AI systémy na chvíli dostaly do centra pozornosti, ale většinou jsme si ani neuvědomovali, že máme co do činění s AI (například u systémů ověření totožnosti pomocí biometrických parametrů založených na strojovém učení). Velké jazykové modely změnily situaci a AI je všude včetně sektoru financí a finančních trhů v centru pozornosti, v dobrém i ve zlém. Duch vypuštěný z láhve se přes růst odporu nemalé části společnosti vyspělých západních demokracií jen tak lehko nevrátí. Musíme tedy počítat s tím, že role AI na finančních trzích poroste a finanční trhy se s jejím růstem budou dále měnit. Jakým způsobem přesně je dnes nemožné odhadnout, jednak kvůli rychle pokračujícímu vývoji v oblasti samotné AI, jednak kvůli už zmíněné nelinearitě reakce mezi lidskou složkou finančních trhů a AI na finančních trzích. Role AI však velmi pravděpodobně poměrně rychle poroste a s ní i riziko, že se stane něco podstatného, co nikdo neočekával. Budoucnost s sebou tedy nese jak naději na významný rozvoj a zlepšení fungování finančních trhů, tak riziko zásadních problémů. To však platí nejen pro finanční trhy, ale všude, kde je AI nasazována.



I přesto, že růst HDP v první polovině roku zklamal očekávání, měsíční data z reálné ekonomiky i předstihové indikátory vyznívají příznivě. Silná zůstává domácí spotřeba, ale překvapivě dobrá byla také poslední data z průmyslu.

Ekonomická aktivita

I když růst HDP v 1. pololetí nenaplnil očekávání, poslední zveřejněná měsíční data za červen ukazují, že to s českou ekonomikou není vůbec špatné. Hlavním pozitivním překvapením byla v červnu průmyslová výroba, která meziročně vzrostla o 4 %. Rychlost růstu byla sice do určité míry ovlivněna nízkou srovnávací základnou ve výrobě elektřiny, ale rostla i jiná odvětví, jako například výroba ostatních dopravních prostředků, kovových výrobků, ale i počítačů. Navíc příslib do budoucnosti dává i svižný růst nových zakázek, především těch zahraničních (19,5 % y/y). Také předstihové ukazatele PMI se drží již nějakou dobu nad hladinou 50 a signalizují pokračování růstu a mírně nad dlouhodobým průměrem zůstává nálada v průmyslu i podle šetření Českého statistického úřadu. Průmyslová výroba tak v letošním roce velmi pravděpodobně bude pokračovat v růstu, ale jen o málo rychleji než v loňském roce. Předpokládáme, že růst by se mohl pohybovat okolo 2 %. Větší akceleraci průmyslu budou bránit vyšší ceny ropy, slabý růst v eurozóně i přísná měnová politika.

Také maloobchodní tržby, i když tempo jejich růstu v červnu zpomalilo, zůstávají silné. Červnový meziroční růst o 3,6 % vypovídá o tom, že poptávka domácností zůstává silná. Dynamika maloobchodu by se měla držet u 4 % po celý letošní rok. Nasvědčuje tomu silný trh práce, růst mezd i důvěra spotřebitelů, která se pohybuje výrazně nad dlouhodobým průměrem.

Inflace a centrální banka

Inflace v červenci sice oproti červnu vzrostla o 0,2 pb, ale aktuální meziroční růst cen o 1,7 % je stále v dolní polovině inflačního pásma, a ČNB tak může být spokojená. Detaily růstu cen ale ukazují, že situace tak jednoznačná není. Na

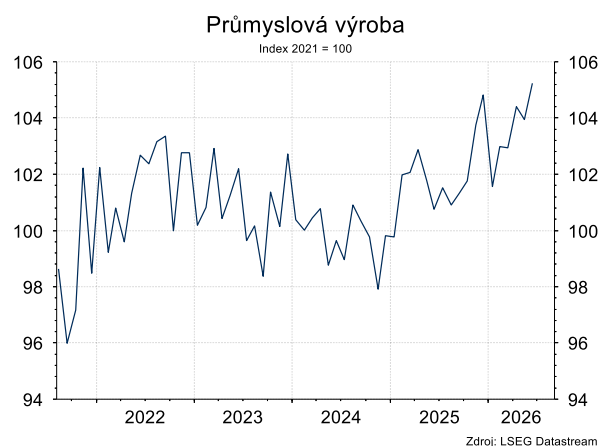
nízké inflaci se totiž z velké části opět podílely potraviny, jejichž ceny proti stejnému období předchozího roku poklesly o 3,1 %. Na růstu inflace se naopak podepsal opětovný nárůst cen pohonných hmot. Jak potraviny, tak pohonné hmoty jsou volatilní položky, na které měnová politika nemá vliv. Detaily inflace ale ukazují, že se nezmírňují cenové tlaky v sektoru služeb. Ceny služeb v červenci meziročně vzrostly o 4,7 %, tedy o 0,2 pb více než v červnu, čímž potvrdily, že silná domácí poptávka stále působí proinflačně.

Srpnové zasedání ČNB ukázalo, že alespoň prozatím je ČNB s přísností měnových podmínek spokojená. Na srpnovém zasedání bankovní rada rozhodla jednomyslně o ponechání sazeb beze změny. Repo sazba tak zůstává na 3,75 %. Podle guvernéra Michla zvýšení sazeb na minulém zasedání zpřísnilo měnové podmínky dostatečně a nyní nastává období vyhodnocování nových dat. Guvernér Michl na tiskové konferenci volil překvapivě opatrný tón, i když zároveň zdůraznil, že si ČNB ponechává otevřené všechny možnosti. My se stále kloníme k názoru, že k dalšímu zvýšení sazeb letos nedojde. A tak to vidí i nová prognóza, se kterou je letos konzistentní přibližná stabilita krátkodobých úrokových sazeb. To je změna oproti minulé prognóze, která ve 3. čtvrtletí počítala ještě s jedním zvýšením sazeb. Každopádně můžeme říci, že očekávání trhů, která byla ještě před dvěma týdny nastavená na další tři zvýšení, byla jednoznačně přehnaná. Nová prognóza také přehodnotila mírně směrem dolů výhled inflace a HDP pro letošek, naopak pro příští rok byla inflace revidována směrem vzhůru. Vzhůru směřovaly i odhady růstu mezd. Zde ale hrály roli revize minulých dat, konkrétně snížení růstu průměrných mezd v letech 2024 a 2025, což snížilo srovnávací základnu. Výhled nominální mzdy pro rok 2027 zůstal v podstatě nezměněný.

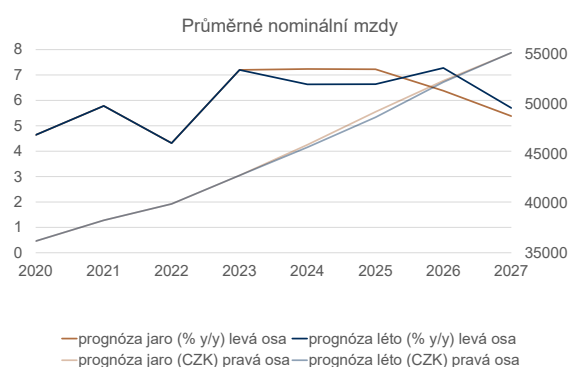
Rizika

Rizika pro českou ekonomiku vycházejí zejména z vnějšího prostředí, a to jak z vysokých cen ropy, tak zpomalení obchodních partnerů, zejména Německa, nebo síly konkurentů, zejména Číny.

Průmyslová výroba ukazuje překvapivou odolnost.



Nová prognóza ČNB kvůli revizím ukazuje rychlejší růst mezd, odhadovaná nominální hodnota mzdy v roce 2027 se ale nemění.

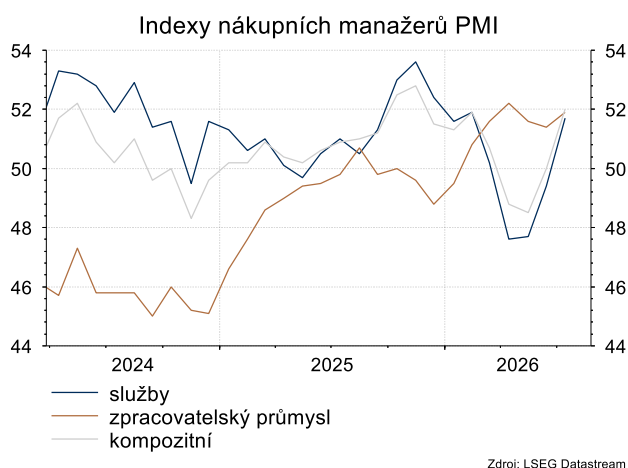


Přes pokračující geopolitické napětí i sucha omezující lodní dopravu vyzněly srpnové předstihové indikátory překvapivě pozitivně, co se týká růstu reálné ekonomiky, a současně ukazují zmírňující se inflační tlaky. Neměníme tak náš výhled sazeb ECB. Očekáváme jedno zvýšení v září.

Ekonomická aktivita

Eurozóna zatím překvapivě dobře odolává nepříznivým geopolitickým tlakům a roste. Ve 2. čtvrtletí HDP vzrostl meziročně o 1 % a mezičtvrtletně o 0,4 % a podle předstihových ukazatelů se zdá, že v dalším čtvrtletí by růst měl pokračovat obdobným tempem. Srpnové indexy nákupních manažerů překvapily pozitivně, a to ve všech svých složkách, zejména pak ve zpracovatelském průmyslu. Hodnota PMI ve zpracovatelském průmyslu 52,8 byla nejvyšší za více než čtyři roky. Příznivý v srpnu zůstal PMI ve službách (nezměněn z červencových 51,7). Kompozitní PMI se tak v srpnu dostal na 52,1, nejvyšší hodnotu za posledních 9 měsíců, což je konzistentní s pokračováním růstu HDP o 0,4 % y/y. Tento pozitivní vývoj je překvapivý vzhledem k aktuálnímu geopolitickému napětí, zvýšeným cenám ropy i nízkým hladinám vody v řekách, která omezuje lodní dopravu. PMI ve zpracovatelském průmyslu byl překvapivě pozitivně ovlivněn hlavně situací v Německu, kde index PMI vzrostl během posledních 3 měsíců o 6 bodů a podniky hlásí vyšší poptávku v souvislosti s výdaji na obranu i rozšiřování data center. To jsou faktory, které by měly působit i nadále a měly by mít dopad i na další sektory v ekonomice. Pozitivně vyzněl i subindex pro zaměstnanost v eurozóně, který v srpnu vzrostl o 0,7 bodu a signalizuje tak určité oživení nábory nových zaměstnanců. Celkově tak situace v reálné ekonomice potvrzuje neočekávanou odolnost eurozóny vůči nepříznivým externím vlivům.

PMI v srpnu překvapil pozitivně.



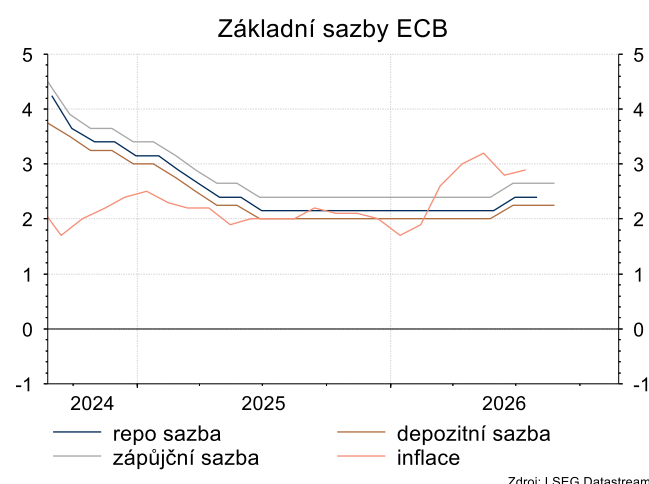
Inflace a centrální banka

Konečné výsledky inflace potvrdily mírný růst inflace v červenci na 2,9 %. Z detailních údajů vyplynulo, že nárůst byl způsoben složkami v jádrové inflaci spolu s cenami energií. Jádrová inflace vzrostla z červnových 2,4 % na 2,5 %, přičemž růst byl způsoben především skokovým zvýšením cen léků (5,2 % m/m), což reflektuje především vyšší regulované ceny v Německu, a proto je nutné tento nárůst považovat za jednorázový faktor, který neznamená akceleraci inflačních tlaků. Růst energií byl tažen jak růstem cen pohonných hmot (17,3 % y/y), tak i vyššími cenami plynu (6,2 % y/y). Ale alespoň prozatím se nezdá, že by se vyšší ceny ropy promítaly do jádrové inflace. Inflace jádrových cen zboží se stále drží nízko, v červenci 0,9 % y/y, inflace cen služeb zůstává zvýšená, 3,3 % y/y. Inflační obrázek se tak s červencovými čísly nijak nemění. Jádrová inflace se v letošním roce držela v průměru na 2,6 %, přičemž inflace jádrového zboží byla 1,6 % a inflace ve službách 3,2 %. Jinými slovy jádrová inflace zůstává zvýšená. ECB tak podle našeho názoru na svém zářijovém zasedání letos podruhé zvýší základní depozitní sazbu o 25 bb na 2,5 %. Otázka dalšího vývoje sazeb ECB zůstává otevřená. Trh aktuálně dává zhruba padesátiprocentní pravděpodobnost dalšímu zvýšení sazeb ještě v prosinci. Vzhledem k absenci sekundárních efektů zvýšených cen ropy i signálů PMI, které ukazují na snižování inflačních tlaků u podniků, ponecháváme beze změny náš výhled, že zářijové zvýšení sazeb bude letos poslední. I když riziko prosincového zvýšení sazeb mírně narostlo, a to zejména díky lepším vyhlídkám reálné ekonomiky.

Rizika

I když odolnost eurozóny vůči nepříznivým geopolitickým vlivům je překvapivá, hodnotíme externí rizika jako významná a aktuální pozitivní signály mohou být zastíněny novými geopolitickými třenicemi.

ECB v září ještě jednou zvýší sazby.



Spojené státy americké

Jednoznačně slabá data z trhu práce a poměrně solidní data o vývoji inflace by teoreticky měla posunout očekávání trhu od zvýšení sazeb směrem ke stabilním sazbám. Nestalo se tak však a investoři mají i nadále opačný názor než analytici: zatímco ve futures na federální fondy je započteno jedno zvýšení sazeb do konce roku, medián odhadů analytiků je podle agentury Bloomberg stabilita sazeb. Trh reagoval primárně na růst ceny ropy a následně inflace po útoku na Írán, analytici si všímají širšího spektra faktorů ovlivňujících inflaci a věří, že ve FOMC převládne výhled na její postupné zpomalování v příštím roce nad obavami z růstu inflačních očekávání pod tlakem současné zvýšené inflace.

Ekonomická aktivita

Data z trhu práce byla v srpnu jednoznačně slabá. Jediným údajem, který by mohl budit zdání positivity, byla míra nezaměstnanosti, která klesla. Tento pokles však byl způsoben snížením míry participace, konkrétně poklesl počet nezaměstnaných, protože část lidí se z této kategorie přesunula do kategorie „mimo pracovní sílu“, přestala tedy hledat práci. Počet zaměstnaných poklesl, především kvůli poklesu počtu zaměstnanců ve státní správě (a to nás ještě čeká další úbytek související s aktivitou DOGE na začátku roku). Pomaleji, než se čekalo, rostly mzdy. To je pozitivní pro inflaci a podstatně to souvisí s klesajícími tlaky na růst cen ve službách. Dalším z faktorů, které brzdí růst cen, je AI: zaměstnavatelé kvůli ní zatím hromadně nepropouštějí, ale využívají ji jako páku pro udržení nižšího růstu mezd. Vliv AI na trh práce a růst mezd by měl podstatně převážet nad jejím vlivem na zdražení části zboží, protože dopad mezd jakožto nákladového faktoru na ceny je mnohem

větší než dopad poměrně velmi omezeného okruhu zboží zasaženého zdražením souvisejícími s boomem AI infrastruktury.

Inflace a centrální banka

Data o inflaci i proto byla poměrně příznivá, zejména u cen průmyslových výrobců. Dalším faktorem podporujícím stabilitu cen byla slabší osobní spotřeba, což se projevilo u maloobchodních tržeb. Stále platí, že schopnost utrácet je velmi nerovnoměrně rozdělena mezi vysokopříjmové skupiny, které táhnou většinu růstu osobní spotřeby, a zbytek populace, který si utrácet nemůže dovolit. Nízká míra úspor a citlivost na růst cen aktiv (hlavně akcií) vytvářejí křehkou rovnováhu, která bude citlivá především na úspěšnost nebo neúspěšnost investic do AI infrastruktury. Zvyšovat sazby za takto křehké rovnováhy by podle našeho názoru bylo nerozumné na hranici se zahráváním si s jejím narušením a propadem do recese. Proto věříme, že ve FOMC převládne opatrnost a důvěra v postupný návrat inflace k cíli Fedu. Důležité z tohoto hlediska bude zářijové zasedání FOMC, které poskytne informace o vývoji postoje jeho jednotlivých členů, zejména těch, kteří na minulém zasedání hlasovali pro zvýšení sazeb.

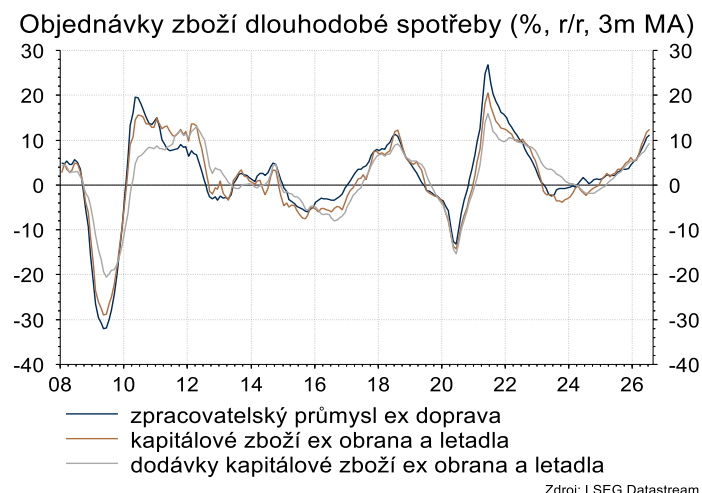
Rizika

Geopolitika (především Perský záliv), politika (blížící se volby do Kongresu) a obavy z bubliny u AI infrastruktury zůstávají hlavními riziky. Geopolitika je důležitá především pro inflaci, a tím pádem sazby Fedu, volby rozhodnou o tom, zda se Donald Trump na zbytek volebního období stane „chromou kachnou“, a investice do AI budou buď znamenat zvýšení produktivity a urychlení růstu ekonomiky, nebo povedou k finanční katastrofě. Přicházející informace a měnící se názory na tato témata by v září měly být hlavními zdroji pohybu na finančních trzích v USA i ve světě.

Rychlý růst zisků US společností podporuje akciový trh.



Boom AI infrastruktury podporuje objednávky kapitálového zboží.



EUR/USD

V srpnu jednoznačně převládala tendence k oslabování dolaru, která se projevila už v závěru července. Po většinu měsíce se však kurz hýbal relativně málo, většina oslabení šla na konto dvou skoků – první nastal na přelomu července a srpna, druhý 19. srpna. Oba skoky byly spíše výsledkem kumulujícího se napětí než reakcí na výraznější podnět. V závěru měsíce vystoupení Warshe v Jackson Hole kurz vrátilo k 4,16, což vymazalo druhý skok. Hlavním faktorem, který působil proti dolaru, byla opět zesilující nedůvěra vůči státnímu dluhu vyspělých států, která se projevila především růstem výnosů státních dluhopisů s dlouhou splatností. Druhý skok kurzu souvisel s oznámením nákupů dluhopisů s dlouhou splatností americkým ministerstvem financí. Investoři to ve své nervozitě vzali jako intervenci na snížení výnosů a projev slabosti amerických financí, což je podle našeho názoru neadekvátní interpretace. Prostor pro pokračování tlaku vůči dolaru by nicméně měl přetrvávat i v příštích týdnech. Podporovat by ho měl zejména vývoj inflace, který bude podle našeho názoru snižovat pravděpodobnost růstu sazeb Fedu. ECB by měla sazby ještě zvýšit. Tato kombinace by měla držet aktuální protidolarový sentiment. Geopolitika bude nadále potenciálním zdrojem výkyvů v případech výraznějších zhoršení probíhajících krizí.

EUR/CZK

Kurz koruny k euru většinu srpna drftoval na silnější úrovni. Výjimkou byl začátek a konec měsíce, kdy koruna mírně oslabila. Koncem srpna se kurz krátce dostal pod 24,10, což byla nejsilnější úroveň od září 2023. Koruna tak otestovala spodní hranici konsolidačního pásma, ve kterém se pohybuje od konce prosince 2025. K proražení však nedošlo, takže konsolidace může pokračovat i nadále s tím, že z technického hlediska poněkud vzrostlo riziko tlaku na spodní okraj pásma a přechodu do posilujícího trendu koruny. Vývoj na koruně byl v zásadě podobný jako u dalších regionálních měn (zlotý, forint). Koruna měla jednoznačně nejnižší volatilitu, ale základní směr pohybu všech tří měn byl podobný. Nemyslíme si, že vývoj koruny byl v srpnu ovlivněn nějakými specifickým krátkodobými změnami fundamentů, spíše šlo o poklidné prázdninové obchodování. Lze však pozorovat určitou mírnou kumulaci tlaku na posílení koruny, takže pokud se bude dále zlepšovat ekonomická situace v EU, což podpoří i výkonost české ekonomiky, může eventuálně dojít k proražení psychologické úrovně 24,00 a vytvoření růstového trendu. Pro měsíční výhled však zůstává hlavní variantou konsolidace.

Dluhopisy

Od přelomu února a března pokračuje na dlouhém konci americké výnosové křivky (a do značné míry i globálně) tlak

na růst výnosů. Klíčovým zdrojem tohoto pohybu je trh japonských státních dluhopisů, kde po desetiletích extrémně stlačených výnosů dochází k jejich posunu na vyšší úrovni. Trend je však obecně podporován i domácími podmínkami – všeobecný růst zadlužení ve vyspělých státech a klesající důvěra v dlouhodobou udržitelnost tohoto trendu je společným jmenovatelem pro pohyb různých národních trhů. Technicky se výnos desetiletého amerického státního dluhopisu v srpnu zastavil mírně pod hladinou odporu 4,75 %. Nyní pod touto hladinou konsoliduje a dosavadní vývoj ukazuje na její pravděpodobné testování a proražení. Další klíčovou hladinou by pak mělo být psychologicky důležitých 5 %. Pokračování tlaku proti dlouhému konci výnosové křivky však záleží na několika faktorech: očekávaném vývoji sazeb Fedu, stabilitě růstového trendu akcií a intenzitě geopolitických krizí. Trh nyní počítá s růstem sazeb v USA, což je zřetelně vidět jak na futures na federální fondy, tak na výši výnosu dvouletého dluhopisu. Pokud by se toto očekávání změnilo směrem ke stabilním sazbám, vytvořil by se prostor pro pokles dvouletého výnosu o zhruba 20–30 bb, což by za jinak stejných okolností vedlo ke zvýšení strmosti už tak hodně strmé křivky. Což sugeruje pravděpodobnost minimálně oslabení tlaku na další růst výnosů na dlouhém konci, spíše však korekce směrem dolů, a vzhledem k současnému značně jednostrannému sentimentu korekce podstatné. Pohyb výnosů směrem dolů by mohla vyvolat i podstatnější korekce na akciovém trhu nebo vyostření v některé z krizových oblastí.

Směr vývoje byl v Evropě stejný jako v USA, ale časování a detaily tohoto růstu se lišily. Na rozdíl od USA výnosy na dlouhém konci rostly stabilně po celý červenec, nekonal se skok nahoru na konci měsíce. Německé výnosy namísto tohoto skoku ve stejné době procházely konsolidací pod 3,2 %. Ve druhé polovině měsíce sice narostly, ale pohyb nebyl tak jednoznačně jednorázově skokový jako v USA. V jeho rámci se však podařilo alespoň na nějakou dobu překonat hranici 3,2 %. Zdá se, že výnosy v Evropě reagovaly především na vývoj cen ropy, a tedy na očekávaný vývoj inflace. Koncem měsíce, kdy se ceny ropy obrátily směrem dolů, začaly klesat také německé výnosy. V září mohou výnosy kromě cen ropy a vývoje v USA ovlivnit také výsledky regionálních voleb v Sasku-Anhaltsku – může dojít k narušení důvěry v akceschopnost, případně i životaschopnost vládní koalice, což by mohlo posunout výnosy nahoru. Zbytek Evropy může ovlivňovat intenzita obav z růstu zadlužení a schopnosti státu ho zvládat, což má význam především pro Francii.

Výnosy českých dluhopisů se vyvíjely především pod vlivem německého trhu, ale trajektorie pohybu výnosů byla pouze podobná, ne stejná. V prvním týdnu srpna desetiletý výnos poměrně výrazně klesl, rozsah poklesu byl větší než v Německu, což může souviset s naším menším a mělčím, a tím pádem k větším pohybům náchylnějším trhem. Ve zbytku měsíce se desetiletý výnos postupně vracel na vyšší



úrovně, zabrzdil na hranici 5 %. Vývoj určily podněty ze zahraničí kombinované s momentální aktivitou investorů. Kromě vývoje v zahraničí může trh, především krátký konec výnosové křivky, ovlivnit vývoj očekávání pohybů sazeb ČNB.

Akcie

Akciové trhy prožily v souhrnu relativně klidný měsíc: prakticky veškerá aktivita se odehrála na přelomu července a srpna, kdy trhy narostly díky technologickým společnostem, které korigovaly předchozí horší výkonnost. Tomu odpovídalo i rozložení výkonnosti: nejlépe si vedl NASDAQ a Tokijská burza, v závěsu za nimi byl index S&P 500. Evropa poněkud zaostávala, když z hlavních trhů rostl Frankfurt a Paříž, zatímco Londýn se držel poblíž nuly. Klíčovým tématem zůstává AI, především investice do infrastruktury a jejich návratnost. Výsledková sezóna byla dobrá, což byl hlavní důvod relativně slušné výkonnosti akciových trhů. Pozornost se však i nadále upírá na velikost expozice jednotlivých společností vůči infrastrukturnímu boomu. V srpnu v tomto směru upoutala především klíčově důležitá Nvidia, která podstatně zvýšila svou nepřímou expozici. V září bude trh sledovat kromě AI především zasedání Fedu. Podle našeho názoru je riziko zvýšení sazeb malé, ale pokud by k němu došlo, lze pravděpodobně očekávat silnou reakci trhu. Proto budou pečlivě sledována i relevantní data (trh práce a inflace), která vyjdou před zasedáním. Střednědobý výhled zůstává beze změny: relativně omezený prostor pro růst, pokud půjde všechno dobře, riziko podstatné korekce v případě negativního šoku (AI a geopolitika jsou hlavní možné zdroje).

Pražské burze se v srpnu relativně dařilo, překonala svou výkonností hlavní evropské indexy. Bylo to zásluhou finančního sektoru, kterému pomohly výsledky Erste Bank a obecně optimističtější výhled středoevropských ekonomik, vůči nimž je primárně český finanční sektor exponován. Alespoň mírně rostla i velká většina ostatních titulů z indexu PX. Pražská burza by měla zůstat relativně stabilní, díky nízké expozici na technologie by měla poměrně dobře ustát i případné turbulence v tomto sektoru, i když by jejich dopad samozřejmě pocítila.

Kredit

Drtivá většina korporátních dluhopisů má proti těm státním jednu nespornou výhodu. Prostřednictvím různých kovenantů bývá omezena maximální míra zadlužení emitenta a k jejímu rozvolnění nestačí, když se nadpoloviční část valné hromady shodne a přehlasuje tím veto generálního ředitele. Nezbytný je v takovém případě i souhlas kvalifikované většiny současných věřitelů a svolení k takovému kroku dostává nestátní emitent jen v nejvypjatějších momentech své existence.

Třeba je to jen shoda náhod, ale zrovna v srpnu, v době, kdy výnosy státních dluhopisů rostou na rekordní úroveň, se o zájem investorů ucházela po dlouhé době opět početná skupina emitentů. Všechno odstartoval s pětiletým zajištěným dluhopisem Pale Fire Capital, kterým se podařilo umístit celý plánovaný objem 750 milionů korun za necelých 24 hodin. Rozhodujícím faktorem nebyl jen atraktivní výnos 7,25 %, ale i aktuální míra zadlužení k hodnotě zajištění (tzv. LTV) na úrovni 10 %.

Prakticky v závěsu se o své místo na slunci přihlásil další slavný investiční holding. Pro distribuci již třetí korunové emise z dluhopisového programu si Emma Capital vybrala konsorcium 5 bank (ČS, J&T, KB, PPF a Unicredit), které mezi své investory umísťovaly objem 2,5 až 3,5 miliardy korun. S výnosem 7 % na pět let a hranicí pro LTV stanovenou na 40 % nebyla u zaběhlého emitenta o zájem nouze. Někteří distributoři hlásili uzavření svých knih už v průběhu prvního týdne nabídky a je tak jasné, že s leckterými investice chtivými klienty jejich bankéř nestihnul nabídku ani prodiskutovat. V PPF bance jsme společně se zmíněným dluhopisem Emma Capital spustili i nabídku tříletého dluhopisu Škoda a.s., která nabídla investorům výnos 6,65 % a jejíž nabídkové období je naplánováno až do středy 9. září. O jejím výsledku vás tak budeme informovat až v příštím vydání našeho Měsíčníku.

Srpen si připravil i jeden krásný zelený benchmark, když majitel logistických parků CTP nabídnul svůj tříletý nezajištěný dluhopis. Počáteční spread 100 bb se díky více jak 3,5násobnému přeupsání knihy podařilo stlačit na 65 bb a emitent tak dále těží ze stabilního ratingu BBB.

Komodity

Pro ropu zůstává klíčový vývoj v oblasti Perského zálivu. Zde se situace nevyvíjela dobře a naděje na stabilní řešení situace momentálně vypadá vzdálená. Projevuje se to i na dopravě: po krátkém oživení na přelomu června a července, které spočívalo především v tom, že z Perského zálivu odpluly tam uvězněné tankery, klesl provoz po celý srpen blízko k nule. Cena ropy reagovala růstem k 95 USD/brl, ale před koncem měsíce se vrátila pod 90 USD/brl. Jde stále o vysokou hodnotu (bez výpadku dopravy Hormuzským průlivem by ceny byly pravděpodobně pod 70 USD/brl), ale přeci jenom se projevuje určitý mírný optimismus, který může souviset s jednáním mezi Íránem a Ománem o řešení provozu Hormuzem. Situace v oblasti je však nadále velmi křehká, další růst ceny ropy určitě nelze vyloučit. To, že ceny ropy zůstávají i přes omezení dopravy klíčovou tepnou pod 100 USD/brl, umožnila kombinace nečekaně nízké poptávky ze strany Číny a stabilizujícího uvolnění rezerv států OECD. Strategické rezervy sice klesly, ale stále zůstávají na dostatečné úrovni, aby v případě potřeby opět stabilizovaly situaci. Pro další vývoj cen ropy z toho plyne, že klíčový bude i nadále Blízký a Střední východ. Ceny by se v závislosti na geopolitické situaci měly pohybovat

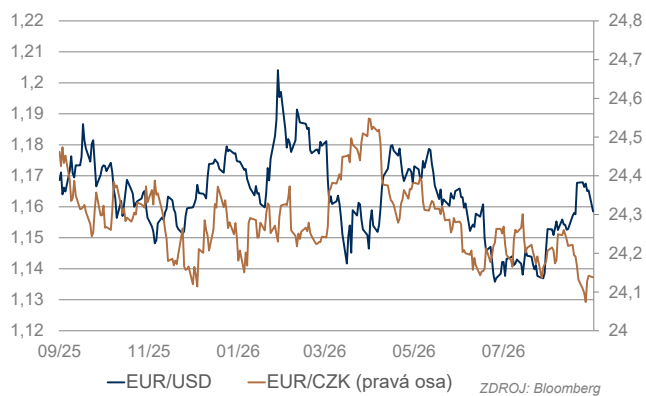


v širokém rozmezí 70–100 USD/brl. Extrémnímu výkyvu směrem nahoru by měly zabránit intervence OECD.

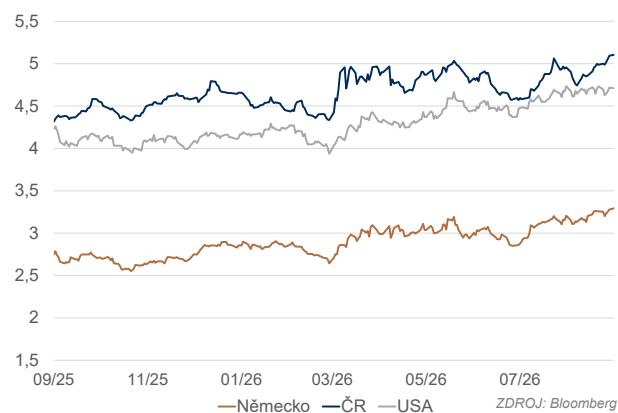
Zlato v srpnu po poměrně dost dlouhé konsolidaci ožilo, a to hned na začátku měsíce. Růst v průběhu měsíce byl podstatný – ze zhruba 4000 USD/oz na 4700 USD/oz – a nedá se říci, že by měl nějaký opravdu zásadní důvod. Na konci měsíce vystoupení Warshe v Jackson Hole kurz vrátilo pod 4500 USD/oz. Opět se začalo mluvit o „debasement tradu“, tedy snaze investorů nahradit „pochybné“ státní dluhopisy fyzickými aktivy, ale podle našeho názoru nenastalo nic, co by tomuto argumentu dodalo větší váhu, než měl před skokovým růstem. Podle našeho názoru se tak jedná hlavně o změnu krátkodobých preferencí části investorů na relativně mělkém trhu. Jak dlouho tomuto pohybu vydrží momentum, je těžké odhadnout, ale nesázeli bychom na další podstatnější růst. Nad 5000 USD/oz se cena bez výraznějšího podpůrného impulsu pravděpodobně bezprostředně nedostane. Po zastavení růstu by měla následovat konsolidace.



Devizové kurzy



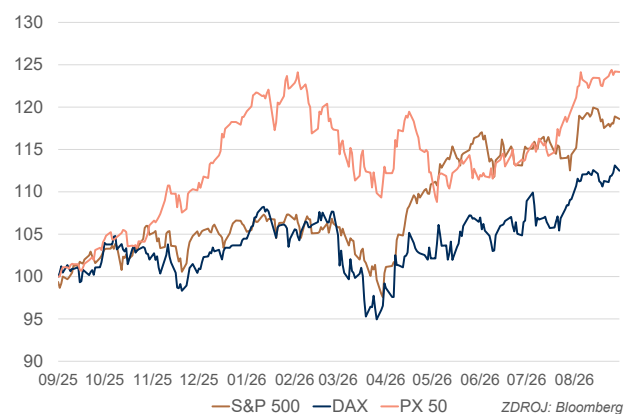
Dluhopisy (10 let)



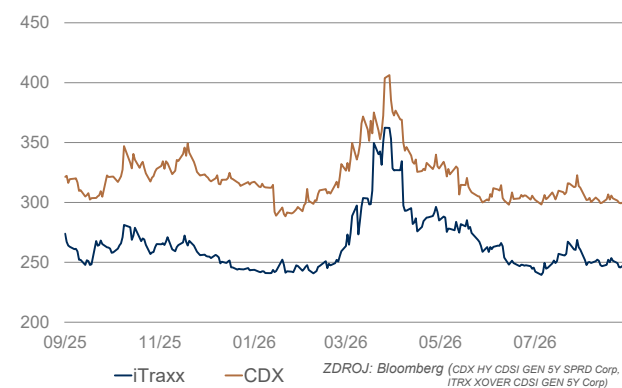
Index volatility VIX



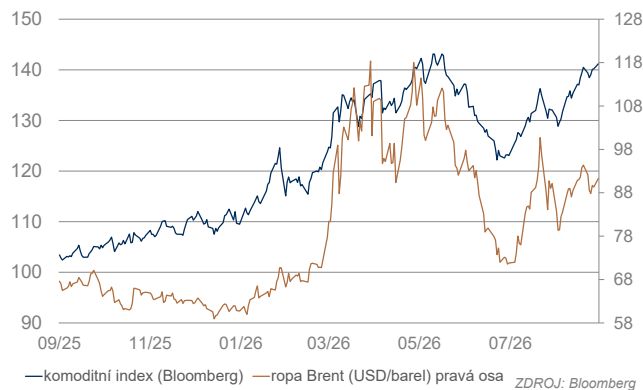
Aktiové indexy (1.9. 2025 = 100)



Kreditní marže USA (CDX) a EMU (iTraxx)



Ropa a komoditní index



	M-12	M-1	SOUČASNÁ HODNOTA	3 M ODHAD	ZMĚNA*	6 M ODHAD	ZMĚNA*	12 M ODHAD	ZMĚNA*
SAZBY CENTRÁLNÍCH BANK									
Fed	4,25-4,50	3,50-3,75	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	→	3,50 - 3,75	→	3,25 - 3,50	↓
ECB	2,00	2,00	2,25	2,5	↑	2,50	→	2,5	→
ČNB	3,50	3,50	3,75	3,75	→	3,75	→	3,50	↓
KURZY									
EUR/USD	1,17	1,15	1,16	1,15	↓	1,13	↓	1,12	↓
EUR/CZK	24,4	24,2	24,1	24,1	→	24,1	→	24,1	→
DLUHOPISY									
US dluhopis 2y	3,62	4,29	4,32	4,1	↓	4,0	↓	3,8	↓
US dluhopis 10y	4,23	4,73	4,71	4,5	↓	4,3	↓	4,1	↓
Něm. dluhopis 2y	1,94	2,82	2,91	2,7	↓	2,6	↓	2,5	↓
Něm. dluhopis 10y	2,72	3,21	3,29	3,2	↓	3,0	↓	2,8	↓
České dluhopisy 2y	3,53	3,95	3,99	3,9	↓	3,8	↓	3,6	↓
České dluhopisy 10y	4,29	4,92	5,08	5,0	↓	4,7	↓	4,5	↓
KREDIT									
USA CDX 5y	321,7	312,3	301,3	290	↓	310	↑	335	↑
EMU iTraxx 5y	267,9	260,7	246,9	260	↑	290	↑	310	↑
AKCIE									
S&P 500	6460,3	7489,7	7711,8					7900	↑
Eurostoxx 50	5351,7	6358,0	6475,5					6500	→
DAX	23902,2	25629,2	26415,4					26500	→
CSI 300	4496,8	4588,2	4625,1					4800	↑
PX 50	2267,9	2705,5	2803,2					2800	→

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

Evropská měnová unie

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

* Předpověď

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



Karel Tregler

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

Magdalena Středová

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

Ľuboš Mokrás

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

Barbora 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.

