

# Křehký mír, tvrdohlavá inflace

*Co Islámábádské memorandum znamená pro Fed a americkou ekonomiku*

Diplomatický průlom mezi Spojenými státy a Íránem, podepsaný 17. června ve Versailles a v Teheránu, je jednou z nejdůležitějších geopolitických událostí letošního roku. Pro americkou ekonomiku ale nepředstavuje jednoznačné řešení. Je to spíše začátek nové fáze nejistoty – jiné než ta předchozí, nikoli nutně mírnější.

Pět dní po podpisu Islámábádského memoranda jsou jednání ve Švýcarsku napjatá. Izrael pokračuje v úderech v jižním Libanonu a Írán opět používá Hormuz jako nástroj politického tlaku. Cena ropy Brent, která po oznámení dohody prudce klesla ze zhruba 113 dolarů za barel pod 80 dolarů, zůstává citlivá na každou zprávu z Libanonu, Teheránu a Washingtonu. Trumpova opakovaná prohlášení o „blížící se dohodě“ měla zjevný tržní účinek. Přesnější než mluvit o přiznané manipulaci je říci toto: Bílý dům po celé období velmi dobře věděl, že každá věta o dohodě hybe ropou, akciami i inflačními očekáváními.

Otázka pro investora tedy nezní pouze, zda dohoda vydrží. Zní jinak: co tato tříměsíční perioda – od dubnové dvojité blokády přes červnovou eskalaci po křehké příměří – udělala s inflační dynamikou Spojených států a s prostorem, který má Federální rezervní systém pro snižování úrokových sazeb?

## **Inflace, která se nevrátí pod tři procenta snadno**

Květnová data jsou nepříjemná. Celková inflace CPI dosáhla 4,2 procenta meziročně, nejvyšší úrovně od roku 2023. Šlo o třetí měsíc v řadě, kdy se inflace zrychlovala. Energetická složka vystoupala o 23,5 procenta meziročně, ceny benzínu o 40,5 procenta. Inflační šok se nezastavil u čerpacích stanic: bydlení i potraviny zůstávají nad úrovní, která by Fedu dovoľovala pohodlný návrat k uvolňování politiky.

Klíčový analytický bod však leží v jádrové inflaci. Core CPI vystoupil v květnu na 2,9 procenta. Core PCE, který Fed sleduje primárně, se v posledních měsících drží kolem tří procent a podle dubnových dat se znovu posunul výše. Energetický šok se do širší ekonomiky nepřenáší okamžitě ani mechanicky, ale přes dopravu, logistiku, mzdová vyjednávání a inflační očekávání. Právě tato druhotná transmise je nyní hlavním rizikem.

Pokles ropy po podpisu memoranda situaci nezachrání automaticky. Za prvé, dezinflační efekt přijde se zpožděním. V datech se plně ukáže až na podzim. Za druhé, pokud se Hormuz znovu uzavře nebo memorandum zkolabuje, ropa se může rychle vrátit nad 100 dolarů. Za třetí, jádrová inflace má svou vlastní setrvačnost. Mzdové kontrakty, nájmy a dlouhodobé obchodní smlouvy reagují pomalu a působí ještě dlouho poté, co se původní šok rozplyne.

Z monetaristické perspektivy je situace klasická. Nabídkový šok v energiích zvedl cenovou hladinu. Pokud centrální banka bude čelit tomuto šoku příliš měkkou politikou, riskuje, že se jednorázový cenový posun zabuduje do inflačních očekávání. Jinak šok zůstane spíše jednorázový, ale za cenu slabšího růstu a vyšší volatility. Třetí cesta prakticky neexistuje.

## **Warshova první volba: kredibilita**

Federální rezervní systém ponechal 17. června úrokové sazby v pásmu 3,50–3,75 procenta. Bylo to první zasedání pod novým předsedou Kevinem Warshem. Samotné rozhodnutí nepřekvapilo. Překvapil tón.

Warsh, jehož jmenování část trhu původně četla jako signál budoucího uvolnění politiky, využil první tiskovou konferenci k opaku. Opakovaně mluvil o cenové stabilitě, zdůraznil institucionální nezávislost Fedu a výbor označil za pevně odhodlaný vrátit inflaci k cíli. Dále se ukázalo, že výbor je rozdělený: část členů počítá se

setrváním sazeb, část již připouští možnost dalšího zvýšení. Důležité je, že **scénář rychlého snižování sazeb z trhu prakticky zmizel.**

Trhy svá očekávání přerovnal. Ještě v dubnu počítaly s jedním až dvěma sníženími sazeb v roce 2026. Po červnovém zasedání se reálnějším scénářem stalo setrvání sazeb, případně jedno zvýšení do konce roku. Krátký konec výnosové křivky na to reagoval okamžitě. Akcie ztratily část geopolitické úlevové prémie.

Důvod tohoto obratu je strategický. Warsh nastoupil do úřadu ve chvíli, kdy Bílý dům požaduje nižší sazby, inflace znovu zrychluje a geopolitický šok zvedá ceny energií. Kdyby ihned signalizoval uvolnění, ztratil by kredibilitu dříve, než by ji stačil získat. Nový předseda Fedu si nemůže dovolit být na začátku automaticky považován za nástroj fiskální nebo politické úlevy – tím by utrpěla jeho důvěryhodnost.

Warsh není Volcker. Inflace není třináct procent. Americká ekonomika roku 2026 není ekonomikou roku 1979. Ale institucionální logika je podobná: centrální banka musí nejprve ubránit důvěru v cenovou stabilitu, aby si později mohla dovolit pružnost. Kredibilita je kapitál. Když se promrhá, těžko ji získat zpět.

## **Pravděpodobnostní rozklad pro druhou polovinu roku**

Tři scénáře, jak vidím situaci k 22. červnu.

Základní scénář: bolestný proces – 55 procent. Memorandum drží, ale jednání ve Švýcarsku se vlečou. Hormuz funguje s občasnými přerušeními. Brent se obchoduje v pásmu 75–95 dolarů, s výkyvy nahoru při každé zprávě z Libanonu. CPI v červenci a srpnu zůstává nad čtyřmi procenty, ke konci roku se vrací zhruba k 3,5 procenta. Jádrová inflace zůstává lepkavě nad třemi procenty. Fed sazby nesníží. Zvýšení není základní scénář, ale zůstává reálnou hrozbou. Výnosy desetiletých dluhopisů oscilují kolem 4,3 procenta. Akciový trh stagnuje s výraznějšími korekcemi.

Eskalační scénář: memorandum padá – 30 procent. Libanon, který sloužil jako roznětka už od dubna, definitivně vykolejí dohodu. Hormuz se znovu uzavře nebo zůstane jen částečně průchodný. Brent se vrací nad 110 dolarů. Inflace ve třetím čtvrtletí překročí pět procent. Warsh stojí před volbou: zvýšit sazby v okamžiku geopolitického stresu, nebo akomodovat nový inflační šok. Jeho červnové vystoupení naznačuje, že by zvolil první možnost. Pravděpodobné by bylo zvýšení o 25 bazických bodů v září, případně další v prosinci. Akcie by v tomto scénáři mohly korigovat o 10 až 15 procent.

Optimistický scénář: skutečná dohoda – 15 procent. Švýcarská jednání během šedesátidenní lhůty vytvoří závazný rámec. Írán přijme alespoň omezený inspekční režim. Hormuz se trvale otevře. Brent klesne ke 65 dolarům. Energetická složka inflace prudce oslabí a headline CPI se do konce roku vrátí poblíž 2,5 procenta. Jádrová inflace zůstane lepkavá, ale klesne pod tři procenta. Fed by v tomto scénáři mohl na podzim začít opatrně snižovat sazby – jednou, maximálně dvakrát do konce roku.

Pravděpodobnosti vycházejí z dosavadního chování všech stran. Technická jednání o jaderném programu nejsou otázkou několika týdnů. V případě JCPOA šlo o dlouhý, detailní a institucionálně náročný proces. Zde mají vyjednávací šedesát dní – a k tomu Libanon, který nikdy nepřestal hořet.

## **Co to znamená pro investora**

Tři praktické závěry.

Za prvé, sázka na rychlé snížení sazeb Fedem je předčasná. Ještě před několika měsíci trh počítal s tím, že Fed do konce roku 2026 sníží sazby alespoň jednou či dvakrát. Dnes je realističtější očekávat setrvání, případně jedno zvýšení. Kratší durace dluhopisového portfolia má v této situaci přednost. Dlouhé pozice postavené na rychlém uvolnění politiky jsou zranitelné.

Za druhé, akciový trh ztratil snadný příběh. Kombinace lepkavé inflace, opatrnějšího Fedu a koncentrace indexů do několika málo titulů AI infrastruktury zvyšuje pravděpodobnost ostrých korekcí. Investor by měl počítat s vyšší volatilitou a méně příznivou asymetrií výnosů než v předchozích letech.

Za třetí, diverzifikace má opět smysl. V prostředí, kde americká aktiva již nenabízejí současně nejlepší růst, nejnižší riziko i nejjistější monetární podporu, se vyplácí být skutečně globální. Zlato si drží geopolitickou prémii. Bitcoin zůstává volatilní, ale legitimní okrajovou alokační kategorií. Evropské a asijské akciové trhy nabízejí valuace, které USA neposkytují. Dluhopisy konečně nesou kladný nominální výnos, a v některých segmentech i rozumný reálný výnos. Klasická pravidla portfolia, která posledních deset let působila zastarale, se vracejí k užitečnosti.

## **Závěr**

Islámábádské memorandum je lepší než válka. Není však řešením, které se rychle promítne do inflačních dat. Energetický šok roku 2026 zanechá stopy minimálně do roku 2027: v jadrové inflaci, v inflačních očekáváních a v měnové politice, která zůstane restriktivnější déle, než trh ještě nedávno předpokládal.

Warshova první volba ukázala, že nový předseda Fedu chápe starou lekcí měnové historie: centrální banka, která ztratí kredibilitu, ji získává zpět draze. Trumpova komunikace kolem íránské dohody je naopak připomínkou, proč nezávislé centrální banky vůbec existují. Politika chce úlevu teď. Inflace si účtuje později.

Naděje existuje, ale naděje stále není strategie. Pro investora to znamená přesně to, co znamenala vždy: disciplínu, diverzifikaci a trpělivost.

*Dne 22. června 2026*

*Pavel Kohout*  
*Algorithmic SICAV*