

ECB

Aktuální téma

ECB ponechá úrokové sazby po delší období beze změny



Jana Steckerová
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz

Evropská centrální banka ve čtvrtek podle našeho odhadu ponechá úrokové sazby beze změny. Inflation se nyní nachází mírně pod dvouprocentním cílem ECB, což se centrální banka podařilo již v minulých měsících dobře odkomunikovat. Jádrová složka inflace je ale stále nad cílem, kde zřejmě zůstane i v letošním a příštím roce. Silný mzdový růst společně s vyhlídkami na robustní investice do AI technologií by navíc riziko výrazně nižší inflace měl tlumit. Zároveň inflační očekávání zůstávají dobře ukotvená, takže se domníváme, že ECB nyní nemá důvod s úrokovými sazbami hýbat. Ve střednědobém horizontu budou ale podle našeho názoru inflační tlaky sílit, a to v důsledku uvolněnější fiskální politiky, nedostatku pracovní síly a opadávání nejistoty spojené s celními válkami. Z těchto důvodů očekáváme v závěru letošního roku první zvýšení úrokových sazeb, přičemž další takovýto krok by měl následovat v polovině roku 2027.

ECB, pros. 2025	2026	2027	2028
HDP (%)	1,2	1,4	1,4
Inflace (%)	1,9	1,8	2,0
Jádrová inflace (%)	2,2	1,9	2,0
Mzdy (%)	3,2	2,9	3,0

Zdroj: ECB, SG Cross Asset Research/Economics

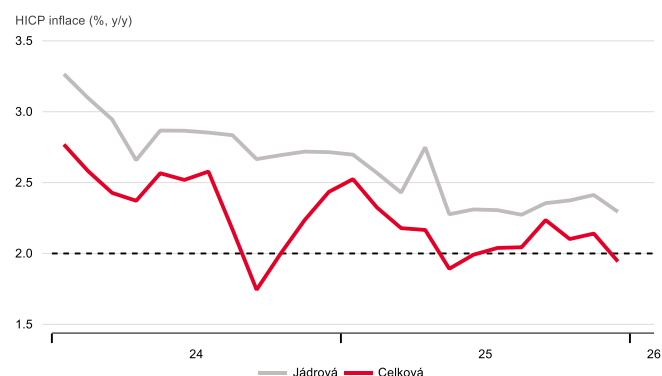
SG, prosinec 2025	2026	2027	2028
HDP (%)	1,3	1,3	1,1
Inflace (%)	1,7	1,6	2,3
Jádrová inflace (%)	2,1	2,0	2,1
Mzdy (%)	3,0	2,8	2,7

Zdroj: ECB, SG Cross Asset Research/Economics

Data přicházející z eurozóny potvrdila její relativně dobrou kondici. Důvěra ve zpracovatelském průmyslu se v lednu zlepšila (49,5 bodu), zatímco průmyslová výroba díky německému fiskálnímu balíčku v Q4 zřejmě solidně rostla. Dobře se dařilo i segmentu služeb. V útlumu však zatím stále zůstává spotřebitelská důvěra a s tím spojené výdaje spotřebitelů. I tak ale HDP za Q4 překonal naše i tržní očekávání (0,3 % q/q vs. 0,2 % q/q).

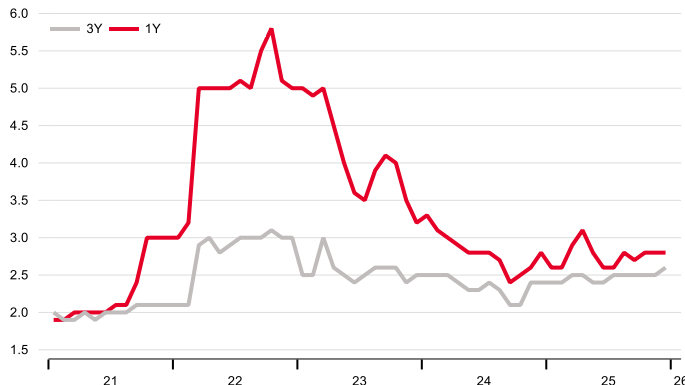
Inflace v prosinci zpomalila na 1,9 % a podle našeho odhadu v lednu dále zvolní na 1,8 %. Její jádrová složka se však bude držet na 2,3 % y/y. V průběhu letošního roku očekáváme inflaci v průměru na 1,7 %, přičemž na cíl se nedostane dříve než koncem roku 2027. Centrální banka však již delší dobu signalizuje, že inflace bude nějakou dobu cíl podstřelovat. Důraz klade na její jádrovou složku, která vzhledem k vysoké inflaci ve službách zůstane zřejmě i v následujících letech bezpečně ukotvena poblíž 2% cíle. Snížení sazeb by v tuto chvíli představovalo riziko růstu této složky, která je i tak nad cílem. ECB bude i nadále monitorovat tempo mzdového růstu, které ve třetím kvartále dosáhlo vysokých 4 % oproti očekávanému zpomalení na 2,8 %. To by mělo tlumit obavy z dalšího zpomalení inflace, které hrozí v důsledku silného kurzu eura vůči americkému dolaru. Oproti našim předpokladům jsou nyní výše i ceny ropy.

Inflace zpomaluje (% y/y)



Zdroj: SG Cross Asset Research/Economics, Macrobond

Inflační očekávání jsou relativně dobře ukotvená (% y/y)



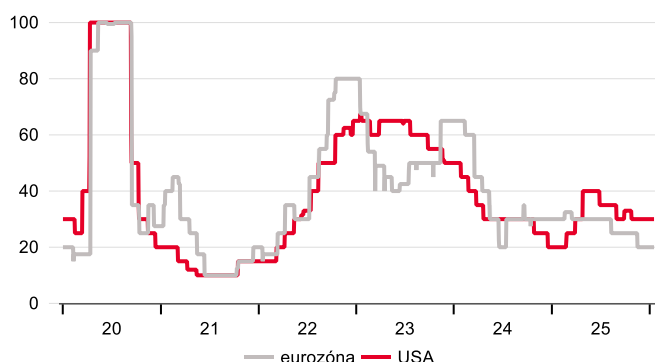
Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Evropská komise

Celkově tak předpokládáme, že na čtvrtčním zasedání ponechá Evropská centrální banka úrokové sazby beze změny (depozitní sazba na 2 %), stejně tak i po většinu letošního roku. Trh zaceňuje v jeho průběhu mírné riziko snížení úrokových sazeb.

Ve střednědobém horizontu předpokládáme, že nepříznivý demografický vývoj bude vytvářet tlak na mzdový růst, což se společně s oživením spotřebitelské poptávky odrazí v akceleraci inflace. Vliv sehraje i výrazný fiskální impulz v Německu a uvolněnější fiskální politika v rámci celé eurozóny. Centrální banka tak podle našeho odhadu na konci letošního roku začne úrokové sazby opět zvyšovat. Celkově očekáváme dvojí utažení měnových podmínek o 25 bb (v závěru letošního roku a v první polovině roku 2027), čímž by se depozitní sazba měla dostat na úroveň 2,50 %, kde setrvá.

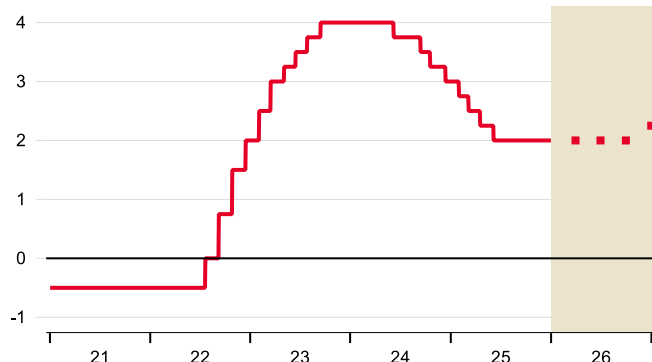
Na přetřes se bude stále více dostávat i optimální výše bilanční sumy ECB. Zde zatím významnější změny nečekáme. Redukce bilanční sumy bude zřejmě umírněným tempem pokračovat. Likviditní podmínky v bankovním sektoru jsou stále dobré, takže spuštění strukturálních dlouhodobých refinančních operací (SLTRO) očekáváme až v roce 2027.

Eurozóna v dobré kondici (pravděpodobnost recese v ročním horizontu, %)



Zdroj: Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka, Bloomberg konsenzus

ECB na konci roku zvýší úrokové sazby (depo sazba, %)



Zdroj: Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeje jakéhokoliv investičního nástroje nebo jinou výzvu či pobídku k jeho nákupu či prodeji. Veškeré zde obsažené informace a názory pocházejí nebo jsou založeny na zdrojích, které Komerční banka, a.s. považuje za důvěryhodné, nicméně tímto nepřebírá záruku za jejich přesnost a úplnost, ačkoliv vychází z toho, že byly publikovány tak, aby poskytovaly přesný, plný a nezkreslený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

uvedené v tomto dokumentu se mohou měnit bez předchozího upozornění.

Komerční banka, a.s. a společnosti, které s ní tvoří jeden koncern, se mohou příležitostně podílet na obchodech s investičními nástroji, obchodovat s nimi nebo vykonávat činnost tvůrce trhu pro investiční nástroje nebo je držet, poskytovat poradenství či jinak profitovat z obchodů s investičními nástroji nebo od nich odvozených derivátů, které byly emitovány osobami zmíněnými v tomto dokumentu.

Zaměstnanci Komerční banky, a.s. a dalších společností tvořících s ní koncern nebo osoby jim blízké, mohou příležitostně obchodovat nebo držet investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu nebo od nich odvozené deriváty. Autoři tohoto dokumentu nejsou oprávněni nabývat investiční nástroje zmíněné v tomto dokumentu. To neplatí v případě, kdy informace uvedené v tomto dokumentu představují šíření investičního doporučení již dříve vydaného třetí stranou v souladu s kapitolou III nařízení (EU) 2016/958. Komerční banka, a.s. a společnosti tvořící s ní koncern nejsou tímto dokumentem vázány při poskytování investičních služeb svým klientům.

žeb svým klientům.

Komerční banka, a.s. nepřebírá nad rámec stanovený právními předpisy odpovědnost za škodu způsobenou použitím tohoto dokumentu nebo informací v něm obsažených. Tento dokument je určen primárně pro profesionální a kvalifikované investory. Pokud kopii tohoto dokumentu obdrží jiná než výše uvedená osoba, neměla by své investiční rozhodnutí založit výhradně na tomto dokumentu, ale měla by si zároveň vyhledat nezávislého poradce. Každý investor je povinen přijmout vlastní informované rozhodnutí o vhodnosti investice, protože investiční nástroj uvedený v tomto dokumentu nemusí být vhodný pro všechny investory.

Minulá výkonnost investičních nástrojů nezaručuje výkonnost budoucí. Očekávaná budoucí výkonnost je založena na předpokladech, které nemusí nastat. S investičními nástroji a investicemi jsou spojena různá investiční rizika, přičemž hodnota investice může stoupat i klesat a není zaručena návratnost původní investované částky. Investiční nástroje denominované v jiné měně jsou navíc vystaveny riziku vyplývajcímu ze změn devizových kurzů s možným pozitivním nebo negativním dopadem na cenu investičního nástroje, a následně na zhodnocení investice.

Tento dokument je vydán Komerční bankou, a.s., která je bankou a obchodníkem s cennými papíry ve smyslu příslušných právních předpisů, a jako taková podléhá doзору České národní banky. Komerční banka, a.s. přijala řadu opatření, aby zabránila možnému střetu zájmů při tvorbě tohoto dokumentu a jiných investičních doporučení, a to zavedením odpovídajícího vnitřního členění zahrnujícího informační bariery mezi jednotlivými útvary Komerční banky, a.s. v souladu s požadavky kladenými příslušnými právními předpisy. Zaměstnanci Komerční banky, a.s. postupují v souladu s vnitřními předpisy upravujícími střet zájmů.

Žádné hodnocení zaměstnanců, kteří se podílejí na tvorbě tohoto dokumentu, není podmíněno nebo závislé na objemu nebo zisku z obchodování Komerční banky, a.s. s investičními nástroji zmíněnými v tomto dokumentu nebo na jejím obchodování s emitenty těchto investičních nástrojů. Hodnocení autorů tohoto dokumentu ale spočívá ve vazbě na zisk Komerční banky, a.s., na kterém se částečně podílejí i výsledky obchodování s investičními nástroji.

Informace uvedené v tomto dokumentu jsou určeny veřejnosti a před jeho zveřejněním není dokument k dispozici osobám, které se nepodílely na tvorbě tohoto dokumentu. Komerční banka, a.s. nezasílá informace uvedené v tomto dokumentu jednotlivým emitentům před jejich zveřejněním. Každý z autorů tohoto dokumentu prohlašuje, že názory obsažené v tomto dokumentu přesně odpovídají jeho osobnímu pohledu na uvedené investiční nástroje nebo jejich emitenty.

Tento dokument ani jeho obsah není určen osobám trvale bydlícím či sídlícím ve Spojených státech amerických a osobám splňujícím statut „amerického subjektu“, jak je definován v nařízení S podle zákona Spojených států amerických o cenných papírech z roku 1933, ve znění pozdějších předpisů.

Tento dokument není investičním doporučením dle nařízení Evropského parlamentu a Rady (EU) č. 596/2014, o zneužívání trhu, ani nepředstavuje investiční poradenství dle zákona č. 256/2004 Sb., o podnikání na kapitálovém trhu, ve znění pozdějších předpisů.

Pro podrobnosti prosím navštivte internetovou stránku <http://www.trading.kb.cz>.

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu

**Jan Vejmelek, Ph.D., CFA**
(420) 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz**Ekonomové****Martin Gurtler**
(420) 222 008 509
martin_gurtler@kb.cz**Jana Steckerová**
(420) 222 008 524
jana_steckerova@kb.cz**Kevin Tran Nguyen**
(420) 222 008 569
kevin_tran@kb.cz**Finanční trhy****Jaromír Gec**
(420) 222 008 598
jaromir_gec@kb.cz**Akciový analytik****Bohumil Trampota**
(420) 222 008 560
bohumil_trampota@kb.cz

SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky

**Wei Yao**
(33) 1 5729 6960
wei.yao@sgcib.com**Spojené státy****Jan Groen**
(1) 212 278 4228
johannes.groen@sgcib.com**Eurozóna****Michel Martinez**
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com**Německo/ECB****Anatoli Annenkov**
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com**Francie/ESG****Fabien Bossy**
(33) 1 5898 2873
fabien.bossy@sgcib.com**Velká Británie****Sam Cartwright**
(44) 20 7762 4506
sam.cartwright@sgcib.com**Latinská Amerika****Dev Ashish**
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com**Indie****Kunal Kumar Kundu**
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.com**Japonsko****Jin Kenzaki**
(81) 3 6777 8032
jin.kenzaki@sgcib.com**Čína a okolí****Michelle Lam**
(85) 2 2166 5721
michelle.lam@sgcib.com

SG VÝZKUM RŮZNÝCH TŘÍD AKTIV – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY

Globální vedoucí výzkumu,
cross-asset a kvantitativního
výzkumu**Kokou Agbo Bloua**
(44) 20 7762 5433
kokou.agbo-bloua@sgcib.com**Vedoucí FIC a komoditního výzkumu****Dr Mike Haigh**
(44) 20 7762 4694
michael.haigh@sgcib.com**Vedoucí strategie sazeb****Adam Kurpiel**
(33) 1 4213 6342
adam.kurpiel@sgcib.com**Vedoucí strategie sazeb pro USA****Subadra Rajappa**
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com**Shakeeb Hulikatti**
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com**Ninon Bachet**
(33) 1 58 98 30 26
ninon.bachet@sgcib.com**Jorge Garayo**
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com**Stephen Spratt**
(852) 2166 4108
stephen.spratt@sgcib.com**Mathias Kpade**
(33) 157294393
mathias.kpade@socgen.com**Anamika Misra**
(91) 8067310385
anamika.misra@sgcib.com**Vedoucí strategie pro měnové kurzy****Kit Juckes**
(44) 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com**Měnové deriváty****Olivier Korber**
(33) 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com**Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů****Phoenix Kalen**
(44) 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com**Gergely Urmossy**
(44) 20 7762 4815
gergely.urmossy@sgcib.com**Kiyong Seong**
(852) 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com**Galvin Chia**
(852) 2166 4791
galvin.chia@sgcib.com**Marek Dřimal**
(44) 20 7550 2395
marek.drima@sgcib.com**Juan Orts**
(44) 20 7676 8210
juan.orts@sgcib.com