

Měnová politika | Česká národní banka – březnové rozhodnutí

ČNB Focus

Zvýšená globální nejistota podpořila pokračující stabilitu sazeb ČNB



Martin Gürtler
(420) 222 008 509
martin.gurtler@kb.cz

Bankovní rada ČNB hlasy všech svých sedmi členů rozhodla na dnešním zasedání o ponechání úrokových sazeb beze změny. Podle guvernéra Michla se ČNB nachází v příznivé pozici, když měnová politika je stále mírně restriktivní a inflace se nachází pod cílem centrální banky. Podle jeho slov navíc dosavadní nárůst cen energetických komodit nepředstavuje významné riziko pro dosahování inflačního cíle. Důraz guvernéra na vývoj jádrové inflace by navíc mohl naznačovat, že ČNB může část dopadů dražší ropy výjimkovat. Scénář zvyšování sazeb se tedy nezdá být aktuální a proti jejich poklesu naopak hovoří přetrvávající proinflační tlaky z domácí ekonomiky, ke kterým se nyní přidává riziko plynoucí z vyšších cen energetických komodit. Ve výsledku tedy ponecháváme naši prognózu úrokových sazeb ČNB beze změny a do konce roku očekáváme jejich stabilitu.

Česká národní banka v souladu s očekáváními dnes úrokové sazby nezměnila. Základní repo sazba zůstává na 3,5 % a její výše by tak z měnověpolitického hlediska měla být nadále mírně restriktivní, když politicky neutrální úroveň je většinou odhadována poblíž 3 %. Tento výsledek byl v souladu s jednohlasným analytickým konsensem, stejně tak i zhruba s tím, co zaceňoval finanční trh. Rozhodnutí ponechat sazby beze změny podpořilo všech sedm členů bankovní rady.

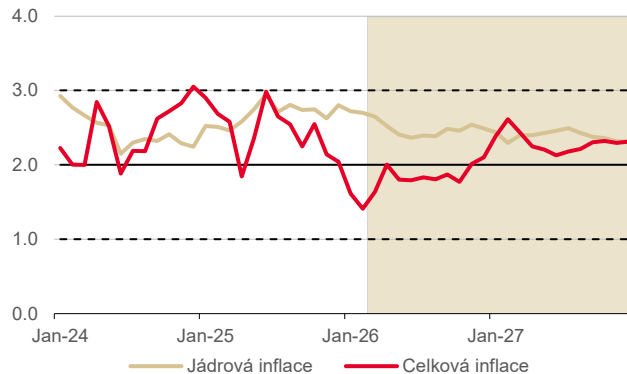
K pokračující stabilitě sazeb přispívají přetrvávající proinflační rizika zesílená konfliktem na Blízkém východě. Inflace, která v únoru klesla z 1,6 % na 1,4 % y/y, se nachází pod dvouprocentním cílem i poslední prognózou centrální banky, neboť ta pro únor očekávala 1,6 %. Důvodem jsou však zejména volatilní složky energií a potravin. Jádrová inflace a růst cen služeb naopak zůstávají nad cílem, když v únoru dosáhly 2,7 % y/y, resp. 4,5 %. K tomu přispívá i pokračující svižný růst mezd, který v Q4 25 činil 7,4 % y/y a o 0,3 pb tak předčil prognózu ČNB. Spolu se spotřebitelským sentimentem tak roste i poptávka domácností, která by měla být hlavním tahounem námi odhadovaného letošního růstu ekonomiky o 2,7 %. Současný konflikt na Blízkém východě a s tím související výrazný nárůst cen energetických komodit významně zvyšuje rizika ve směru vyšší budoucí inflace a zesiluje tedy důraz na opatrnost centrální banky.

Repo sazba zůstane podle nás do konce roku beze změny (%)



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Rizika se nyní kumulují ve směru vyšší inflace (% y/y)



Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Diskuze o zpřísňování měnové politiky jsou ale pro ČNB nejspíše předčasné. My jsme prozatím zvýšili náš odhad letošní inflace pouze mírně, a to z 1,6 % na 1,8 %. To je však postaveno na předpokladu jen dočasného působení ropného šoku, bez významnějších přelivů do ostatních složek inflace, a jeho následného postupného odeznění ve druhé polovině letošního roku (s průměrnou cenou ropy Brent v roce 2026 kolem 85 USD za barel). Vliv dražší ropy navíc v naší aktualizované prognóze kompenzuje slabší dynamika cen potravin na začátku letošního roku, než s jakou jsme původně počítali. Rizika naší prognózy tudíž zůstávají vychýlena ve směru vyšší letošní inflace. Nadále přitom platí, že síla dopadů současného energetického šoku se bude odvíjet od délky a intenzity blízkovýchodního konfliktu, což je parametr spojený se značnou nejistotou. S ohledem na stále mírně restriktivní působení měnové politiky a nízkou celkovou inflaci se ČNB nachází v relativně komfortní pozici. Tu navíc posiluje skutečnost, že ekonomika je nyní pravděpodobně vůči energetickým šokům více odolná, než byla před válkou na Ukrajině. K tomu pomohly významné investice do energetické efektivity a rostoucí obliba smluv na dodávky energií s fixovanou cenou. Možná i v souladu s tím vykazuje také česká koruna neobvyklou odolnost, když od vypuknutí války na Blízkém východě ztratila vůči euru pouze zhruba jedno procento.

Guvernér Michl na tiskové konferenci vyzdvihl příznivou výchozí pozici centrální banky a kladl důraz na vývoj jádrové inflace. Příznivá výchozí pozice podle něj souvisí s již zmíněnou restriktivní úrovní úrokových sazeb a nízkou inflací. Zároveň dodal, že podle aktualizované prognózy ČNB, která již částečně zohledňuje zvýšené ceny ropy, by se celková inflace měla letos nacházet pod 2 % a v příštím roce v těsné blízkosti inflačního cíle. Jádrová inflace ale zůstane zvýšená. Guvernér Michl několikrát zdůraznil, že vývoj jádrové inflace má pro centrální banku primární důležitost, a to i přesto, že ostatní položky inflace mohou dočasně vykazovat vyšší růst. To může naznačovat, že by část dopadů vyšších cen ropy mohla centrální banka vyjmkovat. Podle guvernéra je důležité, aby se vyšší ceny energií nepromítly do zvýšení inflačních očekávání. Rizika výhledu plnění inflačního cíle jsou podle něj nyní zhruba vyrovnaná, přičemž makroekonomické dopady blízkovýchodního konfliktu představují významnou nejistotu. Guvernér Michl zároveň uvedl, že dosavadní dopady konfliktu podle analýzy sekce měnové neohrožují setrvalost nízkoinflačního prostředí. Další kroky centrální banky budou podle jeho slov založeny na vyhodnocení nových dat a závěrů analýz.

Naši prognózu úrokových sazeb ČNB prozatím ponecháváme beze změny a nadále tedy očekáváme jejich stabilitu do konce letošního roku. Kombinace přetrvávajících domácích proinflačních tlaků a nárůstu cen energetických komodit nejspíše znamená, že scénář snižování úrokových sazeb již nejspíše nebude nějakou dobu na jednacím stole bankovní rady. Scénář zvyšování sazeb se ale také podle výše uvedených výroků guvernéra Michla nezdá být aktuální a podle nás přijde na přetřes až ve chvíli, kdy bude zřejmé, že se nárůst cen energií začne promítat také do ostatních složek inflace. Samotný nárůst cen energií je externí povahy a centrální banka s tím příliš nezmůže, na druhotné efekty by ale již reagovat nejspíše musela. Síla těchto druhotných efektů bude záviset nejen na tom, kde a po jakou dobu se ceny energetických komodit usadí, ale rovněž na síle tuzemské poptávky. Ta ve výsledku rozhodne to, do jaké míry by mohli prodejci promítnout zvýšené náklady na energie do konečných cen. Současný růstový trend spotřebitelské poptávky tak může situaci ohledně druhotných efektů pro centrální banku ztížit.

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

Velká Británie



Sam Cartwright
(44) 20 7762 4506
sam.cartwright@sgcib.com

Japonsko



Jin Kenzaki
(81) 3 6777 8032
jin.kenzaki@sgcib.com

Eurozóna



Michel Martinez
(33) 1 4213 3421
michel.martinez@sgcib.com

Latinská Amerika



Dev Ashish
(91) 80 2802 4381
dev.ashish@socgen.com

Čína a okolí



Michelle Lam
(85) 2 2166 5721
michelle.lam@sgcib.com

Německo/ECB



Anatoli Annenkov
(44) 20 7762 4676
anatoli.annenkov@sgcib.com

Indie



Kunal Kumar Kundu
(91) 80 6716 8266
kunal.kundu@sgcib.cz

Francie/ESG



Fabien Bossy
(33) 1 5898 2873
fabien.bossy@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

Jorge Garayo



Jorge Garayo
(44) 20 7676 7404
jorge.garayo@sgcib.com

Anamika Misra



Anamika Misra
(91) 8067310385
anamika.misra@sgcib.com

Vedoucí strategie sazeb pro USA



Subadra Rajappa
(1) 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com



Stephen Spratt
(852) 2166 4108
stephen.spratt@sgcib.com



Shakeeb Hulikatti
(91) 80 2802 4380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com



Mathias Kpade
(33) 157294393
mathias.kpade@socgen.com



Ninon Bachet
(33) 1 58 98 30 26
ninon.bachet@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 Urmosy
(44) 20 7762 4815
gergely.urmosy@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

Upozornění

Informace uvedené v tomto dokumentu nemohou být považovány za nabídku k nákupu či prodeji jakéhokoli 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 nezkrácený obraz skutečnosti. Názory Komerční banky, a.s. 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 kapitoulou 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.

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 vyplývajícimu 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>.