

Měnová politika | Česká národní banka – květnové rozhodnutí

ČNB Focus

ČNB ponechává sazby beze změny, jejich zvýšení ale nevyklučuje



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

Česká národní banka v souladu s očekáváními na květnovém zasedání úrokové sazby nezměnila. Guvernér Michl vyzdvihl příznivou výchozí pozici, která centrální bance dovoluje pokračovat ve vyčkávací strategii a postupně vyhodnocovat nově přichodící data a také rizika vyplývající z konfliktu na Blízkém východě. Sekce měnová v nové prognóze zvýšila pro letošní i příští rok odhad inflace, a naopak snížila očekávaný růst HDP. Bankovní rada navíc změnila vyhodnocení bilance rizik dosahování inflačního cíle z neutrálního na proinflační. Zatímco na květnovém zasedání nebylo zvyšování sazeb podle guvernéra Michla předmětem diskuze, tak pro další měsíce ho vyloučit nelze. Naše prognóza předpokládá stabilitu sazeb ČNB po celý letošní a příští rok, rizika však hodnotíme jako vychýlená ve směru jejich zvýšení.

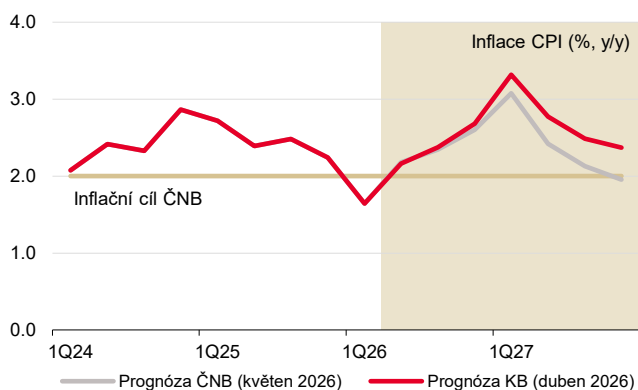
Inflace CPI (% , y/y)	2025	2026f	2027f
KB (duben 2026)	2,5	2,2	2,7
ČNB (květen 2026)	2,5	2,2	2,4

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

Úrokové sazby České národní banky zůstávají i po květnovém zasedání beze změny. Základní repo sazba tak v souladu s očekáváními nadále činí 3,5 %, kam se dostala přesně před rokem. Pro pokračující stabilitu úrokových sazeb hlasovalo všech sedm členů bankovní rady.

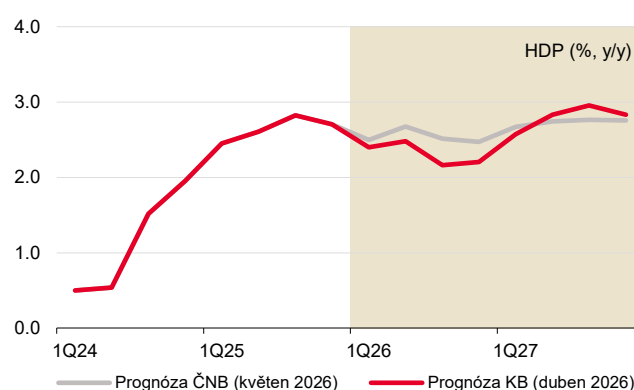
Sekce měnová ve své nové prognóze pro následující dva roky zvýšila odhad inflace, a naopak snížila očekávaný růst ekonomiky. S ohledem na ekonomické důsledky konfliktu na Blízkém východě není toto přehodnocení překvapivé. Zatímco původně ČNB pro letošní rok očekávala inflaci na 1,6 % a pro příští rok zrychlení na 2,1 %, nyní odhaduje 2,2 %, resp. 2,4 %. Naše prognóza pro letošní rok je stejná, pro ten příští je ale vyšší, když čekáme výraznější nárůst inflace na 2,7 %. Pro zbytek roku podle guvernéra Michla centrální banka předpovídá, že se celková inflace bude držet v horní polovině tolerančního pásma a ta jádrová poblíž jeho tříprocentní horní meze. Z kvalitativního hlediska je náš pohled na vývoj inflace a její jádrové složky pro nejbližší měsíce stejný. V případě HDP pak centrální banka původně čekala růst o 2,9 % v letošním i příštím roce, který ale nyní snížila na 2,5 % pro rok 2026 a 2,7 % pro rok 2027. Naše prognóza se v tomto ohledu zásadně neodlišuje, když my očekáváme letošní růst ekonomiky o 2,3 % a následně zrychlení na 2,8 % v roce 2027. Podobně jako my byla také centrální banka negativně překvapena předběžným odhadem HDP za Q1 26, který ukázal na mezičtvrtletní nárůst pouze o 0,2 %, zatímco ČNB předpokládala +0,5 %.

Oproti ČNB čekáme výraznější nárůst inflace



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

Letošní zpomalení ekonomiky by mělo být jen dočasné



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

HDP (% , y/y)	2025	2026f	2027f
KB (duben 2026)	2,6	2,3	2,8
ČNB (květen 2026)	2,6	2,5	2,7

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

Centrální banka se nachází v relativně příznivé pozici, která jí umožňuje pokračovat ve vyčkávací strategii a postupně vyhodnocovat rizika spojená s konfliktem na Blízkém východě.

K tomu přispívá stále mírně restriktivní úroveň repo sazby (její politicky neutrální výše je většinou odhadována kolem 3 %), silná česká koruna a nízká výchozí hladina inflace. Dodatečné zpřísnění měnových podmínek navíc zprostředkoval nedávný nárůst tržních korunových sazeb, ke kterému na finančním trhu došlo kvůli obavám z vyšší inflace. Příznivou výchozí pozici centrální banky podtrhl svými slovy i guvernér Michl na tiskové konferenci následující po rozhodnutí centrální banky.

Zvyšování úrokových sazeb podle guvernéra Michla nebylo na květnovém zasedání předmětem diskuze, pro další měsíce ho ale údajně vyloučit nelze.

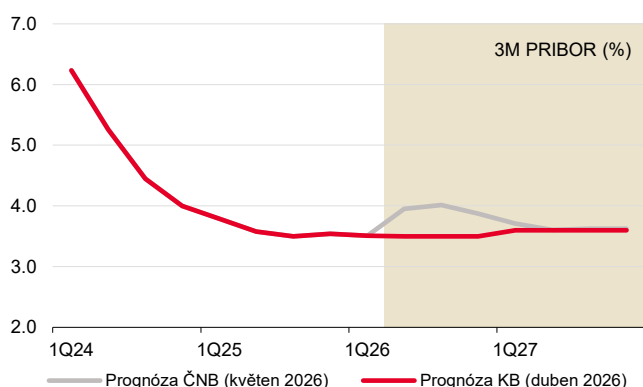
Další kroky centrální banky zůstanou podle guvernéra závislé na vyhodnocení nově dostupných dat a rizik pro dosahování dvouprocentního inflačního cíle. Hodnocení bilance těchto rizik bankovní rada změnila z neutrálního na proinflační. Ve vztahu k tomu guvernér Michl uvedl, že na dalších zasedáních se bankovní rada bude rozhodovat mezi tím, zda sazby ponechat opět beze změny nebo je zvýšit. Ačkoli zvyšování sazeb nebylo předmětem diskuze, tak podle guvernéra Michla členové bankovní rady tuto možnost nevyklučují, a to zejména pokud by došlo k nárůstu jádrové inflace v důsledku druhotných efektů blízkovýchodního konfliktu. Zároveň zmínil, že pro bankovní radu je důležité, aby se nákladové tlaky nepromítly do inflačních očekávání.

V našem základním scénáři prognózy očekáváme, že úrokové sazby ČNB zůstanou beze změny až do konce příštího roku, rizika jsou ale vychýlena ve směru jejich možného zvýšení.

Problémem pro centrální banku mohou být právě sekundární vlivy vyšších cen energií na ostatní ceny v ekonomice, a to i kvůli již nyní vysoké jádrové inflaci. Ta v březnu vzrostla na 2,9 % y/y, tedy do blízkosti tříprocentní horní hranice tolerančního pásma ČNB. Pro duben přitom nelze vyloučit další zvýšení. Situaci ohledně jádrové inflace komplikuje robustní domácí poptávka, napjatý trh práce, rostoucí ceny nemovitostí a nově i stavebních materiálů, k čemuž se brzy přidá ještě působení expanzivní fiskální politiky. V tomto prostředí by mohly dodatečné inflační tlaky pramenící z konfliktu na Blízkém východě situaci pro ČNB zkomplikovat a učinit ze zvyšování sazeb nevyhnutelnou součástí měnové politiky. Zdáli se tento rizikový scénář naplní, bude primárně záviset na délce trvání konfliktu. Prognóza ČNB přitom zvyšování úrokových sazeb předpokládá již nyní, a to v souhrnu o 50 bb. Podle ní by repo sazba měla dosáhnout zhruba 4 % již v Q2 26, kde by se měla udržet až do konce letošního roku, a v roce 2027 se pak opět postupně vracet ke 3,5 %.

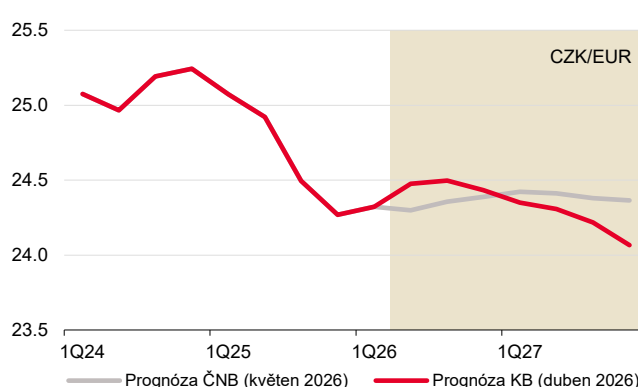
Více k naší prognóze vývoje ekonomiky, inflace a měnové politiky píšeme v nedávno zveřejněných *Ekonomických výhledech*: https://bit.ly/GEO_2Q26_CZ.

Zatímco podle nás zůstanou sazby centrální banky beze změny, prognóza ČNB předpokládá jejich dočasné zvýšení ve zbytku roku



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Centrální banka předpovídá stabilní kurz koruny oproti námi očekávanému mírnému oslabení v letošním roce



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

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)2122784228
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.cz

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 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.drimal@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 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 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 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.

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 vyplývajícím 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>.