

| Finanční trhy |

# Ozvěny trhu

 Psáno pro [e15.cz](http://e15.cz) dne 20. 5. 2026


**Jaromír Gec**  
(420) 222 008 598  
jaromir\_gec@kb.cz

## Proinflační rizika sílí, finanční trhy sází na zvyšování sazeb ČNB

Od vypuknutí konfliktu na Blízkém východě zasedla k jednacímu stolu bankovní rada tuzemské centrální banky už dvakrát, v březnu a v květnu. Přestože její nová prognóza doporučovala měnovou politiku zpřísnit již v tomto čtvrtletí a v souhrnu měla základní repo sazba v letošním třetím čtvrtletí být vyšší o zhruba 50 bb, ČNB prozatím zvolila „vyčkávací taktiku“ a úrokové sazby ponechala beze změny. Proinflační rizika se ale pomalu začínají zhmotňovat.

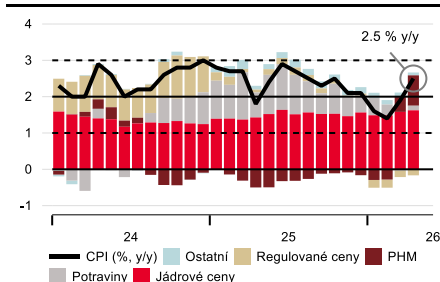
**Základní scénář květnové prognózy centrální banky byl z dnešního pohledu založen na poměrně optimistickém předpokladu ohledně cen ropy Brent.** Ta podle něj měla ve druhém čtvrtletí v průměru dosáhnout 96 USD/barel a v tom třetím 84 USD/barel. Patrně i proto byl současně připraven alternativní scénář mapující odezvy makroekonomických veličin v případě jejího déletrvajícího zvýšení. Vzhledem k absenci významného pokroku v jednáních o znovuotevření Hormuzského průlivu se přitom realita posouvá právě k této méně optimistické variantě, která byla konzistentní se zvýšením repo sazby v průměru za třetí čtvrtletí o bezmála 100 bb oproti současnosti.

Cena ropy se drží nad 100 USD/barel



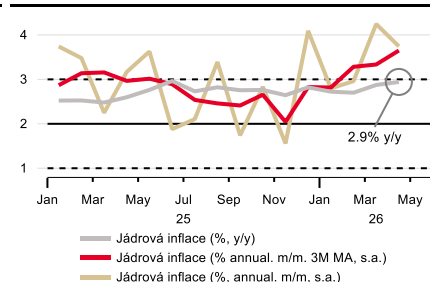
Zdroj: Bloomberg, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Inflaci v ČR zatím zvyšují hlavně ceny PHM



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

Již před sekundárními dopady ropného šoku byla jádrová inflace zvýšená



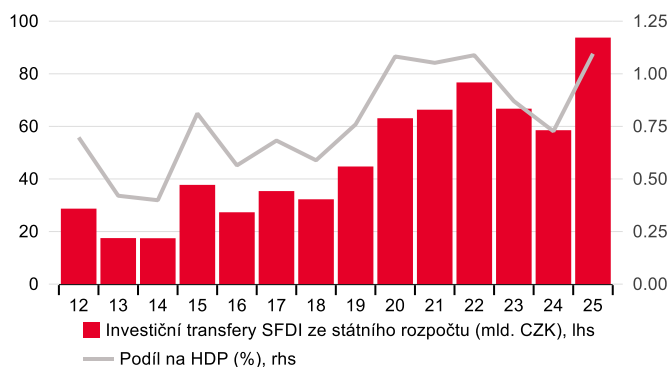
Zdroj: Bloomberg, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**V komunikaci ČNB byl dosud důraz kladen především na příznivou výchozí pozici,** tj. inflaci uvnitř tolerančního pásma, mírně restriktivní úroveň repo sazby nebo „autonomní“ zpřísnění úvěrových podmínek dané růstem korunových tržních úrokových sazeb na finančních trzích. Někteří radní navíc explicitně vyjádřili preferenci k výjimkování primárních dopadů dražší ropy. Kupříkladu guvernér ČNB Aleš Michl v rozhovoru pro podcast Insider v tomto týdnu uvedl, že cílí jádrovou inflaci. Bude-li hrozit, že ta se zvýší anebo pokud vzrostou její momenta (tříměsíční klouzavé průměry meziměsíčních dynamik), nebude se podle svých slov bát měnovou politiku zpřísnit.

Pokud se podíváme na poslední data, **jádrová inflace v dubnu dosáhla 2,9 % meziročně a po sezónním očištění v anualizovaném meziměsíčním vyjádření již druhý měsíc v řadě přesahovala horní hranu tolerančního pásma ČNB ve výši 3 %.** Sekundární dopady ropného šoku se však zpravidla v dalších cenových okruzích projevují až se zpožděním několika měsíců, a tak je pravděpodobné, že jsme je zatím v jádrové inflaci příliš vidět nemohli. Možná klíčovým

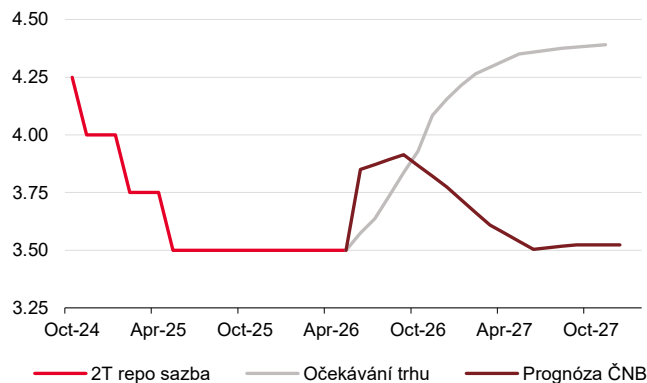
faktorem, který tak v praxi vyčkávací strategii ČNB dovoluje, je dosavadní odolnost koruny. Její případné oslabení je přitom dle našich odhadů významným transmisním kanálem, který má potenciál zesílit průsak dražších energií do koncových cen.

**Investiční transfery SFDI ze státního rozpočtu loni dosáhly 94 mld. CZK (1,1 % HDP)**



Zdroj: MFČR, Macrobond, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Trhy zaceňují v ročním horizontu zvýšení 2T repo sazby ČNB o téměř 100 bb**



Zdroj: Bloomberg Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Druhým a neméně významným proinflačním rizikem je v současnosti fiskální politika.**

Koncem minulého týdne bylo Poslaneckou sněmovnou schváleno rozvolnění domácích rozpočtových pravidel. Podle nich nově stát nemusí brát při zadlužování ohled na většinu investic do dopravní infrastruktury. Druhou stranou téže mince je možnost právě o objem těchto investic navýšit běžné výdaje. Pokud by byl teoretický prostor pro navýšení deficitu pro příští rok většinou využít, schodek státního rozpočtu by se mohl dostat ke 400 mld. CZK a veřejných financí jako celku výrazně nad 3 % HDP. Zde by navíc měnověpolitická reakce měla být silnější s ohledem na poptávkovou povahu šoku a očekávané dopady ve vzdálenější budoucnosti, kde má měnová politika vyšší účinnost než v krátkém horizontu.

Pokud se tedy obě hlavní proinflační rizika v podobě déletrvajícího ropného šoku a dalšího uvolnění fiskální politiky sejdou, bude pro ČNB obtížné setrvat v současném vyčkávacím módu. Přesvědčen je o tom také korunový peněžní trh, který v ročním horizontu očekává zvýšení dvoutýdenní repo sazby v souhrnu o téměř procentní bod na 4,5 %, přičemž první zvýšení o standardních 25 bb je zaceněno již pro srpnové zasedání centrální banky.

## 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.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 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>.