Měnová politika | Česká národní banka – listopadové rozhodnutí

ČNB Focus

ČNB zvýšila sazby, další utahování měnové politiky však neavizuje



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

ČNB na listopadovém zasedání v reakci na rostoucí inflační tlaky v souladu s očekáváními zvýšila repo sazbu o 25 bb na 4 %. Těsný poměr hlasů 4:3 a vyjádření guvernéra Michla ale naznačují, že tento krok není začátkem nového cyklu zvyšování sazeb. Nová prognóza ČNB počítá s vyšší inflací, slabším hospodářským růstem a dalším zvyšováním repo sazby až na 4,5 %, zatímco my do konce roku 2027 očekáváme její stabilitu na 4 %. Přestože inflace v úvodu příštího roku zřejmě vzroste ke 4 %, následně by měla postupně klesat. Rizika však zůstávají vychýlena směrem k vyšší inflaci, a tedy i možnému dalšímu zvýšení sazeb.

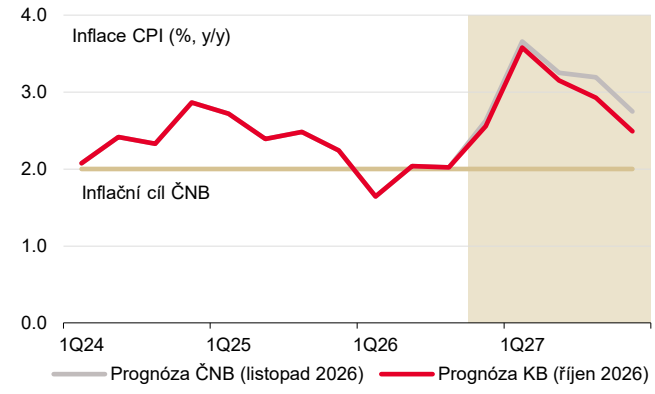
Česká národní banka na dnešním měnovězpolitickém zasedání v souladu s očekáváními zvýšila úrokové sazby o 25 bb. Základní repo sazba tak vzrostla na 4 %. Šlo o široce očekávaný krok, který byl v souladu s naší prognózou, analytickým konsensem i tržním zaceněním. Centrální banka reagovala na sílící inflační tlaky z domácí ekonomiky i zahraničí. Guvernér Michl zdůraznil především to, že po červnovém zvýšení sazeb má to dnešní vyslat dodatečný signál, který má bránit nárůstu inflačních očekávání a druhotným efektům drahých energií, tedy jejich možnému přelivu do ostatních cen v ekonomice. Zároveň uvedl, že se nejedná o začátek nového cyklu měnové politiky.

HDP (%, y/y)	2025	2026f	2027f
KB (říjen 2026)	2,7	1,7	2,3
ČNB (listopad 2026)	2,7	1,7	2,5

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

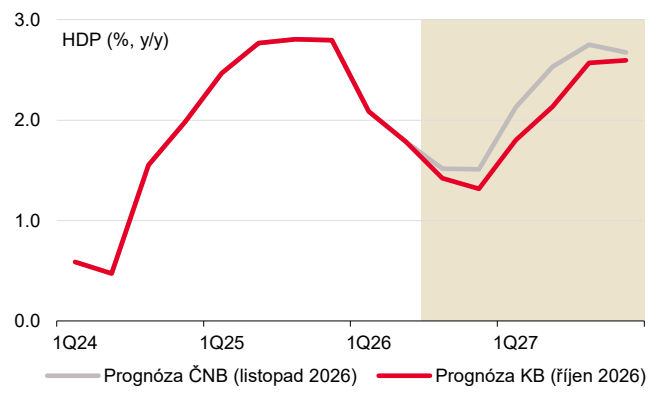
Těsný poměr hlasů je spíše holubičím signálem pro trhy než známkou rozpolcenosti bankovní rady. Pro zvýšení úrokových sazeb o 25 bb na dnešním zasedání hlasovali čtyři členové bankovní rady, zatímco zbylí tři upřednostňovali pokračující stabilitu. V uplynulých týdnech se centrální bankéři snažili svými výroky tržní očekávání ohledně dalšího zvyšování úrokových sazeb tlumit, když je označovali za přehnaná. Finanční trhy na to ale příliš nereagovaly a těsný poměr hlasů v rámci dnešního hlasování tak může být od bankovní rady dalším zamýšleným upozorněním pro investory.

Inflace v příštím roce dočasně vzroste nad 3 %



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

Růst české ekonomiky letos slábne



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

Nelze ovšem vyloučit ani obavy některých členů bankovní rady týkající se dopadů měnové restrikce na reálnou ekonomiku, které mohou přispívat k jejich zdrženlivosti. Vysoké tržní úrokové sazby totiž restriktivní efekt měnové politiky zesilují, a přestože domácí ekonomika zůstává odolná, její růstová dynamika v letošním roce zeslábla. Trh od centrální banky před dnešním

SOCIETE GENERALE GROUP

zasedáním očekával, že nad rámec dnešního kroku zvýší v ročním horizontu sazby ještě alespoň jednou či dokonce dvakrát. Přitom nedávno zaceňoval zvýšení repo sazby až na skoro 5 %.

Inflace CPI (%, y/y)	2025	2026f	2027f
KB (říjen 2026)	2,5	2,1	3,0
ČNB (listopad 2026)	2,5	2,1	3,2

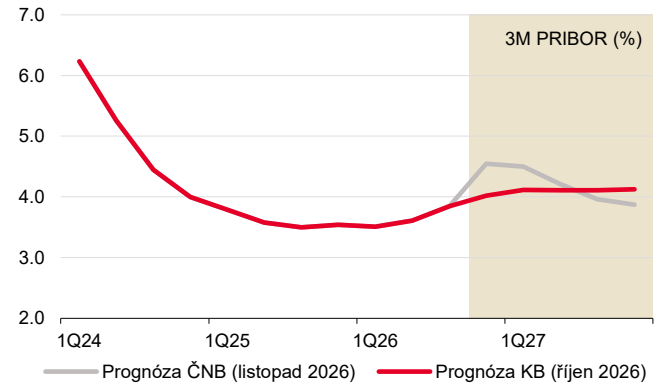
Zdroj: ČSÚ, ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Nová prognóza ČNB očekává vyšší inflaci, nižší ekonomický růst a další zvyšování úrokových sazeb. Podle dnes zveřejněné prognózy centrální banky tuzemská inflace vzroste z letošních 2,1 % na 3,2 % v příštím roce, zatímco v srpnové prognóze ČNB čekala 2,0 %, respektive 2,5 %. Od naší prognózy se tento výhled odlišuje jen mírně, a to v tom ohledu, že ČNB v příštím roce předpovídá o něco pozvolnější pokles meziroční inflace. To je důvod, proč odhad průměrné inflace pro rok 2027 je oproti našim 3,0 % nepatrně vyšší. Říjnová inflace potom byla podle předběžného odhadu ČSÚ oproti prognóze ČNB o desetinu vyšší, když ta stejně jako my očekávala 2,3 % y/y. Prognózu růstu HDP naopak centrální banka revidovala směrem dolů, pro rok 2026 z 2,2 % na 1,7 % a pro rok 2027 z 2,7 % na 2,5 %. Naše prognóza se stejně jako u inflace liší pouze v odhadu pro příští rok, kdy my očekáváme slabší růst ekonomiky o 2,3 %. Mezičtvrtletní růst HDP byl přitom ve třetím čtvrtletí oproti prognóze ČNB (+0,4 %) i té naší (+0,3 %) mírně vyšší, když podle předběžného odhadu ČSÚ dosáhl 0,5 %. Aktualizovaná prognóza ČNB očekává, že repo sazba v závěru letošního roku vzroste až na 4,5 %, kde v prvním čtvrtletí roku 2027 setrvá a posléze se začne snižovat pod 4 %, kam by se měla dostat na konci příštího roku.

Očekáváme stabilitu repo sazby na současných 4 % po zbytek letošního roku a celý příští rok. S ohledem na námi očekávaný vývoj inflace by tato úroveň měla být dostatečná pro tlumení cenových tlaků. Zatímco do února meziroční inflace zřejmě poroste až na dosah 4 %, poté by již měla začít opět klesat ke 2,5 % koncem roku 2027. Další zvyšování úrokových sazeb neindikovala ani vyjádření guvernéra Michla na dnešní tiskové konferenci. Na té uvedl, že centrální banku současný energetický šok zastihl v době, kdy její politika již působila restriktivně a ČNB si tak nyní může dovolit výši sazeb pouze jemně ladit. Dodal také, že centrální banka si bude chtít vzít čas na vyhodnocování dopadů posledních dvou zvýšení sazeb. Vzhledem k tomu, že celková i jádrová inflace pravděpodobně zůstanou po celý příští rok zvýšené, prostor pro možný návrat úrokových sazeb ČNB na nižší úrovně vidíme až v roce 2028. Rizika našeho základního scénáře zůstávají ovšem vychýlena ve směru možného dalšího zvýšení sazeb, a to hlavně kvůli přetrvávajícím rizikům souvisejícím s vývojem velkoobchodních cen energií a potravin. Podobně také bankovní rada nadále hodnotí rizika naplňování dvouprocentního cíle ČNB jako vychýlená ve směru vyšší inflace.

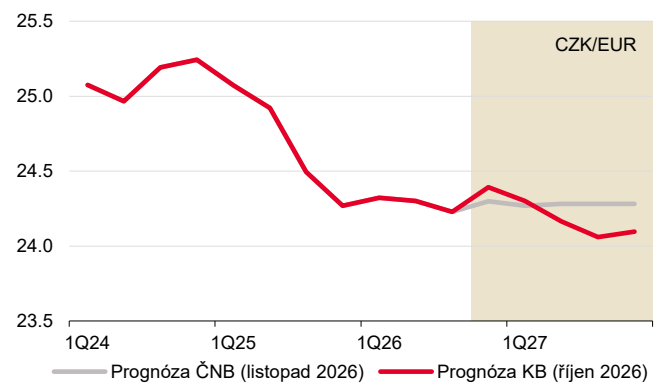
Více k naší prognóze vývoje ekonomiky, inflace a měnové politiky píšeme v nedávno zveřejněných *Ekonomických výhledech*: https://bit.ly/CEO_4Q26_CZ.

Oproti prognóze ČNB v našem základním scénáři s dalším zvýšením úrokových sazeb centrální banky nepočítáme



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

Ke zpřísnění měnových podmínek bude podle nás postupně přispívat i obnovené posilování české koruny



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

KB EKONOMICKÝ A STRATEGICKÝ VÝZKUM


Hlavní ekonom a vedoucí Ekonomického a strategického výzkumu
Jan Vejmělek
+420 222 008 568
jan_vejmelek@kb.cz


Ekonomové
Martin Gürtler
+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


Globální vedoucí výzkumu
Kokou Agbo Bloua
+44 20 7762 5433
kokou.agbo-bloua@sgcib.com

VÝZKUM SOCIÉTÉ GÉNÉRALE – EKONOMIKA


Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky a vedoucí APAC výzkumu
Wei Yao
+852 2166 4983
wei.yao@sgcib.com


Eurozóna / Itálie
Michel Martinez
+33 1 56 37 34 29
michel.martinez@sgcib.com


ECB / Německo / Španělsko
Anatoli Annenkov
+44 20 7676 7625
anatoli.annenkov@sgcib.com


Francie
Fabien Bossy
+33 1 58 98 28 73
fabien.bossy@sgcib.com


Velká Británie / Inflace
Sam Cartwright
+44 20 7762 4506
sam.cartwright@sgcib.com


Spojené státy
Jan Groen
+1 212 278 4228
johannes.groen@sgcib.com


Spojené státy
Tanishka Kapoor
+1 212 278 4844
tanishka.kapoor@sgcib.com


Čína a okolí
Michelle Lam
+852 2166 5721
michelle.lam@sgcib.com


Indie / Indonésie
Kunal Kumar Kundu
+91 80673 18266
kunal.kundu@sgcib.com


Japonsko
Jin Kenzaki
+81 3-6777-8032
jin.kenzaki@sgcib.com


Japonsko
Reo Sakida
+81 3-6777-8711
reo.sakida@sgcib.com


Latinská Amerika / Tematické analýzy
Dev Ashish
+91 80673 14381
dev.ashish@sgcib.com

Výzkumní analytici
Jafer Jang **Lucas Puttre** **Nathan Delamare**

VÝZKUM SOCIÉTÉ GÉNÉRALE – DLUHOPISOVÝ TRH A MĚNOVÉ KURZY


Vedoucí FIC a komoditního výzkumu
Dr Mike Haigh
+44 20 7762 4694
michael.haigh@sgcib.com

Sazby


Vedoucí strategie sazeb
Adam Kurpiel
+33 1 42 13 63 42
adam.kurpiel@sgcib.com


Ninon Bachet
+33 1 58 98 30 26
ninon.bachet@sgcib.com


Vedoucí strategie sazeb pro USA
Subadra Rajappa
+1 212 278 5241
subadra.rajappa@sgcib.com


Shakeeb Hulikatti
+91 80673 14380
shakeeb.hulikatti@sgcib.com


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


Mathias Kpade
+33 157294393
mathias.kpade@socgen.com


Anamika Misra
+91 80673 10385
anamika.misra@sgcib.com


Stephen Spratt
+852 2166 4108
stephen.spratt@sgcib.com


Anastasiia Tregubova
+44 20 7676 6901
anastasiia.tregubova@sgcib.com


Reo Sakida
+81 3-6777-8711
reo.sakida@sgcib.com


Ali Khan
+1 212 278 4515
ali.khan@sgcib.com


Tanishka Kapoor
+1 212 278 4844
tanishka.kapoor@sgcib.com

Měnové kurzy


Vedoucí strategie pro měnové kurzy
Kit Juckes
+44 20 7676 7972
kit.juckes@sgcib.com


Stratég pro měnové deriváty
Olivier Korber
+33 1 42 13 32 88
olivier.korber@sgcib.com

Rozvíjející se trhy


Vedoucí strategie rozvíjejících se trhů
Phoenix Kalen
+44 20 7676 7305
phoenix.kalen@sgcib.com


Vedoucí makrostratég pro Asii
Kiyong Seong
+852 2166 4658
kiyong.seong@sgcib.com


Makroanalytik pro region CEEMEA
Juan Orts
+44 20 7676 8210
juan.orts@sgcib.com


Stratég pro Latinskou Ameriku
Brendan McKenna
+1 212 278 4746
brendan.mckenna@sgcib.com


Vedoucí stratég pro region CEEMEA
Marek Dřímal
+44 20 7550 2395
marek.drimal@sgcib.com


Seniorní EM dluhopisový stratég
Gergely Urmossy
+44 20 7762 4815
gergely.urmossy@sgcib.com

Stratég pro rozvíjející se trhy Asie
Galvin Chia
+852 2166 4791
galvin.chia@sgcib.com

Stratég pro rozvíjející se trhy
Hajar Boulfoul
+212 5 20 46 11 57
hajar.boulfoul@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 nezkreslený 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 vázáni 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 vyplývajícímu 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 dozoru 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.