

Měnová politika | Česká národní banka – květnové rozhodnutí

# ČNB Focus

## Mnoho povyku pro nic

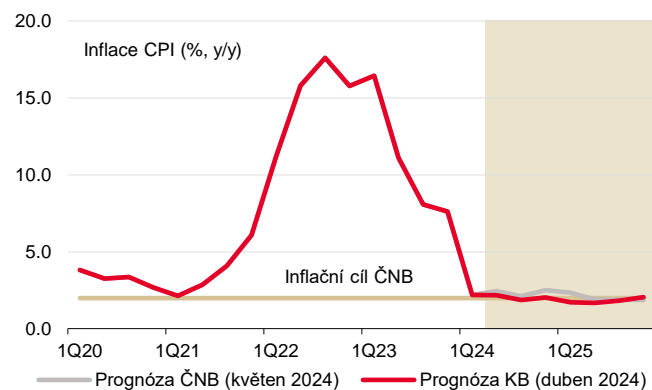


Martin Gürtler  
(420) 222 008 509  
martin.gurtler@kb.cz

Česká národní banka znovu snížila úrokové sazby o 50 bb a klíčová repo sazba tak klesla na 5,25 %. Rozhodnutí bylo tentokrát jednohlasné. Inflation se dostala na dvouprocentní cíl, poblíž kterého by se podle ČNB měla udržet i na celém horizontu prognózy. Bankovní rada ale nadále upřednostňuje pomalejší pokles sazeb, než ukazuje prognóza ČNB. Důvodem je hlavně slabší koruna a rychlý růst cen služeb. Na každém z dalších dvou zasedání očekáváme snížení úrokových sazeb opět o 50 bb. Na konci letošního roku by pak podle nás měla repo sazba klesnout na 3,5 %, což by zároveň měla být její terminální úroveň. Poblíž 3,5 % vidí neutrální sazbu podle slov guvernéra Michla také většina bankovní rady. Prognóza ČNB však bude sazby nadále směřovat ke 3 % a k žádné změně tak v tomto ohledu nakonec nedošlo.

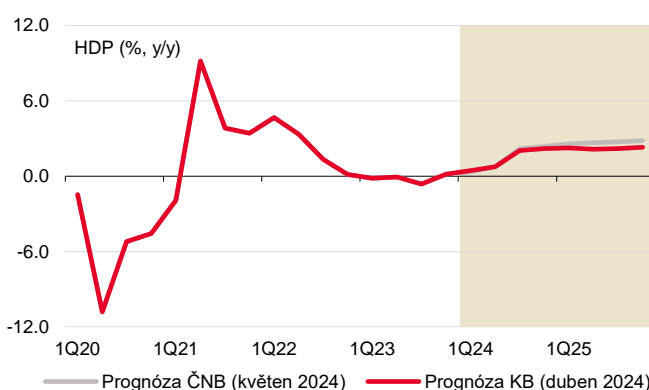
Česká národní banka na dnešním zasedání rozhodla o snížení úrokových sazeb o dalších 50 bb, tedy stejně jako v únoru a březnu. Základní repo sazba tak klesla na 5,25 %. Toto rozhodnutí bylo v souladu s naší prognózou i konsensem analytiků. Finanční trh však před dnešním zasedáním zaceňoval mírnější snížení sazeb v rozmezí 25-50 bb. Jestřábím signálem je poměr, jakým dopadlo hlasování. Snížení sazeb o 50 bb totiž podpořilo všech sedm členů bankovní rady, zatímco ještě na minulém zasedání dva členové dávali přednost poklesu o 75 bb.

### Inflace se udrží poblíž dvouprocentního cíle



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

### Růst ekonomiky bude postupně zrychlovat



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

Inflace CPI (% y/y)	2023	2024f	2025f
KB (duben 2024)	10,7	2,1	1,8
ČNB (květen 2024)	10,7	2,3	2,0

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

Pokračujícímu uvolňování měnové politiky nahrává pokles inflace na dvouprocentní cíl, poblíž kterého by se měla pohybovat i na horizontu prognózy. Meziroční inflace v únoru a březnu dosáhla rovných 2 %, což je zároveň cíl centrální banky. Jádrová složka sice zůstává nad ním, i tak ale na začátku roku klesla do tolerančního pásma ČNB, tedy pod 3 % y/y. Celková i jádrová inflace se v Q1 24 nacházely výrazně pod únorovou prognózou ČNB. Nově zveřejněná prognóza centrální banky pak odhaduje letošní inflaci v průměru na 2,3 %, a to navzdory očekávanému mírnému zrychlení v nejbližších měsících ke 2,5 % y/y. V příštím roce by podle ČNB měla inflace dosáhnout průměrných 2,0 %. Naše prognóza je jen mírně nižší: 2,1 % pro rok 2024 a 1,8 % pro rok 2025. Na zrychlení meziroční inflace se v nejbližších měsících pravděpodobně podepíše zdražení pohonných hmot a potravin, v kombinaci s nižší srovnávací základnou. Následně lze však očekávat příznivý vliv

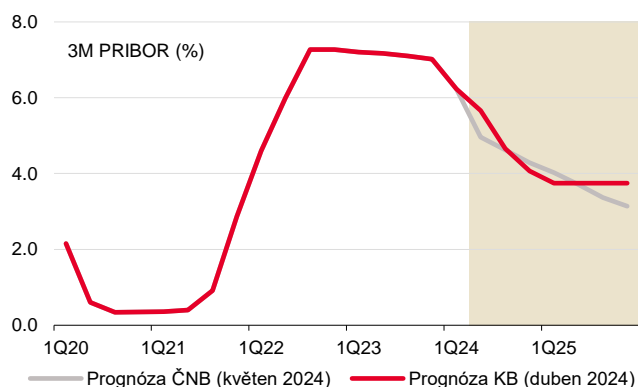
klesajících cen elektřiny a plynu pro konečné spotřebitele. Jádrou inflaci v letošním roce centrální banka stejně jako my odhaduje na 2,6 %. My v příštím roce však očekáváme pokles jádrové inflace na 1,9 %, kdy by se měl plně projevit vliv přísné měnové politiky. Bankovní rada nadále hodnotí rizika prognózy ČNB jako vychýlená ve směru mírně vyšší inflace.

HDP (% , y/y)	2023	2024f	2025f
KB (duben 2024)	-0,2	1,4	2,2
ČNB (květen 2024)	-0,2	1,4	2,7

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

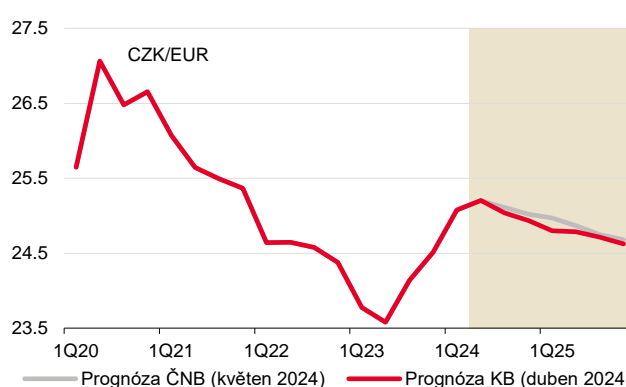
**Bankovní rada snižuje úrokové sazby pomaleji, než by podle prognózy ČNB bylo žádoucí, a bude v tom pravděpodobně pokračovat.** Repo sazba byla oproti únorové prognóze ČNB v Q1 24 v průměru vyšší o skoro 1 pb. Centrální bankéři nadále preferují pouze pozvolné snižování úrokových sazeb. Jako důvod nejčastěji uvádějí slabší kurz české koruny a rychlý růst cen služeb. Kurz koruny vůči euru byl v Q1 24 oproti očekávání centrální banky slabší o 1,6 %. Ceny služeb, které jsou běžně nejvíce perzistentní složkou inflace, v březnu rostly tempem přesahujícím 5 % y/y. Vývoj kurzu koruny a cen služeb v hledáčku bankovní rady pravděpodobně zůstane, když další trajektorie úrokových sazeb bude podle guvernéra Michla záviset na nově zveřejněných datech. My očekáváme, že ČNB v červnu a srpnu sníží sazby opět o 50 bb a následně na všech zbývajících letošních zasedáních o 25 bb. Na konci letošního roku by tak repo sazba měla podle nás dosáhnout 3,5 %, což by měla být její konečná úroveň v tomto cyklu měnové politiky. Sazby by měly pokračovat v poklesu s ohledem na příznivý vývoj inflace a stále slabou ekonomiku.

**Pokles úrokových sazeb se zastaví nad 3 %**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Koruna by už dále významně oslabovat neměla**



Zdroj: ČNB, Ekonomický a strategický výzkum, Komerční banka

**Veškerý pokles úrokových sazeb v současném cyklu měnové politiky by se měl odehrát v letošním roce, repo sazba ale zůstane pravděpodobně vyšší, než bylo zvykem.** Terminální úroveň repo sazby jsme v naší prognóze zvýšili na 3,5 % z původních 3,0 %. Bankovní rada dlouhodobě uvádí, že chce držet sazby výše, než bylo dříve zvykem. V prognóze ČNB však k žádné změně rovnovážné či politicky neutrální sazby nakonec nedošlo, ačkoliv předchozí vyjádření centrálních bankéřů na možnost změny ukazovala. Došlo ale k významné revizi výše úrokové sazby 3M PRIBOR v letošním roce, která by se na jeho konci měla podle nové prognózy centrální banky pohybovat poblíž 4 %, zatímco v té minulé to bylo kolem 3 %. Lze předpokládat, že k tomu přispěla revize odhadů zahraničních sazeb směrem vzhůru v rámci vnějších předpokladů prognózy. V prognóze ČNB úrokové sazby nadále směřují ke 3 %, kterých by měly dosáhnout na konci roku 2025. Podle guvernéra Michla bankovní rada vidí rovnovážnou sazbu výše, a to poblíž námi očekávaných 3,5 %. Oproti předchozím zasedáním se tak v podstatě nic nezměnilo. Bankovní rada chce úrokové sazby držet výše, než ukazuje prognóza ČNB. Nová vyšší trajektorie úrokových sazeb je však podle guvernéra Michla názoru bankovní rady bližší. Ve výsledku je pravděpodobné, že měnová politika v první polovině letošního roku zůstane přísnější, než by bylo třeba.

## 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 Gürtler**  
(420) 222 008 509  
martin\_gurtler@kb.cz



## Akciový analytik

**Bohumil Trampota**  
(420) 222 008 560  
bohumil\_trampota@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

## SG GLOBÁLNÍ EKONOMICKÝ VÝZKUM

Hlavní ekonom výzkumu globální ekonomiky

**Klaus Baader**  
(44) 20 7762 4714  
klaus.baader@sgcib.com



## Eurozóna

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



## Velká Británie

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



## Čína

**Wei Yao**  
(33) 1 5729 6960  
wei.yao@sgcib.com



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



**Severní Amerika**  
**Stephen Gallagher**  
(1) 212 278 4496  
stephen.gallagher@sgcib.com



**Čína a okolí**  
**Michelle Lam**  
(85) 2 2166 5721  
michelle.lam@sgcib.com



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



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



**Korea**  
**Suktae Oh**  
(82) 2195 7430  
suktae.oh@sgcib.com



**Latinská Amerika**  
**Dev Ashish**  
(91) 80 2802 4381  
dev.ashish@soogen.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 výzkumu dluhopisového trhu a měnových kurzů

**Guy Stear**  
(33) 1 4113 6399  
guy.stear@sgcib.com



## Vedoucí strategie sazeb

**Adam Kurpiel**  
(33) 1 4213 6342  
adam.kurpiel@sgcib.com



## Jorge Garayo

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



## Vedoucí strategie sazeb pro USA

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



## Sean Kou

(44) 20 7550 2053  
sean.kou@sgcib.com



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



**Mathias Kpade**  
+33 157294393  
mathias.kpade@soogen.com



**Ninon Bachet**  
(33) 1 58 98 30 26  
ninon.bachet@sgcib.com



**Theodore Kalambokidis**  
+1 212 278 4504  
theodore.kalambokidis@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



## Bertrand Delgado

(1) 212 278 6918  
bertrand.delgado-calderon@sgcib.com



## Marek Dřímál

(44) 20 7550 2395  
marek.drimal@sgcib.com



## Kiyong Seong

(852) 2166 4658  
kiyong.seong@sgcib.com



## Vijay Kannan

(91) 701 044 5705  
vijay.kannan@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 informovaně 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>.