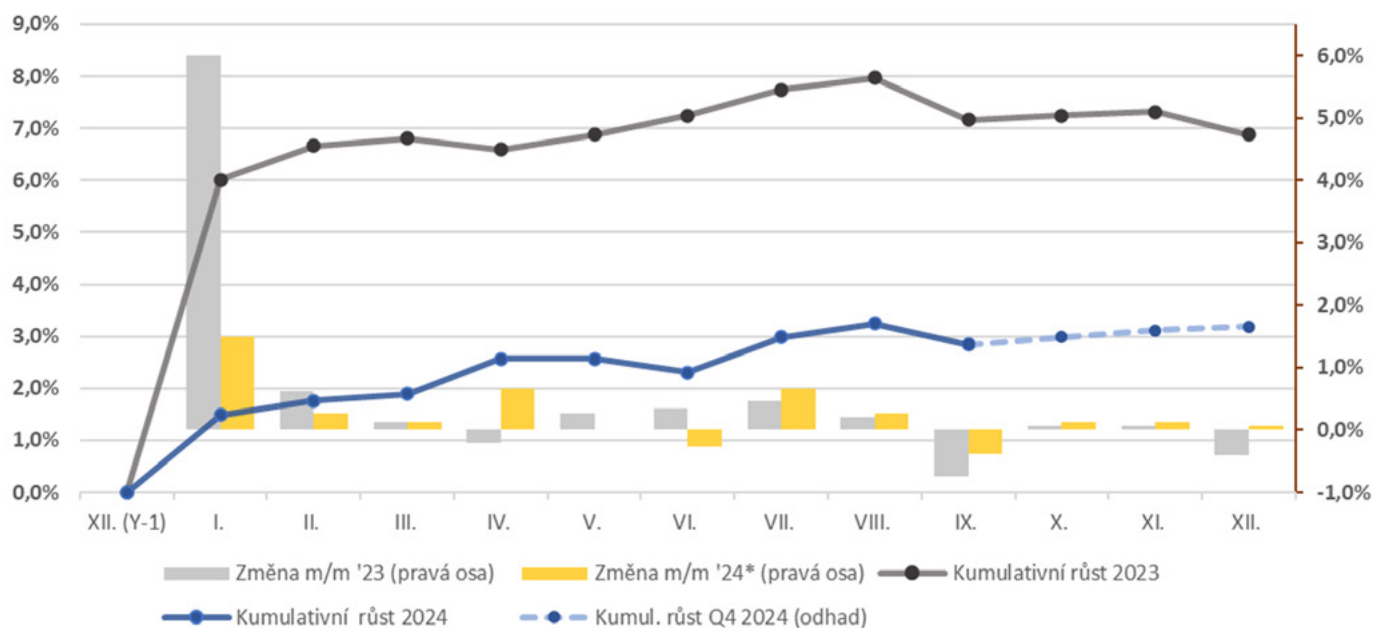


# Letošní „inflační kopec“: jak asi bude vypadat „dojezd do cíle“?

Záříjová meziroční inflace dosáhla 2,6 %, což představuje druhé zklamání v řadě. Už srpnový údaj (2,2 %) byl vyšší, než činily odhady trhu i ČNB, záříjový údaj se pak nacházel cca o 0,2 – 0,3 procentního bodu nad očekáváními. Trocha zmatení pak může panovat ohledně toho, zda inflace v září zrychlila či zpomalila. Pravdivá jsou vlastně obě tvrzení – záříjové meziroční číslo je sice vyšší než předchozí údaj za srpen, ovšem toto zhoršení jde zcela na vrub srovnávací základny. V září loňského roku totiž cenová hladina oproti předchozímu měsíci výrazně poklesla (-0,74 %); i letos se sice pokles cen zopakoval, avšak byl výrazně menší (-0,39 %), proto meziroční inflační číslo narostlo z 2,2 % na 2,6 %.

Cenový vývoj je lépe patrný, pokud sledujeme změnu oproti neměnné základně. To ilustruje následující obrázek, který bere za výchozí bod cenovou hladinu z prosince předchozího roku. Graf „inflačního kopce“ tedy znázorňuje to, jak inflace během roku postupně nabíhá až na cílovou prosincovou úroveň. Zde je porovnání let 2023 a 2024:

„Inflační kopec“ – kumulovaný nárůst cenové hladiny od počátku roku a její meziměsíční změny



Z profilu „inflačního kopce“ (či v případě loňského roku spíše „útesu“) je dobře zřetelné, že jak loňská, tak prozatím i letošní „vrchatská prémie“ – tedy vrchol cenové hladiny – se nacházejí v srpnu. Obrázek slouží také jako dobrá připomínka toho, jak ohromnou proporcí celoročního cenového nárůstu představoval loňský lednový „cenový skok“: kvůli způsobu promítnutí „energetického úsporného tarifu“ platného ve 4. čtvrtletí 2022 do vykazování inflace totiž růst cen tehdy přesáhl 6,0 %. Lednové „převýšení“, které musely české domácnosti loni zdolat, tak představovalo 87 % z celoročního cenového nárůstu (6,9 %). Podobný vzorec platí i letos, i když naštěstí v menší míře; letošní lednový cenový nárůst (1,5 %) tak zřejmě bude představovat necelou polovinu celoroční inflace, kterou odhadujeme na úrovni 3,2 – 3,3 %.

Ale zpět k tomu hlavnímu. Při pohledu na loňský „profil trati“ je zjevné, že „dojezd do cíle“ tehdy probíhal z kopce, tedy že „cílová páska“, tj. prosincová cenová úroveň, se nacházela poměrně znatelně pod listopadovou. Těm, kdo už si nepamatují, připomínáme, že maloobchodní řetězce tehdy ještě před oficiálním snížením sazby DPH na potraviny v zájmu vylepšení své pošramocené pověsti tuto změnu promítly do cen leckdy již v listopadu či prosinci. A jelikož k poklesu cen potravin (-1,4 %) se tehdy přidaly i další „těžké váhy“ – kategorie Alkoholické nápoje a tabák (-1,5 %) a díky snížení cen motorových paliv i Doprava (-1,1 %), výsledkem byl meziměsíční pokles cenové hladiny o 0,4 %. Ta se tak vrátila zpět na květnovou úroveň (viz následující tabulku).

Bohužel tento vývoj, který loni pomohl stlačit výslednou meziroční inflaci těsně pod 7 %, se nám letos vrátí – ano, tušíte správně – v podobě poklesu srovnávací základny. Tedy obdoba situace, jakou jsme zažili v září. Naneštěstí pro zbytek roku jen těžko můžeme počítat s poklesem cenové hladiny, proto se tento efekt negativně promítne do prosincového inflačního čísla. Ceny potravin, až do jara velký „tlumič“ inflace, už třetí měsíc po sobě rostou, a co více, stále rychleji, takže v srpnu i září patřily mezi jasné tahouny inflace. Současná geopolitická situace úplně nenahrává tomu, že by ceny ropy a potažmo pohonných hmot měly výrazněji klesat, takže

odsud pomoc rovněž nečekajme. Ceny některých služeb zřejmě i nadále porostou svižným tempem (viz náš předchozí příspěvek a trajektorii „hospodské rakety“). Jinými slovy, i pokud by cenová hladina po zbytek roku zůstala na zářijové úrovni, prosincové inflační číslo se vlivem nižší základny dostane na 2,8 %. I velmi umírněný cenový růst ve 4. čtvrtletí odpovídající tempu inflace 1,3 – 1,6 % p. a. pak prosincové meziroční číslo vynese někam na 3,2 – 3,3 %, což jsou hodnoty pro náš scénář z předchozího obrázku. Viz následující tabulku:

### Hodnoty indexu spotřebitelských cen, jeho meziměsíční/meziroční změny a scénář možného vývoje inflace ve zbytku roku 2024

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>2023</b>	146,4	147,3	147,5	147,2	<b>147,6</b>	148,1	148,8	<b>149,1</b>	148,0	148,1	148,2	<b>147,6</b>
<b>2024*</b>	149,8	150,2	150,4	151,4	151,4	151,0	152,0	<b>152,4</b>	151,8	<b>152,0</b>	<b>152,2</b>	<b>152,3</b>
<b>Změna m/m ,23</b>	<b>6,01%</b>	0,61%	0,14%	-0,20%	0,27%	0,34%	0,47%	0,20%	<b>-0,74%</b>	0,07%	0,07%	<b>-0,40%</b>
<b>Změna y/y ,23</b>	17,5%	16,7%	15,0%	12,7%	11,1%	9,7%	8,8%	8,5%	<b>6,9%</b>	8,5%	7,3%	<b>6,9%</b>
<b>Změna m/m ,24*</b>	<b>1,49%</b>	0,27%	0,13%	0,66%	0,00%	-0,26%	0,66%	0,26%	-0,39%	<b>0,13%</b>	<b>0,13%</b>	<b>0,07%</b>
<b>Změna y/y ,24*</b>	2,3%	2,0%	2,0%	2,9%	2,6%	2,0%	2,2%	2,2%	2,6%	<b>2,6%</b>	<b>2,7%</b>	<b>3,2%</b>

Purpurově jsou zvýrazněny výrazné poklesy srovnávací základny. \*Modře je vyznačen možný scénář pro Q4 2024.

Zdroj: ČSÚ, vlastní počty

Naději, že by prosincová meziroční inflace mohla začínat dvojkou tak, obávám se, můžeme s klidem pohřbít. Důležitá otázka ale zní: **změní to nějak obecně očekávaný scénář dvojího snížení úrokových sazeb do konce roku?**

Přijde na to. Nemuselo by, a důvody pro to nedávno shrnul člen bankovní rady ČNB Tomáš Holub<sup>1</sup>: bez ohledu na prosincové „škytnutí“ (tedy vybočení z tolerančního pásma) výhled na inflaci zůstává příznivý, případně „dolaďování“ měnové politiky (tedy zpřísnění v podobě „nesnížení“ sazeb) by se beztak projevilo až se zpožděním a ekonomika nadále pracuje pod svým potenciálem, což platí i pro naše hlavní obchodní partnery. Potíž trochu je, že Tomáš Holub, jsa věren svému jménu, patří mezi nejvíce „holubičí“ členy bankovní rady – na zářijovém zasedání jako jediný hlasoval pro snížení sazeb rovnou o 50 bazických bodů. Nelze proto dovozovat, že jeho postoj je i postojem většiny bankovní rady.

Důležité proto bude, jak se ČNB rozhodne moderovat inflační očekávání podniků a domácností, která, jsou-li ve shodě s cíli centrální banky, bývají významným „spojencem“ při potlačování inflace (a naopak). Pokud zvolí sdělení typu „jsme sebevědomá instituce, 2% inflace budeme setrvale dosahovat navzdory prosincovému zaškokbrtnutí“, pak zřejmě uvidíme dvoutýdenní repo sazbu na konci roku na 3,75 %. Rozhodne-li se ale působit o něco sveřepěji, lze si představit i scénář typu „inflace začínající trojkou = sazby budou začínat čtyřkou“, znamenající přestávku ve snižování úrokových sazeb. Inu, uvidíme.

**Všechny čtenáře zveme na web [www.3mfund.cz](http://www.3mfund.cz), kde se v našem newsletteru mohou dočíst více o našem pohledu na inflaci a její komponenty, na budoucí vývoj úrokových sazeb – a samozřejmě o našem fondu kvalifikovaných investorů, který může vašim penězům pomoci výrazně překonat inflaci!**