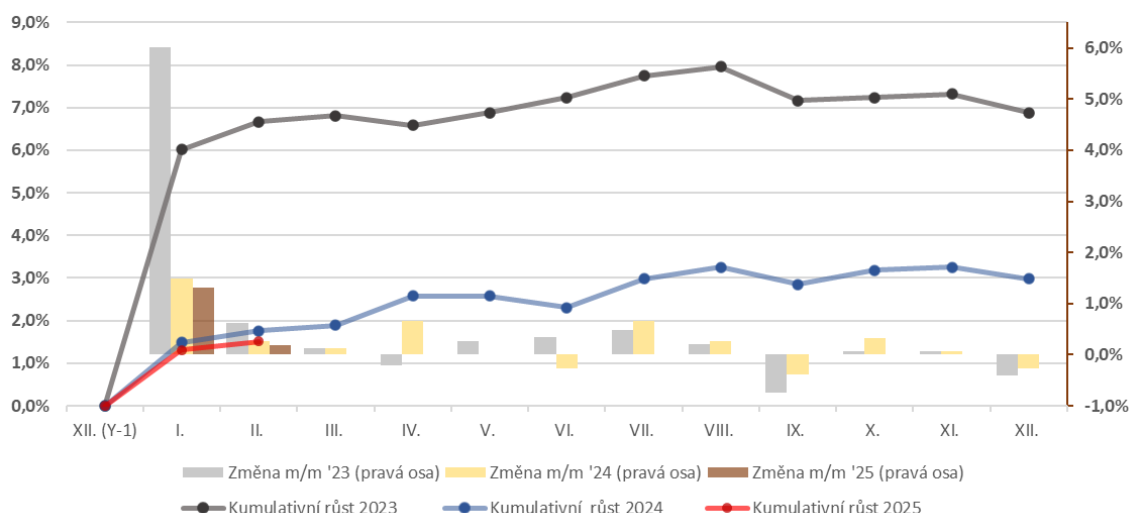


Únorová meziroční inflace na 2,7 %. Zaznamenaný či předpokládaný pokles podnikatelské důvěry v řadě vyspělých zemí. Americká ekonomika uprostřed přeměny na „gangsteronomiku“ používající cla jako nátlakový prostředek vůči protivníkům i nedávným spojencům. Akciové trhy ve fázi korekce. Grónsko „skončivší jednou tak či onak“ pod vlajkou s hvězdami a pruhy. Rozpad dosavadních spojeneckých aliancí a popírání stávajících obchodních dohod a pravidel. V přívalu zpráv tohoto typu je možná nastavení měnové politiky v jedné malé otevřené evropské ekonomice poněkud nedůležité, nicméně zkusme vyjmenovat důvody pro to, aby 26. března Česká národní banka rozhodla o dalším snížení úrokových sazeb. Předepisujeme, že trh takové rozhodnutí většinou neočekává, a tedy že snížení sazeb by pro něj bylo překvapením.

I. Únorová inflace v horní čtvrtině tolerančního pásma

Únorový meziroční růst cenové hladiny dosáhl 2,7 %, když ceny zboží narostly o 1,4 % a služby podražily o 4,7 %. Meziměsíční tempo růstu cen činilo 0,2 %, což by byla skvělá zpráva, pokud by mu ovšem nepředcházelo lednových 1,3 %. Kumulovaný nárůst cenové hladiny od počátku roku tak dosáhl 1,5 %, tedy ¾ „vzdálenosti“ k cílovým 2 %, když loni touto dobou to bylo 1,8 %. Letošní cenová trajektorie se tak zatím nachází jen mírně pod tou loňskou:

"Inflační kopec" - kumulovaný nárůst cenové hladiny od počátku roku a její meziměsíční změny pro léta 2023, 2024 a 2025



Připomínáme, že graf zobrazuje úroveň cenové hladiny vůči neměnnému výchozímu bodu, jímž je vždy prosinec předchozího roku. Lomená čára tedy znázorňuje, jak cenová hladina od počátku roku postupně narůstá, případně klesá.

II. Bankovní rada v „jestřábí zbroji“

Bankovní rada ČNB, tedy orgán rozhodující o nastavení měnové politiky, byla po únorovém zasedání naladěna notně na „jestřábí notu“. Dle guvernéra Michla je žádoucí vzhledem k deficitnímu hospodaření státu a růstu množství peněz v oběhu být dlouhodobě „jestřábem“, tzn. udržovat restriktivní měnovou politiku a k dalšímu snižování sazeb přistupovat velmi opatrně. Vůči únorové prognóze makroekonomického vývoje z dílny měnové sekce ČNB pak bankovní rada vidí rizika v souhrnu jako mírně proinflační, konkrétně by mělo jít o vyšší setrvačnost zrychleného tempa růstu cen služeb a růst cen potravin, dodatečné zvyšování výdajů veřejného sektoru a růst peněžní zásoby plynoucí z výrazného rozpínání objemu poskytovaných úvěrů, rozumějme „boom“ realitního trhu a s ním spojeného úvěrování. Protiinflačním faktorem je pak slabší ekonomický výkon našich hlavních obchodních partnerů v eurozóně (Německo) a tedy i domácí ekonomiky.

III. Co by mohlo být jinak?

Od počátku února už nicméně trochu té vody uplynulo a některé věci se mohou dneska jevit jinak.

- Trumpova cla a hrozba americké recese** – uvalení cel ze strany USA v podstatě na všechny hlavní obchodní partnery se stalo skutečností. Co to bude znamenat? Pro Evropu další zpomalení už beztak chudokrevného růstu, což platí bohužel i pro domácí ekonomiku. Naše přímá expozice vůči americkému trhu sice není velká, ovšem

české firmy jsou zároveň subdodavateli velkých západoevropských exportérů. Pokles objemu prodeje tedy zřejmě pocítí i naše firmy.

Zároveň by ovšem na ceny průmyslových výrobců i ceny spotřebitelské mohla příznivě působit snaha cly zasažených výrobců umísťovat své zboží ve zbylých baštách (více méně) volného obchodu, tedy v Evropě, Kanadě a Austrálii. **Jak pomalejší hospodářský růst, tak i převis nabídky zboží jsou protiinflačními faktory.**

- Zapomeňme letos na růst HDP tažený investicemi** – tedy alespoň těmi soukromými. Vedle oživující spotřeby zásluhou růstu reálných mezd měly být právě investice do fixního kapitálu dalším tahounem růstu HDP. Zatímco příspěvek spotřeby domácností pravděpodobně zůstane silný, první, co firmy obvykle dělají v období zvýšené nejistoty, je „zkrouhnutí“ investic, tedy jejich odložení. Nižší tempo růstu = protiinflační faktor.
- Setrvačnost růstu cen služeb a zdražování potravin** – souhlasíme, že oba jsou to platné argumenty pro ponechání úrokových sazeb. Jen bychom upozornili, jako už ostatně i [minule](#), že ceny potravin jsou typickou nejádrovou položkou celkové inflace a pohyby úrokových sazeb na ně nemají téměř žádný vliv.
- „Ceny potravin hrají významnou roli ve vnímání inflace domácnostmi. Možný průsak jejich růstu do inflačních očekávání představuje další riziko.“** – Ačkoliv souhlasíme s první částí tvrzení, zároveň platí, že **české domácnosti jsou výjimečně krotkými mzdovými vyjednavacími**. Tedy k žádnému zhmotňování „mzdově-cenové spirály“, kterou se strašíme už více než dva roky, zatím nedochází. Nespokojení Češi to tedy možná vládě „spočtou“ ve volbách, ale nejspíš kvůli mzdovým požadavkům nevyrazí do ulic vytloukat výlohy a zapalovat auta.
- Zahraniční úrokové sazby, silnější koruna** – zatímco domácí tříměsíční úroková sazba PRIBOR se pohybuje okolo 3,70 % p. a., stejně dlouhý EURIBOR, tedy sazba v €, [kolísá kolem 2,40 %](#). Základní [depozitní sazba ECB](#) je přitom na 2,50 % a [únorová inflace v eurozóně](#) dosáhla 2,3 %. Spread, tedy rozpětí mezi úrokovými sazbami a inflací, tedy činí cca 0,1 %, zatímco v ČR je to celé 1 %. **Už teď je přitom polovina domácích úvěrů nefinančním podnikům poskytována v € a při nadměrné měnové restrikci hrozí, že tento podíl dále poroste.** Sníží se tak okruh subjektů, na něž může ČNB svými rozhodnutími cílit. Rovněž **směnný kurz Kč/€ se nachází na silnější úrovni** (cca 24,90) **oproti odhadům** z posledních dvou prognóz, **které jej pro rok 2025 viděly na 25,30 – 25,50 Kč/€**. Silnější domácí měna je dalším protiinflačním faktorem. Nadto posílilo i € vůči US\$, což nám zlevňuje i „dolarové“ komodity.

IV. Lze tedy ještě doufat v pokračování „vítězné série týmu holubic“?

Jak už jsme uvedli, středěční snížení úrokových sazeb by pro trh bylo překvapením. Nicméně hlasujících členů bankovní rady je sedm a jak víme, ve správném „play-off“ se může přihodit cokoliv. Na základě předchozích postojů a hlasování bychom si dovolili bankovní radu rozdělit následovně:

„Tým Jestřábi“	Nerozhodnutí	„Dynamo Holubice“
A. Michl	J. Seidler	K. Kubelková
E. Zamrazilová	J. Kubiček	J. Procházka
J. Frait		

Snad se nikoho nedotkne použitím té trochy hokejového žargonu. **Věříme totiž, že při standardně poctivém výkonu obranné dvojice Karina Kubelková – Jan Procházka a naprosto mimořádném a nebojácném nasazení, věřme, nových týmových posil v podobě Jakuba Seidlera a Jana Kubička, si lze představit, že „tým holubic“ urve na ledě obávaného soupeře těsné vítězství 4:3.** Jako obvykle, uvidíme.

Všechny čtenáře zveme na web 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!