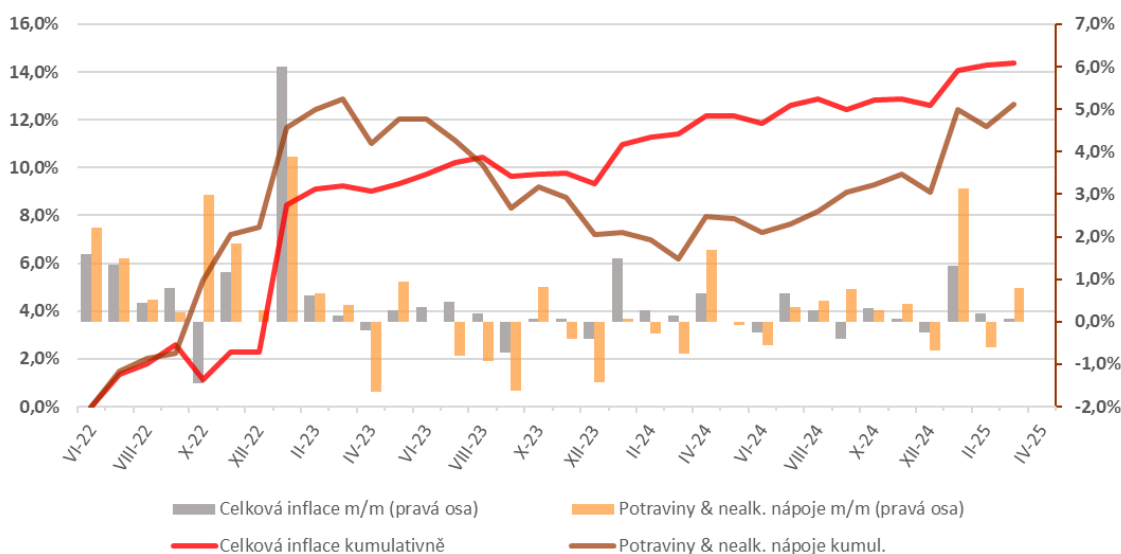


Zatímco hokejové play-off skončilo vítězstvím Komety Brno nad Dynamem Pardubice až v rozhodujícím sedmém utkání, pomyslný tým „[Dynamo Holubice](#)“ byl na [březnovém měnověpolitickém jednání](#) bankovní rady přímo zadupán do ledu. Tím myslíme fakt, že všech 7 členů bankovní rady tehdy hlasovalo pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni. Podle nás tím bankovní rada promarnila příležitost ukázat, že při svém rozhodování hledí dostatečně vpřed. Ovšem po zveřejnění předběžného odhadu dubnové inflace mohla na svém [květnovém jednání](#) jen těžko hledat důvody pro snížení sazeb.

I. Předběžný údaj o inflaci za duben nedal ČNB šanci sazby v květnu snížit

Dubnová inflace příjemně překvapila, neboť ve skutečnosti došlo k poklesu cen o 0,1 % oproti březnu, zejména díky nižším cenám potravin a motorových paliv (tedy nejadrových položek). Jelikož loňský duben patřil k měsícům, kdy naopak ceny rostly nejrychleji (+0,7 % meziměsíčně), tak meziroční inflace se z březnových 2,7 % zřítla až na 1,8 %, tedy pod inflační cíl ČNB. Jako příznivý hodnotíme i rozklad inflace, když ceny zboží dle předběžných údajů meziměsíčně spadly o 0,3 % a ceny služeb stejně jako v březnu narostly o 0,2 %. Pokud by se toto tempo udrželo po zbytek roku, tak bychom dle našeho názoru mohli prohlásit inflaci cen služeb za zkrocenou. **Připomínáme, že spolu se zrychleným růstem cen potravin, jehož jsme svědky od loňského léta, představoval vývoj cen ve službách ze strany ČNB nejčastěji zmiňované proinflační riziko.**

Vývoj cen potravin & nealkoholických nápojů vs celková inflace (VI. 2022 - III. 2025)



Zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty. Graf neobsahuje předběžné údaje o vývoji cen za duben 2025.

II. Trumpova recese a „pytel cihel“. Jak by se mělo změnit hodnocení inflačních rizik ze strany ČNB?

V našem [dubnovém příspěvku](#) jsme psali o tom, že rozpoutání obchodních válek nebývá dobrý nápad, jelikož nemívají vítěze. Tedy špatná idea sama o sobě (= zavedení cel) umocněna tím, že je uskutečňována způsobem stěžejícím pochopitelným (uvalení cel na všechny kategorie zboží – káva, textil, tropické ovoce – bez ohledu na to, zda je možno je nahradit zbožím domácím, ještě k tomu v bizarní výši) a nadto použita i proti zemím, s nimiž mají USA obchodní přebytek (Austrálie) je natolik destruktivní, že vedla k současnému výprodeji na akciových i dluhopisových trzích a propadu hodnoty dolaru a její hlavní propagátor, Trumpův ekonomický poradce Navarro, si vyslechl od jiného člena Trumpova týmu Muska výrok, v němž zaznělo nelichotivé adjektivum a přirovnání k „[pytli cihel](#)“. **Ostatně míra předzásobenosti amerických podniků a domácností v prvních třech měsících roku (znamenající vynaložení výdajů na statky produkovány zahraničními ekonomikami, a tudíž přispívající k růstu jejich domácího produktu) dosáhla takové míry, až vedla k poklesu amerického HDP v prvním čtvrtletí a z recese tak učinila pravděpodobný scénář pro zbytek roku.**

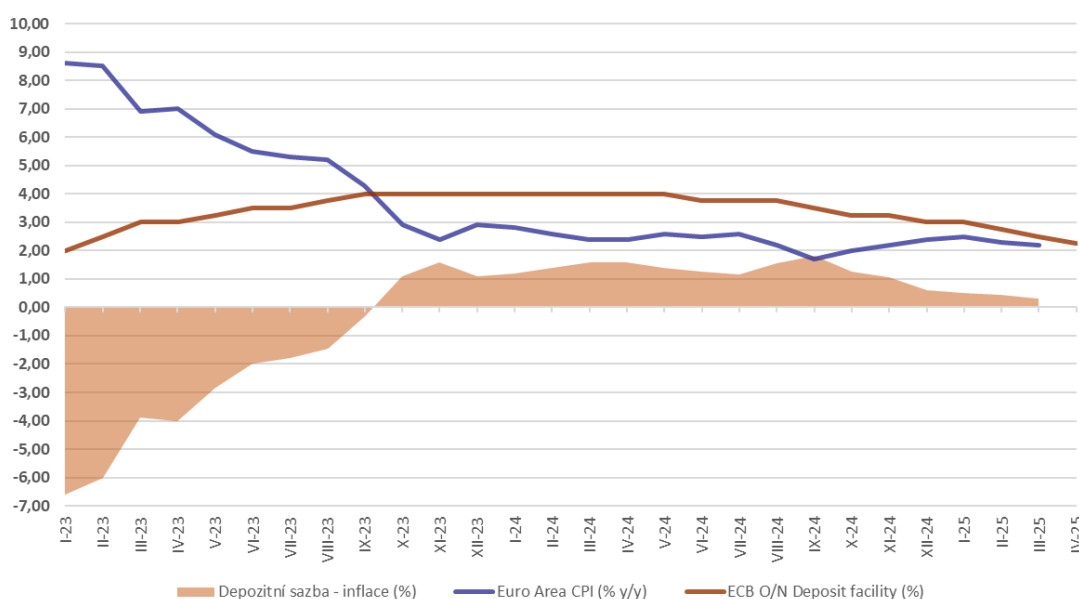
Nastoupí tedy od července americká cla v původně představené výši? Pravděpodobně ne, příčetnější členové Trumpova kabinetu (ministr financí Bessent, ministr obchodu Lutnick) mu je nejspíš budou schopni rozmluvit. Bude to Trump prezentovat jako svůj ohromný úspěch a záměr od samého počátku s cílem vynutit si uzavření výhodnějších obchodních dohod? Nepochybně. Zůstane důvěra obchodních partnerů v USA otřesena? Zcela jistě, a to výrazně a nadlouho. I kdyby

nakonec zůstala americká cla jen na „základní“ 10% úrovni, bude to nejvyšší zatížení výměny zboží od konce 2. světové války. Důsledek? Pravděpodobně rychlejší vzestup a silnější mezinárodní postavení Číny, naopak podkopání pověsti Západu. **Bohužel se tak zdá, že rizika ve smyslu nižšího ekonomického růstu, nižších úrokových sazeb v eurozóně a silnějšího kurzu koruny, o nichž jsme psali v březnu, tedy naše protiinflační argumenty pro „prozíravé“ snížení úrokových sazeb ze strany ČNB, se naplnily rychleji a větší měrou, než bychom bývali čekali.** Jsme proto zvědaví, zda a v jaké míře ČNB připustí existenci těchto protiinflačních impulzů a jak to do budoucna ovlivní nastavení sazeb. **Naše hodnocení je, že na rozdíl od proinflačních faktorů, při jejichž identifikaci je centrální banka schopna vidět „za dva rohy“, u těch protiinflačních se dosud zdráhala jejich existenci připustit a předjímat tak budoucí ekonomický vývoj, jinak řečeno zaujmout více „vpřed hledící“ postoj.** Zápis z květnového jednání bankovní rady a nová ekonomická prognóza tedy jistě budou zajímavá čtení.

III. Dvě centrální banky, dvě odlišné reality

Na závěr ještě jeden obrázek. Vždy, když některý člen bankovní rady naznačí, že s dvoutýdenní repo sazbou okolo 3,25 - 3,50 % by ČNB mohla „mít hotovo“, tedy že tuto úroveň úrokových sazeb vnímá jako neutrální, dostáváme husí kůži. Neutrální úrokovou sazbou se rozumí krátkodobá úroková sazba, jež je v souladu s plněním inflačního cíle, aniž by přitom ekonomiku stimulovala či naopak brzdila. **Reálnou úrokovou mírou okolo 1,50 % (= rozdíl mezi neutrální úrokovou sazbou a 2% inflačním cílem), kterou to implikuje, vnímáme jednoznačně jako restriktivní, tedy jako omezující podnikatelskou aktivitu a neoprávněně přesouvající větší část „ziskového koláče“ od nefinančních podniků k těm finančním.** Důsledek? Kdo může, utíká od koruny k €, o čemž svědčí setrvalý nárůst objemu firemních úvěrů denominovaných v evropské měně.

Inflace v eurozóně, "overnight" depozitní sazba ECB a jejich diferenciál



Zdroj: Evropská centrální banka, Eurostat, vlastní výpočty

Na grafu je vidět, že Evropská centrální banka má na neutrální nastavení sazeb naprosto jiný pohled než ČNB, neboť za takovou sazbu považuje rozmezí 1,75 - 2,25 %. Rozdíl mezi její základní sazbou po letošním trojím snížení a inflací v eurozóně tak od začátku roku klesl z 0,6 % až někde k 0,1 %. Někteří představitelé jako kupř. finský člen Rady guvernérů ECB Olli Rehn dokonce mluví o snížení základní sazby pod uvedené rozmezí. Dočkáme se toho, že se pohled ČNB na neutrální nastavení sazeb kdy přiblíží postoji ECB? Více se tématu zamýšlíme věnovat v připravovaném newsletteru.

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!