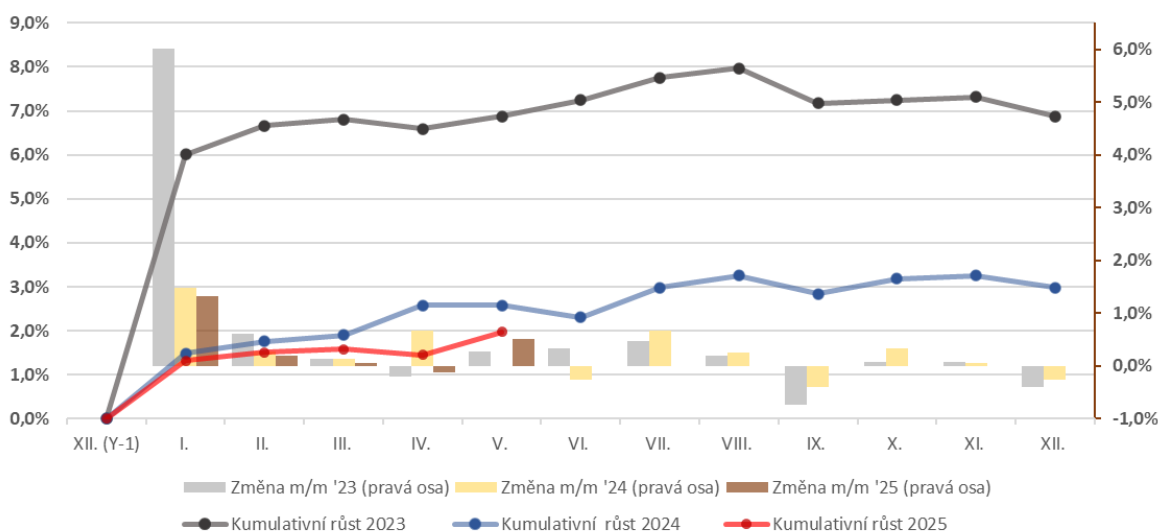


Dva dny před výročním vyloděním v Normandii Český statistický úřad zveřejnil předběžné údaje o květnové inflaci. Čísla příliš nepotěšila, neboť cenová hladina meziměsíčně vzrostla o 0,5 % a nebýt klesajících cen motorových paliv, nárůst by byl ještě vyšší. Meziroční inflace tak z dubnových 1,8 % poskočila na 2,4 % za květen, což potvrdila i konečná data. Meziroční číslo je tak 0,3 – 0,4 % nad očekáváními trhu a blízko prognózy ČNB (+2,3 %). Obáváme se, že květnový vývoj poslouží ČNB jako argument pro ponechání sazeb na stávající úrovni. Příští měnověpolitické jednání bankovní rady se odehraje již 25. června.

I. Inflace za květen: ceny potravin, alkoholu a tabáku nahoru, ceny motorových paliv dolů

Ono ½ % znamená první výraznější meziměsíční nárůst po třech měsících velmi umírněného vývoje či dokonce poklesu a jelikož loni v květnu se oproti dubnu cenová hladina nezměnila, výsledkem je nárůst meziroční inflace z dubnových 1,8 % na květnová 2,4 %. Oproti dubnu nejvíce vzrostly ceny potravin (+1,3 %) a alkoholu a tabáku (+1,6 %), tedy komponent, jež předchozí měsíc stály za poklesem cenové hladiny. Jako obvykle celkovou inflaci tlumily ceny v dopravě (-0,6 %) díky setrvalému poklesu cen motorových paliv. Ceny zboží i služeb meziměsíčně přidaly shodně o 0,5 %. Zatímco u zboží se tak potvrdilo, že růst jde převážně za nejadrovými položkami, akcelerace růstu cen ve službách je zpráva velmi nevídaná. Jak jsme zmínili i minule, **zrychlený růst cen potravin spolu s vývojem cen ve službách bývá ze strany ČNB nejčastěji uváděným proinflačním rizikem.**

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



Zdroj: ČSÚ, vlastní výpočty.

Meziroční tempo růstu cen zboží totiž nadále zůstává pod 1 %, zatímco u služeb se pohybuje v rozmezí 4 – 5 %, přičemž v květnu zůstalo jen desetinku procenta pod touto horní hranicí. Při současném mentálním nastavení ČNB tak lze dovodit (a naznačuje to i zápis z předchozího jednání), že se bankovní rada ve vztahu k úrokovým sazbám zachová spíše zdrženlivě.

II. Na prahu „nemilosrdného léta“: zopakuje se vzorec z předešlých dvou let?

Jak je vidět z obrázku, který už naši čtenáři dobře znají, kumulativní nárůst cenové hladiny od počátku roku tak v květnu dosáhl 2 %. V letech 2023 – 2024 přitom platilo, že právě v letních měsících (samozřejmě spolu s lednem) se do velké míry rozhodovalo o tom, kde skončí cenová hladina a potažmo inflace na konci roku. V předchozích dvou letech ceny shodně kulminovaly v srpnu. Mohl za to zejména sezónní nárůst cen potravin a pak také služeb spojených s cestovním ruchem – cen dovolených s komplexními službami v kategorii Rekreace a kultura a komponenty Stravování a ubytování. Zopakuje se i letos podobný vývoj? Je to dost dobře možné, i když ne jisté. Obáváme se, že letos bude do hry vstupovat více nepředvídatelných faktorů – kdo tuší, že tím míříme k „triumvirátu“ Trump – Navarro – Lutnick¹, tuší správně.

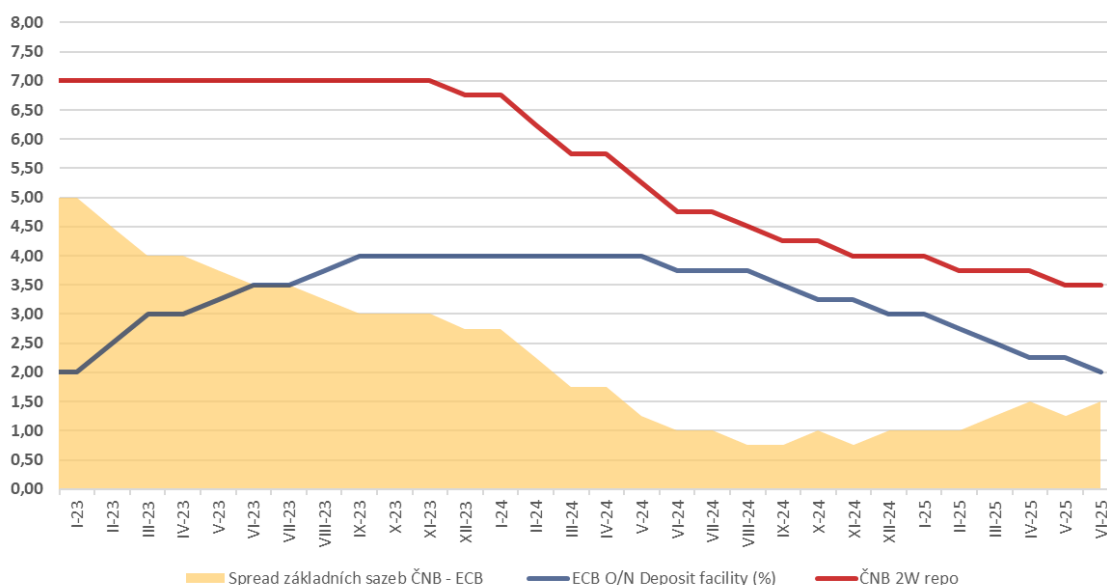
¹ Peter Navarro je seniorní poradce Bílého domu pro obchod a výrobu. Howard Lutnick je současným ministrem obchodu USA.

Co však můžeme téměř s jistotou říci už teď je, že v červnu uvidíme další „optické“ zhoršení meziročního inflačního čísla vlivem srovnávací základny – stačí pohled na modrou čáru na předchozím obrázku či na žlutý sloupec zasahující do záporných hodnot. Meziměsíční pokles cenové hladiny tehdy činil ¼ %. **Budeme-li předpokládat v letních měsících relativně uměřený cenový růst tempem cca 0,28 % měsíčně** (což je průměr za období květen až srpen ve dvou předchozích letech), pak v červnu by mohla meziroční inflace poskočit až na 2,9 %, tedy k horní hranici tolerančního pásma ČNB, aby pak v červenci a srpnu sestoupila zpět k 2,6 %.

III. Pohled skrz „zaměřovač ostřelovače“

Ne, nikoho nevyzýváme k násilí, chraň Bůh. Nicméně květen je již historie a letní měsíce jsou z pohledu centrální banky v podstatě současností, neboť tzv. „horizont měnové politiky“, tedy doba, kdy se plně projeví účinky rozhodnutí o nastavení úrokových sazeb, je od tohoto momentu vzdálena 12 – 15 měsíců. Proto také [ECB 5. června rozhodla o snížení úrokových sazeb](#) o čtvrt procentního bodu, neboť v roce 2026 čeká pokles inflace pod svůj 2% cíl, a to na úrovně okolo 1,6 %. Centrální banky tedy musejí při svém rozhodování vybalancovat snahu moderovat inflační očekávání podniků a domácností (tj. nesnižovat sazby příliš brzy, dokud je historická inflace vysoká) právě s „dalekonosným“ pohledem (tedy zacílit dnešní nastavení sazeb na budoucí cenové tlaky a předpokládaný stav ekonomiky za 12 – 15 měsíců).

Overnight depozitní sazba ECB (%), dvoutýdenní repo sazba ČNB (%) a jejich rozdíl (%)



Zdroj: ČNB, Evropská centrální banka, vlastní výpočty

Zastáváme názor (a [zápis z předchozího jednání](#) nás v tom jen utvrdil), že ČNB je na rozdíl od ECB málo „vpřed hledící“, tedy že sice správně identifikuje současná proinflační rizika, avšak zároveň nepřikládá dostatečnou váhu faktorům, jež budou dle našeho názoru ve zbytku roku působit protiinflačně: zejména 1. slabší ekonomický výstup Evropy v důsledku nejistoty okolo Trumpových cel (po Mezinárodním měnovém fondu snížila v květnu své odhady i OECD), 2. vliv levnějších dovozů asijského spotřebního zboží hledajícího odbytiště na trzích, jež mu zůstávají otevřeny, 3. další pokles hodnoty amerického dolaru zlevňující ceny komodit v něm obchodovaných a 4. oproti prognóze samotné ČNB také silnější směnný kurz koruny vůči €. Uvedené důvody podle nás ospravedlňují nastavení úrokových sazeb přinejmenším o 25 bazických bodů nižší už ve 2. čtvrtletí a úroveň dvoutýdenní repo sazby na konci roku v rozmezí 2,75 – 3,00 %.

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!