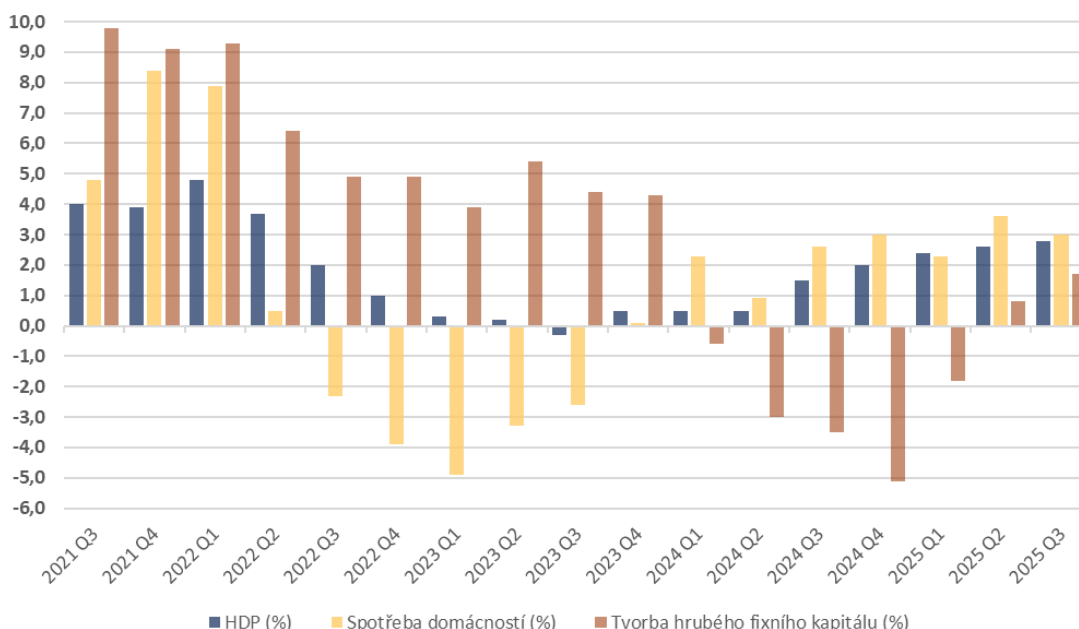


Ani příznivý cenový vývoj v posledním trimestru loňského roku, o němž jsme psali [v předchozím příspěvku](#), nepřiměl ČNB ke snížení úrokových sazeb, jež tak zůstávají na květnových úrovních. Měnová politika je od té doby nastavena restriktivně, dle našeho názoru až příliš. Růst HDP v průběhu roku nicméně navzdory podmínkám zrychloval až na 2,8 % ve 3. čtvrtletí 2025. Skutečnost se tak rozešla s naší [předpovědí hospodářského zpomalení ve 2. pololetí](#), kterou jsme opírali o nejistoty vyvolané ekonomickým vydíráním zbytku světa Trumpovou administrativou a o očekávaný útlum evropských ekonomik.

I. Překvapivá odolnost domácí ekonomiky: silný růst HDP i všech jeho hlavních složek ve 3. čtvrtletí 2025

Tempo růstu HDP ve 3. čtvrtletí 2025 překvapivě zrychlilo až na 2,8 % meziročně z 2,4 % v prvním a 2,6 % ve druhém kvartále. Růst byl tažen především spotřebou domácností, jež meziročně vzrostla o 3,0 %. Zhmotňuje se tak lepší se spotřebitelská důvěra v návaznosti na růst reálných mezd. Nominální mzdy sice rostou cca 7% tempem již desátý kvartál v řadě, ovšem teprve po poklesu inflace v roce 2024 se do plusu překloupil také růst reálných příjmů domácností.

Vývoj reálného HDP, spotřeby domácností a fixních investic (meziročně v %)



Zatímco pozitivní vývoj spotřeby domácností se čekal (stejně jako růst spotřeby vládních institucí), překvapením byl [kladný příspěvek k růstu HDP i v případě zbylých komponent](#): tedy investic¹ a salda zahraničního obchodu. Co se týče investic, je pozoruhodný zejména příspěvek tvorby hrubého fixního kapitálu (tedy investic do budov, zařízení a dalších „výrobních prostředků“), neboť zde jsme čekali naopak [prudké „šlápnutí na brzdu“](#) ze strany firem kvůli nejistotám spojeným se zaváděním vyděračských cel ze strany Trumpovy administrativy a obavám pramenícím z probíhajících válečných konfliktů. Rádi jsme se mýlili. Z obdobného důvodu překvapil i kladný příspěvek salda zahraničního obchodu (přebytek meziročně vzrostl o 10 mld Kč na 128 mld Kč), kde navíc exportéři byli nuceni absorbovat silné posílení koruny zejména vůči US\$.
¹ To, co se v ekonomii zjednodušeně označuje jako „investice“, se v národohospodářské hantýrce nazývá „tvorba hrubého kapitálu“ a zahrnuje 1. tvorbu hrubého fixního kapitálu (i. e. investice do budov, zařízení, dopravních prostředků,...); 2. změnu stavu zásob (přírůstek zásob přispívá kladně k růstu HDP a naopak) a 3. změnu stavu cenností.

II. „Jestřábi v ČNB“ stále na číhané; odhodlá se letos bankovní rada ke snížení úrokových sazeb?

Od loňského května tedy ponechává ČNB úrokové sazby na dle našeho názoru restriktivní úrovni (2týdenní repo 3,50 %). Prohlášeními bankovní rady se po zbytek roku jako červená nit táhne závazek „zůstat jestřábi“, neboť proces krocení inflace ještě není završen u všech komponent. Vývojem nicméně procházel výčet faktorů, jež mohou pokles inflace k 2% cíli brzdit; ze seznamu již vypadlo zdražování potravin, evergreenem ovšem zůstává zvýšená inflace ve službách, zejména u položek

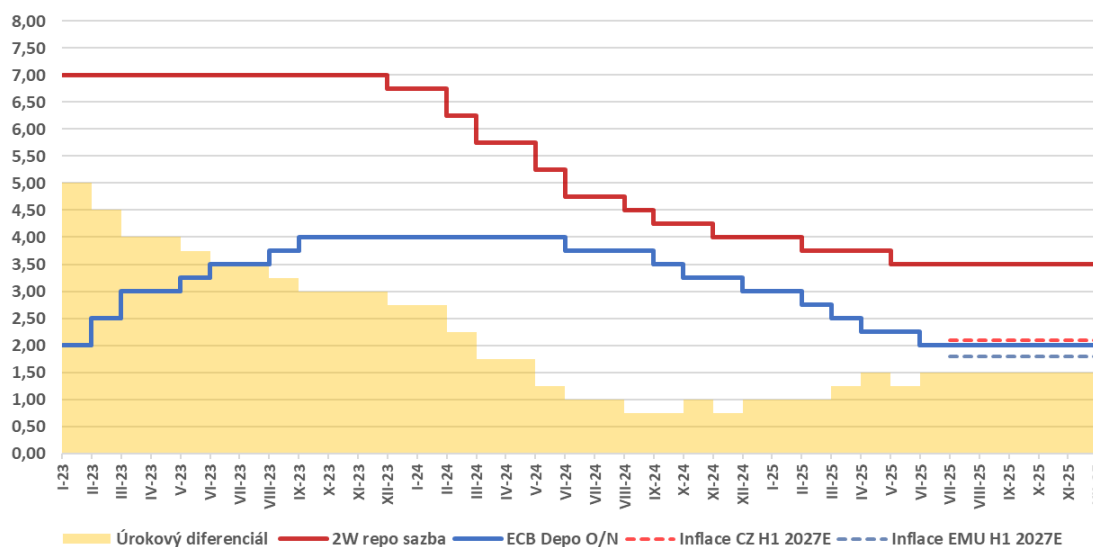
¹ To, co se v ekonomii zjednodušeně označuje jako „investice“, se v národohospodářské hantýrce nazývá „tvorba hrubého kapitálu“ a zahrnuje 1. tvorbu hrubého fixního kapitálu (i. e. investice do budov, zařízení, dopravních prostředků,...); 2. změnu stavu zásob (přírůstek zásob přispívá kladně k růstu HDP a naopak) a 3. změnu stavu cenností.

spojených s bydlením (imputované nájemné, i. e. ceny nemovitostí) a na váze postupně získávaly faktory odvíjející se od ekonomického oživení: tempo růstu úvěrů domácnostem i firmám a také vliv deficitního hospodaření vlády. Osobitě pak zmiňme **srpnové jednání bankovní rady**, jež finančnímu trhu vzalo naděje na jakékoliv snížení sazeb ve zbytku roku: **podkladová prognóza posunula odhad krátkodobých úrokových sazeb pro rok 2026 vzhůru o 0,6 procentního bodu, přestože odhad inflace pro stejné období vzrostl jen o 0,1 %, tedy jasný „jestřábi signál“**. Příští posun sazeb směrem nahoru(!) měl souviset s předpokládaným spuštěním systému obchodování emisních povolenek ETS 2 od roku 2027.



Někteří členové bankovní rady též naznačili, že stávající nastavení sazeb již nepovažují za restriktivní s odkazem na rychle rostoucí objem financování firemního sektoru prostřednictvím emisí dluhopisů. To snadno vyvrací vývoj 5leté swapové sazby (ta je považována za „benchmark“ pro střednědobé financování za pevný úrok), jež od poloviny května oscilovala mezi 3,30 % a 4,10 % (obrázek vlevo), zatímco 2týdenní repo sazba se neměnila. **Úvěrové podmínky pro firemní subjekty financující se na střednědobých splatnostech v Kč za fixní úrok se tak v průběhu roku poměrně významně zpřísnily.**

Vývoj dvoutýdenní repo sazby ČNB, O/N depozitní sazby ECB a rozpětí mezi nimi, porovnání s očekávanou inflací pro 1. pololetí 2027 v obou zónách (vše v %).



III. Únorová makroekonomická prognóza je již za rohem: co by podle nás mělo být jinak?

Poslední obrázek pak demonstruje rozdílný přístup ECB a ČNB k nastavení úrokových sazeb ve vztahu k očekávané inflaci v horizontu 12 – 15 měsíců. **A co by podle nás měla ukázat zimní prognóza ČNB? 1. Odložení ETS 2 (prvotní dopad [přidává 0,4 pct bodu k inflaci v r. 2027](#)); 2. Nižší projekci krátkodobých sazeb (kvůli bodu 1); 3. Silnější odhad kurzu Kč/€ (úrokový diferenciál > 1 % podle nás nedovolí oslabení k [úrovni 24,60 očekávané ČNB](#)) a 4. Zvýšení odhadu růstu HDP pro roky 2025/26. Východiska v bodech 1 až 3 nás vedou k přesvědčení, že příští posun úrokových sazeb by měl být směrem dolů.**

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!