

# Ad-hoc analýza

## Cyklus zvyšování sazeb ukončen

30. května 2019

### Konec zvyšování sazeb – začátek jejich poklesu?

Na svém posledním měnovém zasedání 2. května bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla o zvýšení základní úrokové sazby o 25 bazických bodů na 2 %. Tím se **aktuální cyklus zpřísnění měnové politiky v Česku s největší pravděpodobností završil**. Základní úroková sazba stačila vystoupat na 2 %, což je stále výrazně pod úrovní neutrální sazby, kterou ČNB odhaduje zhruba o procento výše. I přesto, že ve svém komentáři ČNB zmiňuje možnost budoucího pohybu sazeb oběma směry, podle našeho názoru k dalšímu zvýšení již nedojde. Naopak, **v příštím roce očekáváme postupné snižování úroků**.

**Rizika zahraničního vývoje jsou stále hmatatelná a v mnoha ohledech došlo dokonce k jejich zvýšení.** Situace u našich západních sousedů se nelepší a podle posledních údajů indexu nákupních manažerů PMI se německý průmysl nadále nachází hluboko ve fázi kontrakce. Data ukazují na další poklesy průmyslových zakázek, na kterých se velkou měrou podílí automobilový průmysl, což je negativní zpráva i pro tuzemskou ekonomiku. Nejistoty spojené s odchodem Velké Británie z EU nadále přetrvávají, pouze došlo k jejich odsunutí na podzim letošního roku. Politické turbulence ve Spojeném království vytváří nepřehlednou situaci, která nedává tušit, jakým směrem se budoucí vývoj bude ubírat. Rozhodnutí o uvalení vyšších cel ze strany USA na dovážené evropské automobily bylo také prozatím o půl roku odloženo. Největším rizikem pro globální ekonomiku však zůstává nebezpečí eskalace obchodních sporů mezi USA a Čínou. První dějství, které znamenalo uvalení cel na část čínského zboží dováženého do USA včetně odvetné reakce Číny, již máme za sebou. Rizika spojená s budoucím vývojem jsou tedy značná a jejich materializace může znamenat dodatečné negativní dopady včetně výraznějšího zpomalení růstu globální ekonomiky o desetiny procentních bodů ročně. Podle naší prognózy, která je v souladu i s očekávanými dalšími institucemi, **by se dynamika HDP v eurozóně měla příští rok pohybovat jen kolem jednoho procenta a pro následující rok předpokládáme další zpomalení**.

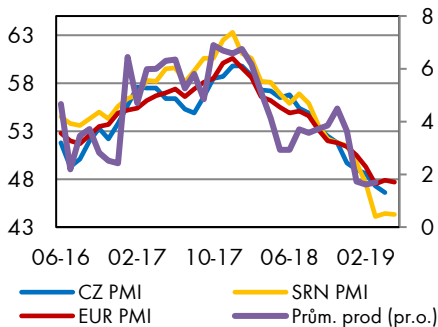
**Vlivem těsných obchodních vazeb se postupné zpomalování zahraničních ekonomik již začalo projevovat i v tuzemsku.** Jak bylo zmíněno výše, první na ráně byl domácí průmysl. Jeho produkce v posledním období spíše klesá, a ani výhledy do budoucna nejsou lepší. Index nákupních manažerů PMI se postupně snižuje již od počátku loňského roku po vzoru svého německého protějšku. V dubnu se dostal na 46,6 bodu, což znamenalo nejnižší hodnotu od prosince 2012 a desátý pokles v řadě. Vlivem zpoždění za hospodářským cyklem se zpomalení ekonomiky zatím neprojevuje ve stavebnictví, jehož produkce v posledním období stále roste dvoucifernými tempy. Ani v sektoru služeb se nástup ochabování ještě neprojevil. Domácí trh práce i nadále vykazuje známky přehřátí, i když první náznaky korekce jsou již patrné. Vlivem poklesu průmyslové produkce i zakázek začala zaměstnanost v průmyslu od letošního ledna postupně klesat. Na druhé straně se podle údajů úřadů práce v ekonomice trvale nedostává pracovní síly. Panuje výrazný nesoulad mezi poptávkou a nabídkou, kdy počet volných pracovních míst o více než sto tisíc převyšuje počet registrovaných nezaměstnaných. Firmy v honbě za pracovní silou nabízejí vyšší mzdy, a to i za cenu poklesu ziskovosti.

**Dostatek disponibilních prostředků v kapsách spotřebitelů se pak odráží přes vyšší poptávku zejména po službách i v cenovém růstu.** Inflace postupně zrychlovala až na 3 % v březnu a její dubnové zvolnění o dvě desetiny bylo dáno poklesem některých volatilních položek, zejména alkoholu a části potravin. Kromě cen služeb, jejichž meziroční růst v předchozích měsících atakoval 4 %, se na vyšší inflaci výraznou měrou

#### Prognózy HDP pro EA (reálně v %)

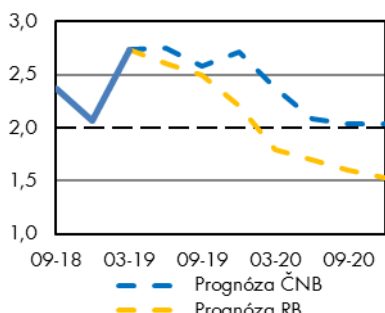
	2019	2020	2021
ECB	1,1	1,0	0,6
OECD	1,2	1,4	-
IMF	1,3	1,5	1,5
RBI	1,1	1,0	0,6

#### PMI a průmyslová produkce



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

#### Spotřebitelská inflace (v % r/r)

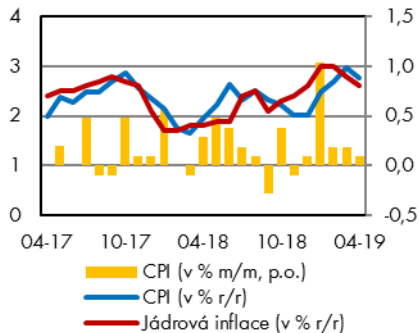


Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

# Ad-hoc analýza

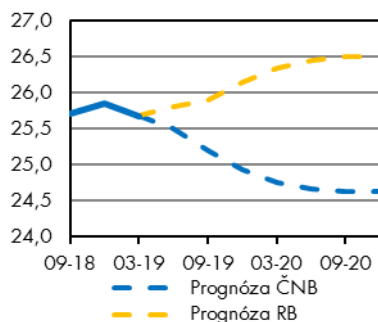
## Cyklus zvyšování sazeb ukončen

### Vývoj CPI a jádrové inflace



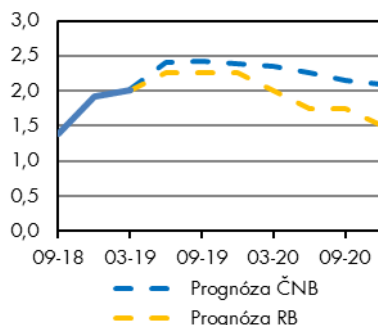
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

### EUR/CZK



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

### PRIBOR 3M (v %)



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank

podílí i rostoucí ceny energií. Dodavatelé elektřiny, plynu a tepla začali do koncových zákaznických cen promítat vyšší ceny těchto komodit na burzách, u elektřiny pak došlo i k nárůstu cen za distribuci. Nicméně **směrem do budoucna očekáváme postupný návrat inflace k nižším hodnotám, v průběhu roku 2020 i pod dvouprocentní cíl ČNB.** Na tom se bude podílet postupné zpomalování ekonomiky, nižší mzdový růst oproti předchozím letům i působení přísnější měnové politiky vlivem aktuálně vyšších úrokových sazeb. Na počátku příštího roku se již nebude opakovat nárůst cen energií, jejichž ceny na burzách se již stabilizovaly. Riziko představuje uvažované zvýšení spotřebních daní na alkohol a tabák od ledna 2020, které může přidat k cenovému růstu cca 0,6 p.b. ČNB ovšem tyto efekty pro účely měnové politiky (tedy změny sazeb) výjimkuje.

Uvedený vývoj v posledním období zatím nechává klidnou korunu. Její posilování, které jsme pozorovali od dubna 2017, kdy ČNB opustila kurzový závazek, se na jaře loňského roku zastavilo, a od té doby se kurz koruny k euru pohybuje v poměrně úzkém koridoru mezi 25,5 - 25,8. ČNB ve svých prognózách tvrdošijně předpokládá další posilování a to zejména z důvodu existence kladného úrokového diferenciálu mezi tuzemskými a zahraničními úrokovými sazbami. I přesto, že jeho hodnota vlivem postupného zvyšování domácích sazeb a stability sazeb v zahraničí postupně narůstala, na kurz koruny uvedený vývoj evidentně neměl žádný vliv. **Je čím dál více zřejmé, že kurz koruny, podobně jako i dalších regionálních měn střední a východní Evropy, je ovlivňován zejména externími faktory.** Zastavení apreciačního trendu koruny na jaře minulého roku bylo rovněž dáno především nárůstem globálních rizik, což vyvolalo přesun investorů od koruny do bezpečnějších přístavů. Další uzavírání korunových pozic vlivem výše zmíněných zahraničních rizik stále hrozí, neboť z období kurzového závazku zůstává v tuzemské ekonomice obrovské množství zahraničního kapitálu. Předpokládáme, že **vliv překoupenosti koruny zahraničními investory spolu se zhoršujícím se saldem obchodní bilance vlivem slábnoucích exportů povede k oslabování kurzu.**

Ačkoli ČNB přistoupila od srpna 2017 k celkem osmi zvýšením úrokových sazeb a svou přísnější politikou se snažila zkrotit domácí inflační tlaky, ekonomický cyklus byl rychlejší. Než sazby stačily vystoupat do obvyklých úrovní (normalizace měnové politiky) začaly se již v loňském roce projevovat první známky ekonomického zpomalení. Především rizika spojená se zahraničním vývojem podle našeho názoru ukončí cyklus zvyšování sazeb i přesto, že inflační tlaky v tuzemsku jsou ještě patrné. **Pokud se v naší ekonomice více projeví slabý zahraniční ekonomický růst a navíc si dovezeme nízkou inflaci zvenčí, může bankovní rada již v příštím roce rozhodovat o poklesu sazeb** a uvolňování měnové politiky. A to i přesto, že náš předpoklad o slabším kurzu koruny bude přes dovozní ceny zvedat inflaci a brzdit její zpomalování, nicméně nezabrání mu. Předpokládáme, že by k prvnímu snížení úrokových sazeb mohlo dojít již na počátku příštího roku. Další dva poklesy pak očekáváme ve druhém a čtvrtém kvartále, kdy se dvoutýdenní repo sazba dostane až na 1,25 %. Nízké úrokové sazby se již staly normálem v eurozóně a ČR se k tomuto normálu bude postupně přibližovat. Očekává se, že příští rok by měl ke snížení základních sazeb přistoupit americký Fed, ČNB tak nebude jedinou centrální bankou uvolňující měnové podmínky.

Autor: Luboš Růžička, analytik

E-mail: [lubos.ruzicka@rb.cz](mailto:lubos.ruzicka@rb.cz)

Tel.: +420 603 808 089

Editor: Helena Horská, hlavní ekonomka