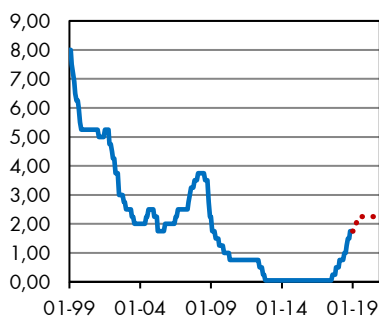


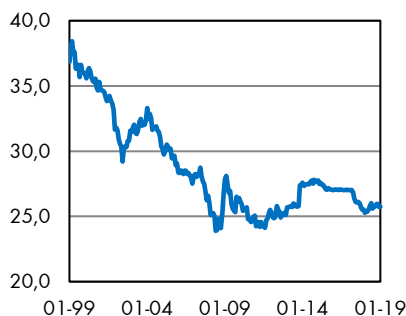
4. února 2019

2T repo sazba ČNB (v %)



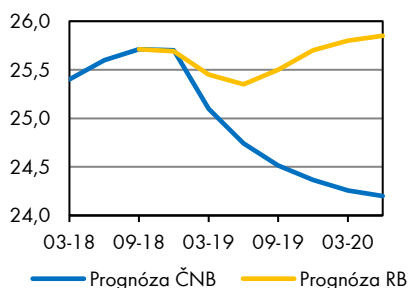
Zdroj: ČNB, prognóza Raiffeisenbank

EUR/CZK



Zdroj: Macrobond, Raiffeisenbank

EUR/CZK



Zdroj: ČNB, Raiffeisenbank
Pozn.: Prognóza z listopadu 2018

Autor: František Táborský, analytik

Luboš Růžička, analytik

E-mail: economic.research@rb.cz

Tel.: +420 773 782 125

Editor: Helena Horská, hlavní ekonomka

Data k 4. 2. 2019 10:00

ČNB zařazuje nižší rychlost ve zvyšování úrokových sazeb

Česká národní banka loni v pěti krocích zvýšila základní úrokovou sazbu a zařadila se tak na třetí místo v žebříčku nejagresivnějších centrálních bank světa. Naposledy ČNB zvýšila sazbu v listopadu loňského roku a to na 1,75 %. Od té doby si vyžádala pauzu. Nicméně na prosincovém zasedání ještě dva členové bankovní rady hlasovali pro další zvýšení sazeb. I záznam z tohoto jednání hovořil o vůli bankovní rady dále utahovat měnové podmínky v ekonomice. Opět zazněl i argument slabší koruny, která otevírá prostor pro další „normalizaci“ měnové politiky po letech nulových úrokových sazeb. Ještě o měsíc dříve si dokonce několik členů bankovní rady dokázalo představit růst sazeb o padesát bazických bodů.

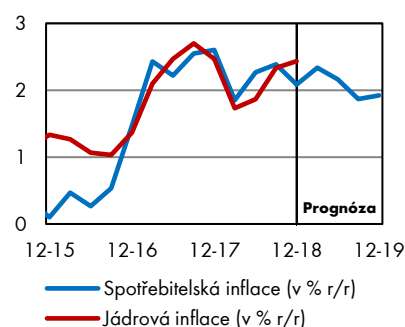
Od té doby však uplynulo několik týdnů a nálada v bankovní radě se dramaticky otočila. Ještě v polovině ledna sám guvernér J. Rusnok hovořil o zvyšování úrokových sazeb nad dvě procenta (tedy minimálně dvě zvýšení sazeb v tomto roce) a v obdobném tónu hovořila i většina bankovní rady. Následně se však do diskuze připojil nejnovější člen rady a bývalý dlouholetý hlavní ekonom ČNB T. Holub, který zmínil možnost delší pauzy ve zvyšování sazeb a jeho odložení až do druhé poloviny roku. Jako hlavní důvody uvedl zpomalení tuzemské inflace, zpomalení eurozóny a geopolitické faktory: nevyřešený brexit a obchodní války. Holubovo prohlášení přišlo v době, kdy bankovní rada už měla k dispozici první verzi nové makroekonomické prognózy ČNB. V dalších dnech následovala změna rétoriky i jeho kolegů včetně guvernéra Rusnoka.

Nová prognóza centrální banky tak bude pravděpodobně obsahovat zhoršení výhledu pro tuzemskou ekonomiku a zřejmě i snížení odhadu růstu inflace, která v posledních měsících byla výrazně pod prognózou ČNB. Bankovní radu tak nejspíš nepřesvědčí ani výrazně slabší kurz koruny nebo nejvyšší jádrová inflace od listopadu 2017. „Zprávy o ochlazení německé ekonomiky, nízká inflace v eurozóně, nejistý výsledek brexitu a obchodních jednání mezi USA a Čínou zvyšují nejistotu a nabádají centrální banku k větší opatrnosti při dalším zvyšování úrokových sazeb,“ domnívá se Helena Horská, hlavní ekonomka Raiffeisenbank.

Podle našeho názoru si bankovní rada bude chtít počkat se zvyšováním úrokových sazeb až na březnové jednání. Na něm už bude mít k dispozici nová čísla z ekonomiky, jako je vývoj HDP za čtvrté čtvrtletí minulého roku i lednovou inflaci, která svým způsobem nastavuje úroveň inflace po zbytek roku. Zároveň by se také měla vyjasnit situace ohledně zpomalení německé ekonomiky, resp. celé eurozóny, která v posledních týdnech vysílá negativní signály, za kterými však může stát pouze řada jednorázových faktorů. K tomu se přidávají rozporuplné zprávy z americké ekonomiky, které předznamenávají přicházející zpomalení tamní ekonomiky. Na to obdobnou pauzou ve zvyšování sazeb reagovala i americká centrální banka, která v minulém roce obdobně jako ČNB relativně agresivně zvyšovala sazby. Celkové zpomalování globální ekonomiky je realitou, nicméně rychlost zpomalování je v současnosti zahalena hustou mlhou nejistoty, která by se v nejbližších měsících měla rozpustit.

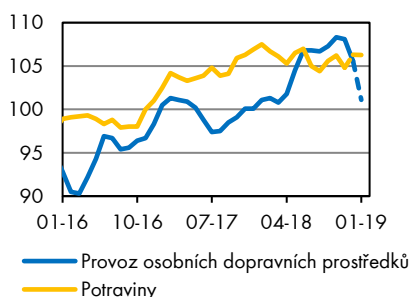
V případě, že zpomalování nebude tak dramatické, jak se v současnosti může zdát, **očekáváme, že bankovní rada ČNB bude dále zvyšovat úrokové sazby v březnu a v druhém čtvrtletí.** Třetí zvýšení sazeb, které jsme v minulosti spojovali s prvním zvýšením úrokových sazeb ECB, už v současnosti nepovažujeme za reálné. Potřeba zvyšovat úrokové sazby se zpomalováním tuzemské ekonomiky postupně klesá a v druhé polovině roku už pro tento krok nebudou podmínky. Pokud tedy chce bankovní rada zvýšit základní úrokové sazby alespoň do rovnovážných úrovní (tedy 2,5 – 3,0 % vyjádřeno 3M PRIBORem), bude mít pro to podmínky pouze v první polovině roku. „Cyklus zvyšování úrokových sazeb v Česku se blíží svému vrcholu. V novodobé historii se bude jednat o třetí nejkratší cyklus utahování měnové politiky ČNB. Základní sazba se stihne tak tak

Vývoj CPI a jádrové inflace



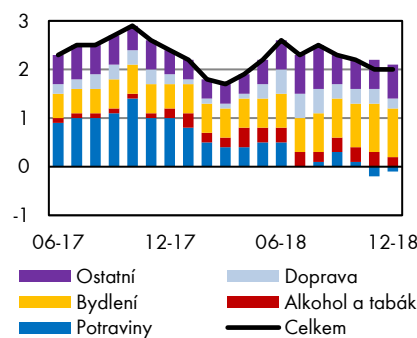
Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Stagnace nebo pokles hlavních tahounů inflace (2010 = 100)



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

Struktura meziroční míry inflace



Zdroj: Raiffeisenbank, Macrobond

„normalizovat“. Na úroveň z období před globální finanční krizí nestihne vystoupat. Nízké úrokové sazby se stanou novým normálem a to nejen v Česku,“ doplňuje Horská.

Na změnu rétoriky reagují i finanční trhy, které ve svých cenách úrokových swapů započítávají v současnosti konec zvyšování úrokových sazeb ČNB a dokonce jejich pokles v horizontu jednoho roku. **Případné čtvrtletní nezvýšení úrokových sazeb by nemělo ovlivnit korunu**, která je už v současnosti poblíž nejslabších hodnot tohoto roku. Pro další vývoj bude zásadní poměr hlasování a rétorika guvernéra Rusnoka na následné tiskové konferenci.

Inflace ztrácí dech i přes slabší korunu

Nižší inflace a slábnoucí vyhlídky na její další výrazné zrychlení jsou silnými argumenty, které hovoří proti dalšímu rychlému sazeb ČNB. **Růst spotřebitelských cen v závěru loňského roku stagnoval na úrovni 2 %, což bylo o 0,5 p.b. pod předpoklady listopadové prognózy ČNB.** Podstatně nižší dynamika růstu cen ve srovnání s předpoklady centrální banky, byla dána zejména stagnací, či mírným poklesem meziročního růstu cen potravin a rychlým promítáním nižších cen ropy do spotřebitelských cen pohonných hmot. Naproti tomu jádrová inflace a v jejím rámci zejména ceny služeb dále zrychlovaly svůj růst (v prosinci 2,6 %, resp. 3,4 %).

Budoucí vývoj inflace však bude nutně ovlivňován vývojem v zahraničí. Právě sílící signály o globálním zpomalení i nižší dynamika zahraničního cenového růstu přispívaly k posunu ve vnímání budoucího cenového růstu a tím i zvyšování úrokových sazeb jednotlivými členy bankovní rady.

Prognóza průměrné inflace (v % r/r)

III-19	VI-19	IX-19	XII-19
2,3	2,2	1,9	1,9

Zdroj: Raiffeisenbank

Předpokládáme, že v průběhu prvního čtvrtletí dojde k urychlení cenového růstu na úroveň 2,3 % a to zejména vlivem promítání vyšších cen energií (elektrina, teplo) do spotřebitelských cen, opětovného růstu cen potravin a pohonných hmot a nízké srovnávací základny z minulého roku. Nadále rovněž očekáváme zrychlování jádrové inflace, kde se bude stále projevovat napjatá situace na trhu práce a přetrvávající rychlý růst mezd. V delším horizontu by se však inflace měla dostat zpět ke dvěma procentům nebo mírně pod tuto úroveň. **A právě výhled inflace v horizontu jednoho roku by měl být pro aktuální rozhodování bankovní rady rozhodujícím faktorem pro opatrnější zvyšování úrokových sazeb.**