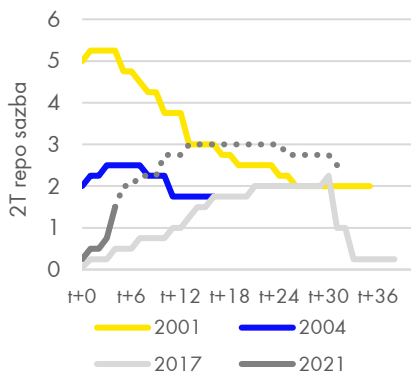


Ad-hoc analýza

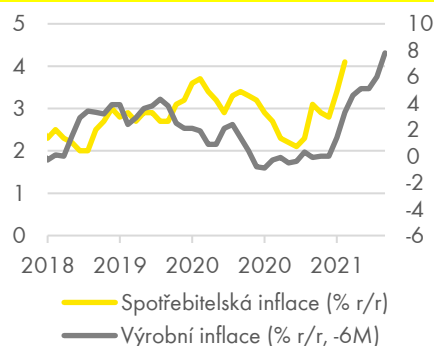
Měnová politika ČNB

7. října 2021

Cyklus zvyšování 2T repo sazby



Vyšší výrobní ceny se ještě projeví v těch spotřebitelských



Prognóza sazeb

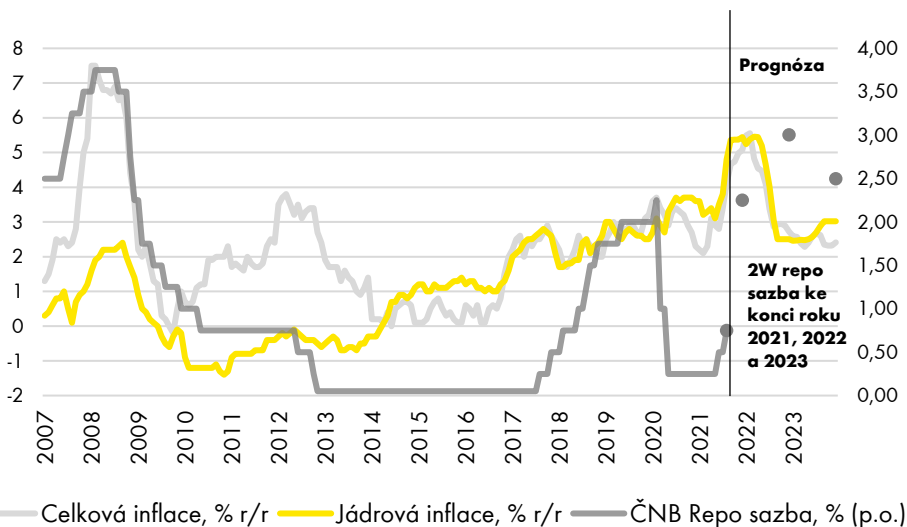
	aktuál.	XII-21	XII-22	XII-23
2T repo	1,50	2,25	3,00	2,50
3MPRIBOR	1,86	2,54	3,15	2,73

Zdroj: Bloomberg, Raiffeisenbank

České sazby čeká svižná normalizace a ekonomiku terapie šokem

Bankovní rada České národní banky se na svém zářijovém zasedání výraznou většinou 5 ku 2 rozhodla pro nejodvážnější jednorázové zpřísnění měnových podmínek od roku 1997, a to o 75 bazických bodů, čímž se základní sazba dostala na úroveň 1,50 %. Stále má ovšem daleko k předkrizové úrovni (2,25 %) natož k hladině, která by odpovídala současnému robustnímu post-pandemickému oživení ekonomiky. Makroekonomická realita nyní ČNB nijak nebrání v pohybu směrem vzhůru pokračovat, a soudě podle dostupných vyjádření bankéřů, jsou i oni tomuto postupu nakloněni.

Prognóza inflace a repo sazby



Česká inflace v srpnu svou dynamikou na úrovni 4,1 % mezitím nejen překonala očekávání centrální banky o plný jeden procentní bod, ale zároveň svou strukturou i dala tušit, že má tuhou kořinku. Kromě (potenciálně) přechodných inflačních tlaků na nabídkové straně, plynoucích z globálních cen komodit či přepravy, byla poháněna, podle našeho odhadu minimálně z jedné třetiny, i silící poptávkou prakticky napříč spotřebním košem.

I v našem základním scénáři je nyní zřejmé, že inflační tlaky v Česku budou v nadcházejícím období dále zesilovat a budou svou trajektorii nabídat centrální banku k podobné akci, jaké jsme byli svědky např. v roce 2008. Zatímco tehdy ovšem byly globální měnové podmínky znatelně přísnější, a o něco silnější byla i tuzemská inflace mimochodem z důvodu zvýšení nepřímých daní, což vyhnalo sazbu ČNB až na dohled 4 %, tentokrát lze počítat s umírněnější reakcí. Jako adekvátní se jeví dosažení **vrcholu úrokového cyklu v polovině roku 2022 na úrovni 3 %**.

Potenciálních rizikových faktorů, které by si nakonec mohly vynutit radikálnější utažení měnových podmínek, se ovšem nabízí hned několik. Patří mezi ně možné ukotvení inflačních očekávání obyvatel na vyšších hodnotách, což by se následně promítlo do mzdových vyjednávání a posílilo poptávkové tlaky. Podobně může zapůsobit přehřátý český trh práce, kde již nyní uchazeči o zaměstnání tahají za delší konec provazu. Napjatá je i situace na trhu s energiemi a stavebními materiály, což může vyústit v trvalejší růst cen spojených nejen s bydlením. V neposlední řadě pak mohou pod inflační kotol přiložit i pandemické úspory

obyvatel, které budou postupně přetavovány do spotřeby. Podle našich odhadů je mezi Čechy aktuálně naspořeno zhruba 180 dodatečných miliard korun tzv. nad-vkladů, které mají potenciál dále přizpůsobit cenový růst.

Na horizontu měnové politiky se ovšem rýsuje i uklidňující prvky. **Česká koruna podle naší prognózy bude setrvale posilovat**, přičemž tento proces v průběhu roku 2022 dále zrychlí, což částečně utlumí růst importovaných cen. Českou ekonomiku zároveň po hektickém období post-pandemického restartu podle nás čeká **v roce 2023 zpomalení tempa růstu, které postupně schladí přehřátou ekonomiku** a přiblíží její tempo růstu k dlouhodobě udržitelné „konstrukční“ rychlosti. Svou roli dále sehraje i veřejný sektor, kterému bude růstem výnosů na vládních dluhopisech vnucena alespoň částečná dieta a lze tak předpokládat znatelnou fiskální konsolidaci, byť ji současná vláda ve svých prognózách tvrději odmítá.

Centrální banka tak podle nás bude chtít – na české poměry trochu nezvykle – ekonomice naordinovat **krátkou ale ráznou šokovou terapii**, která bude spočívat nejprve ve strmém „přesřelení“ měnových podmínek, které bude následně korigováno. Do konce roku 2021 tak očekáváme růst repo sazby o dalších 75 bazických bodů, čímž se tato dostane na hodnotu 2,25 %, a poté dalších 75bb v první polovině roku 2022. Tou dobou by již měly na horizontu měnové politiky převážet deflační faktory, což centrální bance umožní jemnou rekaliibraci nastavení sazeb **zpět ke standardnější hladině okolo neutrálních 2,50 %**.

Autor: Helena Horská a Vít Hradil
E-mail: economic.research@rb.cz
Tel.: +420 725 526 678
Editor: David Vagenknecht