

## ČNB bude řešit snížení sazeb, zřejmě je ponechá beze změny

Ekonomický komentář Jakuba Seidlera, hlavního ekonomy ČBA

26. 10. 2023

ČNB bude příští čtvrtek rozhodovat o měnové politice, k dispozici bude mít také novou makroekonomickou prognózu. Poprvé od začátku pandemie v roce 2020 je opět ve hře možné snížení sazeb, leč velmi mírné o čtvrt procentního bodu (graf 1). To je dáno skutečností, že měnová politika reaguje na budoucí inflaci v horizontu roku, roku a půl, a ta dle výhledů ČNB bude již natolik nízká, že umožňuje sazby snižovat. Proti tomu však stojí řada nejistot a zejména lednové přecenění cen, které nelze v současnosti věrohodně odhadnout, a také komunikační nepříjemnosti pramenící z toho, že po případném listopadovém snížení sazeb bude zveřejněna říjnová inflace, která opět vzroste. Ačkoli tak bankovní rada na svém posledním měnovém jednání v září cestu ke snížení sazeb v listopadu nechala otevřenou, **poslední komentáře a balancování bankovní rady mírně naznačují, že sazby v příštím týdnu setrvají ještě na současné úrovni a dolů půjdou v prosinci, případně až v únoru příštího roku.**

**Hlavním argumentem pro pokles úrokových sazeb je vpředhledící charakter cílování inflace,** které nastavuje úrokové sazby s ohledem na budoucí vývoj inflace, a ta by měla na horizontu měnové politiky dle poslední prognózy ČNB být již u 2% cíle (graf 2), tj. současná úroveň sazeb je z tohoto pohledu příliš restriktivní. K tomu se přidávají i obecně **slabší vyhlídky na ekonomický vývoj v letošním i příštím roce,** který patrně nová prognóza přinese, což je výsledek slábnoucí zahraniční poptávky a pomalejšího nastartování spotřeby domácností. V neposlední řadě pak skutečnost, **že poslední inflační čísla překvapila směrem dolů** a byla pod odhadem centrální banky.

Proti snížení úrokových sazeb se však také najde několik argumentů. **Jednak oslabení koruny oproti prognóze, které samotné přináší měnové oslabení v rozsahu více než jednoho snížení sazeb o „čtvrtku“** (odhad ČNB pro 3Q23: 23,6 Kč za euro vs. realita 24,13, tj. o 1,4 % slabší kurz, viz graf 3).

**Dalším faktorem je extrémní nejistota odhadu lednové inflace,** která může současné odhady překvapit oběma směry. Tu sice nebude centrální banka znát ani na svém jednání začátkem února, bude však mít postupem času více indicií ohledně vývoje cen v posledním čtvrtletí, které mohou případné inflační tlaky v příštím roce upřesnit.

Je nutné také brát v potaz, že celá řada subjektů považuje odhad ČNB s inflací v příštím roce poblíž 2% cíle za příliš optimistický. Po 2 letech dvouciferné inflace tak může ČNB z titulu posílení kredibility raději zvolit adaptivní přístup oproti vpředhledícímu, tj. aby snižování sazeb přicházelo skutečně až v okamžiku, kdy je veřejnost přesvědčena, že inflace citelně poklesla. S tím souvisí i skutečnost, že **říjnová inflace zveřejněná krátce po listopadovém jednání centrální banky zrychlí z důvodu nízké srovnávací základny** (nižší ceny energií v 4Q22), a **centrální banka tak může čelit tlaku, že začala se snižováním sazeb předčasně** – a to zejména v tuzemském prostředí, kde prozatím viditelná poptávka ze strany veřejnosti snižovat sazby není.

**Balancování všech pro a proti je patrné i z nedávných vyjádření představitelů ČNB.** I ti členové bankovní rady, kteří by se ke snížení sazeb přiklonili, nevnímají vesměs jako problematické ještě pár měsíců počkat a nebudou tak patrně listopadový „cut“ silně prosazovat. Pokud k balancování přidáme i další eskalaci geopolitických rizik, která mohou přinést určité překvapení, a zároveň dřívější prohlášení bankovní rady, že chce trajektorii úrokových sazeb více vyhladit, tj. když nenásledovala doporučení modelu ČNB sazby zvyšovat v druhé polovině minulého roku, nebude jej symetricky ihned následovat v doporučení sazby snižovat, **zdá se být pravděpodobnost scénáře ponechání sazeb bez změny v příštím týdnu v současnosti mírně vyšší.**

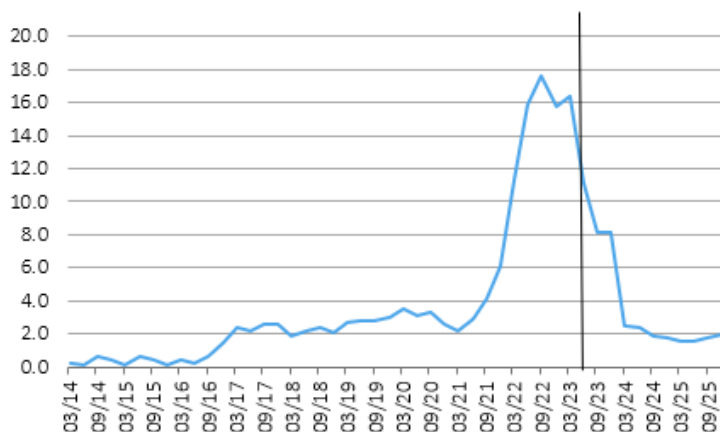
Trh z pohledu budoucího vývoje sazeb 3M Pribor prozatím pokles sazeb v listopadu o čtvrtku očekává a do konce letošního roku je zaceleno snížení sazeb o necelého půl procentního bodu (tradiční rozdíl mezi repo sazbou a 3M Priborem se v cyklu snižování sazeb vytrácí a očekávání 3M Priboru tak odpovídá zhruba hlavní sazbě ČNB).

### Hlavní 2týdenní repo sazba ČNB (%)



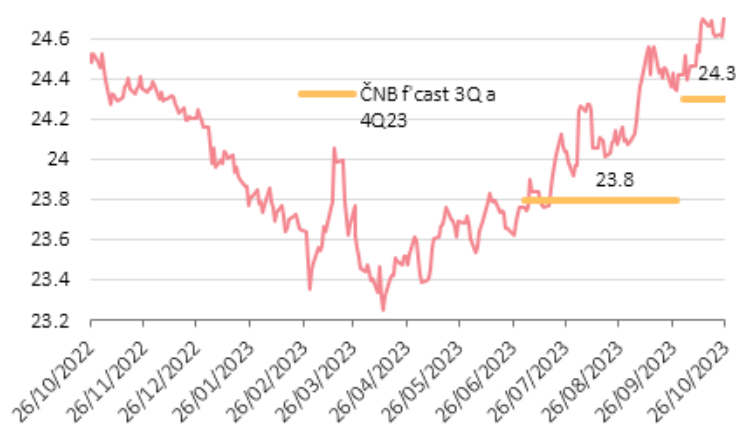
Pramen: ČNB, ČBA

### Výhled na inflaci v poslední prognóze ČNB



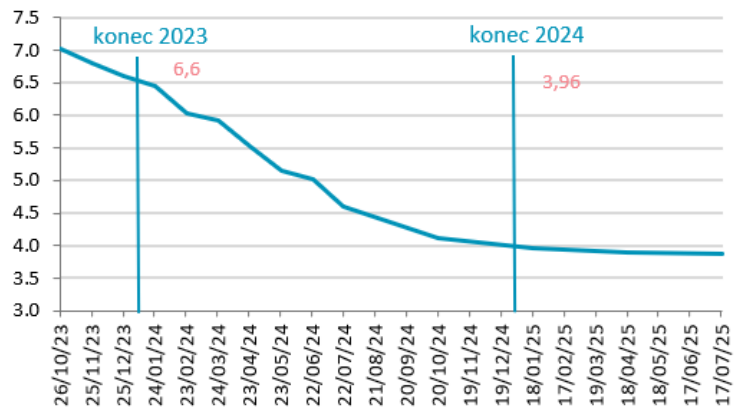
Pramen: ČNB, ČBA

### EUR/CZK, realita vs. odhad ČNB



Pramen: Refinitiv Eikon, ČBA

### Očekávaný vývoj 3M Pribor dle FRAs (%)



Pramen: Eikon, ČBA

Pozn.: k 26/10/2023