Komentář

ČNB zřejmě ve čtvrtek sníží sazby o čtvrt procentního bodu

Ekonomický komentář Jakuba Seidlera, hlavního ekonoma ČBA

19. 12. 2023

ČNB bude ve čtvrtek opět rozhodovat o měnové politice, k dispozici nebude mít novou makroekonomickou prognózu, bude pouze vyhodnocovat vývoj ve srovnání s tou poslední listopadovou. Dosavadní vývoj z pohledu inflace byl velmi blízko očekávání ČNB, ekonomická aktivita a výhled na příští rok se však od posledního jednání ČNB vesměs zhoršily. V listopadu bylo sice hlasování o případném poklesu sazeb ještě v poměru 5:2 pro stabilitu, signály přicházející z ČNB však naznačují, že i tehdy bylo rozhodnutí těsné a bankovní rada je možnosti poklesu sazeb v prosinci více otevřená. Proto se domníváme, že šance na snížení sazeb o čtvrt procentního bodu tento týden je nejpravděpodobnější scénář. Analytici i trh byli ohledně výsledku prosincového jednání rozpolceni, poslední konsensus však vychází již ve prospěch poklesu sazeb, stejně tak v tržních sazbách je již zaceněno snížení o čtvrt procentního bodu.

Hlavním argumentem pro pokles úrokových sazeb je vpředhledící charakter cílování inflace. Odhad ČNB (graf 2) – ale i konsensus mezi analytiky – předpokládá citelný pokles tuzemské inflace v příštím roce. ČNB na 2,6 %, odhady analytiků se pak pohybují u 3% hranice. Dle Focus Economics (konsensus zhruba 30 zahraničních i domácích institucí) **je odhad tuzemské inflace v příštím roce nejnižší z regionu (tab 1). Samotná nejistota lednové inflace je sice vysoká, ale i v případě nepříznivého překvapení směrem nahoru bude současná 7% úroveň sazeb příliš restriktivní. Přitom konsensus ohledně lednové inflace se v současnosti pohybuje mírně nad 3% hranicí (graf 3).**

Zmíněné argumenty platí již delší dobu, na listopadovém jednání však ČNB hodně zvažovala komunikační aspekty snížení sazeb následovaného zrychlením meziroční inflace v posledním čtvrtletí z titulu zavedení úsporného tarifu v minulém roce. Tento statistický efekt byl však v médiích dobře vysvětlen i díky poznámkám ČSÚ zveřejňující inflaci bez efektu úsporného tarifu (4,7 % yoy v listopadu oproti oficiální hodnotě 7,3 %) a nebude tak patrně při prosincovém rozhodování již klíčový.

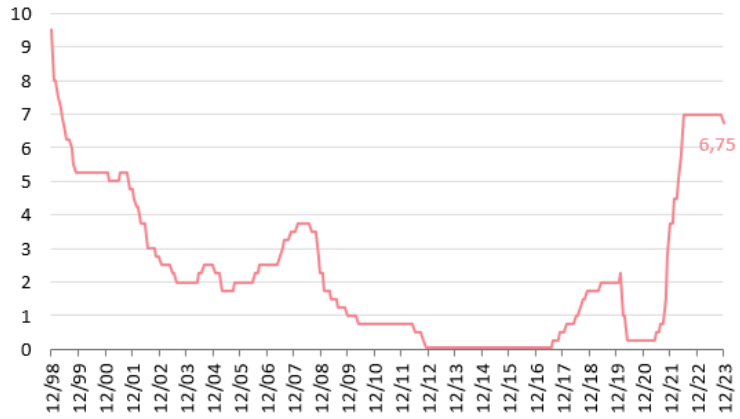
Samotná inflace v říjnu a listopadu sice skončila nepatrně nad odhady ČNB, ale jádrová inflace byla naopak mírně pod ní. Také z pohledu meziměsíční inflace bez regulatorních a administrativních cen (cca 85 % spotřebního koše) očištěné od sezónních vlivů je patrné, že **inflační tlaky odeznívají a anualizovaná inflace je již v posledních 3 měsících pod 2% cílem ČNB** (graf 5). Překvapivé zrychlení imputovaného nájemného v listopadu o 0,5 % bylo taženo cenami stavebních prací, nikoli cenami nemovitostí, a bylo způsobeno také revizemi čísel a skutečností, že ČSÚ primárně počítá meziroční hodnoty a meziměsíční se jen dopočtou a mohou pak být více volatilní.

Ve prospěch uvolnění měnových podmínek pak hrají také podstatně slabší vyhlídky na vývoj ekonomiky a výrazný tržní posun ohledně vývoje sazeb hlavních centrálních bank. Ty by měly snižovat obavy z oslabení koruny po poklesu sazeb v tuzemské ekonomice. Samotný kurz koruny od listopadového jednání spíše překvapil silnějšími hodnotami a i přes jeho oslabení v posledních dnech je jeho hodnota za 4. čtvrtletí mírně silnější oproti listopadové prognóze ČNB (24,6 vs. 24,5). Na rozdíl od listopadového jednání tak kurz nepřinesl uvolnění měn. podmínek oproti prognóze, spíše naopak (graf 6).

Trh z pohledu budoucího vývoje sazeb 3M Pribor pokles sazeb o čtvrtku v prosinci očekává, vzhledem ke globálnímu vývoji pak došlo k přecenění trajektorie sazeb pro příští rok směrem k nižším hodnotám (graf 7), a na konci roku 2024 čeká trh sazby mírně nad 3% hranicí, zatímco ještě po listopadovém jednání byla tato očekávání kolem 4 %. V tomto ohledu nelze vyloučit, že se ČNB proti takto výraznému přecenění očekávání vymezí (tradiční rozdíl mezi repo sazbou a 3M Priborem se v cyklu snižování sazeb vytrácí a očekávání 3M Priboru tak odpovídá zhruba hlavní sazbě ČNB).

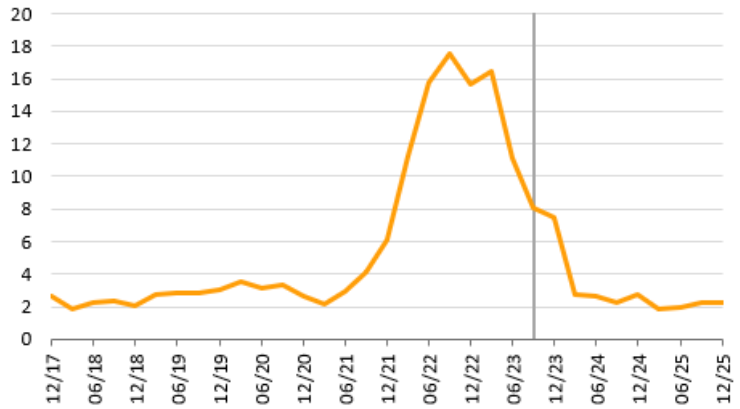
Bilancování všech pro a proti bude pokračovat i na prosincovém jednání a výsledek může být těsný, **pokud se však bankovní rada na snížení sazeb dohodne, může být nakonec jednomyslné. Mediální komentáře představitelů ČNB sice nebyly ohledně prosincového jednání jednoznačné, ale oproti listopadu byly vůči poklesu sazeb otevřenější. V současnosti se tak zdá být pravděpodobnost mírného poklesu sazeb o čtvrt procentního bodu tento čtvrtek vyšší než oddálení rozhodnutí na začátek příštího roku,** kdy bankovní rada na únorovém jednání ještě nebude znát lednovou inflaci a odkládání rozhodnutí na konec března se již nezdá jako udržitelné.

Hlavní 2týdenní repo sazba ČNB (%)



Pramen: ČNB, ČBA

Listopadová prognóza ČNB
Spotřebitelské ceny (%, meziročně, průměr)

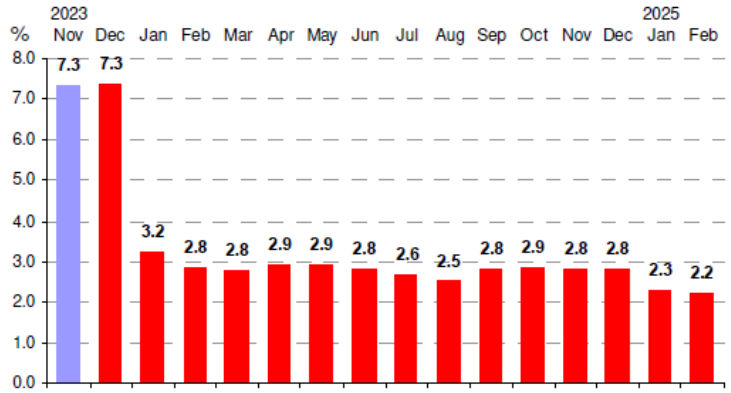


Pramen: ČNB, ČBA

Tab 1: Odhad celoroční inflace v šetření Focus Economics (%)

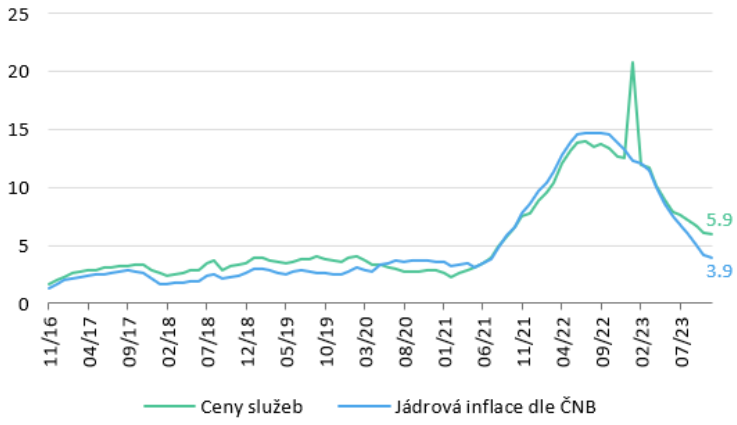
	2021	2022	2023	2024	2025
World	**4.0**	**8.0**	**6.1**	**5.0**	**3.6**
United States	4.7	8.0	4.1	2.7	2.3
Euro Area	2.6	8.4	5.6	2.7	2.1
Japan	-0.2	2.5	3.2	2.2	1.4
China	0.9	2.0	0.6	1.7	2.0
CEE	**4.4**	**14.3**	**11.4**	**4.7**	**3.3**
Bulgaria	3.3	15.3	9.6	4.6	3.2
Czech Republic	3.8	15.1	10.9	2.8	2.2
Hungary	5.1	14.6	17.7	5.1	3.7
Poland	5.1	14.3	11.6	5.4	3.9
Romania	5.0	13.7	10.5	5.6	3.8
Euro Area Members	**3.2**	**13.9**	**9.3**	**3.9**	**2.6**
Croatia	2.6	10.8	8.1	3.6	2.5
Slovakia	2.8	12.1	10.9	4.6	2.8
Slovenia	2.0	9.3	7.5	4.1	2.6
Baltics	**4.2**	**18.6**	**9.3**	**3.3**	**2.6**
Estonia	4.5	19.4	9.4	3.7	2.6
Latvia	3.2	17.2	9.5	3.1	2.7
Lithuania	4.6	18.9	9.2	3.2	2.5

Graf 3: Odhad vývoje lednové inflace dle Consensus Forecast (% yoy)



Graf 4:

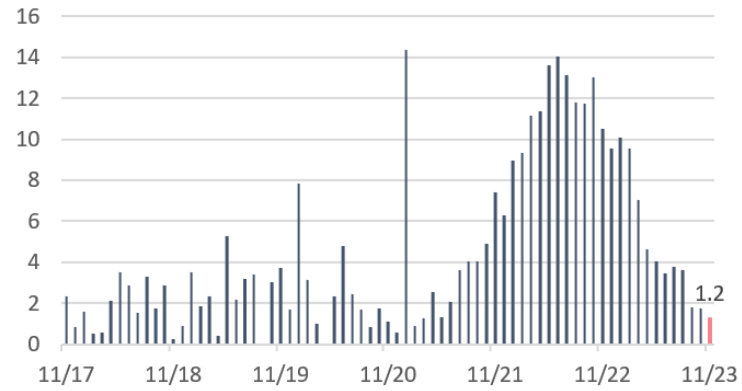
Jádrové ceny a ceny služeb (% yoy)



Pramen: ČSÚ, ČNB, ČBA

Graf 5:

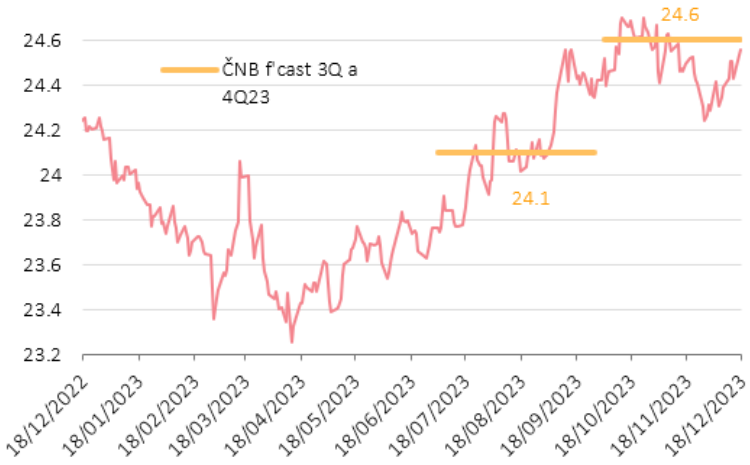
Inflace bez regulovaných a administrativních cen
(% yoy anualizováno z mom vývoje, sezónně očištěno)



Pramen: ČSÚ, ČBA

Graf 6:

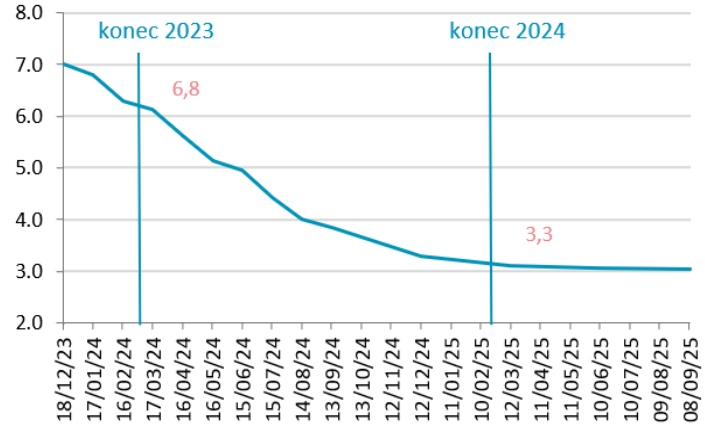
EUR/CZK, realita vs. odhad ČNB



Pramen: LSEG, ČBA

Graf 7:

Očekávaný vývoj 3M Pribor dle FRAs (%)



Pramen: Eikon, ČBA