

Bankovní rada pokračuje v obezřetném snižování úrokových sazeb

9. 2. 2024

- [Pikhart Zdeněk](#)
- [Měnová politika](#)

Bankovní rada na svém únorovém zasedání snížila dvoutýdenní repo sazbu o 0,50 procentního bodu na 6,25 %, a pokračovala tak v již započatém cyklu postupné normalizace měnové politiky. Se zimní prognózou je konzistentní rychlý pokles tržních úrokových sazeb v průběhu letošního roku. Ten po dokončení dezinflačního procesu povede ke stabilizaci tempa cenového růstu u 2% cíle a ukotvení inflačních očekávání. Již od poloviny loňského roku je meziměsíční inflace velmi utlumená. V prosinci došlo dokonce k poklesu cenové hladiny, což svědčí o robustnosti aktuální fáze obnovování cenové stability. Ochlazování domácích cenových tlaků je patrné zejména v poklesu jádrové inflace, v jejímž vývoji se nejvíce odráží tlumící efekt doposud přísného nastavení měnové politiky. Na pokles inflace působí také slabá domácí ekonomická aktivita, která je důsledkem nízké důvěry a spotřeby domácností i hospodářských problémů našeho největšího obchodního partnera, německé ekonomiky. Hlavním rizikem predikce jsou nadále zvýšená inflační očekávání, která se mohou projevit pomalejším poklesem inflace v průběhu letošního roku. Pomalejší tempo snižování sazeb oproti základnímu scénáři zimní prognózy odráží v souhrnu spíše proinflační vnímání jeho rizik a nejistot ze strany bankovní rady a je vyjádřením jejího obezřetného přístupu k uvolňování měnové politiky. Ten povede k dosažení cíle i v případě naplnění proinflačních rizik.

Inflační tlaky v české ekonomice dále slábnou. V prosinci loňského roku byla meziroční inflace – podobně jako v předchozích dvou měsících – ovlivněna statistickým efektem energetického úsporného tarifu, přičemž dosáhla hodnoty 6,9 %. Bez vlivu úsporného tarifu by se inflace v prosinci snížila na 4,2 %, což potvrzuje robustnost nastoupeného dezinflačního trendu. V poklesu inflace se projevuje zpomalení cenového růstu potravin, které je způsobeno zlevňováním zemědělských komodit i utlumenou spotřebou domácností. V důsledku zlevnění ropy na světových trzích klesají i ceny pohonných hmot. Významný je také postupný pokles jádrové inflace, který trvá již více než rok. Projevuje se v něm odeznívání růstu cen zahraničních vstupů i zchlazená domácí poptávka. Ta působí na pokles ziskových marží výrobců, prodejců a poskytovatelů služeb. Pro hodnocení rychlosti odeznívání inflace je důležitý pohled na meziměsíční vývoj cen, který zůstává přibližně od poloviny loňského roku utlumený.

Podle prognózy se v lednu 2024 meziroční inflace skokově sníží ke 3 %. K opadnutí inflace přispěje odeznění prudkého cenového nárůstu z ledna minulého roku, ale také dosavadní přísné nastavení měnové politiky i stagnující ekonomická aktivita. Naopak proinflačně bude působit zdražení regulované složky cen energií dané zrušením státních dotací na jejich distribuci a znovuzavedením poplatků za obnovitelné zdroje. Vzhledem ke konsolidačnímu úsilí vlády bude fiskální politika v letošním roce působit restriktivně. Její výsledný protiinflační efekt bude tlumen mírně kladným souhrnným dopadem nárůstu

nepřímých daní. V dalším průběhu letošního roku se inflace bude pohybovat pod 3 %. Na horizontu měnové politiky, tedy v první polovině roku 2025, se pak bude tempo cenového růstu nacházet v blízkosti 2% cíle.

Česká ekonomika prošla v uplynulém roce útlumem. Ten dominantně souvisel s propadem soukromé spotřeby v důsledku snížení kupní síly domácností při zvýšené tvorbě jejich úspor. Negativně k růstu hrubého domácího produktu přispívala i změna stavu zásob. Jejich tvorba však vzhledem k obavám firem z možného opětovného narušení dodavatelských řetězců zůstávala i nadále z historického pohledu vysoká. V opačném směru působily nadále svižně rostoucí spotřební výdaje sektoru vládních institucí, kladný příspěvek zahraničního obchodu a růst fixních investic podpořený spolufinancováním z fondů EU z předchozího programového období.

Letos se pozvolna obnoví hospodářský růst, který však bude citelně tlumen domácí fiskální konsolidací a hospodářskými problémy Německa. S poklesem inflace se po dvou letech obnoví kladná dynamika reálných mezd, které budou hlavním tahounem oživení spotřeby domácností. Míra úspor však zůstane zvýšená vzhledem k přetrvávajícím pesimistickým očekáváním domácností i nadále atraktivnímu zhodnocování vkladů. Celková investiční aktivita zůstane slabá kvůli odeznívání tvorby zásob, pomalému ožívování zahraniční poptávky a dosavadnímu restriktivnímu nastavení měnové politiky. Kladný příspěvek čistého vývozu zboží a služeb k růstu hrubého domácího produktu bude na horizontu predikce postupně vyprchávat, a to i přes postupné oživení zahraniční poptávky a návazně i českého vývozu. Zrychlení tempa ekonomiky v roce 2025 se totiž bude opírat o domácí poptávku v čele se spotřebními výdaji domácností a tvorbou hrubého kapitálu. Ta má vysokou dovozní náročnost, a bude tak snižovat čistý vývoz.

Tuzemský trh práce zůstává i nadále napjatý. Míra nezaměstnanosti se již sedm let nachází na jedné z nejnižších úrovní v rámci členských států Evropské unie. Počet volných pracovních míst ke konci loňského roku přibližně odpovídal počtu uchazečů o zaměstnání. Trh práce se bude letos dále postupně ochlazovat kvůli zpožděnému dopadu utlumené reálné ekonomiky. Vzhledem k jeho dosavadní odolnosti to však nebude implikovat rychlý nárůst míry nezaměstnanosti, ale spíše její pozvolné zvyšování. Na trhu práce existuje stále několik polštářů bránících citelnějšímu růstu počtu lidí bez práce. Mezi ně patří nadále vysoký počet volných pracovních pozic a tendence firem propouštět v první řadě nekmenové (agenturní) zaměstnance, kteří nemusejí být ve statistikách přesně zachyceni. Umírněná mzdová dynamika bude odrážet preferenci jistoty zaměstnání před vyšší mzdy. Tempo růstu nominálních mezd předstihne v tomto i v příštím roce inflaci.

Koruna počátkem roku 2024 lehce oslabila v důsledku zahájení cyklu snižování úrokových sazeb a očekávání trhu na pokračující zužování úrokového rozpětí vůči sazbám v eurozóně. Přibližně od poloviny letošního roku predikce předpokládá pozvolné zpevňování české měny v důsledku narůstajícího přebytku výkonové bilance na pozadí obnovené reálné konvergence tuzemské ekonomiky.

S prognózou je konzistentní rychlý pokles tržních úrokových sazeb v průběhu letošního roku. Přesto po většinu roku 2024 bude měnová politika působit nadále restriktivně, a to prostřednictvím úrokové složky.

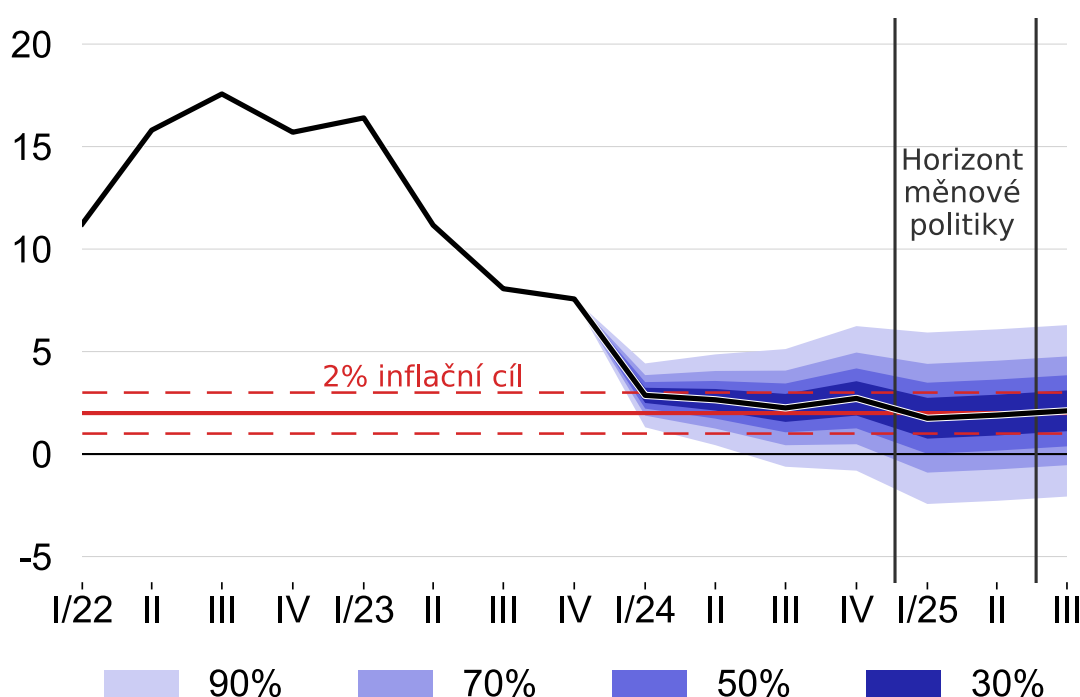
Bankovní rada vyhodnotila rizika prognózy a nejistoty výhledu jako spíše proinflační. Rizikem v tomto směru je pomalejší odeznívání zvýšených inflačních očekávání, což by se při napjatém trhu práce mohlo projevit ve zvýšených mzdových požadavcích. Dalším proinflačním rizikem je vyšší než předpokládaná

setrvačnost růstu cen služeb a přerušení dezinflace u obchodovatelných statků, která doposud vyplývala zejména z odeznění problémů na straně nabídky. Na delším horizontu je proinflačním rizikem zrychlení tvorby peněz v ekonomice plynoucí z nadměrné úvěrové aktivity na realitním trhu. Ta by mohla vést k obnovení výrazně kladných příspěvků imputovaného nájemného do jádrové inflace. Naopak rizikem ve směru nižší inflace je výraznější než očekávané zhoršení globální hospodářské aktivity a výkon německé ekonomiky. Nejistotou výhledu zůstává budoucí nastavení zahraniční měnové politiky.

I při naplnění uvedených proinflačních rizik je obezřetné snižování úrokových sazeb ze strany ČNB garancí návratu tuzemské ekonomiky k cenové stabilitě.

Graf – Inflace se začátkem letošního roku vrátí na dohled 2% cíle, u kterého setrvá i na horizontu měnové politiky

celková inflace, meziočnně v %, barevně intervaly spolehlivosti



Tabulka – Po loňském mírném snížení letos výkon ekonomiky vzroste

meziroční změny v % (není-li uvedeno jinak), v závorkách změny oproti minulé prognóze v p. b.

	2023	2024	2025
Celková inflace (%)	10,7	2,6	2,0
	(-0,1)	(0,0)	(-0,1)
HDP	-0,5	0,6	2,4
	(-0,1)	(-0,6)	(-0,4)
Průměrná nominální mzda	7,4	5,8	5,8
	(-0,1)	(-0,9)	(-0,1)
Úroková sazba 3M PRIBOR (v %)	7,1	4,0	2,6
	(0,1)	(-0,3)	(-0,8)
Měnový kurz (CZK/EUR)	24,0	24,6	24,3
	(0,0)	(0,0)	(0,2)

