

# Měnověpolitické doporučení pro 1. SZ 2007

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář lednové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *lednová makroekonomická prognóza* zpracovaná poprvé jádrovým predikčním modelem rozšířeným o vliv reálných mezd. Podle ní by měla celková meziroční inflace zhruba do září 2007 oscilovat okolo dolní hranice tolerančního pásma inflačního cíle. V posledním čtvrtletí 2007 by měla začít poměrně rychle růst a na konci roku 2007 dosáhnout přibližně úrovně bodového inflačního cíle. V průběhu roku 2008, kde se nachází i horizont měnové politiky (HMP, nyní 1H08), by se měla inflace pohybovat okolo 3,5 %. S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve zhruba stabilita a poté (tj. od 3Q07) mírný růst úrokových sazeb. V 1Q07 by úroveň 3M PRIBORu měla dosáhnout zhruba 2,7 %, což přibližně odpovídá průměru za období od počátku 1Q07 (k 17. lednu 2,6 %).

Situační zpráva neidentifikuje za daných měnověpolitických předpokladů prognózy žádné výrazné riziko základního scénáře prognózy, které by vedlo k nutnosti zpracování alternativního scénáře. V průběhu zpracování prognózy bylo nicméně identifikováno riziko silnějšího kurzu, které bylo ošetřeno jednak standardní symetrickou citlivostní analýzou, předpokládající 3% přechodnou kurzovou odchylku, jednak citlivostní analýzou zachycující déletrvající apreciační kurzový šok (kurzovou bublinu).

## 2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Od zpracování prognózy došlo k posunu ve výhledu **zahraničního vývoje**. Zlepšil se výhled ekonomického růstu v eurozóně (zejména v Německu, mj. vlivem očekávaného nižšího dopadu změn DPH na ekonomický růst), což by mohlo zvyšovat poptávkové tlaky v české ekonomice. Od vyššího výhledu sazeb v zahraničí se odvíjí též očekávání vyšších zahraničních úrokových sazeb. Lednový CF zvýšil očekávanou trajektorii sazeb 1R Euribor oproti CF12 (referenční scénář prognózy) o 0,2 p.b. Vyšší zahraniční sazby ceteris paribus představují tlak na depreciaci kurzu koruny a následně na růst domácí cenové hladiny. Toto riziko však hodnotíme jako mírné.
- b) Od zpracování výchozích podmínek prognózy rovněž došlo k mírnému odchýlení **aktuálního vývoje kurzu** od předpokladu prognózy. Zatímco základní scénář prognózy předpokládá pro 1Q07 kurz na úrovni 27,50 CZK/EUR, průměr kurzu za dosavadní průběh 1Q07 (do 23.1.) činí 27,72 CZK/EUR. Aktuálně se kurz dostal do blízkosti 28 CZK/EUR. Ani toto riziko však prozatím nepovažujeme za významné, a to jak z hlediska velikosti a krátkodobosti odchylky, tak z důvodu, že samotný základní scénář prognózy očekává mírnou depreciaci koruny v průběhu roku 2007.

## 3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Významným rizikem prognózy je **dlouhodoběji silnější kurz** oproti základnímu scénáři tak, jak je indikováno očekáváním analytiků finančního trhu. Tomuto riziku se podrobněji věnujeme v části 4. doporučení.
- b) Od odečtu CF12 a tržních výhledů ze dne jeho zjišťování došlo k poměrně výraznému poklesu aktuální hodnoty i výhledu **cen ropy** a ropných produktů pro nejbližší budoucnost (pro rok 2007 v průměru o 8 %), v delším horizontu však zůstává očekávání budoucí ceny ropy ukotveno nad 60 USD/b. Průměrná cena ropy Brent je v období od počátku 1Q07 do

23.1. 53,9 USD/b, prognóza pro 1Q07 předpokládá průměrnou cenu 62,3 USD/b. Toto riziko prozatím nepovažujeme za příliš významné.

#### 4. Další měnověpolitické úvahy

- a) Existuje významné riziko **silnějšího kurzu CZK/EUR** ve srovnání se základním scénářem. To je naznačováno očekáváním analytiků, kteří v rámci šetření IOFT v ročním horizontu předpokládají úroveň kurzu CZK/EUR na hladině v průměru 27,10 CZK/EUR, tj. oproti hodnotě základního scénáře pro 1Q08 (27,90 CZK/EUR) o cca 2,9 % silnější. Toto očekávání je navíc spojeno s mírně nižším výhledem trajektorie sazeb ze strany analytiků, než jakou naznačuje prognóza.

Již delší dobu mají analytici a ČNB rozdílné vnímání budoucího vývoje úrokových sazeb, kurzu a inflace, přičemž největší rozdíl je v očekávání trhu ohledně větší kurzové apreciacie. Tuto situaci popisuje citlivostní analýza v části III. SZ, ve které je kurz vystaven **očekávanému děletrvajícimu šoku** s různou silou (nejslabší varianta propaguje šok autoregresním (AR) procesem s parametrem 0,2, nejsilnější s parametrem 0,8). Centrální banka proti těmto očekáváním bojuje nižšími úrokovými sazbami, než jsou v základním scénáři. I přesto je kurz silnější ve srovnání se základním scénářem prognózy a přímým i nepřímým kanálem přispívá k nižší inflaci. Ze škály 4 provedených variant lze za nejvíce ilustrativní a přitom realistickou považovat variantu s AR parametrem 0,6, která při zhruba stabilním kurzu na úrovni 27,50 CZK/EUR vede k poklesu mezery výstupu do záporných hodnot a k inflaci mírně pod inflačním cílem. S tímto vývojem je konzistentní postupný pokles úrokových sazeb na 2 % a jejich setrvání na této úrovni až do začátku roku 2008. Variantu s AR parametrem 0,8 lze považovat za krajní, avšak dobře ilustrující nutnost razantních kroků ze strany ČNB v případě vzniku významné kurzové bubliny tak, aby zachovala kredibilitu 3% inflačního cíle.

Standardně je také sestavována citlivostní analýza **neočekávaného krátkodobého šoku** ve výši 3 % na jedno čtvrtletí. Jelikož se jedná o simulaci neočekávaného šoku (tj. centrální banka reaguje se zpožděním jednoho čtvrtletí), musí měnová politika po zjištění tohoto šoku ve 2Q07 reagovat s větší intenzitou než v případě očekávaného šoku.

- b) Analytici zároveň očekávají nižší inflaci než prognóza ČNB (v lednovém šetření v ročním horizontu o 0,3 p.b., v tříletém o 0,4 p.b.). V horizontu tří let je očekávaná inflace 2,6 %, tedy pod cílem ČNB. Je tedy možno uvažovat, že **inflační očekávání** jsou dlouhodobě ukotvena na hodnotách nižších než stávající cíl ČNB. To může zaprvé odrážet podstřelování inflačního cíle (často spojené s posilováním kurzu koruny) v minulosti. Druhým z možných vysvětlení nižších očekávání inflace ze strany analytiků může být jejich **odlišná představa o ČNB skutečně cílované hodnotě inflace**. To může být jednak důsledkem závazku ČR vstoupit do eurozóny a z toho plynoucí nutnosti splnit maastrichtské inflační kritérium (tato očekávání mohla podpořila samotná ČNB, která již avizovala možnost snížení inflačního cíle<sup>1</sup>), jednak důsledkem nepochopení aplikace ex ante výjimky na primární dopady změn nepřímých daní ze strany ČNB. V rámci těchto úvah byly sestaveny dva měnověpolitické experimenty. Experiment **snížení inflačního cíle** na 2 % za horizontem prognózy (od roku 2009) vede ke zhruba shodnému nastavení

---

<sup>1</sup> "...bude zřejmě nutné, aby ČNB přistoupila ke snížení inflačního cíle na hodnotu umožňující s vysokou mírou pravděpodobnosti splnit kritérium cenové stability. Vhodné načasování tohoto kroku je v kompetenci České národní banky a bude se rovněž odvíjet od dosaženého pokroku reforem směřujících k přijetí eura." (Vyhodnocení plnění maastrichtských konvergenčních kritérií a stupně ekonomické sladění ČR s eurozónou, 2006)

úrokových sazeb v nejbližším období jako v základním scénáři. Důvodem je sebenaplňující se povaha inflačních očekávání, ukotvených nižším inflačním cílem. Ve druhém experimentu **zrušení výjimek** centrální banka upouští od aplikace výjimky na změny nepřímých daní. Výsledkem je oproti základnímu scénáři mírně vyšší trajektorie úrokových sazeb, nutná ke snížení celkové inflace na úroveň 3% inflačního cíle. Oba experimenty implikují mírně apreciovanější kurz koruny oproti základnímu scénáři, který přispívá k nižšímu výhledu inflace (v případě prvního experimentu spíše až na konci prognostického horizontu, ve druhém případě již na HMP).

- c) Se značnou nejistotou je spojen budoucí **fiskální vývoj**. Nově jmenovaná vláda se ve svém programovém prohlášení zavázala snížit schodek rozpočtu na 3,0 % v roce 2008, zatímco prognóza počítá se schodkem 3,9 % (vše v metodice ESA 95). Pokud by se tyto reformy skutečně realizovaly, fiskální impulz by byl v roce 2008 pravděpodobně nižší. Na druhou stranu, navrhované daňové změny (zejm. případné úpravy snížené sazby DPH) mohou mít proinflační účinky. V současné době je proto obtížné hodnotit celkový dopad změn ve fiskálním vývoji do inflace. Fiskální výhled proto v současnosti představuje významný zdroj nejistoty a bude ho nutno dále analyzovat v návaznosti na upřesnění konkrétních parametrů připravované reformy veřejných rozpočtů.
- d) Podobně těžko uchopitelným zdrojem nejistoty je **revize spotřebitelského koše**, která může ovlivnit vykazované hodnoty inflace počínaje lednem 2007. Momentálně stále nemáme k dispozici váhy jednotlivých reprezentantů v novém koši, nelze proto jednoznačně určit velikost ani směr možných změn inflace z tohoto titulu.
- e) V případě, že by při lednovém rozhodování BR převážila protiinflační rizika, doporučujeme **komunikovat budoucí stabilitu sazeb** s možností obousměrných pohybů. Tato komunikace by měla přispět ke snížení dlouhodobějších úrokových sazeb, které jsou klíčové z hlediska transmise měnové politiky do reálné ekonomiky. Uvedená strategie by proto mohla být účinnější než přistoupit ke snížení sazeb, ale zároveň komunikovat rostoucí trajektorii úrokových sazeb v delším výhledu.

## 5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **prosincovém zasedání** (20.12.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,50 %. Toto rozhodnutí bylo očekáváno. Z prosincového šetření agentury Reuters (14.12.) vyplývalo, že žádný z 22 dotazovaných analytiků nepředpokládal úpravu základních sazeb na tomto zasedání BR ČNB. Všichni však očekávali, že v ročním horizontu se 2T repo sazba bude pohybovat výše, a to v rozmezí 2,75 až 3,50 % (medián 3,00 %). Načasování prvního zvýšení základních sazeb ČNB bylo následující: 1Q07 (13 analytiků), 2Q07 (7), 1H07 (1) a 2H07 (1).

Na pozdější tiskové konferenci viceguvernér ČNB L. Niedermayer oznámil, že rozhodnutí BR bylo jednomyslné. Podle centrální banky jsou nyní rizika pro říjnovou prognózu protiinflační. Hlavní rizika představují vývoj inflace, nový výhled pro změny nepřímých daní, riziko silnější koruny a slabšího dolaru k euru. Viceguvernér dále uvedl, že trh čeká zpevnování koruny, ale těžko pro to nalézt ekonomické důvody. Analýza toků v platební bilanci naopak hovoří proti posilování měny, není proto nerozumné po prudkých pohybech očekávat korekci koruny. Viceguvernér také prohlásil, že pokud by se inflační prognóza dělala koncem prosince, výhled pro trajektorii úrokových sazeb by byl značně odlišný.

V následujícím měsíci byli členové BR poměrně aktivní z hlediska komunikace s médii, přičemž jejich názory nevyzněly zcela jednotně (viz Tabulka 1). Zatímco viceguvernér Singer připustil možnost snížení sazeb pod vlivem posílení kurzu koruny, pokud by toto posílení bylo dlouhodobější, několik dalších členů BR se vyslovilo pro stabilitu sazeb. Tato

komunikace přispěla k očekávání pozdějšího zvyšování úrokových sazeb ze strany analytiků i finančního trhu, s variantou poklesu sazeb však analytici příliš nepočítají (viz níže).

Sazby na peněžním trhu po posledním zasedání BR stagnovaly (nejkratší splatnosti), příp. se nepatrně snížily (do 0,1 p.b. ve splatnostech 6M až 1R) v souvislosti s posilující korunou. Po mírném oslabení koruny na počátku ledna se sazby vrátily zpět na úroveň cca z poloviny prosince. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR má pozitivní sklon (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se pohybuje okolo trajektorie sazeb konzistentní s aktuální prognózou.

Sazby IRS se také na konci prosince mírně snížily s následnou korekcí na počátku ledna. Spread 5R – 1R dosahuje 0,6 p.b., spread 10R – 1R 1,0 p.b. (k 17.1.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (10.1.) vyplývá, že na lednovém zasedání BR ČNB žádný analytik nepředpokládal změnu základních sazeb. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,00 až 3,25 % (medián 3,00 %).

Ze šetření agentury Reuters (18.1.) také vyplývá, že žádný z 20 dotazovaných analytiků nepředpokládá zvýšení základních sazeb na lednovém zasedání BR ČNB. Kromě jednoho analytika, který očekává stabilitu, všichni ostatní předpokládají, že v ročním horizontu se 2T repo sazba bude pohybovat výše, a to v rozmezí 2,75 až 3,50 % (medián 3,00 %). Načasování prvního zvýšení základních sazeb ČNB je následující: 1Q07 (2 analytici), 2Q07 (11), 3Q07 (4) a 2H07 (2).

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávali **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by kurz měl posílit na 27,10 CZK/EUR (rozpětí 26,50 až 28,00), tj. o 2,1 % vzhledem k průměru za 1Q07 do 17.1. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 1Q08 kurz na úrovni 27,90 CZK/EUR.

**Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích**

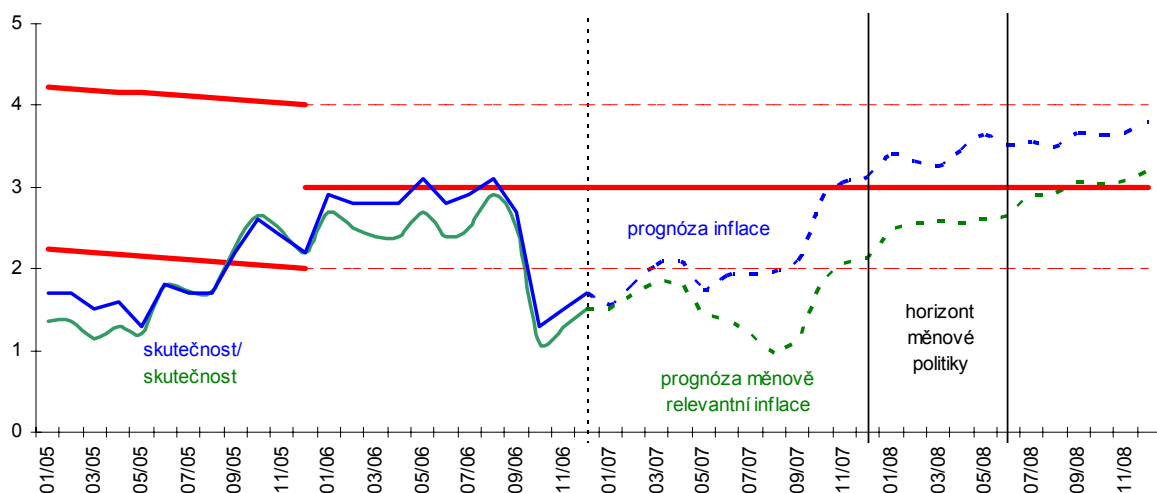
3.1.	Z.Tůma (rozhovor pro MF Dnes)	Nevidím důvody pro to, aby koruna během několika týdnů zásadně poskočila. Není možné, aby každé čtyři neděle koruna posílila o čtyři pět procent. Takže obrat nastane, ale není jisté, jestli pak bude delší období stability, anebo se to vrátí zpět k posilování.... Čím silnější kurz, tím nižší pravděpodobnost, že půjdeme v dohledné době s úroky nahoru.
10.1.	M.Singer (rozhovor pro HN)	Další výrazné posílení koruny by se dalo ignorovat, ale pouze za předpokladu, že by bylo krátkodobé a následně by měna oslabila. Taková jistota mně ale chybí, nezbývá mi tedy nic jiného, než předpokládat, že takto silná koruna s námi bude i nadále. V tom případě to ale v současné době není o brzkém zvyšování sazeb, a je pravděpodobné, že budu vážně uvažovat o tom, zda není na místě snížení sazeb.
15.1.	L.Niedermayer (rozhovor pro Bloomberg)	Koruna není silná natolik, aby to ospravedlňovalo snížení sazeb. Rychlý hospodářský růst by mohl podnítit vyšší inflaci.
15.1.	V.Tomšík (rozhovor pro Euro)	Kurzový vývoj koruny z konce loňského roku nemá fundamentální oporu ve vývoji platební bilance. Nynější tendence koruny ke zhodnocování na jedné straně podporuje očekávání dalšího zhodnocování, zároveň to ale zvyšuje riziko budoucí korekce – znehodnocení kurzu.

16.1.	M.Hampl (rozhovor pro Reuters)	Česká ekonomika je ve fázi, kdy je zhruba na svém potenciálu. Tam není žádný poptávkový tlak, necítím ho, nevidím ho, nikde ho neumím identifikovat. Myslím, že v tuto chvíli, tak jak vnímám vývoj české ekonomiky, je pro mě osobně velký otazník nad okamžikem, kdy případně začnou růst úrokové sazby... Nechci za sebe připustit, že inflační cílování zkolabuje do ex-post dorovnávání měnových podmínek změnou sazeb k minulému vývoji... Častější úpravy úrokových sazeb jsou typické pro ekonomiky, které jsou obecně pružnější. Nemyslím si, že česká ekonomika je dnes v tuto chvíli přesně v této pozici... Posilování kursu koruny vnímám méně dramaticky než někteří kolegové, protože je součástí konvergenčního procesu. Se silnou měnou se naučili žít i exportéři.
16.1.	M.Hampl (rozhovor pro Bloomberg)	...can't see the moment when policy makers will push up rates again, after raising them twice last year... At the same time, a reduction is not necessary because the koruna probably will weaken... I see certain anti-inflationary risks and the future makes the timing of a rate increase more questionable... The koruna's gains imply a more stable interest rate development in the future than indicated by October's outlook...
17.1.	Z. Tůma (rozhovor pro Dow Jones - převzato z analýzy ČS, ČNB nemá přístupová práva)	Guvernér Tůma řekl pro Dow Jones, že zvýšení sazeb by mohlo vést k deflaci. Jeho úvaha se týkala dilematu, kterému čelí centrální banky v situaci, kdy spotřebitelská inflace je nízká, a tak se zdá, že není důvod zvyšovat sazby. Na druhou stranu čelí centrální banka úvěrové expanzi a růstu peněžních agregátů, což ukazuje na potřebu zvyšovat sazby. Kdyby CB v takové situaci sazby zvýšila, tak by mohla přivodit deflaci.

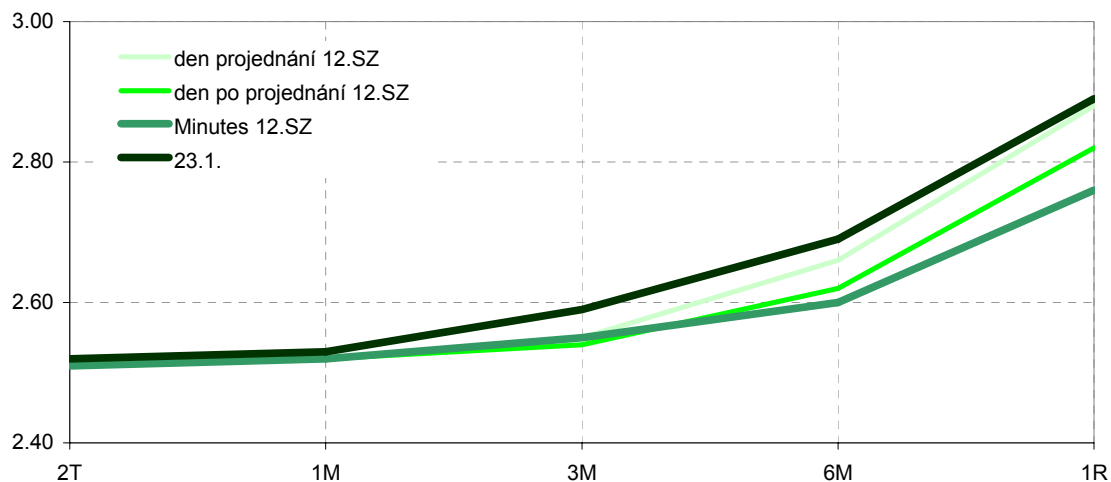
## 6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

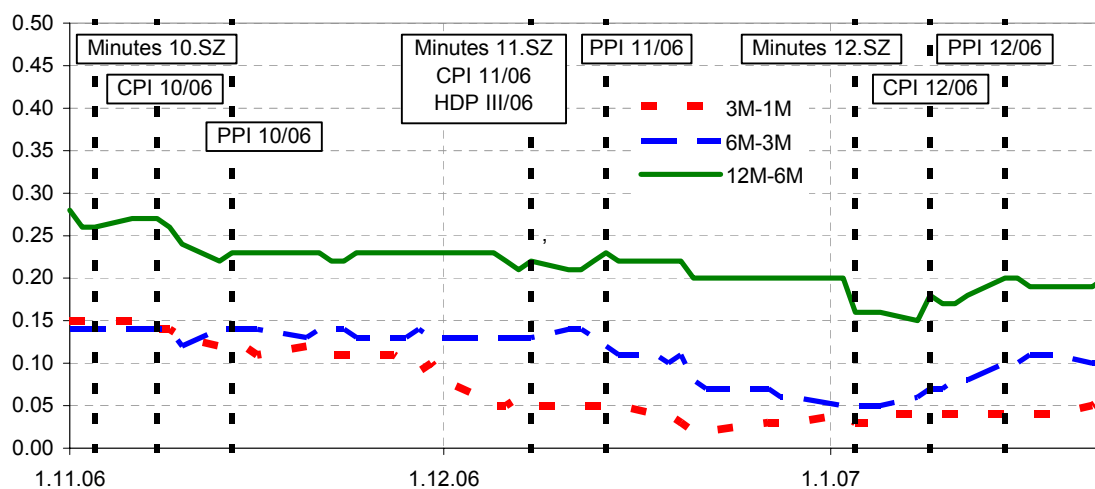
**Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2007 a cílové pásmo**



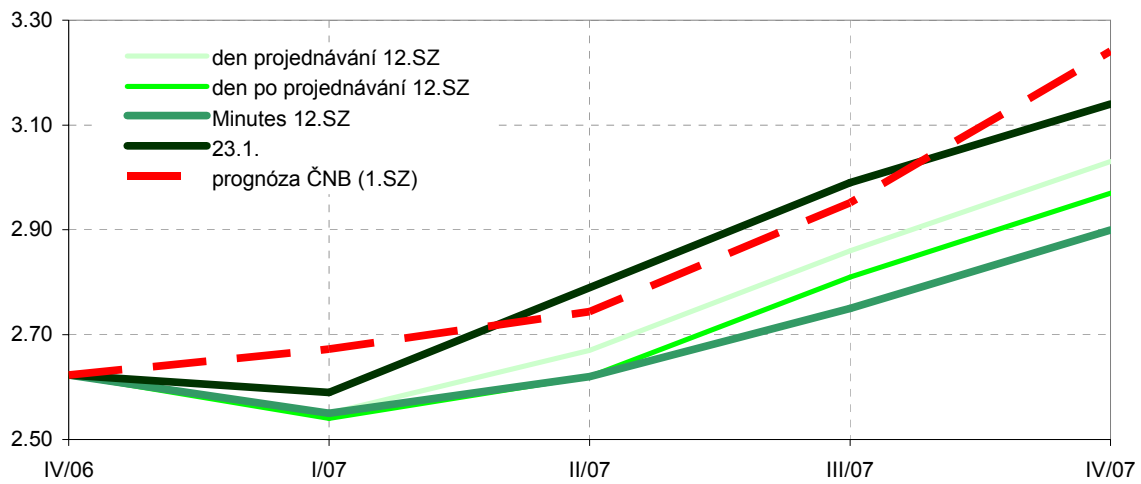
**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**



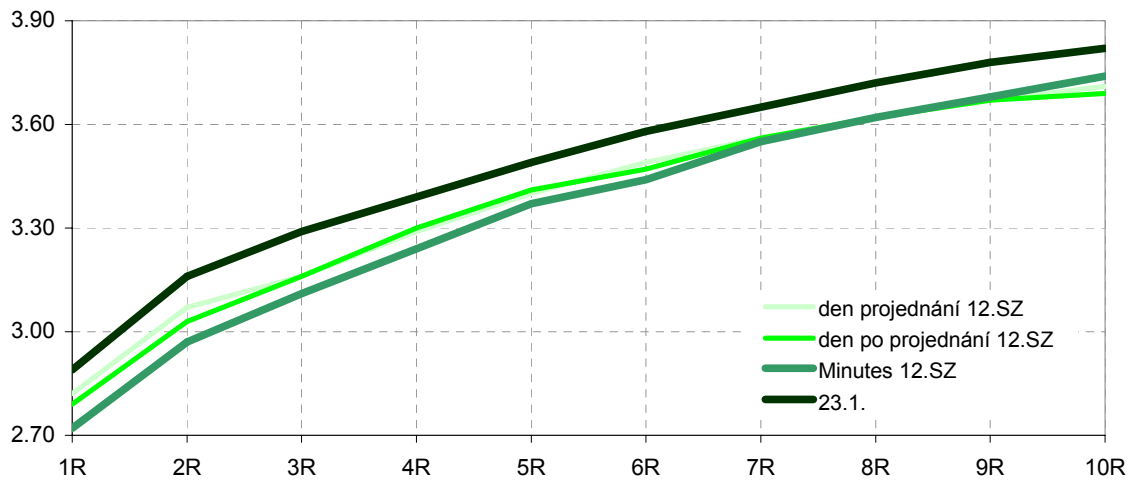
**Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR**



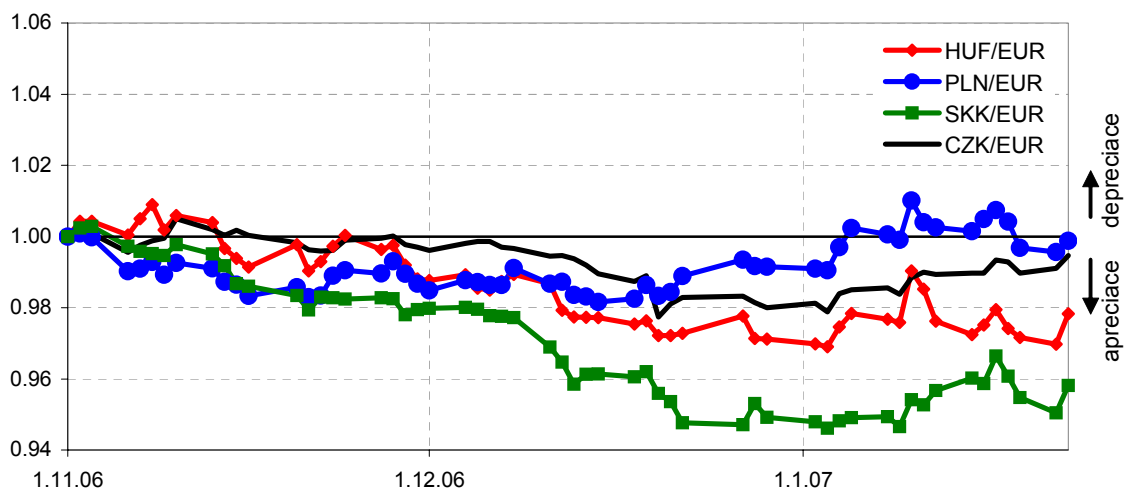
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



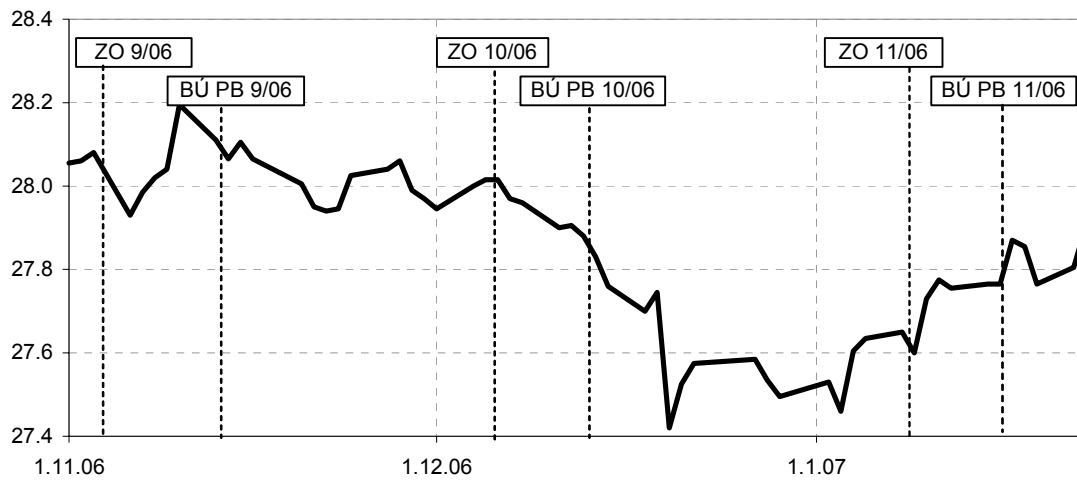
**Graf 5: IRS**



**Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.11. = 1.0)**



Graf 7: Kurz CZK/EUR



Graf 8: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

