

# Měnověpolitické doporučení pro 4. SZ 2007

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář dubnové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *dubnová makroekonomická prognóza*. Podle ní by měla celková meziroční inflace zhruba do října 2007 vystoupat do horní poloviny tolerančního pásma inflačního cíle. Zde se bude udržovat až do konce roku 2008. Inflace po očištění o primární dopady změn nepřímých daní se na horizontu měnové politiky (2. a 3. čtvrtletí 2008) pohybuje mírně pod 3 %. S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní postupný růst úrokových sazeb ze současné úrovně cca 2,6 % až na úroveň cca 4,1 % v 4Q08. V 2Q07 by úroveň 3M PRIBORu měla dosáhnout zhruba 2,8 %, což je přibližně o 0,2 p.b. více, než odpovídá průměru za období od počátku 2Q07 (k 24. dubnu 2,6 %).

Nejistoty a rizika spojená se základním scénářem prognózy identifikovaná při jeho přípravě jsou vnímána jako zhruba vyvážená. Odlišný vývoj od základního scénáře by však nastal při implementaci nedávno avizované fiskální reformy vlády. Na základě informací o připravované reformě dostupných v polovině dubna byla proto vypracována alternativa kvantifikující její potenciální dopady do prognózy inflace a dalších relevantních veličin. Přes poměrně významný dopad opatření v rámci fiskální reformy do prognózy inflace neukazuje simulace této fiskální alternativy (vzhledem k výjimkování změn nepřímých daní z reakce MP a zápornému fiskálnímu impulsu) na významné odchylky vývoje úrokových sazeb od základního scénáře prognózy pro nejbližší období.

Vedle toho byla kurzová rizika prognózy ošetřena standardní symetrickou citlivostní analýzou, předpokládající 3% neočekávanou přechodnou kurzovou odchylku. Dále bylo zpracováno několik měnověpolitických experimentů, jejichž diskuse je předmětem části 4 tohoto textu.

Následující dvě části přinášejí argumentaci pro vyšší nebo nižší úroveň úrokových sazeb oproti základnímu scénáři prognózy.

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

a) Makroekonomická prognóza ve 4. SZ vychází z březnového CF. **Dubnový CF** resp. odečet tržních výhledů ke dni jeho sestavení vykazuje oproti referenčnímu scénáři nárůst proinflačních rizik v následujících oblastech:

- sazba 1Y EURIBOR je v celém horizontu prognózy vyšší o cca 0,2 p.b.
- cena ropy Brent v CZK/barel se v celém horizontu prognózy zvyšuje o cca 7 až 8 %;

Simulovaná prognóza s daty dubnového CF ukazuje, že meziroční růst CPI by byl ve 2H07 vyšší zhruba o 0,1 p.b. a ve všech čtvrtletích 2008 vyšší zhruba o 0,2 p.b. Trajektorie úrokových sazeb by byla v roce 2007 (počínaje již 2Q) vyšší o 0,1 až 0,2 p.b. a v roce 2008 o 0,3 p.b.

- b) Poslední informace o vývoji ekonomiky, které nebyly zapracovány do prognózy, signalizují možná proinflační rizika jejího základního scénáře. Týká se to jak nových údajů z oblasti reálné ekonomické aktivity a trhu práce (údaje o vývoji ve stavebnictví, v průmyslu a v maloobchodě za první dva měsíce tohoto roku), tak nově dostupných informací z oblasti některých cenových okruhů (dovozní ceny, ceny průmyslových a zemědělských výrobců za březen, týdenní šetření cen potravin v dubnu a avizovaný možný vysoký růst velkoobchodních cen elektrické energie v letošním roce).

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

Protiinflačním rizikem prognózy je **silnější kurz CZK/EUR** oproti základnímu scénáři v očekáváních domácích analytiků finančního trhu. V jednoročném horizontu očekávají analytici kurz na úrovni 27,16 CZK/EUR, což je zhruba o 2,7 % apreciovanější úroveň ve srovnání s referenčním scénářem (27,90 CZK/EUR). Kvalitativně je toto riziko ošetřeno zpracováním standardní kurzové citlivostní analýzy. Ta symetricky předpokládá neočekávanou kurzovou odchylku od základního scénáře pro první kvartál prognózy ve výši +/- 3%. V dalších obdobích tato počáteční odchylka kurzu působením endogenních mechanismů včetně reakce měnové politiky od druhého čtvrtletí v simulaci postupně mizí. Verze této simulace jdoucí apreciačním směrem (inspirovaná výše uvedenými skutečnostmi) přináší v průměru zhruba o 1 p.b. nižší úroveň úrokových sazeb na celém výhledu ve srovnání se základním scénářem.

### 4. Další měnověpolitické úvahy

Výše uvedené argumenty nevnímá SMS jako natolik vyhraněné nebo asymetrické, aby zpochybnilo základní vyznění prognózy. Ta hovoří o postupném růstu úrokových sazeb a zůstává tak mj. v souladu s lednovou makroekonomickou prognózou, která rovněž avizovala po určitém období stability růst nominálních úrokových sazeb. Vedle ekonomických argumentů obsažených v dubnové prognóze je však v měnověpolitických úvahách vhodné zohlednit i další souvislosti, včetně akcentu na komunikační aspekty měnové politiky. Tyto úvahy jsou předmětem následující části doporučení.

- a) Počátkem března 2007 schválila BR **změnu inflačního cíle** z 3 % na 2 % s platností počínaje 1. lednem 2010. V souvislosti s nastavením měnověpolitických předpokladů predikčního aparátu byly zvažovány 3 varianty přechodu na nový inflační cíl v prognóze. Tyto varianty byly v podobě alternativních simulací na pozadí lednové prognózy prezentovány na úvodní schůzce s BR při zahájení prací na dubnové makroekonomické prognóze. Variantami konkrétně byly:

- skoková změna cíle od 1. čtvrtletí 2010
- postupná změna cíle od 1. čtvrtletí 2009
- postupná změna cíle od 1. čtvrtletí 2008

Základní scénář dubnové makroekonomické prognózy byl na základě závěrů uvedené schůzky vypracován s variantou postupné změny inflačního cíle od 1. 1. 2008. Tato varianta dle provedených simulací konzistentních s lednovým výhledem:

- (i) vedla za horizontem prognózy k vývoji inflace, který je relativně nejbližší novému cíli k datu jeho platnosti, tj. šla nejvíce ve směru obrany kredibility nového cíle (pochopitelně na úkor kredibility cíle stávajícího);

(ii) z hlediska reálných nákladů pro ekonomiku nebyla tato varianta horší než jiné varianty;

(iii) šlo o variantu nejbližše oportunnímu přístupu k poklesu inflace na nový cíl, který byl komunikován již při vyhlášení nového cíle;

(iv) tato varianta byla zřejmě nejbližše tomu, jak budou oznámení cíle vnímat ekonomické subjekty;

Z hlediska aktuálního rozhodování o nastavení úrokových sazeb je užitečné vědět, jak zvolený způsob promítnutí nového cíle do prognózy ovlivnil výhled vývoje inflace a úrokových sazeb v základním scénáři dubnové prognózy. Za tím účelem byly zpracovány dva měnověpolitické experimenty předpokládající změnu inflačního cíle dle zbývajících dvou uvedených variant.

Tyto měnověpolitické experimenty ukazují, že alternativní předpoklady o nastavení inflačního cíle na prognóze neznamenaají odchylky ve vývoji úrokových sazeb v nejbližším období oproti základnímu scénáři. Ve středním a dlouhém období jde tato varianta nejrychleji ve směru poklesu nominálních úrokových sazeb v souvislosti s nižším inflačním cílem a jeho promítnutím do inflačních očekávání.

- b) Vzhledem k očekáváním finančních trhů a nedávné komunikaci ČNB ohledně budoucího vývoje úrokových sazeb (viz dále) může být vhodné nejprve růst úrokových sazeb v souladu se základním scénářem prognózy trhům avizovat. Příprava finančních trhů na růst úrokových sazeb v blízké budoucnosti v souladu se základním scénářem prognózy by snížila riziko případného překvapení na straně trhů a jejich následné reakce. Ta by mohla podobně jako v minulosti odstartovat další vlnu nominální apreceiace kurzu. Stejně tak nemusí být optimální zvyšovat úrokové sazby téměř bezprostředně po vyhlášení nového inflačního cíle. Při jeho oznámení totiž ČNB komunikovala, že snížení cíle nevyžaduje v nejbližším období vyšší úroveň nominálních úrokových sazeb. Komunikační úsilí motivované ošetřením výše uvedených aspektů by si patrně vyžádalo určitý časový prostor (minimálně jeden měsíc) a teprve poté by mohlo dojít k nastoupení na trajektorii zvyšování sazeb zhruba v souladu s prognózou. Současně by tato komunikace mohla nasměrovat pozornost analytiků k novým datům o vývoji ekonomiky, které byly zapracovány do prognózy a ovlivnily její vyznění. Krátký odklad zvyšování sazeb by zároveň umožnil počkat na údaje, které budou zveřejněny po dubnovém měnověpolitickém zasedání a měly by potvrdit vyznění krátkodobé prognózy. Jak urgentní je v této souvislosti potřeba zvyšování sazeb, resp. jaké je „riziko z prodlení“ z titulu dočasné stability sazeb analyzuje provedený měnověpolitický experiment. V něm je pro 2. čtvrtletí předpokládána stabilita úrokových sazeb (3M PRIBOR) na jejich průměrné úrovni za 1Q 2007, což může být v těchto úvahách považováno za krajní variantu potřebné dočasné stability sazeb z komunikačních důvodů. Výsledky simulace tohoto experimentu vykazují jen mírné odchylky od základního scénáře v oblasti budoucího vývoje nominálních úrokových sazeb a inflace.

## 5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **březnovém zasedání** (29.3.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,50 %. Toto rozhodnutí bylo očekáváno. Z březnového šetření agentury Reuters (21.3.) vyplývalo, že žádný z 18 dotazovaných analytiků nepředpokládal změnu základních sazeb na tomto zasedání BR ČNB. Všichni rovněž očekávali, že v ročním horizontu se 2T repo sazba bude pohybovat výše, a to v rozmezí 2,75 % až 3,25 % (medián

3,00 %). Načasování prvního zvýšení základních sazeb ČNB bylo následující: 3Q07 (15 analytiků), 4Q07 (2) a 2H07 (1).

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že pro stabilitu sazeb hlasovalo všech šest přítomných členů BR. Guvernér uvedl, že rizika inflační prognózy jsou vyrovnaná. Proinflační rizika představují optimistický výhled ekonomiky v zahraničí, slabší koruna a plánované zvýšení snížené sazby DPH. Protiinflačně naopak působí nižší únorová inflace, mírnější nebo pozdější promítnutí vyšších spotřebních daní u tabáku a připravované fiskální reformy. Guvernér dále prohlásil, že v horizontu několika nejbližších měsíců se předpokládá spíše stabilita úrokových sazeb; ČNB postrádá výrazné stimuly pro pohyb sazeb jedním nebo druhým směrem. Ve střednědobém období však prognóza nadále počítá s růstem úrokových sazeb.

Během měsíce dubna se dva členové BR vyjádřili k možnému budoucímu vývoji základních sazeb ČNB (viz Tabulka 1). Tato komunikace ovlivnila očekávání analytiků i finančního trhu. V nejbližším období většina účastníků finančního trhu úpravu základních sazeb nepředpokládá (viz níže). Po komunikaci guvernera se však úrokové sazby posunuly mírně směrem vzhůru.

Sazby na peněžním trhu po posledním zasedání BR stagnovaly až do vyjádření guvernera ČNB o převaze proinflačních rizik (18.4.), poté mírně vzrostly. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR má pozitivní sklon (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se v celém horizontu pohybuje pod trajektorií sazeb konzistentní s aktuální prognózou.

Sazby IRS se zvýšily cca o 0,1 p.b. po celé délce křivky. Spread 5R – 1R dosahuje 0,6 p.b., spread 10R – 1R 1,0 p.b. (k 24.4.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (13.4.) vyplývá, že na dubnovém 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 (19.4.) také vyplývá, že žádný z 17 dotazovaných analytiků nepředpokládá zvýšení základních sazeb na dubnovém zasedání BR ČNB. Všichni rovněž očekávají, že v ročním horizontu se 2T repo sazba bude pohybovat výše, a to v rozmezí 3,00 až 3,25 % (medián 3,00 %). Načasování prvního zvýšení základních sazeb ČNB se částečně posunula směrem k bližšímu termínu, 3 analytici jej očekávají již na přelomu 2Q/3Q07. Zbývající načasování je následující: 3Q07 (11 analytiků), 4Q07 (2) a 2H07 (1).

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávali **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by kurz měl posílit na 27,16 CZK/EUR (rozpětí 26,50 až 28,00), tj. o 2,9 % vzhledem k průměru za 2Q07 do 24.4. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 2Q08 kurz na úrovni 27,90 CZK/EUR.

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

13.4.	R.Holman (rozhovor pro Reuters )	Růst české ekonomiky přesto, že zřejmě silnější, než očekávala ČNB, nevykazuje známky přehřátí, vyžadující zvýšení úrokových sazeb. Nevidím žádné inflační riziko či důvod zvyšovat sazby na základě dat z ekonomiky a považuji za možné delší období stabilních sazeb.
18.4.	Z.Tůma (rozhovor pro Reuters)	Data o vývoji české ekonomiky z tohoto měsíce naznačují „lehký“ posun inflačním směrem a zvyšují pravděpodobnost, že příští pohyb úrokových sazeb bude spíše směrem vzhůru. Nechci předurčovat načasování případné změny sazeb. Sám nejsem rozhodnut, jak budu hlasovat o sazbách na následujícím měnovém zasedání.

## 6. Měnověpolitické doporučení SMS

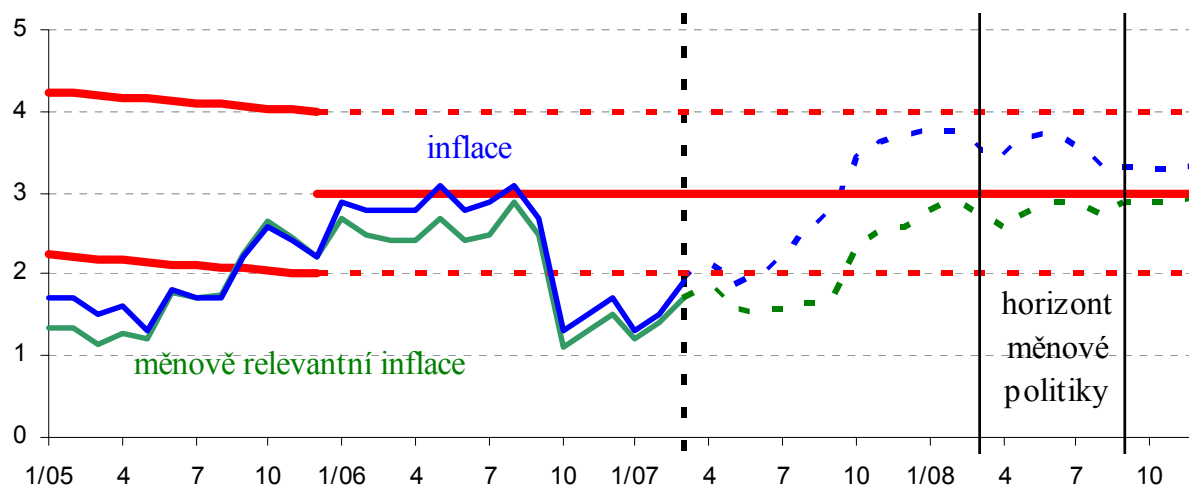
SMS doporučuje bankovní radě zvýšit na dubnovém měnověpolitickém zasedání úrokovou sazbu o 0,25 p.b..

SMS v tomto svém doporučení upřednostnila ekonomické argumenty v pozadí makroekonomické prognózy před komunikačními aspekty měnověpolitického rozhodování. Bankovní rada na svém zasedání přitom přirozeně může posoudit váhu obou těchto skupin argumentů odlišně od SMS.

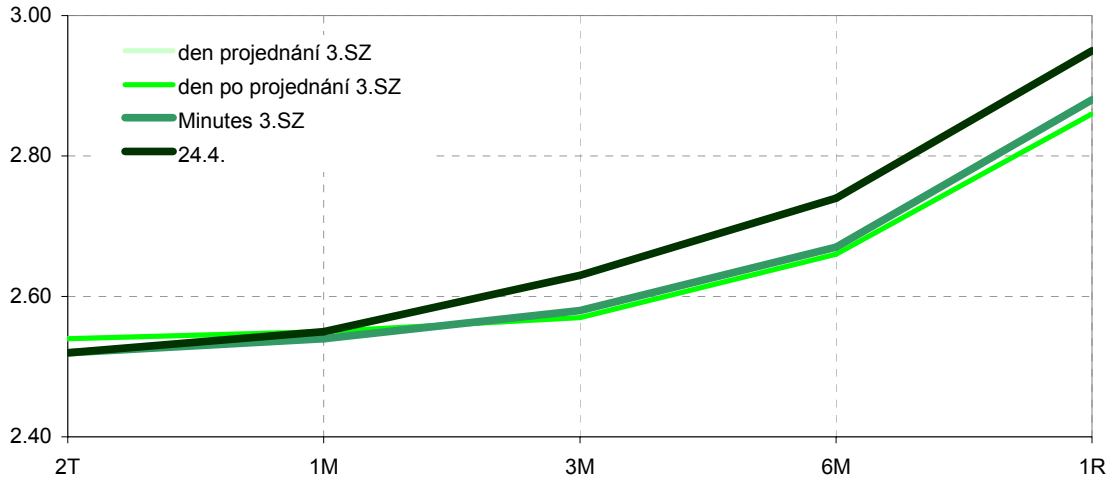
V případě rozhodnutí v souladu s doporučením SMS lze komunikovat dlouhodoběji avizovaný růst nominálních úrokových sazeb v posledních prognózách, jehož relevance se potvrzuje na základě aktuálních analýz nově dostupných ekonomických údajů, které vesměs míří mírně proinflačním směrem.

V případě nevyslyšení názoru SMS doporučujeme BR komunikovat vůči finančním trhům a veřejnosti pravděpodobný růst úrokových sazeb ve velmi blízké budoucnosti v souladu se základním scénářem dubnové prognózy, rovněž s poukazem na kontinuitu s lednovou prognózou a kumulaci mírných proinflačních signálů.

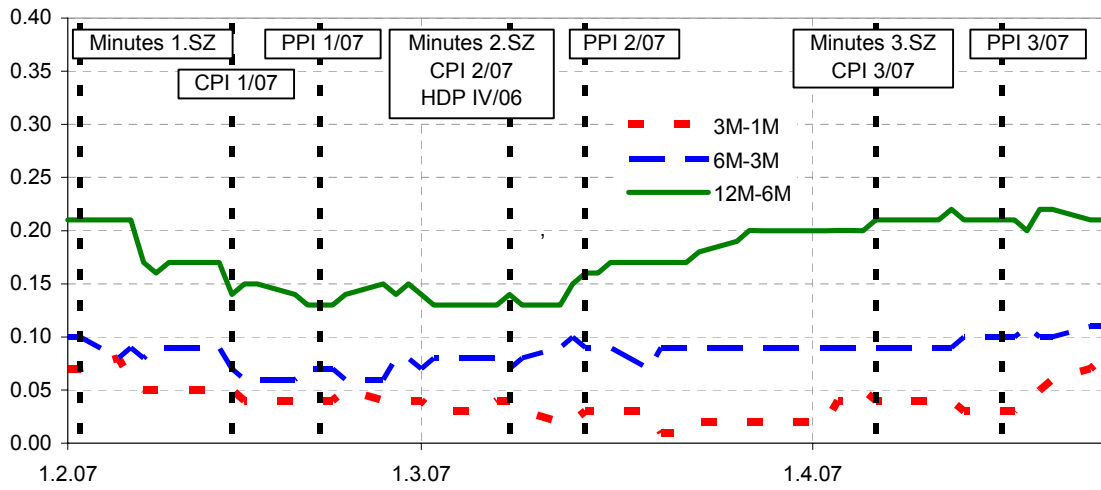
Graf 1: Prognóza inflace ze 4. SZ 2007 a cílové pásmo



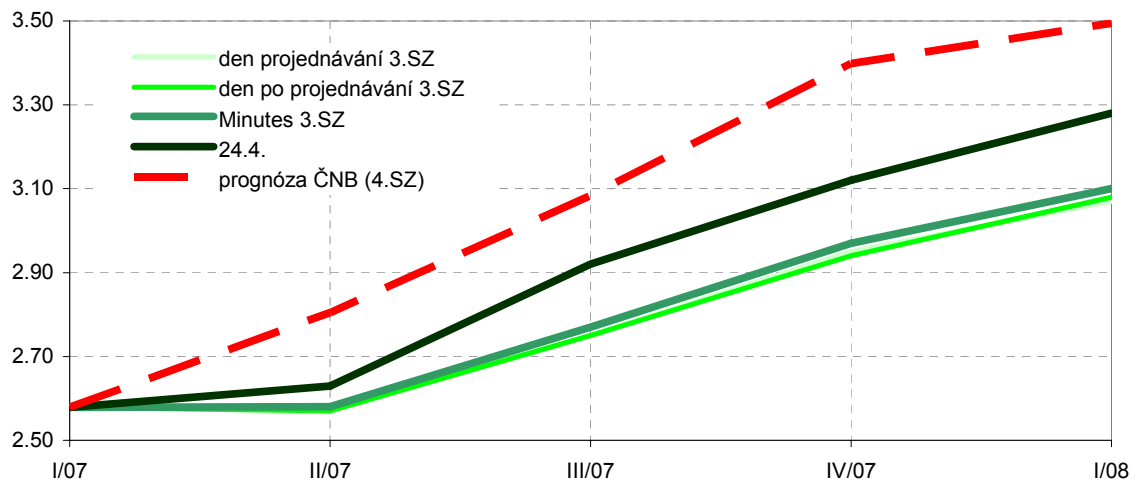
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



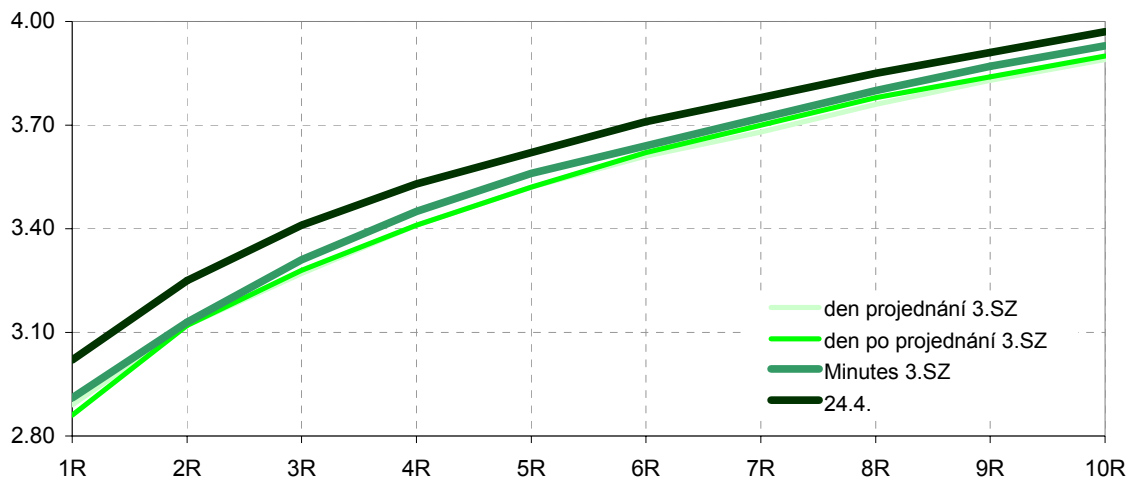
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



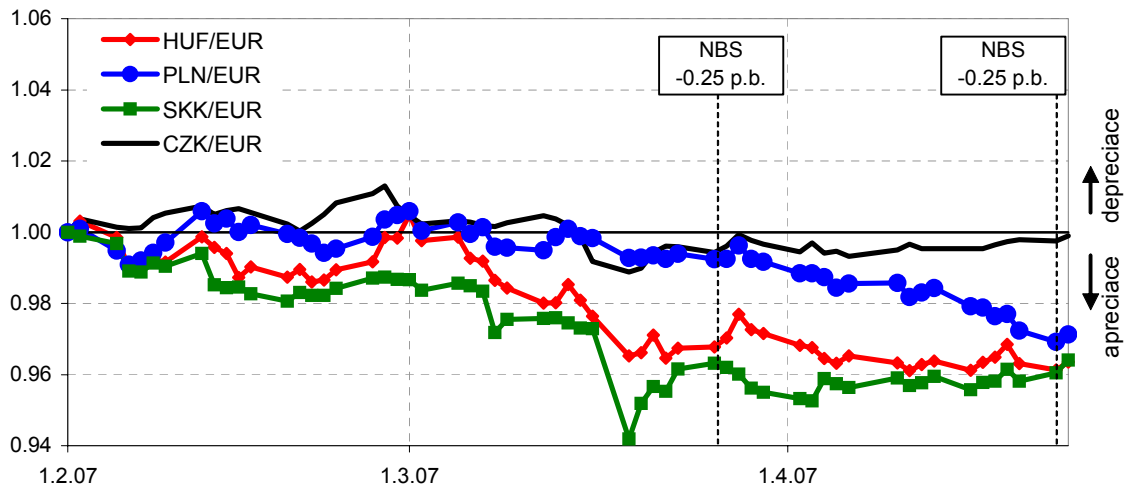
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



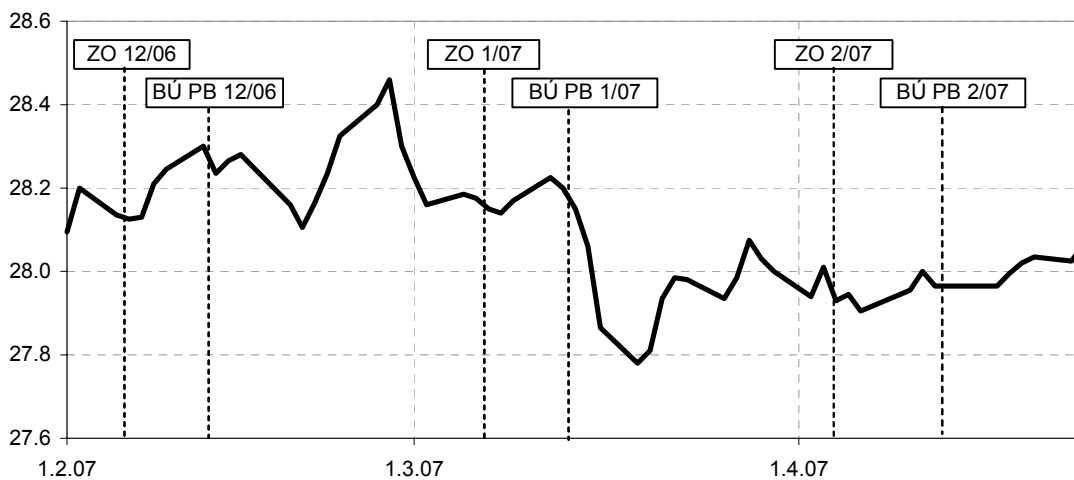
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.2. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

