

Měnověpolitické doporučení pro 7. SZ 2007

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář červencové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *červencová makroekonomická prognóza*. Podle ní by se měla celková meziroční inflace pohybovat na horizontu měnové politiky (3. a 4. čtvrtletí 2008) nad horním okrajem tolerančního pásma inflačního cíle, kde se bude udržovat až do konce prognostického období. Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. inflace po očištění o primární dopady změn nepřímých daní, bude také rychle narůstat. Na horizontu měnové politiky by se pak měla pohybovat zhruba v polovině¹ tolerančního pásma oficiálního inflačního cíle na hodnotách okolo 3,5 %.

Oproti dubnové predikci je výhled inflace vyšší na celém horizontu. Rovněž implikovaná trajektorie měnověpolitických sazeb leží v aktuální prognóze znatelně výše než v dubnu. S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve výrazný růst nominálních úrokových sazeb a poté jejich stabilita ve zbytku prognózovaného období. Ve 3Q07 by úroveň 3M PRIBORu měla dosáhnout 3,4 %, což je přibližně o 0,4 p.b. více, než odpovídá průměru za období od počátku čtvrtletí. S prognózou je tak pro toto čtvrtletí konzistentní zvýšení měnověpolitických sazeb o zhruba 0,5 p.b.²

Situační zpráva hodnotí rizika červencové prognózy, identifikovaná v průběhu jejího zpracování, jako vyvážená. Určitá míra nejistoty panuje ohledně budoucího vývoje inflačních očekávání, která na prognóze rychle rostou. Podrobněji se tímto rizikem zabývá alternativní scénář popsany níže.

Následující text shrnuje hlavní argumenty vedoucí k vyšším nebo nižším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní s červencovou prognózou.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Podle údajů **červencové publikace Consensus Forecasts** a tržních výhledů odečtených ke dni jejího zpracování (v obou případech nezpracovaných do prognózy) dochází ke zvýšení cen ropy Brent a cen benzínů na celém výhledu. Současně dochází k mírnému posunu směrem vzhůru u předpovědi růstu HDP v efektivní eurozóně a ročních sazeb Euribor v roce 2008. Promítnutí těchto informací do základního scénáře prognózy ukazuje

¹ Resp. poblíže horní hranice tolerančního pásma postupně se snižujícího cíle obsaženého ve všech simulacích v SZ i v MPD. Modelový cíl ve všech scénářích totiž stejně jako v minulé prognóze postupně klesá počínaje 1Q08 ke 2 % oficiálně vyhlášeným s platností od roku 2010. To je v souladu s tím, že při vyhlášení nového cíle ČNB oznámila, že umožní postupné snižování inflace na úroveň nového inflačního cíle s dostatečným předstihem zhruba jednoho roku, aby se k datu platnosti nového cíle nacházela v jeho blízkosti

² Jak je uvedeno níže, zvýšení sazeb ČNB v rozsahu 0,25 p.b. na červencovém zasedání BR je analytiky a trhy očekáváno, a je tudíž již odraženo v sazbách 3M PRIBOR. Zvýšení sazeb ČNB o 0,25 p.b. by tak patrně nevedlo k významnému nárůstu tržních sazeb. Zvýšení repo sazby o 0,5 p.b. v červenci při komunikaci jejího dalšího růstu v následujících čtvrtletích by posunulo tržní tříměsíční sazby ve 3Q07 téměř přesně na úroveň shodnou se základním scénářem prognózy. Případné postupné zvyšování sazeb celkově ve stejném rozsahu, tj. v červenci a srpnu po 0,25 p.b. by vedlo k dosažení průměrné hodnoty sazeb 3M PRIBOR cca 3,2 % (viz komentář k provedenému MP experimentu v části 4 tohoto MPD).

na mírně vyšší trajektorii úrokových sazeb a inflace na celém horizontu prognózy (v obou případech v průměru o cca 0,2 p.b.)

- b) Nejnovější údaje o vývoji **dovozních cen** ukazují na jejich více proinflační aktuální vývoj ve srovnání s předpoklady základního scénáře prognózy. Z hlediska dopadu do budoucího vývoje inflace a úrokových sazeb je však toto riziko mírné.
- c) V návaznosti na vyšší růst cen nemovitostí je podle informací získaných od Ministerstva pro místní rozvoj po uzavření prognózy odhadováno průměrné zvýšení maximální výše **regulovaného nájemného** o 23,3 % v roce 2008 (přičemž prognóza vychází z předešlého odhadu MMR, který činil 19,2 %). Neočekává se však plné využití možnosti zvýšit nájemné na uvedenou maximální odhadovanou hodnotu. Proto by byl růst regulovaného nájemného v roce 2008 námi nově odhadován na cca 20 % (oproti 15 % v prognóze). Dopad této změny do celkové inflace by byl pouze cca 0,1 p.b.
- d) Nejistota ohledně vývoje **fiskální politiky** státu v roce 2008 se od zpracování dubnové prognózy nesnížila, spíše naopak. Případné zvýšení snížené sazby DPH od roku 2008, s nímž základní scénář nepočítá, by znamenalo poměrně výrazný dopad do zvýšení prognózy celkové inflace. Jeho dopad ve směru vyššího růstu sazeb by však zřejmě byl relativně umírněný vlivem uplatnění výjimky na primární efekty změn nepřímých daní v reakci centrální banky, jak ukázal příslušný alternativní scénář dubnové prognózy. Mechanické srovnání s ním však není v tomto případě úplně korektní, protože část v něm obsažené fiskální restrikce z titulu růstu ekologických daní a výdajových škrťů v kompetenci vlády již byla zahrnuta do základního scénáře v červencové prognóze. Tlak na dodatečný růst úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem z titulu zvyšování DPH by tak byl patrně vyšší než v dubnu.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) V rámci zpracování prognózy byl vyhotoven **alternativní scénář předpokládající nižší nárůst inflačních očekávání** na celém horizontu prognózy ve srovnání se základním scénářem. Alternativní scénář bere v úvahu dlouhodobou zkušenost ekonomických subjektů s nízkou inflací. Ta může vést k nižšímu nárůstu inflačních očekávání na horizontu prognózy jak z titulu nižší (tj. nulové) propagace dopadů daňových změn, tak obecněji v důsledku celkově pozvolnějšího přehodnocování inflačních očekávání směrem nahoru v podmínkách rostoucí inflace. V této alternativě dochází oproti základnímu scénáři k nižší měnověpolitické i celkové inflaci (v průměru na horizontu měnové politiky o 0,4 p.b.), a k poněkud mírnější reakci úrokových sazeb (o 0,2 p.b. pro 3Q07 a o 0,4 – 0,5 p.b. ve zbytku horizontu prognózy)
- b) Existuje určité riziko **silnějšího kurzu** ve srovnání se základním scénářem při prognózovaném vývoji sazeb, jejichž trajektorie leží výše, než jsou tržní očekávání. V jednoročním horizontu očekávají převážně domácí analytici oslovení v rámci šetření IOFT kurz na úrovni 27,39 CZK/EUR, zatímco základní scénář prognózy je konzistentní pro 3Q08 s kurzem koruny na úrovni 27,8 za euro.³ Vývoj kurzu v souladu s očekáváním analytiků v IOFT by představoval protiinflační riziko prognózy. Riziko stejným směrem naznačuje též posílení kurzu v posledním období. Kvalitativně je toto riziko ošetřeno zpracováním standardní kurzové citlivostní analýzy. Ta symetricky předpokládá neočekávanou kurzovou odchylku od základního scénáře pro první čtvrtletí prognózy ve

³ Naopak převážně zahraniční analytici přispívající do Foreign Exchange Consensus Forecast však naopak očekávají ve stejném období lehce depreciovější kurz ve srovnání s prognózou ČNB.

výši ± 3 % při nastavení úrokových sazeb pro toto čtvrtletí v souladu s prognózou. V dalších obdobích tato počáteční odchylka kurzu působením endogenních mechanismů včetně reakce měnové politiky od druhého čtvrtletí prognózy v simulaci postupně mizí. Verze této simulace jdoucí apreciačním směrem (inspirovaná výše uvedenými úvahami) přináší zhruba stabilitu úrokových sazeb kolem hodnoty 3,4 % až do 1Q08 a teprve poté jejich růst, přičemž odchylka od základního scénáře dosáhne v průměru zhruba 1 p.b. Zpracován byl rovněž měnověpolitický experiment hledající úroveň kurzu, při které by bylo, za jinak stejných předpokladů jako v základním scénáři prognózy, dosaženo dočasné stability sazeb na úrovni 2Q07. Tato úroveň kurzu pro 3Q07 činí 27,10 CZK/EUR, a je tedy o cca 4,8 % silnější oproti průměru od začátku 3. čtvrtletí, což není příliš reálné. Přitom i v tomto scénáři dochází posléze k postupnému růstu sazeb, ačkoliv inflace leží na celém horizontu níže jak vlivem působení přímého kurzového kanálu, tak vlivem nižších tlaků z reálné ekonomiky v důsledku přísnějších měnových podmínek.

4. Další měnověpolitické úvahy

Výše uvedené argumenty nevnímá SMS jako natolik vyhraněné nebo asymetrické, aby zpochybnilo vyznění základního scénáře prognózy. Ten hovoří o akutní potřebě výrazného růstu úrokových sazeb s cílem stabilizovat inflaci a inflační očekávání na hodnotách konzistentních s inflačním cílem a ekonomiku blízko rovnovážného vývoje. V podmínkách kladné mezery reálných mezních nákladů resp. výstupové mezery, prognózy MP inflace nad cílem a s úrovní sazeb pod politicky neutrální hladinou je růst sazeb v základním scénáři pochopitelný. Viděno optikou základního scénáře prognózy dochází ke zvyšování sazeb poněkud opožděně, a tomu odpovídá i nutnost rychlejšího pohybu sazeb.

Měnověpoliticky relevantní inflace je však i při této trajektorii úrokových sazeb na horizontu MP i v 1Q09 na úrovni kolem 3,5 %, tedy nad cílem ČNB.⁴ Celková inflace je v témže období potom na úrovni 3,8 %. To při výhledu za horizontem prognózy pouze pozvolně klesající celkové inflace mj. znamená, že v roce 2010 může být inflace poměrně zdatelně nad hodnotou nového inflačního cíle ve výši 2 %, přičemž při vyhlášení tohoto cíle ČNB dosti jasně vyjádřila ambici tento cíl plnit.⁵ Měnověpolitický experiment, na základě kterého bude měnověpolitická inflace bezmála přivedena k cíli v 1Q09 poukazuje na nutnost zvýšení sazeb 3M PRIBORu ve 3Q07 na průměrnou hodnotu 4,0 %. Aby toho bylo dosaženo, je nutno přehodnotit reakční funkci centrální banky tak, že reaguje zdatelně citlivěji na odchylku inflace od cíle než při standardním nastavení prognostického aparátu.⁶

Ze simulace měnověpolitického experimentu předpokládajícího zvyšování základních sazeb v průběhu 3Q07 ve dvou krocích (tj. v červenci a srpnu po 0,25 p.b., z čehož resultuje průměrná úroveň sazeb 3M PRIBOR ve 3Q07 ve výši cca 3,2 %) naopak vyplývá, že dojde ke zvýšení rozsahu přestřelení inflačního cíle na horizontu měnové politiky o dalších 0,1 až 0,2 p.b. ve srovnání se základním scénářem. Úrokové sazby poté reagují rychlejším nárůstem ve

⁴ Z tohoto pohledu je rozhodnutí o zvýšení sazeb v souladu s prognózou možno vnímat jako relativně bezpečné, neboť případné naplnění protiinflačních rizik prognózy by do určité míry vedlo ke sblížení inflace a inflačního cíle.

⁵ Pokud by se současně ukázalo, že politická reprezentace plní příslušné závazky a země směřuje k přijetí eura v roce 2012, potom je zde další riziko. Rok 2010 by pak totiž byl současně i obdobím rozhodným pro vyhodnocení maastrichtského konvergenčního kritéria pro cenovou stabilitu a dle základního scénáře prognózy by inflace v ČR mohla být nad příslušnou referenční hodnotou.

⁶ Samotné snížení persistence v úrokovém pravidle se v této situaci ukázalo jako neúčinné pro významné snížení prognózy inflace směrem k cíli. Při zvýšení váhy odchylky inflace od cíle v reakční funkci je potom dosaženo stabilizace inflace na cíli i při poměrně vysoké persistenci v pravidle zhruba na úrovni základní kalibrace.

srovnání se základním scénářem počínaje 2Q08, přičemž musí vystoupat vůči základnímu scénáři na mírně vyšší hladinu, aby stabilizovaly inflaci. Riziko z prodloužení zvyšování sazeb tak není v podmínkách přestřelování inflačního cíle zcela zanedbatelné.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **červnovém zasedání** (28.6.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,75 %. Toto rozhodnutí bylo očekáváno. Z červnového šetření agentury Reuters (22.6.) vyplývalo, že zvýšení základních sazeb na červnovém zasedání BR ČNB předpokládal pouze 1 z 15 dotazovaných analytiků. Ostatní očekávali zpřísnění měnové politiky během 3Q07, a to nejpravděpodobněji v červenci. Všichni rovněž očekávali, že v 1R horizontu se 2T repo sazba bude dále zvyšovat na hodnoty v rozmezí 3,25 až 3,75 % (medián 3,5 %).

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že pro stabilitu sazeb hlasovali čtyři z pěti přítomných členů BR, jeden hlasoval pro zvýšení o 0,25 p.b. Guvernér uvedl, že rizika dubnové prognózy jsou celkově proinflační. K hlavním rizikům patří inflační tlaky přicházející z trhu práce, robustní růst české ekonomiky, vývoj ekonomické aktivity a úrokových sazeb v eurozóně a slabší koruna. Všechna tato rizika působí jedním směrem, argumenty však nebyly tak silné, aby BR rozhodla o zvýšení sazeb. Guvernér připustil, že někteří členové BR se možná obávali psychologického dopadu dvojího zvýšení úrokových sazeb za sebou, které by mohlo být vykládáno jako „panická reakce“. Guvernér dále prohlásil, že nebude předjímat načasování ani rozsah příštího pohybu úrokových sazeb. Obecně je pro pohyb pouze o 0,25 p.b., avšak nelze vyloučit ani debatu o větší změně; velmi bude záležet na nové inflační prognóze.

Během měsíce července se tři členové BR vyjádřili k možnému budoucímu vývoji základních sazeb ČNB (viz Tabulka 1). Tato komunikace potvrdila očekávání účastníků finančního trhu ohledně zpřísnění měnové politiky na červencovém zasedání BR ČNB.

Sazby na peněžním trhu se od posledního zasedání BR zvýšily cca o 0,1 p.b. s výjimkou nejkratších splatností (do 2T), které klesají vlivem očekávaného zvýšení základních sazeb ČNB. **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, přičemž s prodlužujícím se horizontem odchylka narůstá.

Sazby IRS se také příliš nezměnily, pohyb oběma směry činil max. 0,1 p.b. Spread 5R – 1R dosahuje 0,6 p.b., spread 10R – 1R činí 0,8 p.b. (k 24.7.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (13.7.) vyplývá, že na červencovém zasedání BR ČNB všech 12 analytiků k datu tohoto šetření předpokládalo zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,25 až 4,00 % (medián 3,50 %).

Ze šetření agentury Reuters (19.7.) vyplývá, že zvýšení základních sazeb na červencovém zasedání BR ČNB předpokládá 14 z 15 dotazovaných analytiků. Všichni rovněž očekávají, že v ročním horizontu se 2T repo sazba bude ještě dále zvyšovat; rozmezí činí 3,25 až 4,25 % (medián 3,50 %).

V horizontu 1R se i nadále očekává **apreciace kurzu**. Podle analytiků v rámci šetření IOFT by kurz měl posílit na 27,39 CZK/EUR (rozpětí 26,60 až 28,20), tj. o 3,6 % vzhledem k průměru za 3Q07 do 24.7. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají posílení kurzu na 27,89 CZK/EUR, tj. o 1,9 % (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 3Q08 kurz na úrovni 27,80 CZK/EUR.

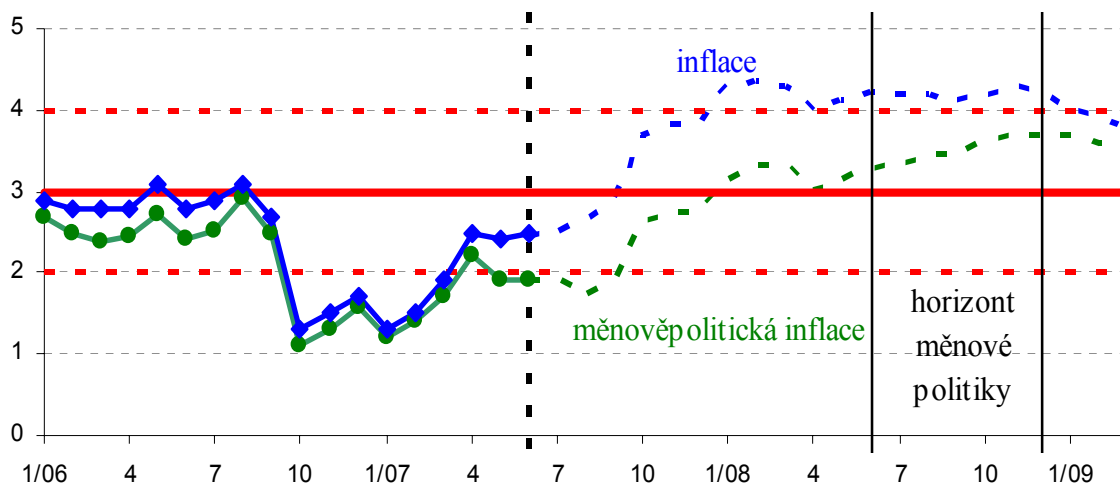
Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

13.7.	L.Niedermayer (rozhovor pro Bloomberg)	Dostupná data ukazují, že zvláštní okolnosti, které nám umožňovaly držet sazby velmi nízko po velmi dlouhou dobu, jsou pryč. ČNB v tomto měsíci pravděpodobně zvýší svoji inflační prognózu a odpovídajícím způsobem k tomu bude muset zvyšovat také sazby. Preferuji postupné zvyšování sazeb v malých krocích, neboť to umožňuje ověření správnosti prognózy inflace, sestavené v ČNB.
17.7.	P.Řežábek (rozhovor pro Reuters)	Uvidíme, jak bude vypadat nová inflační předpověď. Je ale možné, že zásada obezřetnosti zvítězí a rada schválí zvýšení o pětadvacet bazických bodů. Inflačních rizik v české ekonomice přibývá a pravděpodobně by bylo chybné vyčkávat, až se tato rizika projeví.
18.7.	M.Singer (rozhovor pro Thomson Financial)	We perceive significant inflation risks. The data is more or less consistent in this respect. We can't exclude a hike. We expect CPI can go above the tolerance band. Monetary conditions are looser than we expected, which also makes the decision whether to hike or not easier. The global environment pushes rates up, which in the long term means rates go up in basically the whole world. It's possible we'll go the direction of a rate hike which to an extent may mean that our rates will go up and the differential to the euro zone will decrease.

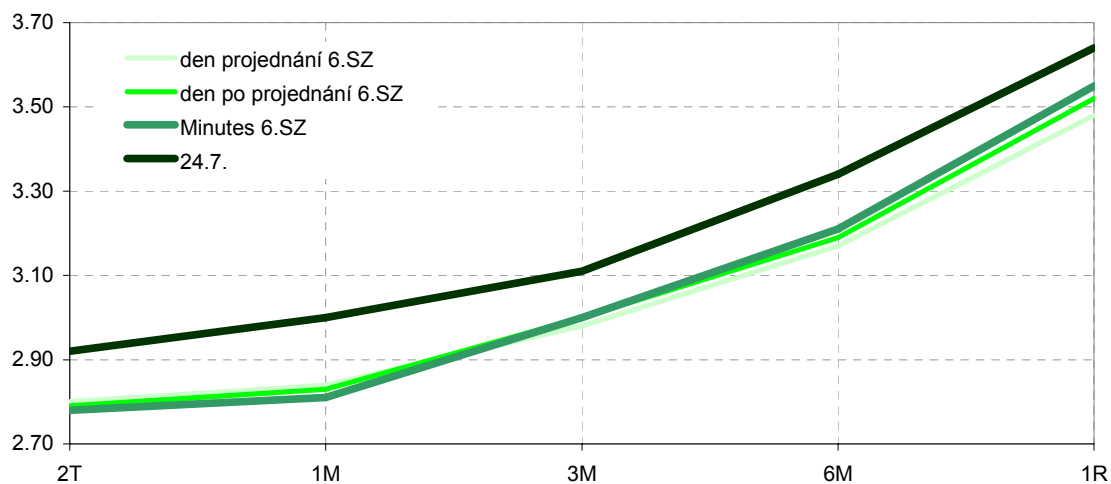
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje zvýšit měnověpolitické úrokové sazby o 0,5 p.b.

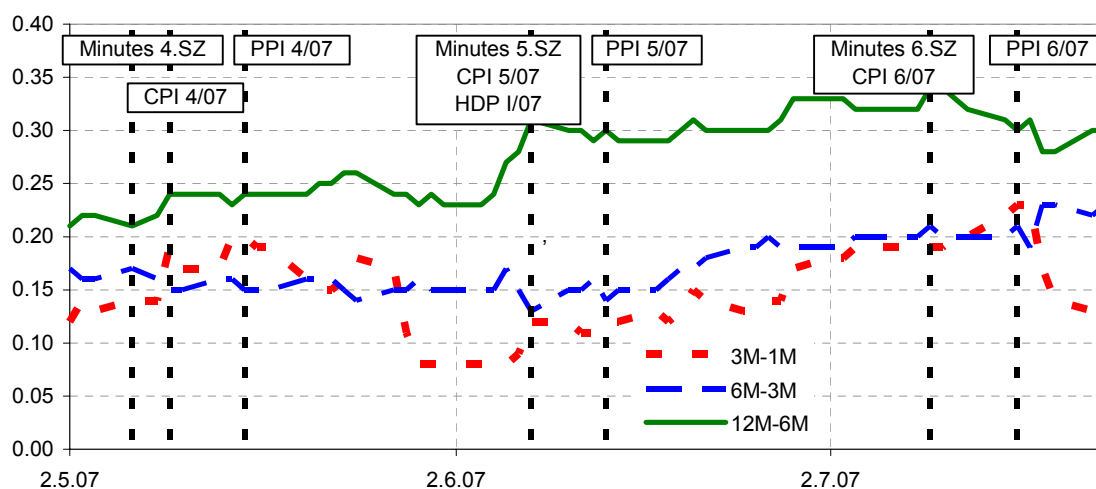
Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2007 a cílové pásmo



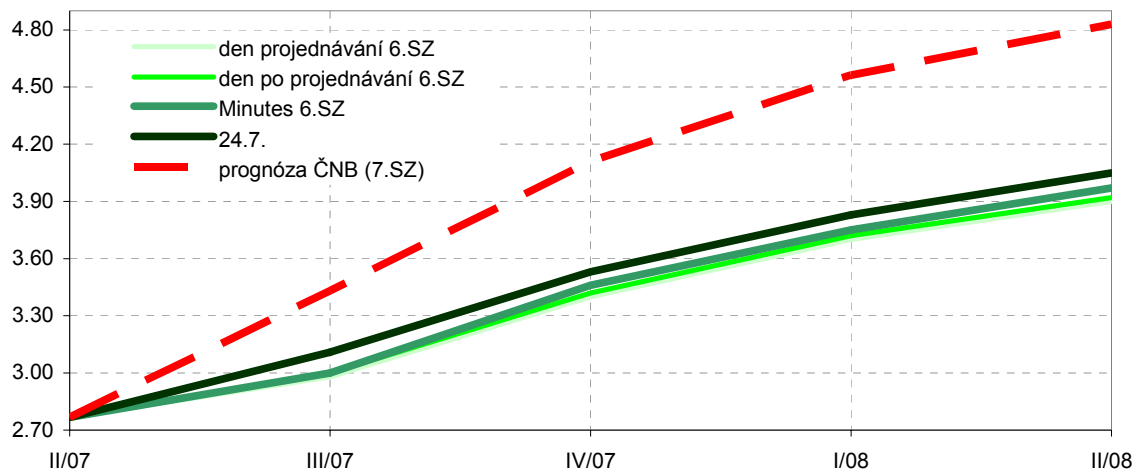
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



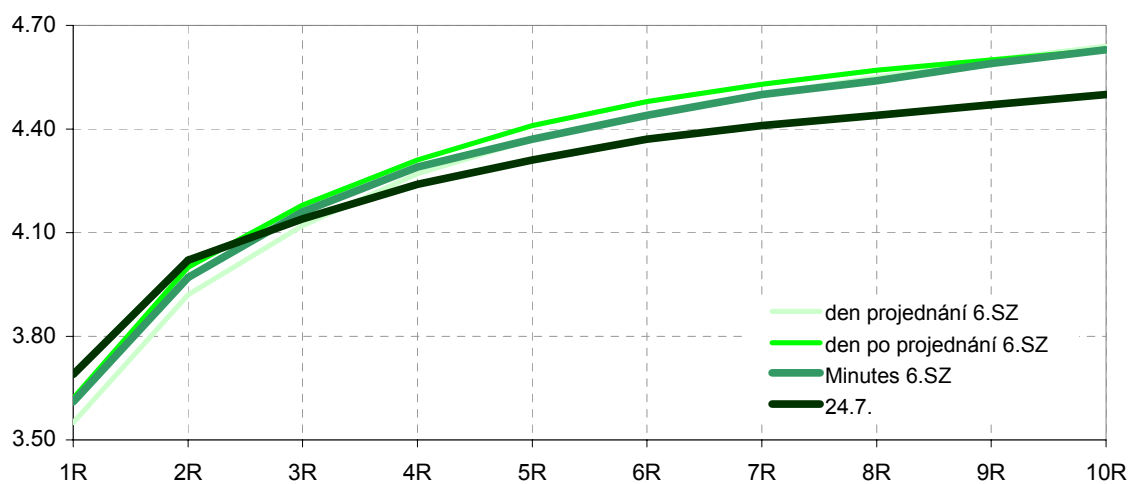
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



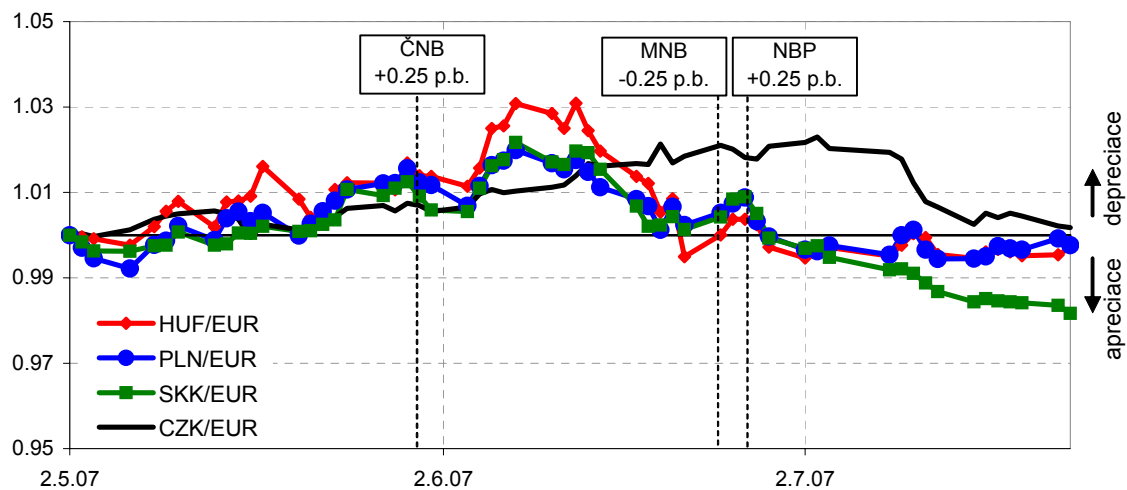
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



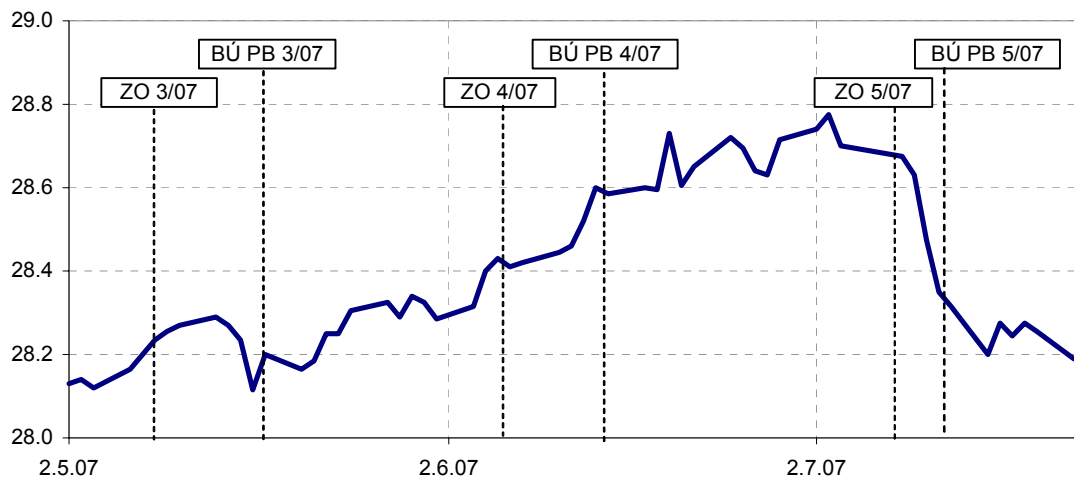
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (2.5. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

