

Měnověpolitické doporučení pro 8. 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 (nyní červenec 2008 až leden 2009) nad horním okrajem tolerančního pásma inflačního cíle, kde se bude udržovat až do konce prognostického období. Měnověpolitická inflace, tj. inflace po očištění o primární dopady změn nepřímých daní, bude také rychle narůstat. Na horizontu měnové politiky by se pak měla pohybovat v horní polovině tolerančního pásma oficiálního inflačního cíle¹ na hodnotách okolo 3,5 %.

S makroekonomickou prognózou je konzistentní růst nominálních úrokových sazeb. Ve 3Q07 by podle prognózy průměrná úroveň 3M PRIBORU měla činit 3,4 %, což je přibližně o 0,25 p.b. více, než odpovídá dosavadnímu průměru ke dni 28.8.

Srpnová situační zpráva hodnotí rizika červencové prognózy inflace jako výrazně proinflační a rizika výhledu měnověpolitické inflace a úrokových sazeb naopak jako mírně protiinflační. Nově dostupná data přitom nezpochybnují historiku o vývoji domácí ekonomiky předestřenou v 7. SZ. Turbulence na světových finančních trzích však vnáší určitou míru nejistoty jak do budoucího ekonomického vývoje, tak do aktuálního měnověpolitického rozhodování. Této nejistotě je na úrovni MP rozhodování možno čelit dvěma způsoby. Buď počkat na zklidnění situace na finančních trzích a pak se rozhodnout o dalším tempu zvyšování sazeb, nebo pokračovat ve zvyšování sazeb v souladu s prognózou a využít případné naplnění jejich protiinflačních rizik pro tlumení nárůstu celkové inflace v podmínkách výrazných dopadů změn nepřímých daní (podrobněji viz část 4 tohoto MPD).

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Změny **spotřebních daní a DPH** zvýší na horizontu 3Q08 inflaci oproti prognóze o více než 1 p.b. Dopad do měnověpolitické inflace bude s ohledem na omezenou propagaci daňových změn ovšem mnohem menší a tomu odpovídá i menší reakce úrokových sazeb (v GRIPu jsou sazby vyšší o 0,2 - 0,3 p.b.). Snížení fiskálního impulzu má v simulaci zachycené v GRIPu naopak jen mírný protiinflační dopad. Mírně proinflačním směrem působí i nový výhled vývoje regulovaných cen z titulu zvýšení odhadu růstu regulovaného nájemného.
- b) V červenci byl u **cen potravin** zaznamenán rychlejší růst, než předpokládá prognóza (meziročně 2,6 % oproti předpokladu prognózy na úrovni 2,1 %). Navíc týdenní šetření cen potravin ukazují na mzm. růst cen potravin v srpnu, přičemž v prognóze je v tomto měsíci předpokládán obvyklý sezónní pokles. Tyto informace spolu s aktuálním i očekávaným růstem světových cen zemědělských komodit implikují možná proinflační rizika v prognóze cen potravin na následující měsíce.

¹ Resp. poblíže horní hranice tolerančního pásma v prognóze obsaženého postupně se snižujícího cíle ke 2 % .

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Celková meziroční inflace dosáhla v červenci 2,3 %, tedy o 0,2 p.b. méně, než předpokládá stávající prognóza. Nižší oproti prognóze byla pouze **korigovaná inflace bez pohonných hmot**, přičemž přibližně polovinu chyby lze připsat změně metodiky sledování cen rekreací. Očekáváme tak, že část této odchylky bude eliminována v následujících měsících vlivem předpokládané změny sezónnosti. Ovšem na druhou stranu nelze stále vyloučit (ale ani potvrdit) riziko nižšího nárůstu inflačních očekávání a z toho titulu zejména pomalejšího zvyšování korigované inflace bez PH ve srovnání s červencovou prognózou (viz alternativní scénář v 7. SZ).
- b) Přetrvává riziko **silnějšího kurzu** ve srovnání se základním scénářem při prognózovaném vývoji sazeb, jejichž trajektorie leží výše oproti tržním očekáváním. V jednoročním horizontu očekávali převážně domácí analytici oslovení v rámci srpnového šetření IOFT kurz na úrovni 27,18 CZK/EUR, zatímco převážně zahraniční analytici očekávali v srpnovém FECF kurz ve stejném horizontu na úrovni 27,85 CZK/EUR. Základní scénář prognózy je pro 3Q08 konzistentní s kurzem koruny na úrovni 27,8 CZK/EUR. Vývoj kurzu v souladu s očekáváním analytiků v IOFT by představoval protiinflační riziko prognózy.

Riziko stejným směrem naznačuje též posílení kurzu v posledním období. Červencová prognóza předpokládá průměrný kurz během 3Q07 na úrovni 28,30 CZK/EUR, přičemž dosavadní průměr od začátku čtvrtletí činí 28,11 CZK/EUR. Koruna ovšem zejména v posledním období výrazně posílila a dosáhla úrovně 27,7 CZK/EUR (28.8.), tj. v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí apreciovala v rozsahu přibližně 3,5 %. To má bezprostřední souvislost s krizí na trhu rizikových hypoték v USA (blíže viz část 4). Stabilizace kurzu na současné hladině by měla silný protiinflační efekt. Toto riziko je dále umocněno snížením tržního výhledu jednoročních sazeb Euribor vlivem změny očekávaného tempa růstu sazeb ECB.

4. Další měnověpolitické úvahy

Výše uvedené nově dostupné informace z domácí ekonomiky dle názoru SMS nezpochybňují základní kontury červencového makroekonomického scénáře, tj. odhad aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu a jeho výhled, prognózu měnověpoliticky relevantní inflace na horizontu měnové politiky (bez možného vlivu odlišného vývoje kurzu) a nastavení rovnovážných veličin. Základní směřování vývoje nominálních sazeb směrem k jejich růstu k politicky neutrální hladině tak není zpochybněno. Budoucí vývoj kurzu opředený značnou nejistotou (viz dále) však může do značné míry ovlivnit rozsah a rychlost tohoto zvyšování sazeb v budoucnosti.

Aktuální a budoucí vývoj kurzu koruny do značné míry závisí na dění ve světě. Krize na trhu rizikových hypoték v USA je spojena s růstem averze k riziku na světových finančních trzích. Kromě přímo viditelných projevů (pokles cen akcií) to znamená i uzavírání pozic v rámci tzv. carry obchodů, při nichž investoři využívají nízkouročené měny (švýcarský frank, japonský jen, česká koruna) k investicím do rizikovějších aktiv přinášejících vyšší výnos. Pozice na těchto obchodech se v období krize uzavírají a nové pozice se neotvírají, což má za následek posílení nízkouročených měn na úkor měn vysoceúročených. Budoucí vývoj kurzu koruny je tak v současnosti spojen s vysokou mírou nejistoty. V případě rychlého odeznění krize nelze vyloučit uzavírání nových carry obchodů a oslabení kurzu koruny, naopak v případě

pokračování krizového vývoje lze očekávat stabilitu kurzu koruny na současné úrovni, resp. její další posílení.

Uvedené nejistotě je možno při současném měnověpolitickém rozhodování čelit dvěma způsoby. První z těchto přístupů preferuje obezřetnost a znamená vyčkat na zklidnění situace na světových finančních trzích. Poté se s přihlédnutím mj. k úrovni nominálního měnového kurzu koruny rozhodnout o dalším tempu zvyšování úrokových sazeb. Toto tempo může být nižší než předpokládala červencová prognóza v případě silnější hladiny kurzu ve srovnání se 7. SZ, nebo naopak vyšší v případě ustálení hladiny kurzu poblíže hodnot konzistentních s prognózou, kdy bude třeba zameškaný růst sazeb dohánět a čelit tak nenulovému riziku z prodlení.

Druhý přístup preferuje ofenzivnější chování ve smyslu pokračovat ve zvyšování sazeb v souladu s červencovou prognózou. V tomto případě je pak možno oportunně využít případné realizace protiinflačních rizik, tj. zejména silnějšího kurzu, k tlumení nárůstu celkové inflace v podmínkách výrazných dopadů změn nepřímých daní, přestřelování inflačního cíle a kladné mezery výstupu. V takovém případě by mohlo být dosaženo lepších výsledků v oblasti plnění inflačního cíle pro celkovou inflaci a v oblasti celkové stabilizace ekonomiky než při nižší trajektorii sazeb vedoucí k plnění cíle pro měnověpoliticky relevantní inflaci.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **červencovém zasedání** (26.7.) BR zvýšila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 p.b. na 3 %. Toto rozhodnutí bylo očekáváno. Z dotazníků IOFT (13.7.) vyplývalo, že na červencovém zasedání BR ČNB všech 12 analytiků k datu tohoto šetření předpokládalo zvýšení základních sazeb v tomto rozsahu. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,25 až 4,00 % (medián 3,50 %). Šetření agentury Reuters (19.7.) ukazovalo, že zvýšení základních sazeb předpokládalo 14 z 15 dotazovaných analytiků. Všichni rovněž očekávali, že v ročním horizontu se 2T repo sazba bude ještě dále zvyšovat; rozmezí činilo 3,25 až 4,25 % (medián 3,50 %).

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že pro zvýšení sazeb o 0,25 p.b. hlasovalo šest členů BR, jeden podpořil zvýšení o 0,50 p.b. Guvernér uvedl, že ČNB hodnotí rizika základního scénáře prognózy jako vyrovnaná. K hlavním rizikům patří nové údaje o domácím vývoji zveřejněné od zpracování prognózy, posun ve výhledu zahraničního vývoje, možnost nižšího nárůstu inflačních očekávání, kurz koruny a fiskální reforma. Guvernér dále prohlásil, že nová prognóza ČNB předpokládá růst nominálních úrokových sazeb, nebude však specifikovat načasování a rozsah případného dalšího zvýšení sazeb v příštích měsících. Později guvernér pro agenturu Reuters uvedl, že BR se shodla, že úrokové sazby je nutné okamžitě zvednout a diskutovala pouze o míře jejich zvýšení.

Během měsíce srpna se několik členů BR vyjádřilo k možnému budoucímu vývoji základních sazeb ČNB (viz Tabulka 1). Tato komunikace odrážela rozdílné názory jednotlivých členů na tempo a rozsah zpřísnění měnové politiky ČNB.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR nejprve rostly pod vlivem srpnového rozhodnutí BR o změně sazeb a následné komunikace, aby posléze naopak klesaly pod vlivem zpráv o dění na světových finančních trzích. **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 klesly o 0,1 – 0,2 p.b. pod vlivem situace na zahraničních trzích. Spread 5R – 1R dosahuje 0,5 p.b., spread 10R – 1R 0,8 p.b. (k 28.8.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (15.8.) vyplývá, že na srpnovém zasedání BR ČNB 7 analytiků z 12 předpokládalo zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,50 až 4,00 % (medián 3,75 %).

Ze šetření agentury Reuters (24.8.) vyplývá, že zvýšení základních sazeb na srpnovém zasedání BR ČNB předpokládá 7 z 16 dotazovaných analytiků. Zbývající analytici očekávají zpřísnění měnové politiky v září (7 analytiků) nebo v říjnu (2 analytici). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 3,50 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Své šetření mimořádně provedla i agentura Bloomberg (27.8.). Podle něj 5 analytiků z 21 dotázaných očekává zvýšení sazeb na srpnovém zasedání BR ČNB, 16 analytiků předpokládá ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

V horizontu 1R se i nadále očekává **apreciace kurzu**. Podle analytiků v rámci šetření IOFT by kurz měl posílit na 27,18 CZK/EUR (rozpětí 26,60 až 28,00), tj. o 3,3 % vzhledem k průměru za 3Q07 do 28.8. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají hodnotu kurzu na 27,85 CZK/EUR (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

8.8.	M.Singer (rozhovor pro Reuters)	Překvapení mohou vždy přicházet z obou stran. Ukazuje se, že můžeme být překvapeni v opačném směru, a já si myslím, že je rozumné nechávat si v měnové politice prostor pro reakci na taková překvapení... Názor na úrokové sazby si udělám až v srpnu po prostudování měsíční zprávy o ekonomickém vývoji. Nepřeceňuji jedno číslo o inflaci a počkám si na další data o cenovém vývoji, než se na konci měsíce rozhodnu o tom, zda měnit úrokové sazby.
9.8.	M.Hampl (rozhovor pro Reuters)	Bankovní rada bude v letošním roce pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb, aby zkrotila nárůst inflačních tlaků patrný na všech frontách. Nevylučuji, že mohu hlasovat pro zvýšení sazeb již na srpnovém zasedání ČNB.
10.8.	R.Holman (rozhovor pro Bloomberg)	Centrální banka nemá důvod pospíchat s dalším zvyšováním úrokových sazeb. Růst ekonomiky vidím jako silný a neinflační. Jediný důvod pro další růst sazeb představuje další zvyšování úroků ECB, protože rozšíření úrokového diferenciálu by mohlo oslabit korunu a přivítit inflaci.
13.8.	M.Singer (rozhovor pro Finance.cz)	...vize, že se nějak snažíme „držet v dohledu“ ECB je chybná, my prostě ECB a globální sazby bereme v úvahu jako jeden z faktorů, ale byli jsme nad sazbami ECB, na stejné úrovni, pod... Všechny tyto situace ještě můžeme zažít, náš hospodářský cyklus je prostě jiný než cyklus Eurozóny a naše měnová politika včetně výše sazeb tomu odpovídá.... Ke konkrétnímu průběhu sazeb se bohužel nevyjadřujeme. Nicméně obecně může dojít ještě k několika posunům, a to v relativně blízké době.
15.8.	L.Niedermayer (rozhovor pro agenturu Thomson Financial)	ČNB by měla podstatným způsobem zvýšit sazby, aby udržela inflaci u cíle v situaci rychlého růstu HDP a současně odhadovaného vývoje cen.
21.8.	Z.Tůma (rozhovor pro agenturu MNSI)	Zvýšení úrokových sazeb České národní banky o půl procentního bodu na srpnovém měnovém zasedání bankovní rady je nepravděpodobné. Turbulence na světových finančních trzích si nežadají reakci měnové politiky ČNB.
23.8.	M.Hampl (rozhovor pro Ekonom)	Česká ekonomika se přesunula do fáze postupného růstu úrokových sazeb. Nevidím žádný dramatický dopad výkyvů na světových trzích na českou ekonomiku, odhlédneme-li od propadu akciového trhu.
24.8.	V.Tomšík	Není konkrétní spojitost aktuálního vývoje hypotečních trhů na Západě s aktuálním

	(rozhovor pro ČT1)	vývojem sazeb v České republice. Je tu robustní hospodářský růst a máme novou prognózu inflace. Na základě domácích podmínek stanovujeme úrokové sazby...S aktuální prognózou inflace je konzistentní růst úrokových sazeb.
--	--------------------	---

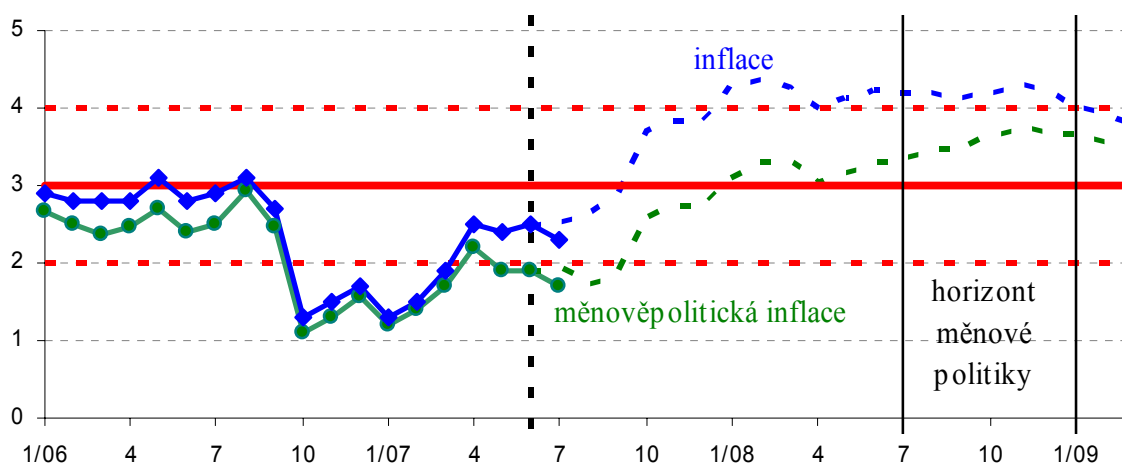
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

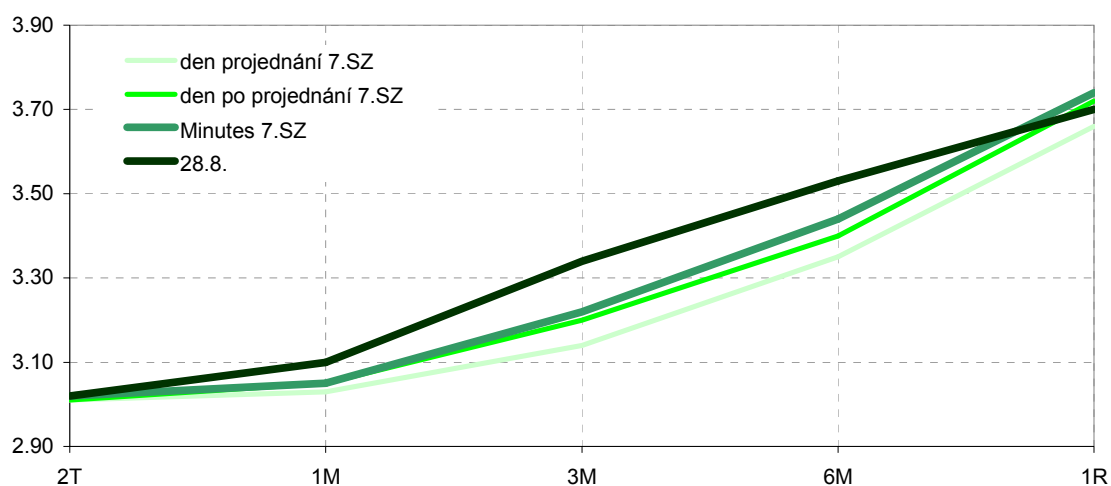
V tomto doporučení se odráží slabá preference SMS ve prospěch obezřetného přístupu k aktuálnímu měnověpolitickému rozhodování oproti pokračování v růstu sazeb v souladu s červencovou prognózou, kterou stále považujeme za relevantní pro rozhodování.

Současně doporučujeme BR komunikovat vůči veřejnosti následující postoj ČNB. Informace o vývoji domácí ekonomiky jsou celkově zhruba v souladu s prognózou. V důsledku schválení reformy veřejných financí jsou rizika pro celkovou inflaci sice výrazně proinflační, rizika pro měnověpolitickou inflaci jsou však naopak mírně protiinflační, přičemž je možno identifikovat dílčí rizika oběma směry. Výhled pokračujícího růstu domácích úrokových sazeb se proto nemění. V podmínkách turbulencí na světových finančních trzích je však obezřetné počkat s dalším zvyšováním sazeb na zklidnění situace a teprve poté rozhodnout o dalším tempu zvyšování úrokových sazeb.

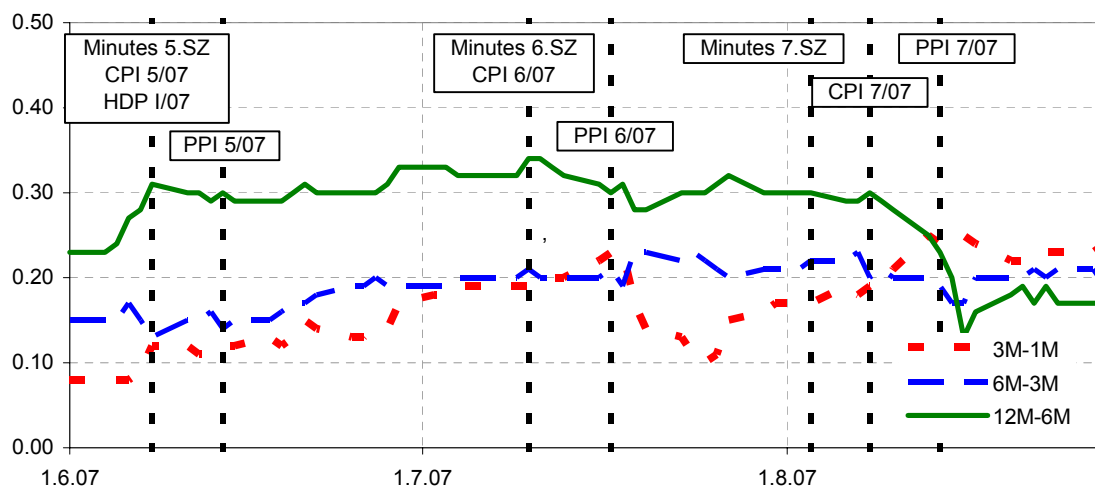
Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2007 a cílové pásmo



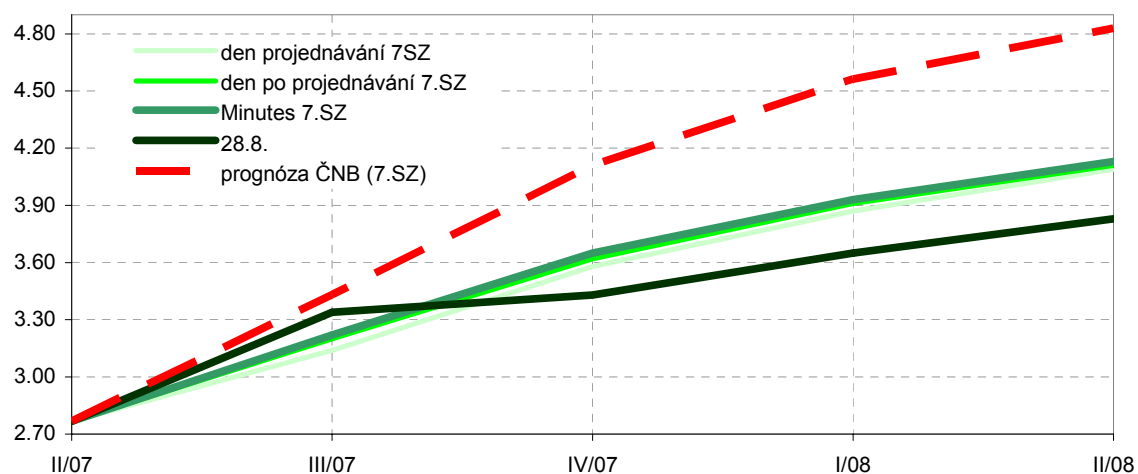
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



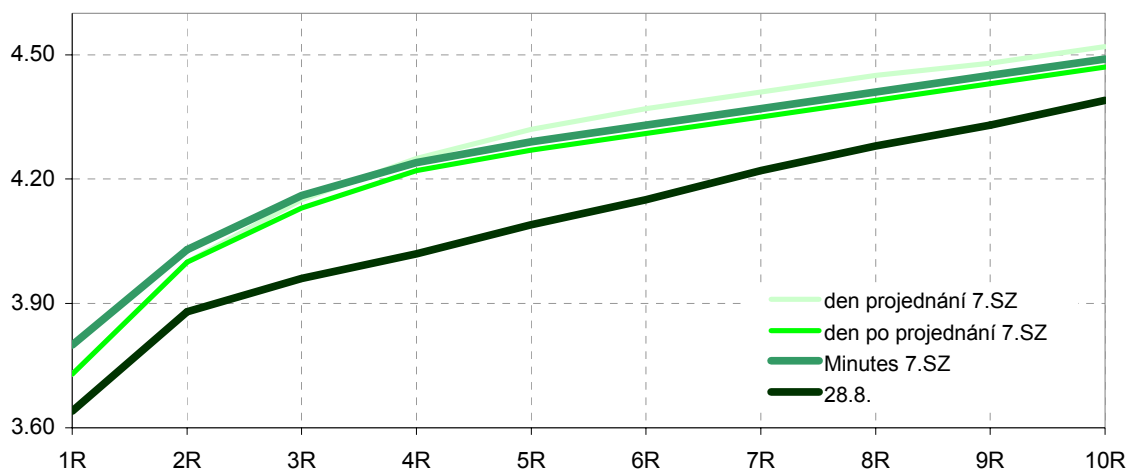
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



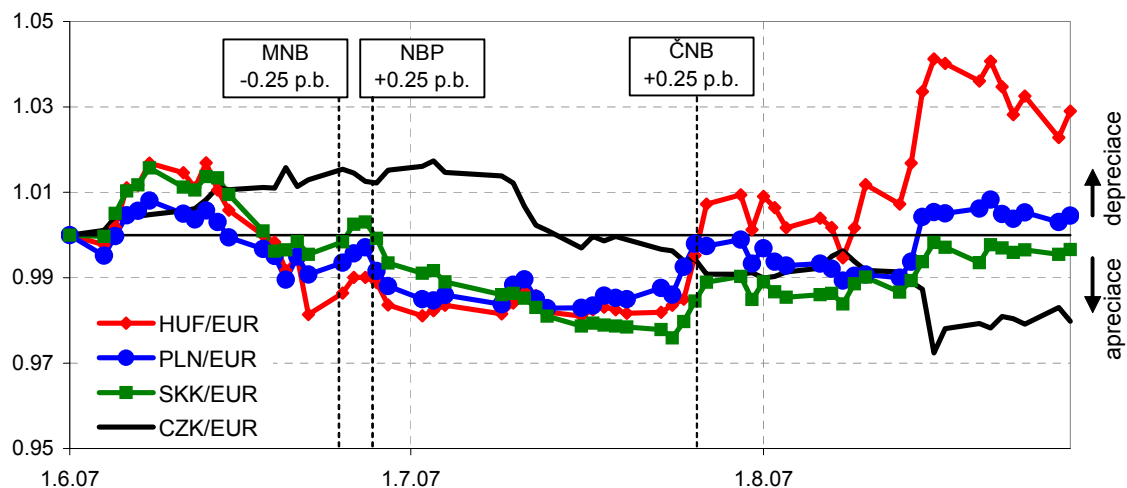
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



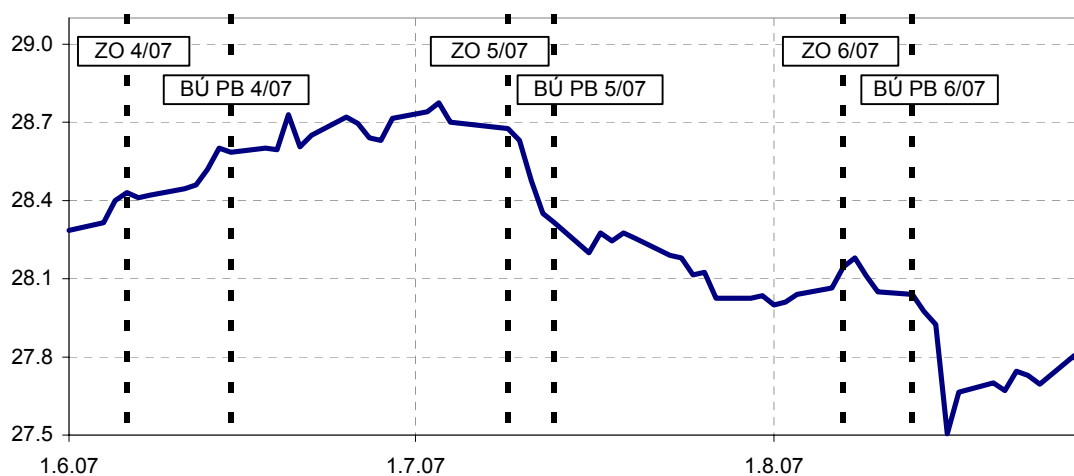
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.6. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

