

Měnověpolitické doporučení pro 10. SZ 2007

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář říjnové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *říjnová makroekonomická prognóza*. Podle ní by se měla celková meziroční inflace pohybovat na horizontu měnové politiky (nyní září 2008 až březen 2009) nad horním okrajem tolerančního pásma postupně se snižujícího inflačního cíle (snižující se cíl je součástí předpokladů prognózy počínaje 4. SZ 2007, přičemž oficiálně je komunikován cíl ve výši 3 % platný až do konce roku 2009). Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. inflace po očištění o primární dopady změn nepřímých daní, bude v tomto období narůstat a přiblíží se hornímu okraji tolerančního pásma klesajícího cíle.

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní růst nominálních úrokových sazeb do konce roku 2008, pak jejich stabilita, resp. pozvolný pokles. Ve 4Q07 by úroveň 3M PRIBORu měla dosáhnout 3,7 %, což je přibližně o 0,2 p.b. více, než odpovídá průměru ke dni 23.10.2007. Zvýšení úrokových sazeb ČNB o 0,25 p.b. na říjnovém zasedání bankovní rady spolu s komunikací dalšího růstu sazeb by tak pravděpodobně vedlo k naplnění prognózy 3M PRIBORu ve 4Q07.

Situační zpráva hodnotí rizika říjnové prognózy jako vyvážená a při zpracování prognózy nebyl identifikován žádný plnohodnotný alternativní scénář. Určitá nejistota však panuje ohledně rychlosti návratu měnověpolitické inflace k cíli za horizontem měnové politiky (viz část 4).

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

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Existuje riziko vyšších než očekávaných **okamžité sekundárních dopadů zvýšení DPH** do inflace v roce 2008 v prostředí rychle rostoucí celkové inflace a narůstajících inflačních očekávání. V případě, že by část růstu cen z titulu zvýšení DPH neabsorbovali výrobci a prodejci snížením svých marží tak, jak to předpokládá říjnová prognóza (tj. zhruba z jedné třetiny), měnověpoliticky relevantní inflace by v průběhu roku 2008 mohla ležet mírně nad trajektorií ze základního scénáře prognózy. Nepřímo pro relevanci tohoto rizika svědčí aktuální resp. očekávaný vývoj dopadů změn nepřímých daní na cigarety, kde na rozdíl od minulosti již dochází resp. dále bude docházet k plnému promítání změn daní v cenách. Na druhou stranu se zde jedná o poněkud jinou situaci vzhledem ke specifčnosti cigaret jako spotřební komodity (povinné kolkování, relativně úzký okruh spotřebitelů) a vzhledem k tomu, že jde už o několikátou vlnu zvyšování spotřebních daní v posledních letech.
- b) Nově publikované údaje o zářijovém růstu cen zemědělských výrobců indikují riziko rychlejšího než v prognóze očekávaného **růstu cen potravin** zejména v nejbližším období. Tento vývoj souvisí s nárůstem světových cen zemědělských komodit v důsledku

globálního růstu poptávky zejména po produktech rostlinného původu v podmínkách, kdy je dočasně snížena jejich nabídka vlivem neúrody v hlavních producentských oblastech. Poslední týdenní šetření cen potravin potvrzují toto riziko, když naznačují vyšší než v prognóze očekávanou inflaci cen potravin v říjnu.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

Je identifikováno riziko **silnějšího kurzu** ve srovnání se základním scénářem říjnové prognózy. V jednoročním horizontu očekávají převážně domácí analytici oslovení v rámci šetření IOFT kurz na úrovni 26,9 CZK/EUR, zatímco základní scénář říjnové prognózy je pro 4Q08 konzistentní s kurzem na úrovni 27,3 CZK/EUR.¹ Vývoj kurzu v posledních dnech vysílá signály potvrzující toto riziko.

4. Další měnověpolitické úvahy

SMS vnímá nejistotu ohledně rychlosti **poklesu prognózy měnověpolitické inflace za horizontem měnové politiky** směrem k novému inflačnímu cíli platnému od roku 2010. Tato nejistota souvisí mimo jiné s vlivem změn nepřímých daní a rychle rostoucích regulovaných cen na dynamiku inflačních očekávání. Jednou z možností, jak více ukotvit inflační očekávání, je agresivnější měnová politika orientující se více na plnění inflačního cíle. Byl proto podobně jako v 7. SZ zpracován měnověpolitický experiment simulující agresivnější reakční funkci pro nastavení sazeb. Konkrétně byla stejně jako v červenci přibližně čtyřnásobně zvýšena váha odchylky inflace v pravidle v porovnání s verzí reakční funkce použité u základního scénáře prognózy, při zachování poměru váhy inflace a mezery výstupu a zhruba stejné perzistenci úrokových sazeb jako v základním nastavení. Agresivnější reakce sazeb přináší rychlejší pokles celkové inflace počínaje 2Q08 (v průměru o 0,4 p.b. v období 2Q08 – 4Q09). Hodnota celkové inflace se tak ke konci horizontu prognózy dostává blíže ke středu nového inflačního cíle platného od roku 2010 (na úroveň 2,6 % oproti 3,1 % při reakční funkci použité u základního scénáře). Ve srovnání se základním scénářem je implikovaná trajektorie sazeb v období do 2Q08 vyšší o cca 0,1 p.b., pak v roce 2009 přináší postupný pokles sazeb. Transmise jde zejména skrze apreciovanější nominální kurz, který spolu s nižšími inflačními tlaky z reálné ekonomiky vede k rychlejšímu poklesu inflace.

Rychlejší pokles inflace ve druhé polovině prognostického období směrem k cíli je přitom patrný rovněž v **prognóze strukturálního modelu „g3“**. V něm je rychlejší odeznění nákladového šoku v podobě vysokého růstu regulovaných cen a daní zajištěno vyšším poklesem dynamiky neregulovaných cen v důsledku menší perzistenci inflace v tomto segmentu a větší vpředhledivosti modelových agentů zajišťující vyšší kredibilitu měnové politiky a inflačního cíle. I zde je s prognózou konzistentní nárůst úrokových sazeb ve 4Q07 v rozsahu srovnatelném se základním scénářem, rychlejší pokles inflace v závěru období však umožní pozvolnější nárůst sazeb a posléze i jejich rychlejší snižování ve srovnání se ZS.

Druhý provedený měnověpolitický experiment je zaměřen na identifikaci vlivu působení **fiskálního impulsu** na základní scénář prognózy. Simulace s nulovým fiskálním impulsem přináší mírnou změnu průběhu mezery výstupu. Důvodem je vyšší trajektorie úrokových sazeb (o 0,1 – 0,2 p.b.). Vyšší úrokové sazby snižují inflaci přes vyšší zhodnocování

¹ Převážně zahraniční analytici očekávají v říjnovém FECF kurz na úrovni 27,6 CZK/EUR, tj. naopak slabší hodnotu ve srovnání s prognózou ČNB.

měnového kurzu a dále přes zpřísnění obou složek reálných měnových podmínek. V ZS tak fiskální impulz částečně pomáhá měnové politice tlumit inflační tlaky.

Stále přetrvává nejistota o vývoji na světových finančních trzích a jeho možných implikacích zejména pro vývoj zahraničních úrokových sazeb. Jejich trajektorie vstupující do základního scénáře říjnové prognózy leží výrazně níže ve srovnání s předpoklady 7. SZ. Po uzavření říjnové prognózy byly aktualizovány předpovědi vývoje **vnějšího prostředí** na základě nových tržních výhledů a CF10. Nový výhled zahraničního vývoje signalizuje nejvýznamnější odchylku od předpokladů prognózy právě v případě očekávané trajektorie zahraničních úrokových sazeb (posun vzhůru zejména na krátkém konci), a dále u spotřebitelské inflace (mírný nárůst), kurzu euru vůči dolaru (posun ke slabšímu dolaru) a u cen ropy a benzínů (vyšší ceny). Všechny tyto změny se však z hlediska dopadu do prognózy domácí ekonomiky vzájemně do značné míry kompenzují. Jejich dopad na prognózu je proto minimální, a to ve směru nepatrného snížení prognózy domácí inflace a implikované trajektorie měnověpolitických sazeb.

S ohledem na ukotvení dlouhodobých inflačních očekávání u veřejnosti doporučujeme při **komunikaci** prognózovaného zvýšení celkové inflace v roce 2008 na úroveň kolem 5 % zdůrazňovat jednorázový charakter situace (tj. nárůst cenové hladiny nikoliv trvalejší zvýšení inflace) a avizovat postupný návrat celkové inflace k 3% cíli v průběhu roku 2009 a k novému 2% inflačnímu cíli v roce 2010.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **zářijovém zasedání** (27.9.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 3,25 %. Toto rozhodnutí bylo očekáváno. Z *dotazníků IOFT* (13.9.) vyplývalo, že na zářijovém zasedání BR ČNB pouze 1 analytik z 10 předpokládal zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,50 až 4,25 % (medián 3,75 %). Šetření *agentury Reuters* (20.9.) ukazovalo, že zvýšení základních sazeb na zářijovém zasedání BR ČNB předpokládal také 1 z 16 dotazovaných analytiků. Ostatní očekávali zpřísnění měnové politiky během 4Q07 (12 analytiků) nebo 1Q08 (3 analytici). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 3,50 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 6:0, jednání se nezúčastnil vrchní ředitel P. Řežábek. Guvernér uvedl, že náhled na prognózu se od posledního měnového zasedání v srpnu příliš nezměnil. Rizika červencové prognózy jsou u celkové inflace proinflační, u měnověpolitické inflace naopak mírně protiinflační. K hlavním rizikům patří schválené daňové změny, rychlejší růst regulovaných cen, rychlejší než očekávaný růst cen potravin, nižší výhled zahraničních sazeb a silnější koruna. Guvernér dále řekl, že v nové říjnové prognóze by měly být zapracovány dopady současného vývoje na světových trzích a schválené daňové změny. K daňovým změnám guvernér uvedl, že fiskální restriktce v roce 2008 by mohla být větší, než ČNB předpokládala.

Během měsíce října se několik členů BR vyjádřilo k možnému budoucímu vývoji základních sazeb ČNB (viz Tabulka 1). Tato komunikace přispěla k očekávání finančních trhů, že ČNB bude pokračovat ve zpřísnování měnové politiky; otázkou zůstává načasování.

Sazby na peněžním trhu po posledním zasedání BR stagnovaly ve většině spaltností. **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 neměnily, ve většině splatností klesly cca o 0,1 p.b. Spread 5R – 1R dosahuje 0,3 p.b., spread 10R – 1R činí 0,6 p.b. (k 23.10.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (11.10.) vyplývá, že na říjnovém zasedání BR ČNB 3 analytici z 10 předpokládali zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,50 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Ze šetření agentury Reuters (15.10.) vyplývá, že zvýšení základních sazeb na říjnovém zasedání BR ČNB předpokládá 5 z 16 dotazovaných analytiků. Ostatní očekávají zpřísnění měnové politiky ještě během 4Q07 (7 analytiků) nebo 1Q08 (4 analytici). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 3,75 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Očekávaný **vývoj kurzu** v horizontu 1R se liší. Podle analytiků v rámci šetření IOFT by kurz měl posílit na 26,93 CZK/EUR (rozpětí 26,40 až 27,70), tj. o 1,9 % vzhledem k průměru za 4Q07 do 23.10. Analytici v rámci šetření FECF naopak předpokládají oslabení kurzu na 27,59 CZK/EUR, tj. o 0,5 % (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 4Q08 kurz na úrovni 27,30 CZK/EUR.

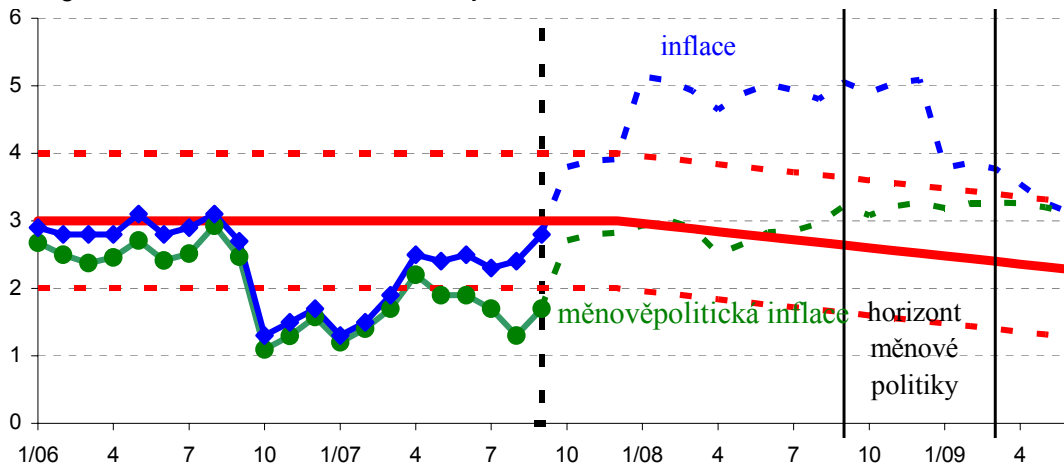
Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

11.10.	M. Hampl (rozhovor pro Bloomberg)	Posilování koruny a riziko, že turbulence na globálním úvěrovém trhu poškodí českou ekonomiku nejsou dostatečně silné, aby vyvážily proinflační vliv ekonomického růstu, který přesahuje 6 % již třetím rokem v řadě...Domácí faktory jsou stále proinflační, což naznačuje, že proces zvyšování sazeb ještě není u konce. Řekl bych, že domácí proinflační faktory jsou primární a data z venčí jsou jen sekundární...Bude klíčové, co ukáže prognóza a do jaké míry vyšší míra jistoty o domácích faktorech překoná nejistotu plynoucí ze zahraničí. Příští rozhodování o sazbách bude složitější než v posledních měsících...Věřím, že příští prognóza naznačí menší růst úrokových sazeb než červencová prognóza, vzhledem k pravděpodobnosti, že se koruna udrží na silných hodnotách a ekonomický růst v eurozóně zpomalí.
12.10.	V.Tomšík (rozhovor pro Hospodářské noviny)	Ekonomika už dva tři roky velmi dobře šlape. Letos došlo i k tomu, že roste nad úroveň svého potenciálu, což samozřejmě vytváří tlak na růst inflace. Stejně jako situace na trhu práce, kde vidíme, že mzdy začínají růst tak, že k němu přispívají...My se pořád držíme toho, že ve výhledu máme růst úrokových sazeb. A teď se budeme bavit o tom, jak bude intenzivní s ohledem na poslední skutečnosti. Pokud jde o kurz, ten nyní skutečně působí relativně restriktivně a dokáže tu ekonomiku ochladit. Aktuální kurz tak musíme brát skutečně vážně...Hlasování sice bylo vyrovnané, ale bankovní rada určitě není nijak rozpolcená. Máme jasno v tom, kam by úrokové sazby ve střednědobém horizontu měly směřovat. Není debata o tom, jestli zvyšovat, či ne, není to nula-jedničkový přístup. Debata je o tom, kdy a o kolik. Za sebe další růst sazeb nevylučuji.
15.10.	M.Singer (rozhovor pro Dow Jones Newswires)	Protože koruna v posledních měsících posilovala, zvyšování úrokových sazeb podle mě může být pomalejší než dosud, ale sazby mají stále prostor pro růst... ČNB dostává signály, že ekonomický růst, který již třetím rokem v řadě činí kolem 6 % ročně, vytváří inflační tlaky a vše naznačuje tomu, že dříve nebo později budeme sazby zvyšovat.
16.10.	L.Niedermayer (summit o středoevropských investicích pořádaný Reuters)	Silná koruna pravděpodobně povede ke snížení trajektorie úrokových sazeb v nové inflační předpovědi ČNB. I když některé další faktory, jako například těsný pracovní trh, působí opačně, obecně došlo u pravděpodobného vývoje úrokových sazeb k posunu směrem dolů.

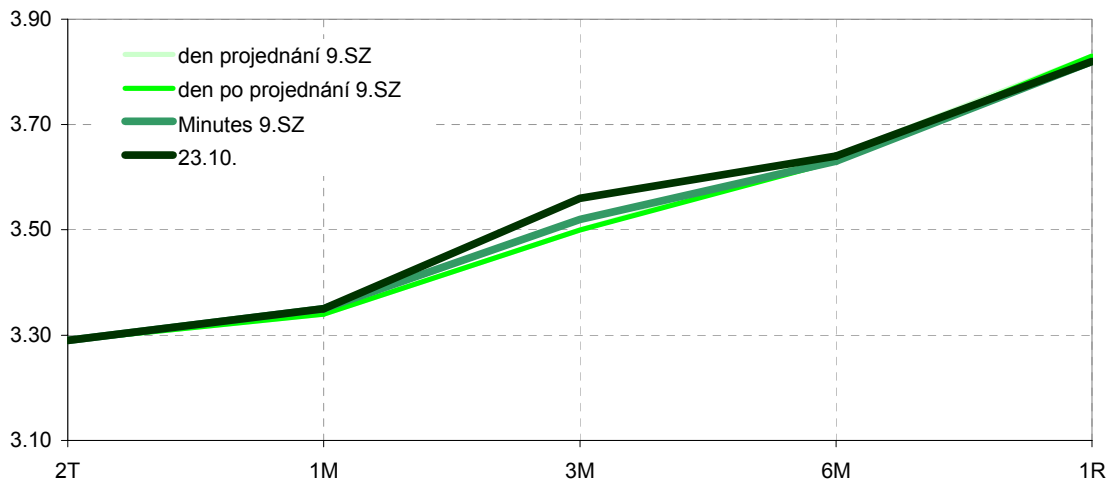
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje zvýšit měnověpolitické úrokové sazby o 0,25 p.b. a komunikovat pravděpodobný další růst sazeb, ovšem pomalejším tempem ve srovnání s červencovou prognózou.

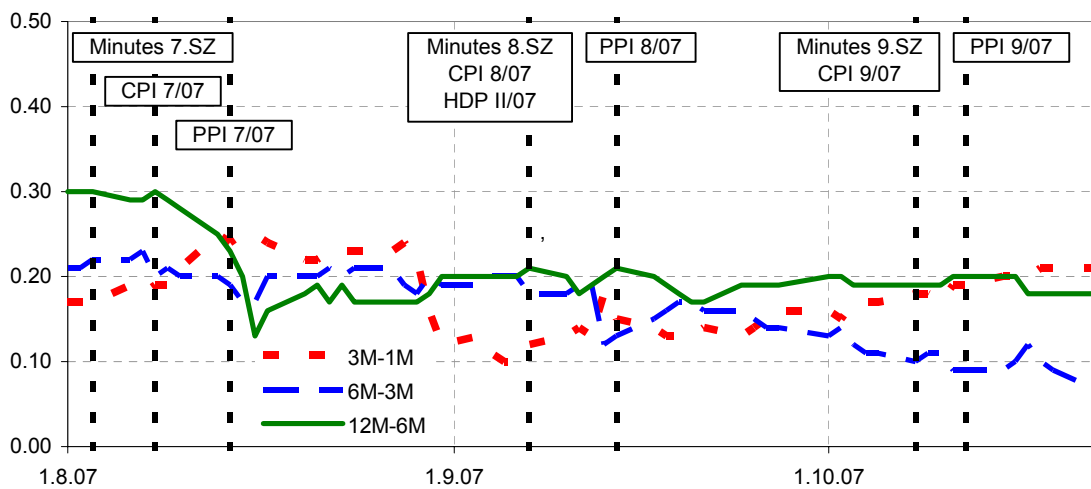
Graf 1: Prognóza inflace z 10. SZ 2007 a cílové pásmo



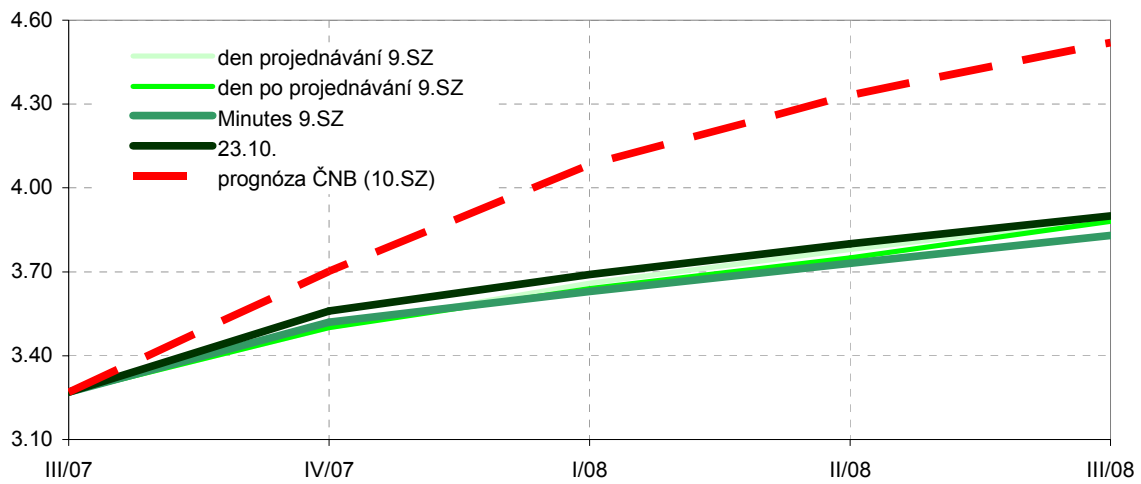
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



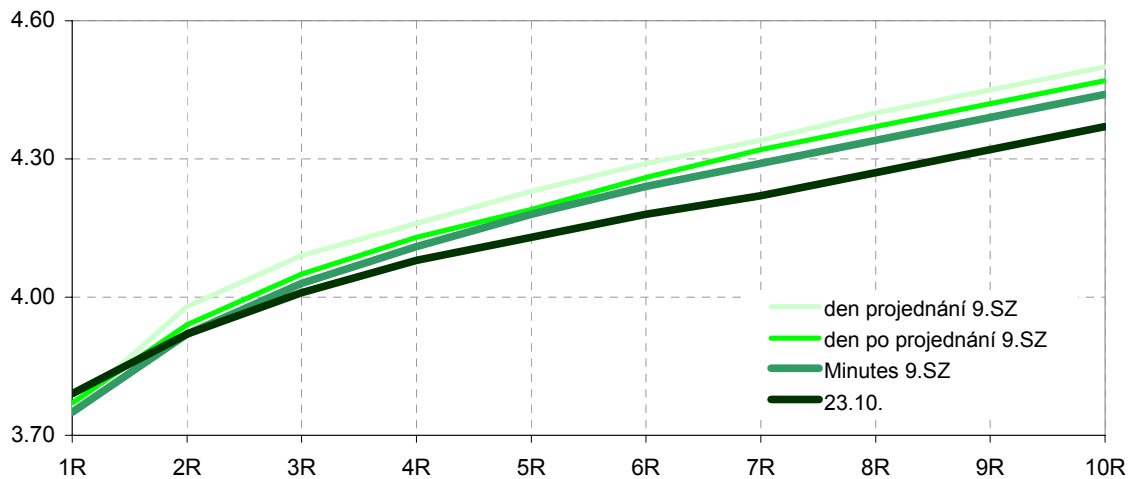
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



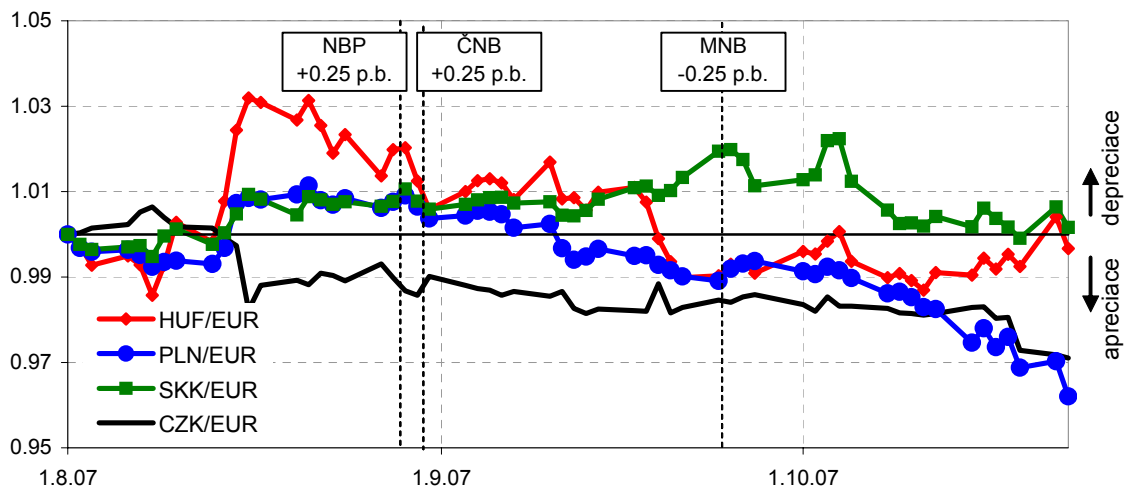
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



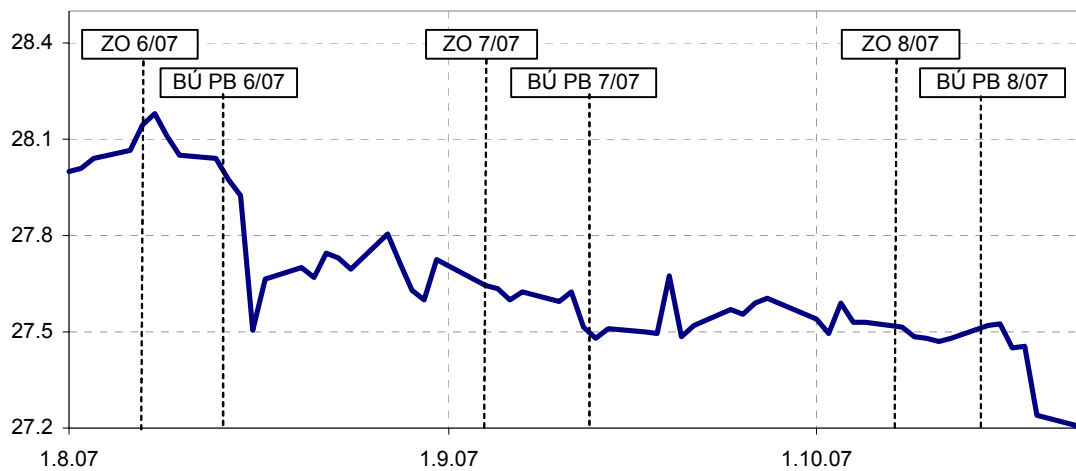
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.8. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

