OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let

Měnověpolitické doporučení pro 1. SZ 2008

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 1. SZ 2008

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je ***nová makroekonomická prognóza.*** Následující odstavce ve stručnosti shrnují předpoklady, počáteční podmínky a vyznění této prognózy.

Nová prognóza předpokládá pro rok 2008 efektivní ekonomický růst v eurozóně na úrovni 1,9 %, v roce 2009 pak jeho mírné zrychlení. Růst spotřebitelských cen v efektivní eurozóně je v letošním roce očekáván na úrovni 2,2 %, v roce 2009 se předpokládá jeho snížení na 1,8 %. Prognóza dále pracuje s předpokladem průměrné roční sazby EURIBOR v letech 2008 a 2009 na úrovni 3,9 % a 4,0 %. Předpokládaný schodek veřejných rozpočtů ČR pro rok 2008 je na úrovni 1,5 % HDP, pro rok 2009 pak ve výši 2,2 % HDP.

Působení reálné ekonomiky na inflaci ve 4Q07 hodnotí nová prognóza nadále jako proinflační. Mezera reálných mezd se snížila do mírně záporných hodnot v důsledku nárůstu inflace a vysoké perzistence nominálních mezd. Úroveň HDP přesahující potenciální produkt nadále působí proinflačně. Nastavení reálných měnových podmínek bylo ve 4Q07 v průměru zhruba neutrální až mírně přísné, přičemž kurzová složka byla mírně přísná, zatímco úroková složka slabě uvolněná. Na přelomu let 2007 a 2008 došlo k dalšímu zpřísnění kurzové složky měnových podmínek vlivem posílení koruny, u níž se pro 1Q07 předpokládá průměrná hodnota 26,3 CZK/EUR.

Na základě nové prognózy předpokládáme v průběhu roku 2008 změnu v působení reálné ekonomiky z proinflačního na protiinflační. Mezera výstupu se poměrně rychle překlopí do záporných hodnot vlivem fiskální restrikce, mírně přísných reálných měnových podmínek v důsledku kurzového vývoje a mírně restriktivního působení zahraniční poptávky. Mezera reálných mezd bude ve zbytku letošního roku působit také protiinflačně. Inflace na začátku roku 2008 dále výrazně vzroste vlivem přechodného vlivu vysokých cen potravin, regulovaných cen a změn nepřímých daní. Po odeznění těchto vlivů inflace v roce 2009 výrazně zpomalí, a to v kontextu přetrvávající nízké korigované inflace bez pohonných hmot vlivem protiinflačního působení reálné ekonomiky, dovozních cen a absence cenové nákazy z titulu specifických nákladových šoků. Celková meziroční inflace tak na horizontu měnové politiky (zhruba závěr roku 2008 a první pololetí roku 2009) nejprve klesá do horní poloviny tolerančního pásma postupně se snižujícího inflačního cíle[1] a posléze se dále snižuje až k inflačnímu cíli. Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. celková inflace po očištění o primární dopady změn nepřímých daní, bude ve stejném období vykazovat v zásadě podobný průběh jako celková inflace. V první polovině horizontu měnové politiky však bude poněkud nižší než celková inflace vlivem doznívajících dopadů změn nepřímých daní.

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve mírný nárůst nominálních úrokových sazeb, následovaný jejich poklesem ještě v roce 2008. V roce 2009 je prognózována zhruba stabilita úrokových sazeb. V 1Q08 by úroveň 3M PRIBORu měla podle

[1] 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.

základního scénáře dosáhnout 4,2 %, přičemž průměr za dosavadní období dosahuje 4,0 % (ke dni 5.2.2008, aktuální hodnota ke stejnému dni je pak 3,93 %)[2]. Vzhledem k tomu, že základní scénář počítá již pro 2Q08 s opětovným snížením sazeb na 3,8 %, lze však jeho výhled sazeb interpretovat volněji jako jedno zvýšení o 0,25 procentního bodu v únoru s následnou stabilitou sazeb zhruba do poloviny roku.[3]

Trhy očekávají na únorovém měnověpolitickém zasedání zvýšení základních úrokových sazeb o 0,25 p.b. (viz část 5 tohoto MPD). Zároveň tržní výhled úrokových sazeb pro zbytek roku 2008 leží nad trajektorií konzistentní se základním scénářem, když trhy neočekávají pokles ještě v letošním roce. Zvýšení sazeb o 0,25 p.b. spolu s komunikací trajektorie sazeb základního scénáře prognózy ve vějířovém grafu by tedy mohlo vést ke snížení průměrné hodnoty 3M PRIBORu v 1Q08 odhadem na cca 3,8 – 3,9 %[4] (tj. přibližně na úroveň 4Q07, resp. na úroveň konzistentní s volnější interpretací základního scénáře), pokud trh přisoudí publikované trajektorii sazeb (viz Graf 12) relativně velkou váhu. Znatelnější „mechanické" přiblížení prognózované hodnotě 3M PRIBORu ve výši 4,2 % při publikování trajektorie sazeb konzistentní se základním scénářem by v této situaci zřejmě bylo možné jen za cenu zvýšení sazeb minimálně o 0,5 p.b. a/nebo v případě vyhranění se bankovní rady vůči základnímu scénáři směrem vzhůru (viz část 4). Tuto variantu však nepovažujeme za ideální a ve zbytku MPD se tedy přikláníme k volnější interpretaci základního scénáře jako východisku měnověpolitických úvah.

Následující dvě kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k vyšší nebo nižší trajektorii sazeb, než jsou sazby konzistentní s uvedenou interpretací základního scénáře prognózy. Nesoustředí se přitom jako obvykle pouze na rizika relevantní pro měnověpolitické rozhodování v aktuálním čtvrtletí, ale diskutují i další výhled měnové politiky na celém horizontu prognózy. Úvahy tohoto typu jsou mimo jiné součástí části 4 tohoto MPD.

2. Argumenty pro vyšší trajektorii úrokových sazeb oproti základnímu scénáři prognózy

a) Jedním z nejvýraznějších otazníků kolem nové prognózy je nejistota ohledně vlivu specifických nákladových šoků na vývoj cen v dalších cenových okruzích a na vývoj inflačních očekávání. Z pozorování vývoje ekonomiky v posledních letech lze usuzovat, že přenos nákladových šoků do ostatních cen a ovlivnění inflačních očekávání jsou

[2] Problémy s likviditou na světových finančních trzích, které na přelomu roku ovlivňovaly i tuzemské úrokové sazby na mezibankovním trhu, už odeznívají a dočasně zvýšené domácí sazby na krátkém konci výnosové křivky postupně opět poklesly. Obnovila se tak zhruba úroveň spreadu mezi reposazbou a 3M PRIBORem obvyklá v obdobích, kdy trhy očekávají zvyšování měnověpolitických sazeb.

[3] Jeden z provedených měnověpolitických experimentů na bázi základního scénáře prognózy simuluje zachování úrokových sazeb 3M PRIBOR v 1Q08 na úrovni z 4Q07, tj. na úrovni 3,8 %. Situaci lze interpretovat jako klasický měnověpolitický šok, kdy měnová autorita nezajistí nastavení úrokových sazeb v souladu s modelovou reakční funkcí. V tomto experimentu je průběh celkové inflace v celém prognózovaném období a v případě úrokových sazeb od 2Q08 zhruba na úrovni základního scénáře prognózy. Nenaplnění potřeby zvýšit sazby v takovém rozsahu jako předpokládá prognóza pro 1Q08 tak v základním scénáři nehraje klíčovou roli z hlediska působení měnové politiky ve středním a delším horizontu. Uvedený měnověpolitický experiment tedy hovoří ve prospěch naznačené volnější interpretace trajektorie sazeb. Způsob provedení experimentu však předpokládá, že dočasná odchylka od prognózy úrokových sazeb nepovede ke ztrátě kredibility centrální banky z hlediska jejího odhodlání dosahovat ve střednědobém období svého inflační cíle.

[4] Pokud trhy přijmou trajektorii úrokových sazeb ze základního scénáře za nejpravděpodobnější budoucí vývoj sazeb, došlo by po zvýšení sazeb o 0,25 p.b. patrně nejprve k rychlému snížení spreadu mezi repo sazbou a aktuální hodnotou sazeb 3M PRIBOR a posléze by výnosová křivka změnila sklon k inverznímu.

v domácí ekonomice omezené. To dosavadní podoba jádrového predikčního modelu systematicky nereflektovala a v minulosti byla tato situace řešena expertními zásahy do modelu. V zájmu přiblížení modelového pohledu pozorovanému chování ekonomiky proto SMS přistoupila v modelu QPM k několika úpravám popsaným v kapitole II.4 situační správy, zahrnujícím zejména změnu cenové tvorby v jednotlivých cenových okruzích, nový způsob formování inflačních očekávaní a sníženou perzistenci úrokových sazeb v reakční funkci centrální banky.

V aktuálních podmínkách kumulace výrazných cenových šoků do velkého množství převážně nezbytných spotřebitelských statků však na druhou stranu vyvstává otázka, zda k cenové nákaze resp. přenosu do inflačních očekávání všech subjektů v ekonomice přece jen v určité míře nedojde. Pro srovnání byl proto paralelně se základním scénářem prognózy vypracován alternativní scénář pracující s předchozí verzí modelu. V něm je nákladovými šoky ovlivněn zejména průběh korigované inflace bez pohonných hmot, a celková i měnověpolitická inflace pak převážně z tohoto titulu leží na horizontu měnové politiky ve srovnání se základním scénářem výše. Vyšší perzistence vývoje inflace a následně i úrokových sazeb pak vede k tomu, že zatímco v základním scénáři klesají sazby konzistentní s prognózou v průběhu 2Q08 - 4Q08 až k úrovni 3,2 %, alternativní scénář pracuje ve stejném období s jejich růstem na úroveň 4,5 %. Vzhledem k uvedené nejistotě ohledně odpovídajícího modelového zachycení skutečného chování ekonomiky představuje tento rozdíl významné riziko vyšších sazeb, než jaké předpokládá základní scénář prognózy.

3. Argumenty pro nižší trajektorii úrokových sazeb oproti základnímu scénáři prognózy

a) Jedním z hlavních zdrojů současného výrazného urychlení inflace je vysoký růst cen potravin. Ten odráží zejména světový vývoj cen zemědělské a potravinářské produkce projevující se v domácích cenách potravin jak přímo kanálem dovozních cen, tak skrze ceny domácích výrobců. Nejistota přitom panuje kolem rychlosti, s jakou současné tlaky na růst cen potravin odezní. Základní scénář prognózy přepokládá postupné zpomalování růstu cen potravin v souladu s modelovou perzistencí inflace v tomto segmentu a s působením standardních modelových makroekonomických faktorů. Neuvažuje tedy případný úrovňový efekt vyplývající z možného skokového snížení cen klíčových zemědělských komodit zejména rostlinného původu. K němu může dojít v souvislosti s novou úrodou na jižní (začátkem roku) event. severní (v létě a na podzim) polokouli. Pokud bude nová úroda (alespoň) průměrná, což je její nevychýlený odhad, je možné, že odeznění současné vysoké inflace cen potravin bude rychlejší než v základním scénáři. Obdobné riziko vyplývající z možné jiné než modelem předpokládané perzistence inflace ve specifickém cenovém okruhu se týká také prognózy cen pohonných hmot.

b) Nejistoty kolem vývoje americké ekonomiky a ekonomik našich hlavních obchodních partnerů se v čase nezmenšují, spíše naopak. Poslední rozhodnutí amerického Fedu a oznámené důvody k nim vedoucí mohou naznačovat, že USA a posléze i země eurozóny budou čelit většímu riziku výrazného zpomalení svých ekonomik, než se doposud očekávalo.[5] Naplnění tohoto rizika by se odrazilo nejen v nižší poptávce po českých exportech a z toho vyplývajícím pomalejším růstu domácího HDP a menších

[5] Prognóza byla vypracována s využitím lednové publikace Consensus Forecasts a tržních výhledů odečtených ke dni jeho šetření tj. k 14. lednu. To bylo týden před prvním ze dvou výrazných lednových snížení úrokových sazeb ze strany Fedu.

poptávkových inflačních tlacích, ale rovněž v nižší trajektorii úrokových sazeb 1R Euribor. Oba kanály by vedly oproti základnímu scénáři k nižší trajektorii domácích nominálních úrokových sazeb.[6]

c) Protiinflačním rizikem je dále poslední kurzový vývoj, kdy se průměr kurzu za dosavadní průběh 1Q08 (26,05 CZK/EUR) nachází na hodnotách silnějších, než předpokládá prognóza pro toto čtvrtletí (26,30 CZK/EUR), a jeho aktuální hodnota je ještě výrazně silnější. Riziko aktuálně odlišného kurzu je kvalitativně ošetřeno zpracováním standardní kurzové citlivostní analýzy, která předpokládá vychýlení kurzu v prvním čtvrtletí prognózy o ± 3 % při sazbách nastavených v souladu s prognózou. Výsledek simulace 3% posílení kurzu upraveným modelem je takový, že od 2Q08 po zbytek predikčního horizontu leží trajektorie úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem níže o cca 1 p.b.[7] Není však vyloučeno, že po zveřejnění základního scénáře prognózy úrokových sazeb, který je výrazně pod tržním očekáváním, kurz oslabí směrem k prognóze.

4. Další měnověpolitické úvahy

Základní měnověpolitická úvaha v aktuální situaci se týká nejistoty, s jakou intenzitou se specifické nákladové šoky promítnou do vývoje inflace v dalších cenových okruzích a také do inflačních očekávání.[8] Tato nejistota je zachycena srovnáním základního a alternativního scénáře prognózy, které mají rozdílné implikace pro měnovou politiku zejména ve středně dlouhém období. Důležitou otázkou tedy je, jak v měnověpolitickém rozhodování i jeho komunikaci přistoupit k oběma scénářům.

Základní scénář ve své volnější interpretaci i alternativní scénář prognózy dávají pro nejbližší období podobný výhled úrokových sazeb, liší se výrazně až v dalším průběhu letošního roku. Z tohoto pohledu se může aktuální měnověpolitické rozhodování jevit zdánlivě poměrně snadné. Nabízelo by se v současné situaci zvýšit úrokové sazby a získat více času na posouzení, který ze scénářů se začíná naplňovat. Úskalím této strategie je však skutečnost, že rozlišit oba scénáře nebude v nejbližších měsících jednoduché. Vývoj inflace je totiž v obou z nich po určitou dobu téměř stejný, a nově dostupná data o vývoji spotřebitelských cen tak nebudou moci dát odpověď na naši otázku. Podobně je tomu v případě dalších makroekonomických veličin.

Domníváme se tedy, že měnová politika bude muset v současnosti zvolit nějaký postoj a podle něj se řídit delší dobu, dokud se nenahromadí kritická masa nových informací (např.

---

[6] Snižováním úrokových sazeb by se měnová politika zejména snažila eliminovat tlaky na posílení nominálního měnového kurzu.

[7] V současné situaci je přidaná hodnota tohoto citlivostního scénáře také v tom, že přináší výsledky získané simulací upraveným jádrovým modelem, a umožňuje tak porovnat odezvy generované novou podobou modelu s výsledky získávanými původním modelem. Ze srovnání vyplývá, že upravený model generuje poněkud menší odchylku inflace od základního scénáře než původní model, a to při o něco větší počáteční reakci úrokových sazeb v novém modelu.

[8] Toto je skutečně klíčová nejistota, zatímco snížení perzistence v reakční funkci centrální banky – taktéž provedené v základním scénáři prognózy – má až druhotný význam. Experiment pracující s novou verzí modelu avšak s reakční funkci z předchozí modelové verze vede k trajektorii celkové inflace pohybující se na všech horizontech zhruba na úrovni základního scénáře, a to při nižších sazbách (o 0,3 p.b. v nejbližším období a jejich následném poklesu v souladu se základním scénářem). Také tento experiment naznačuje, že měnová politika nemusí být příliš znepokojena tím, pokud vzhledem k okolnostem nenastaví sazby na aktuální čtvrtletí přesně v souladu s prognózou.

ohledně struktury cenového růstu, mzdového vývoje, kurzu). Tato volba přitom musí být provedena v podmínkách existující významné nejistoty, a to na základě posouzení pravděpodobnosti obou scénářů prognózy a rizika spojeného s případným chybným vyhodnocením situace.

Nejprve co se týče pravděpodobnosti naplnění obou scénářů prognózy, základní scénář považujeme – s ohledem na historické zkušenosti – za nejpravděpodobnější variantu, avšak ani alternativní scénář nelze vyloučit. Při absenci „tvrdých“ dat mohou snad určité slabé vodítko poskytnout údaje o vývoji vnímání inflace a inflačních očekávání ekonomických subjektů, tj. domácností, podniků a finančních trhů. Tato „měkká“ data sice nelze přímo vztáhnout k modelovým inflačním očekáváním, která popisují „projevená“ nikoliv „signalizovaná“ očekávání, ale vývoj měřených očekávání v čase může přinejmenším naznačit,kredibilitu měnové politiky a inflačního cíle. Data o vývoji inflačních očekávání (popsaná v části III.2 situační zprávy; viz rovněž Grafy 10 a 11 v tomto MPD) aktuálně vysílají poměrně nepříznivé signály o nárůstu subjekty vnímané minulé a očekávané budoucí inflace.[9] Přitom základní scénář prognózy spoléhá do značné míry na skutečnost, že cenová tvorba i inflační očekávání jsou dlouhodobě dobře ukotvena na hodnotách blízko inflačního cíle (starého i nového), v souladu s dosavadní komunikací ČNB (např. při změně cíle). Nárůst měřených inflačních očekávání zejména pro tříletý horizont představuje nevítaný jev, který může snižovat věrohodnost možnosti „samovolného“ vyřešení stávající vysoké inflace bez aktivního zásahu měnové politiky. Nelze proto podceňovat signální roli případného zvýšení úrokových sazeb a komunikace připravenosti bojovat proti dlouhodobějšímu nárůstu inflace a inflačních očekávání.

Nyní shrňme možná rizika chybného posouzení situace z pohledu měnové autority. Pokud se měnová politika bude v nejbližších čtvrtletích chovat dle základního scénáře prognózy, potom v případě skutečného vývoje v souladu s alternativou hrozí, že měnové podmínky budou neadekvátně uvolněné. Tyto podmínky pak nezajistí potřebné utlumení cenové nákazy a rostoucích inflačních očekávání a v důsledku toho ani postupný pokles inflace směrem k novému 2% cíli. V minulosti získaná nízkoinflační kredibilita ČNB (ať již záměrně nebo s přispěním nechtěného podstřelování inflačních cílů) by tímto mohla být narušena, což by následně zvýšilo reálné náklady na dosažení nižšího inflačního cíle.

Na druhou stranu se může stát i to, že měnová politika bude podmínky zpřísňovat v souladu s alternativou, přičemž ale reakce ekonomiky na nákladové šoky bude málo perzistentní v souladu se základním scénářem. Potom hrozí, že očekávaná dezinflace a propad mezery výstupu do záporných hodnot budou výraznější, než odpovídá základnímu scénáři a než je zřejmě optimální. Propad inflace by mohl být o to strmější, pokud by se zároveň potvrdilo riziko nižší inflace cen potravin a pohonných hmot oproti základnímu scénáři (viz část 3). ČNB by potom mohla čelit kritice za příliš restriktivní politiku, vedoucí k opětovnému podstřelení inflačního cíle, resp. k příliš rychlému a nákladnému splnění cíle nového.

Je tedy zřejmé, že případné chyby v obou směrech mají z měnověpolitického hlediska významné náklady, které nelze brát na lehkou váhu. Přesto se však domníváme, že existence nového, sníženého cíle pro inflaci vytváří v této situaci mírnou asymetrii ve směru menších nákladů spojených s případnou rychlejší dezinflací po aktuálním nákladovém šoku oproti nákladům spojeným s rizikem trvalejšího zvýšení inflace a inflačních očekávání nad nový cíl.

[9] Postupný nárůst inflačních očekávání finančních trhů v horizontu tří let (z 2,4 % na jaře 2007 na aktuálních 2,8 %) není příliš povzbudivý z hlediska přechodu na nový 2% inflační cíl od roku 2010. Tento posun je dle komentářů analytiků přitom vedle aktuální domácí „inflační vlnky“ dán také jejich očekáváními postupného odeznívání globálních dezinflačních tlaků souvisejících s předchozím nárůstem exportů z rozvíjejících se zemí jako je Čína, Indie apod.

Jinými slovy se domníváme, že z pohledu dopadů možné měnověpolitické chyby je lepší do stávající periody s mimořádně vysokou inflací vstupovat spíše s přísnějšími než s uvolněnějšími měnovými podmínkami.

Vzhledem k výše uvedenému SMS doporučuje zvýšit měnověpolitické sazby na únorovém zasedání o 0,25 p.b., a to s vidinou jejich poněkud dlouhodobějšího ponechání na vyšší úrovni, než by odpovídalo mechanickému následování základního scénáře prognózy. V měnověpolitické komunikaci vedle toho doporučujeme pokračovat ve zdůrazňování dočasnosti vysoké inflace a ukotvenosti nízkoinflačního prostředí tak, jak předpokládá základní scénář prognózy. Zároveň je však vhodné – s odvoláním mj. na alternativní scénář prognózy – poukazovat na klíčovou roli sekundárních dopadů aktuálních nákladových šoků pro výhled měnové politiky, která je připravena držet úrokové sazby na vyšší úrovni tak dlouho, jak bude třeba k zajištění poklesu inflace zpět k cíli. A to i s vědomím, že takováto komunikace zřejmě nepovede k plnému sblížení tržního výhledu sazeb s trajektorií, která je konzistentní se základním scénářem. Domníváme se, že navrhovaný způsob komunikace doprovázející růst sazeb o 0,25 p.b. může zvýšit pravděpodobnost realizace vývoje inflace a dalších veličin v souladu se základním scénářem prognózy resp. omezit následky případného vývoje jdoucího spíše ve směru alternativního scénáře.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **prosincovém zasedání** (19.12.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 3,50 %. Toto rozhodnutí bylo očekáváno většinou účastníků finančního trhu. Z *dotazníků IOFT* (10.12.) vyplývalo, že na prosincovém zasedání BR ČNB 2 analytici z 12 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 %). Šetření *agentury Reuters* (14.12.) ukazovalo, že zvýšení základních sazeb na prosincovém zasedání BR ČNB předpokládalo 5 ze 16 dotazovaných analytiků. Ostatní očekávali zpřísnění měnové politiky během 1Q08 (10 analytiků) nebo 2Q08 (1 analytik). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 3,50 až 4,25 % (medián 4,00 %).

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 5:2, dva členové navrhovali zvýšení sazeb o 0,25 p.b. Guvernér prohlásil, že rizika prognózy jsou výrazná oběma směry, celkově zhruba vyrovnaná. Za proinflační riziko označil celkovou inflaci, protiinflačně naopak působí kurz koruny a očekávaný nižší růst ekonomiky v eurozóně. Guvernér dále uvedl, že existuje riziko, že se nynější inflační šok přelije do inflačního očekávání v dalších letech. Z tohoto pohledu při rozhodování o nastavení sazeb začíná být významný i fakt, že od roku 2010 sníží ČNB inflační cíl ze 3 % na 2 %. Podle guvernéra nejistoty v ekonomice působí spíše proinflačně a pokud se sazby pohnou, tak je pravděpodobnější, že směrem nahoru. Zároveň však upozornil, že v případě dalšího posilování koruny si dokáže představit i krok opačným směrem.

Během měsíce ledna se několik členů BR vyjádřilo k možnému budoucímu vývoji základních sazeb ČNB (viz Tabulka). Tato komunikace nevyzněla tak jednoznačně ve smyslu zpřísnění měnové politiky ČNB na únorovém zasedání BR, jak naznačují očekávání analytiků (viz níže).

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR mírně klesly, protože faktor zvýšené poptávky po likviditě na evropských peněžních trzích v závěru roku 2007 částečně odezněl. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR je rostoucí (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb

naznačuje očekávání zvýšení základních sazeb ČNB na únorovém zasedání BR a poté delší období stability.

Sazby IRS od počátku roku také klesly po celé délce křivky (cca o 0,2 až 0,3 p.b.) v souladu s vývojem v zahraničí. Spread 5R – 1R dosahuje 0,1 p.b., spread 10R – 1R činí 0,4 p.b.

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (11.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB všech 11 analytiků předpokládalo zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,50 až 4,25 % (medián 4,00 %).

Ze šetření agentury Reuters (31.1.) vyplývá, že zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. na únorovém zasedání BR ČNB předpokládá 15 ze 16 dotazovaných analytiků, 1 analytik na březnovém zasedání. Poté se očekává období stability v celém roce 2008 (11 analytiků), příp. ještě jedno zvýšení (5 analytiků). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 3,25 až 4,00 % (medián 3,75 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 25,84 CZK/EUR (rozpětí 25,00 až 26,80), tj. o 0,7 % vzhledem k průměru za 1Q08 do 5.2. Analytici v rámci šetření FECF naopak předpokládají oslabení o 0,7 % na 26,20 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 1Q09 kurz na úrovni 25,80 CZK/EUR.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

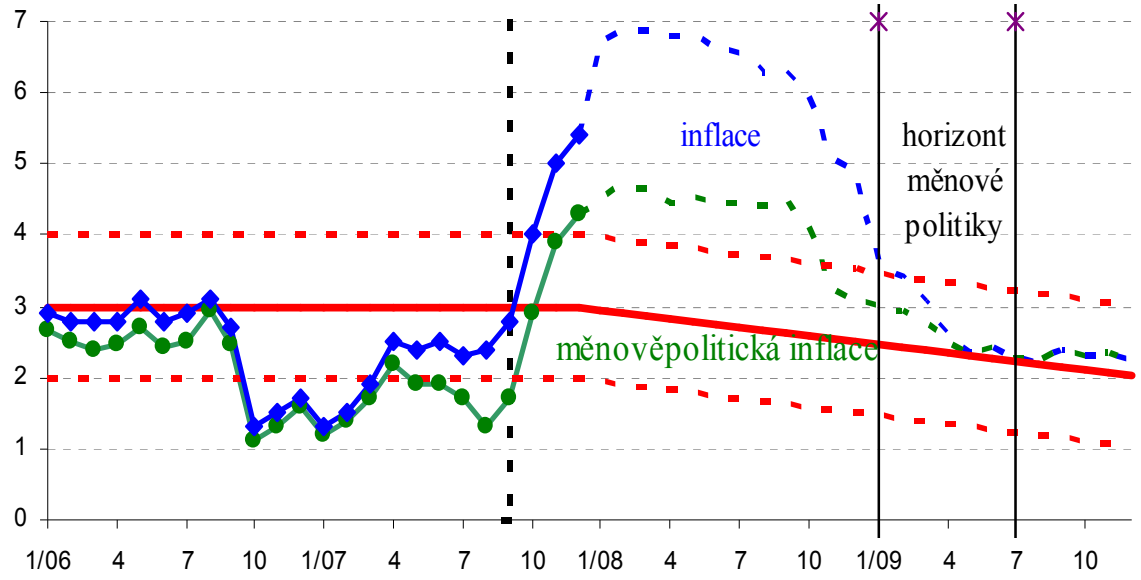
2.1.	M. Singer (rozhovor pro Dobré ráno s Českou televizí)	Ještě samozřejmě se ukáže, jak ty poslední týdny šly ceny potravin, tam se zdá z těch týdenních šetření, že ty vzestupy podzimní už se začaly zpomalovat, nicméně ta inflace bude skutečně neobvykle vysoká. My jsme původně odhadovali, že převýší na začátku roku pět procent, teď jsme ještě opatrnější právě kvůli cenám potravin a nepřekvapilo by nás dokonce, kdyby ty meziroční nárůsty zkraje tohoto roku převýšily šest procent…My očekáváme, že půjde pouze vlastně o jev tohoto roku. Ta inflace je hodně zvednutá těmi daňovými a jinými jednorázovými faktory, které prostě potom po těch dvanácti měsících se vyčerpají a ta inflace by se zase měla začít vracet už koncem tohoto roku k hodnotám, na který jsme zvyklejší…Tak, mně se ještě stále obtížně vyjadřuje k tomuto tématu, protože my budeme zveřejňovat vlastně zápis z posledního jednání teprve v nejbližších dnech, takže z toho hlediska já těžko můžu komentovat naše kroky, nicméně obecně samozřejmě předpovídáme nějaký vzrůst sazeb úměrný tomu, co se děje s cenami.
3.1.	L.Niedermayer (rozhovor pro MF Dnes)	To, že jsme teď o procento výše, zvyšuje riziko, že i v lednu budeme výše, ale ne nutně o takovou částku. Může tam hrát roli, že část daně z přidané hodnoty už v cenách je nebo že někteří prodejci rozloží zvyšování cen kvůli dani v delším čase. Jsou tam technické vlivy, jak statistici započítají nové poplatky ve zdravotnictví. To vše jsou faktory v řádu desetin procenta, mohou se naskládat, že se příliš daleko od pětky nevzdálíme, ale může se stát, že nás dostanou viditelně nad 5,5 procenta. To by bylo více, než čekáme, a nebylo by to příznivé…Můžeme se přít, jak to s potravinami půjde, ale jejich ceny nebudou tímhle tempem růst neustále. Takže logicky už na konci roku 2008 jejich zdražení z inflace vypadne, na začátku roku 2009 se vymaže i efekt vyšší daně z přidané hodnoty. Samozřejmě může to být nahrazené například vyššími růsty nájemného, protože ty věci, které budou vázané na inflaci, ji zřejmě zpětně zohlední. Ale od konce příštího roku dojde meziročně k poklesu inflace…Trh teď očekává řadu zvýšení úroků. My držíme sazbu 3,5 procenta, ale další úrokové sazby na jeden a tři měsíce jsou vyšší, nad čtyřmi procenty. Do toho přistupuje neustále pokračující nestabilita světových finančních trhů. Dlouhodobě půjde o dvě věci. Jednak s jakými úroky epizodu vyšší inflace, která bude trvat mnoho měsíců, překonat. A jednak do jaké míry si centrální banka bude moci být jistá tím, že stojíme před poklesem inflace, která se usadí blízko inflačního cíle dvou procent.
9.1.	L.Niedermayer (rozhovor pro Rádio Česko)	…když se na tu ekonomiku dívám právě dnes, tak jsou tady dva silné faktory, které bohužel jdou přesně opačným směrem. Na jednu stranu inflace je vyšší, což jako vytváří podmínky pro to, aby i na začátku toho roku, abychom se dostali na vyšší čísla, než jsme dřív očekávali, na druhou stranu trošku překvapivě nám neustále posiluje směnný kurz, což vytváří podmínky pro snížení inflace prostřednictvím nižší ceny dováženého zboží a kdyby to tak zůstalo delší dobu, tak také pro určité zpomalení ekonomické aktivity, které také vede ke snížení inflace, čili ty faktory se bohužel musí vážit proti sobě, a není to opravdu jednoduché…
10.1.	M. Hampl, V.Tomšík (článek v Hospodářských novinách)	ČNB je připravena zasáhnout proti rostoucím inflačním očekáváním zvýšením úrokových sazeb. V nejbližších několika čtvrtletích čeká ekonomiku pouze dočasný inflační výkyv. Po odeznění krátkodobých inflačních faktorů, které by měly odeznít nejpozději začátkem roku 2009, se bude růst cen vracet k hodnotám kolem tříprocentního cíle ČNB. V roce 2010 nás navíc čeká přechod ke sníženému dvouprocentnímu inflačnímu cíli.
16.1.	Z.Tůma (ekonomická konference, Vídeň)	Vzestup inflace by podle mě měl být dočasný, během 12-18 měsíců by měla zpomalit na 3% cíl ČNB… Nemohu vyloučit zvýšení sazeb v letošním roce. Odmítám však uvést načasování a velikost jejich případného zvýšení.
16.1.	M. Hampl (rozhovor pro Thomson Financial News)	*Na téma úrokové sazby:* Nechci říkat, že jsme již v základním táboře. Nicméně je možné, že tam již jsme. A je rovněž možné, že jsme od něj jen kousíček. Je těžké odhadnout, zda je počasí dostatečně dobré na uskutečnění výstupu. Pokud je špatné, můžete si říct, že jste dosáhli maximální výšky, které jste dosáhnout mohli, a rozhodnete se pro jinou cestu. Buď dojdete na vrchol a pak začnete sestupovat, anebo se rozhodnete pro sestup hned. Jsem přesvědčen, že zvýšení inflace je pouze dočasné. Je to fluktuace, která by nejpozději do 12 měsíců měla odeznít. Česká ekonomika je v dlouhém období

		nízkoinflační se stabilizovanými inflačními očekáváními…Nepřekvapila by mě korekce současného vývoje koruny. Je však možné, že reálné zhodnocování koruny zrychlí nad obvyklých 3-3,5 % ročně a dočasně se urychlí konvergence ekonomiky.
17.1.	M.Singer (článek v Ekonomu)	ČNB učiní vše pro to, aby právě probíhající dočasné zrychlení inflace zůstalo pouhou epizodou omezenou na rok 2008, a samozřejmě také, aby cena za toto udržení zůstala v rozumných mezích. Přesto však nelze doufat, že tak, jako tomu bylo před rokem či dvěma, peníze u nás i v budoucnu budou ,téměř zadarmo.
17.1.	Z.Tůma (rozhovor pro rádio Impuls)	Zatím nemám pevně vytvořený názor, jak hlasovat o sazbách. Pro zvýšení sazeb mluví vyšší inflace, proti naopak silnější koruna.
22.1.	V.Tomšík (rozhovor pro Reuters)	Pokud ceny potáhne nahoru poptávka nebo vzrostou-li inflační očekávání, pak by ČNB měla zvýšit sazby. Nemá cenu je zvyšovat, pokud by zrychlená inflace odrážela jen nákladové a administrativní faktory.
24.1.	L.Niedermayer (rozhovor pro deník E15)	Spotřebitelská inflace v lednu pravděpodobně přesáhne 6%, což může vyvolat potřebu zvýšení sazeb ČNB na nadcházejícím zasedání centrální banky dne 7. února.
30.1.	R.Holman (rozhovor pro server i-HNed)	Hrozba hospodářské recese ve Spojených státech by BR ČNB měla spíše odrazovat od zvyšování úrokových sazeb. Důvodem proč by ČNB měla postupovat opatrně je i posilující koruna a fakt, že inflace je tažena růstem cen potravin, ten však nemusí být dlouhodobý.

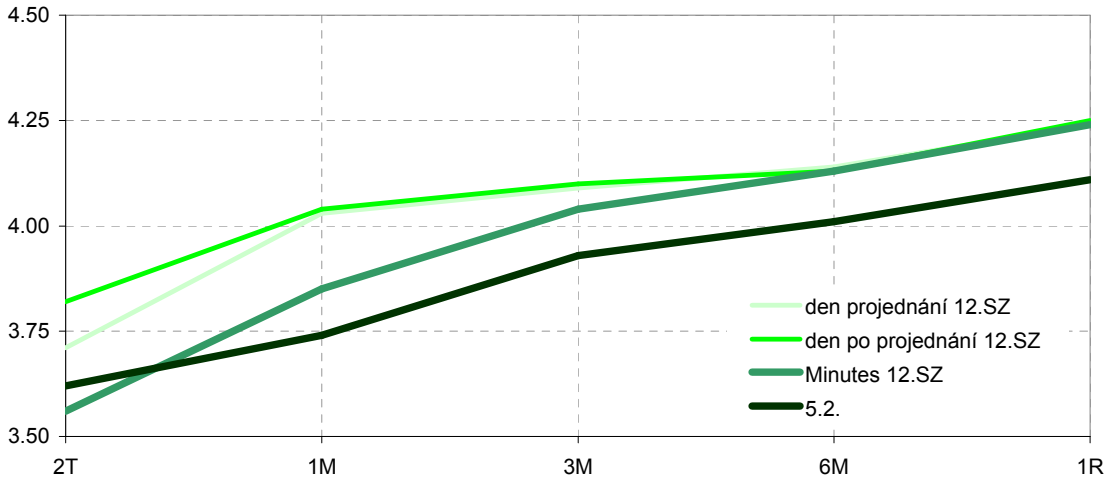
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje zvýšit na únorovém zasedání měnověpolitické úrokové sazby o 0,25 procentního bodu.

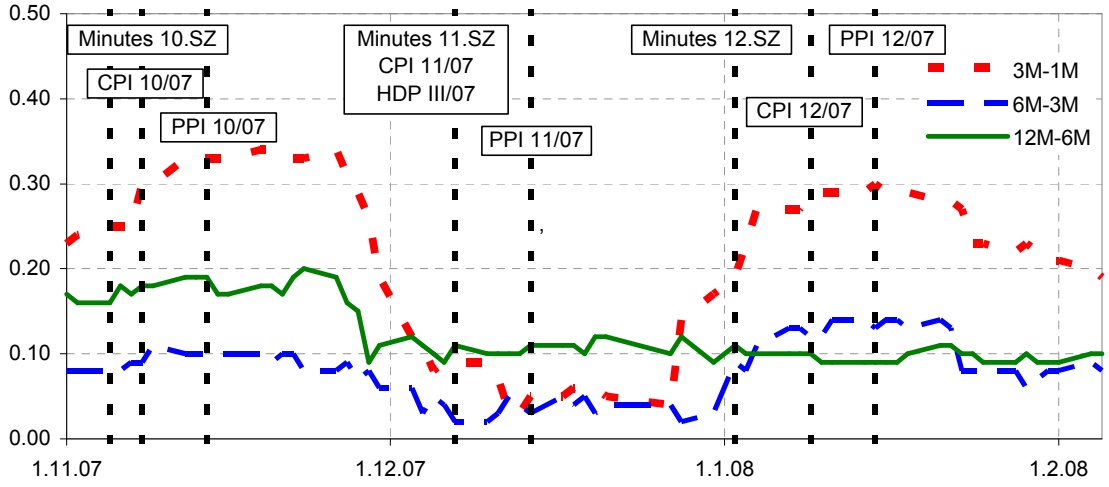
Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2008 a cílové pásmo



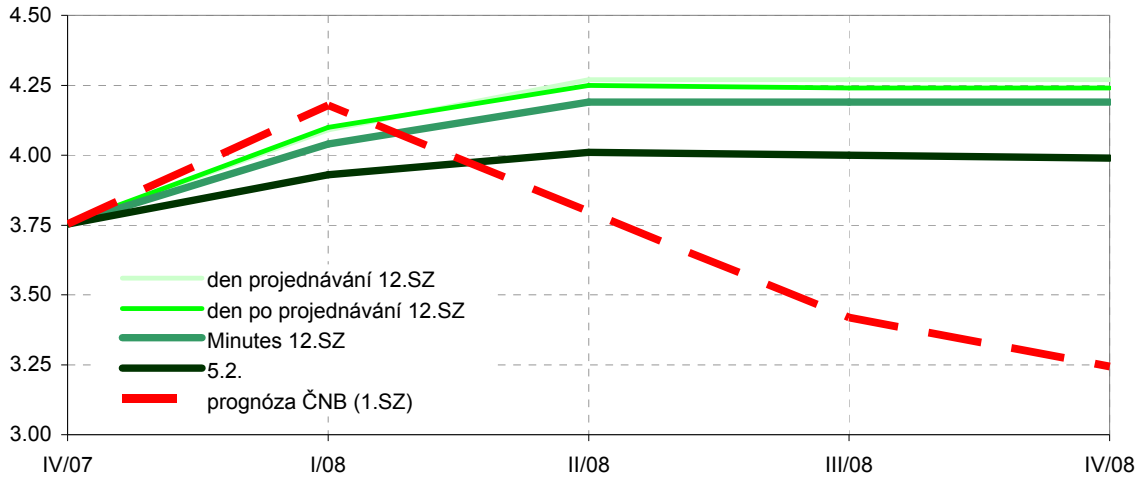
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



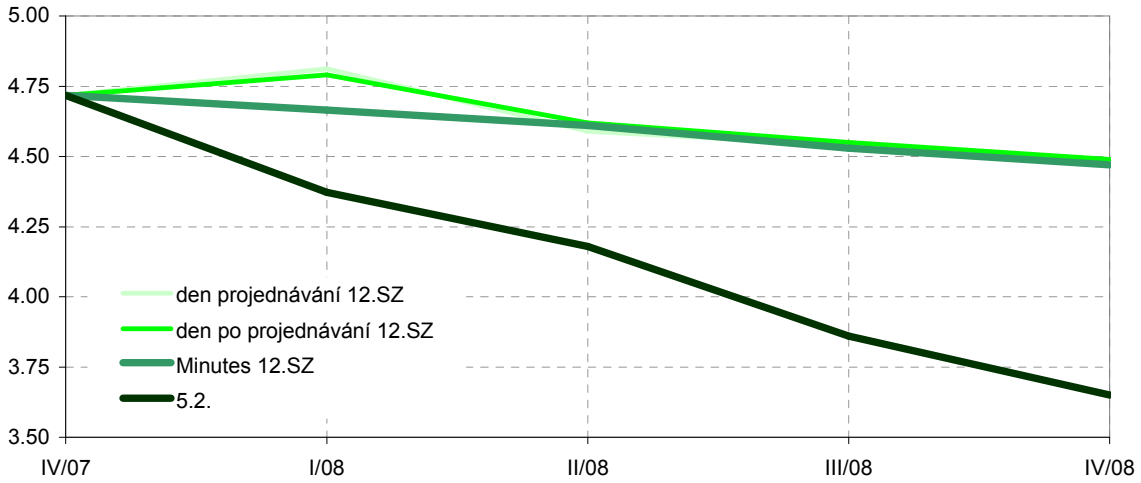
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



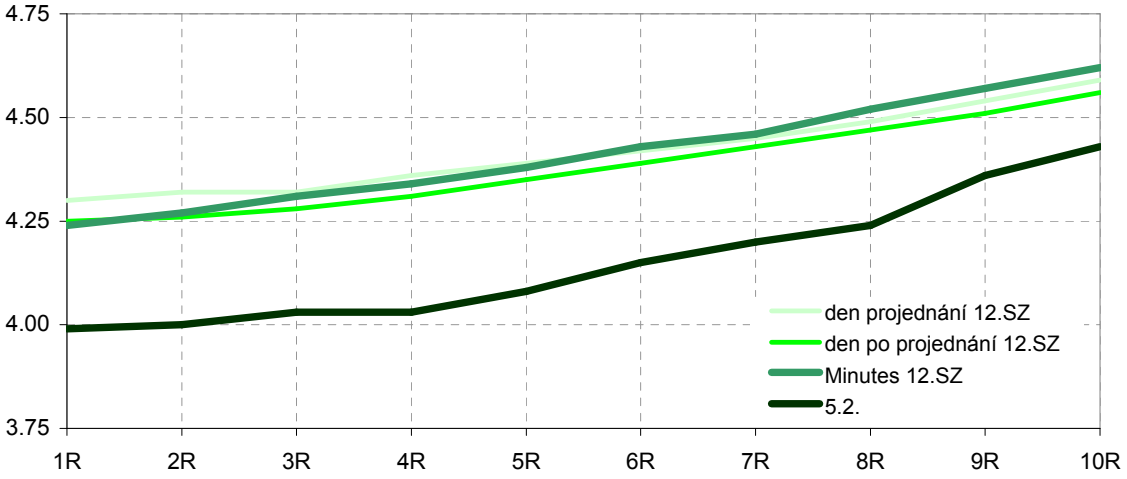
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



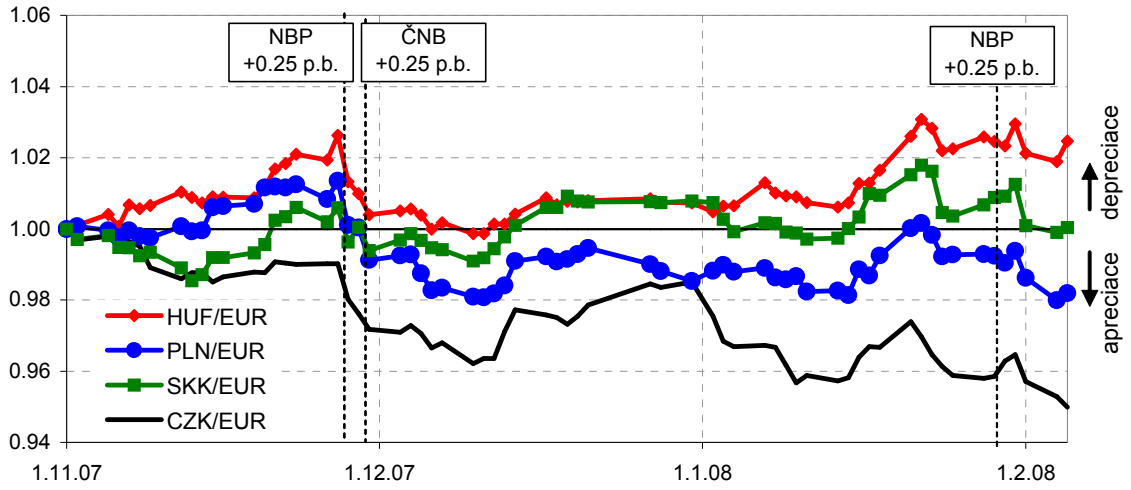
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



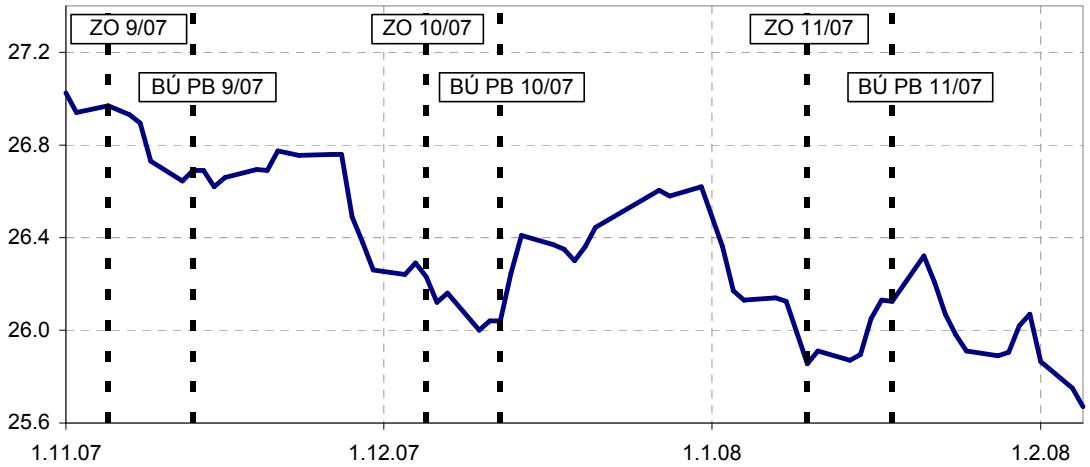
Graf 6: IRS CZK



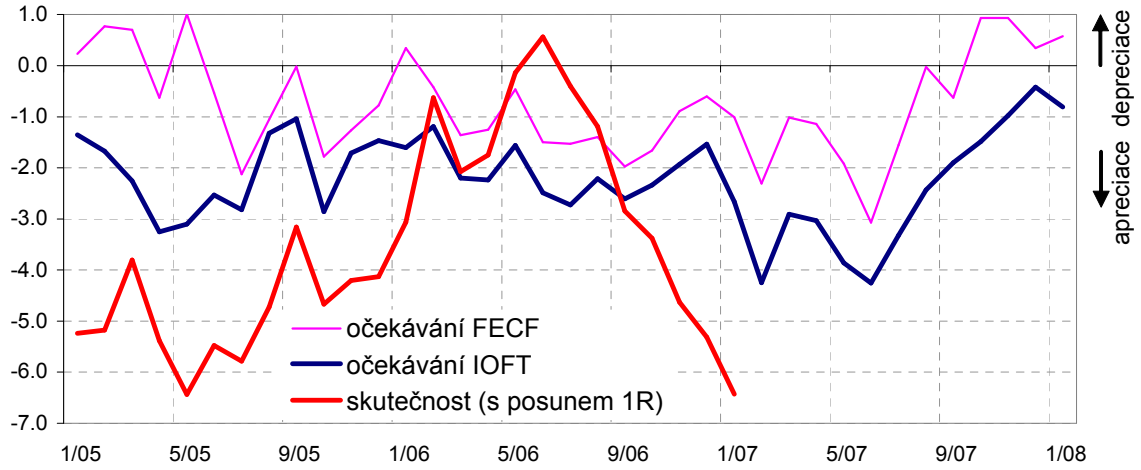
Graf 7: Kurzy středoevropských měn (1.11. = 1.0)



Graf 8: Kurz CZK/EUR

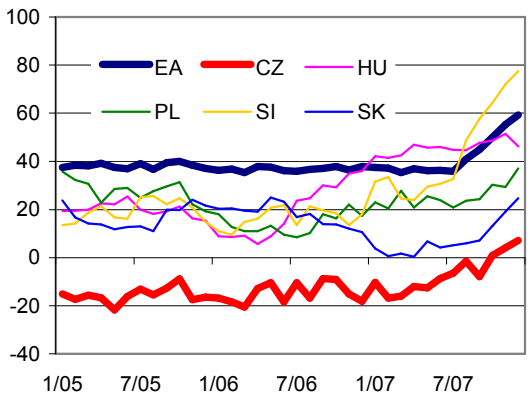


Graf 9: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

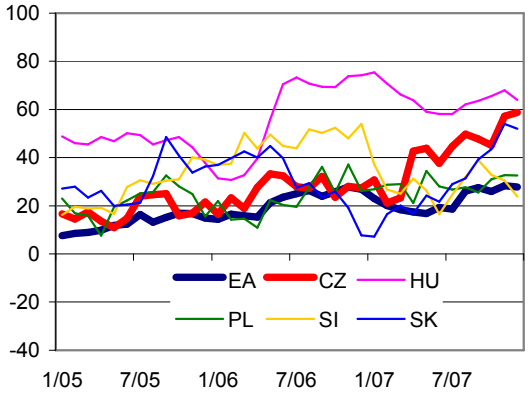


Graf 10: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace pociťované za uplynulých 12 měsíců

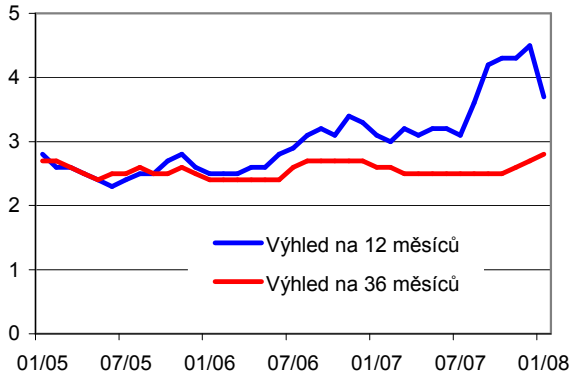


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

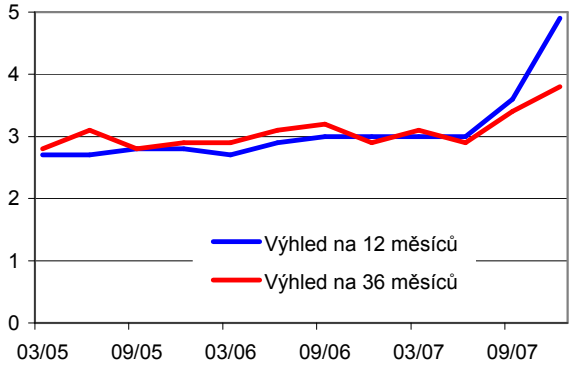
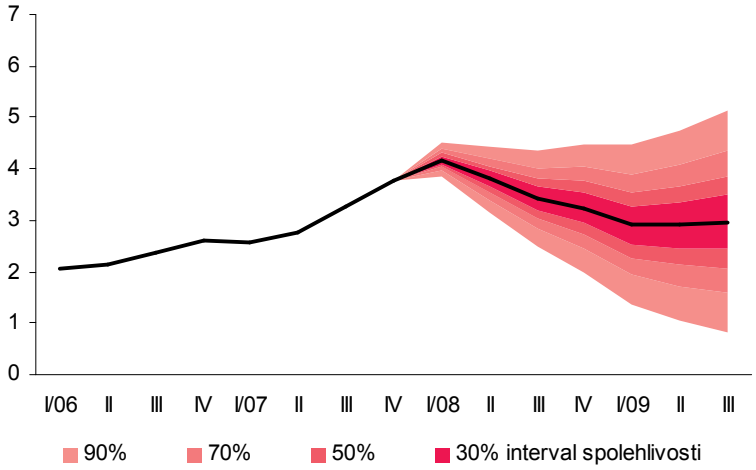


Graf 11: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice

Inflační očekávání finančího trhu (%)



Inflační očekávání nefinančních korporací a firem (%)



Graf 12: Vějířový graf prognózy úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)