

Měnověpolitické doporučení pro 2. SZ 2008

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 1. SZ 2008

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *makroekonomická prognóza z 1. SZ 2008*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují předpoklady, počáteční podmínky a vyznění této prognózy.

Stávající 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 stávající prognóza 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 pro 1Q08 prognóza předpokládala průměrnou hodnotu 26,3 CZK/EUR.

Na základě prognózy z 1. SZ 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 vzrostla vlivem 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 náказы z titulu specifických nákladových šoků (ceny potravin, regulované ceny a změny nepřímých daní). Celková meziroční inflace tak na horizontu měnové politiky (aktuálně zhruba první pololetí roku 2009) klesne k postupně se snižujícímu inflačnímu cíli¹. 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 byl 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 měla úroveň 3M PRIBORu 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 21.3.2008, aktuální hodnota ke stejnému dni je pak 4,1 %). Ve 2Q08, které především bude ovlivněno nastavením sazeb na březnovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady, předpokládá základní scénář sazbu 3M PRIBORu na úrovni 3,8 %. Měnověpolitické doporučení k 1. SZ se přitom přiklonilo k volnější interpretaci základního scénáře jako východiska měnověpolitických úvah v podobě jednoho zvýšení o 0,25 p.b. v únoru s následnou stabilitou sazeb zhruba do poloviny roku.

Bankovní rada na svém únorovém měnověpolitickém zasedání k 1.SZ zvýšila sazby o 0,25 p.b. Aktuální 2. SZ hodnotí rizika prognózy celkové i měnověpolitické inflace na horizontu měnové politiky jako protiinflační. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k vyšším nebo nižším sazbám, než jsou sazby konzistentní s volnější interpretací základního scénáře prognózy z 1. SZ.

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

- a) Proinflační riziko vyplývá z nových údajů o vývoji **inflace** za první dva měsíce letošního roku. Vyšší než prognózovaná celková inflace byla způsobena rychlejším růstem regulovaných cen a zejména pak odchylkou u korigované inflace bez PH. V tomto druhém případě to může být v podmínkách silnějšího než prognózovaného kurzu indikací vyšších inflačních tlaků z reálné ekonomiky v aktuálním čtvrtletí v souladu s novými daty o HDP za poslední čtvrtletí loňského roku. Opačným směrem však mohou působit nové informace o vývoji nominálních mezd v podnikatelské sféře v témže období.² Krátkodobá rizika inflace jsou nicméně v souhrnu spíše proinflační.
- b) Klíčové proinflační riziko i nadále představuje možná **vyšší intenzita promítání** specifických nákladových šoků do vývoje inflace v dalších cenových okruzích a do inflačních očekávání, než předpokládá základní scénář prognózy. Tomuto riziku zachycenému v alternativním scénáři prognózy, jakož i možným rizikům chybného posouzení situace ze strany měnové politiky, se SMS rozsáhle věnovala v měnověpolitickém doporučení pro 1.SZ. Připomínáme, že alternativní scénář prognózy pracující s předchozí verzí modelu ukazoval na vyšší inflaci na horizontu měnové politiky ve srovnání se základním scénářem při postupném růstu úrokových sazeb na úroveň 4,5 %. Nadále přitom platí, že posoudit, který ze scénářů se začíná naplňovat, nebude ani v následujících měsících jednoduché. I když se zdánlivě nabízí, že nové údaje o vyšší než očekávané korigované inflaci (viz bod 2a) jdou ve směru alternativního scénáře, je třeba si uvědomit, že vývoj inflace popisovaný v obou scénářích je pro první tři čtvrtletí letošního roku stejný. Na rozlišení, který ze scénářů se naplňuje, je tak stále zřejmě příliš brzo.³

² Jak nové údaje o HDP, tak o mzdách přitom vysílají do určité míry rozporuplné signály, protože v obou případech byl vývoj v závěru loňského roku poznamenán mimořádnými vlivy. Za ty je možno považovat nestandardně vysoký růst spotřeby vlády z titulu prudkého zvýšení výdajů na zdravotní péči (s pozitivním vlivem na HDP) a pravděpodobný přesun části odměn a bonusů ze 4Q07 do 1Q08 v důsledku daňové optimalizace (snižující naopak mzdový růst v závěru loňského roku).

³ Dvě nová měsíční měření inflačních očekávání domácností za leden a únor 2008 (šetření Evropské komise) ukazují, že se snížil podíl respondentů, kteří očekávají v příštích 12 měsících prudký cenový růst. To do určité míry koresponduje s vývojem inflačních očekávání (předpovědí) analytiků oslovených v rámci IOFT, jejichž výhled inflace v ročním horizontu se od začátku roku rovněž snižuje (viz Grafy 10 a 11).

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

- a) Výrazným protiinflačním rizikem je silnější než předpokládaný **kurz koruny**. Základní scénář stávající prognózy pracuje s kurzem pro 1Q08 na úrovni 26,3 CZK/EUR, přičemž dosavadní průměr ke dni 21.3.2008 je 25,6 CZK/EUR, tj. o 2,8 % silnější. V horizontu jednoho roku předpokládá základní scénář prognózy kurz na úrovni 25,8 CZK/EUR. Převážně domácí analytici očekávají v rámci šetření IOFT kurz v jednoročním horizontu na úrovni 25,5 CZK/EUR, zatímco převážně zahraniční analytici očekávají v rámci šetření FECF kurz na úrovni 25,6 CZK/EUR. Riziko odlišného vývoje kurzu, identifikované již v 1. SZ, bylo kvalitativně ošetřeno zpracováním standardní kurzové citlivostní analýzy. V ní leží trajektorie úrokových sazeb konzistentní se simulovaným 3% posílením kurzu od 2Q08 po zbytek predikčního horizontu cca 1 p.b. pod trajektorii základního scénáře.
- b) V souhrnu směrem k nižším domácím úrokovým sazbám působí také nový výhled **vývoje v eurozóně**. Podle publikace CF03 se aktuální tržní výhled sazeb Euribor 1R ve srovnání se stávající prognózou posunul pro roky 2008 a 2009 směrem dolů v průměru o 0,3 p.b. Aktuální výhled růstu HDP v eurozóně se ve srovnání s prognózou rovněž snížil, a to o 0,1 % jak pro letošní rok, tak i pro rok 2009.⁴

4. Další měnověpolitické úvahy

Při diskusi intenzity, se kterou se specifické nákladové šoky promítnou do inflace v dalších cenových okruzích a do inflačních očekávání, nadále zůstává v platnosti úvaha z měnověpolitického doporučení k 1.SZ. Ta porovnávala pravděpodobnost obou scénářů prognózy a rizika spojená s chybným vyhodnocením situace. Po únorovém zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b. v souladu s doporučením SMS se aktuálně přikláníme k ponechání sazeb na úrovni vyšší, než implikuje mechanické následování základního scénáře prognózy, resp. protiinflační bilance jeho rizik identifikovaná ve 2. SZ.⁵ Bez opory v rozsáhlejší a úplnější sadě nových dat a nové prognózy se ponechání sazeb na stávající úrovni jeví bezpečnější než začít již nyní se snižováním sazeb. Stále tak považujeme hrozbu včasného nepodchycení inflační náklady, propagace zvýšené inflace do inflačních očekávání a dlouhodobějšího neplnění inflačního cíle za vyšší, než je riziko případné rychlejší dezinflace a většího zpomalení ekonomického růstu z titulu opožděného snižování sazeb. Navíc již samotná komunikace protiinflačních rizik základního scénáře stávající prognózy může být pro trh významnou a do určité míry překvapující informací, obzvláště v situaci, kdy trhy vědí, že s prognózou je konzistentní klesající trajektorie úrokových sazeb od 2Q08. To může vést k poklesu sazby 3M PRIBOR ze současných hodnot směrem k předpokladům prognózy pro příští čtvrtletí.

⁴ Poslední kroky Fedu naznačují jeho obavu, že USA budou čelit výraznějšímu zpomalení své ekonomiky, než se doposud očekávalo. Nově dostupné informace o vývoji zemí v eurozóně však nevysílají signály v takovém rozsahu jako v případě USA, když data o průmyslové produkci a další předstihové indikátory růstu v 1Q08 v hlavních zemích eurozóny naznačují pokračování solidního tempa ekonomické aktivity. Stejně tak se ukazuje, že růst úvěrů v zemích eurozóny nezpomaluje, přičemž úvěrové podmínky se výrazně nezpříšňují, a důvěra ekonomických subjektů v budoucí vývoj není vážně otfesena. Vysoká nejistota však přetrvává.

⁵ V případě, že se ve skutečnosti realizuje alternativní scénář, jsou jeho rizika na základě nově dostupných informací rovněž protiinflační. Ponechání sazeb na stávající úrovni pak do značné míry konvenuje i tomuto alternativnímu pohledu na svět.

Ke zvýšení pravděpodobnosti realizace základního scénáře prognózy i nadále doporučujeme komunikovat dočasný charakter vysoké inflace a dlouhodobě dobré ukotvení inflačních očekávání blízko inflačního cíle.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **únorovém zasedání** (7.2.) BR zvýšila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 p.b. na 3,75 %. Toto rozhodnutí bylo očekáváno většinou účastníků finančního trhu. Z *dotazníků IOFT* (11.1.) vyplývalo, 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 %). Šetření *agentury Reuters* (31.1.) ukazovalo, že zvýšení základních sazeb na únorovém zasedání BR ČNB předpokládalo 15 ze 16 dotazovaných analytiků, 1 analytik až na březnovém zasedání. Poté analytici očekávali období stability v celém roce 2008 (11 analytiků), příp. ještě jedno zvýšení (5 analytiků). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 3,25 až 4,00 % (medián 3,75 %).

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 5:2, dva členové navrhovali ponechání sazeb beze změny. Guvernér uvedl, že nová prognóza je konzistentní nejprve s mírným nárůstem nominálních sazeb a následně s jejich poklesem ještě v roce 2008. Zveřejněná trajektorie úrokových sazeb však v žádném případě není závazkem, jak by BR měla rozhodovat. Guvernér řekl, že není schopen předvídat další pohyb sazeb, vzhledem k nejistotám je možný pohyb oběma směry, záleží na tom, jak se budou vyvíjet rizika. Guvernér dále uvedl, že posílení koruny v posledních dvou měsících bylo pro něj spíše překvapivé. Silná koruna zpřísňuje měnové podmínky a pokud by tempo posilování pokračovalo, tak by se poměrně významně odchylovalo od dlouhodobé rovnovážné reálné aprece a mělo by implikace pro nastavení měnové politiky.

Během měsíců února a března se několik členů BR vyjádřilo k možnému budoucímu vývoji základních sazeb ČNB (viz Tabulka). Tato komunikace odrážela rozdílné názory jednotlivých členů BR na další zvýšení základních sazeb ČNB nebo jejich stabilitu, především s ohledem na silný kurz koruny.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR vzrostly o 0,1 až 0,2 p.b. v závislosti na splatnosti. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR je rostoucí (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se v celém horizontu 1R pohybuje mírně nad hladinou 4 %, od 2Q08 se pohybuje blíže k trajektorii sazeb implikované alternativou než základním scénářem.

Sazby IRS se také mírně zvýšily, především v kratších splatnostech. Zároveň vykazovaly poměrně vysokou volatilitu v souvislosti s vývojem v zahraničí. Spread 5R – 1R dosahuje 0,1 p.b., spread 10R – 1R činí 0,3 p.b.

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z *dotazníků IOFT* (12.3.) vyplývá, že na březnovém zasedání BR ČNB 3 z 11 analytiků předpokládají zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. Zbývající očekávají stabilitu sazeb. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 3,50 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Ze šetření *agentury Reuters* (18.3.) vyplývá, že zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. na březnovém zasedání BR ČNB předpokládají 3 z 15 dotazovaných analytiků. Očekávání

ostatních jsou rozložena takto: zvýšení v 2Q08 (4 analytici), stabilita v horizontu 1R (5 analytiků) a snížení v 1Q09 (3 analytici). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 3,50 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** se bude v horizontu 1R nacházet na úrovni 25,48 CZK/EUR (rozpětí 24,50 až 26,30), tj. o 0,4 % silnější hladině vzhledem k průměru za 1Q08 do 21.3. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají kurz ve výši 25,62 CZK/EUR, tj. o 0,2 % slabší. Základní scénář prognózy očekává pro 1Q09 kurz na úrovni 25,80 CZK/EUR.

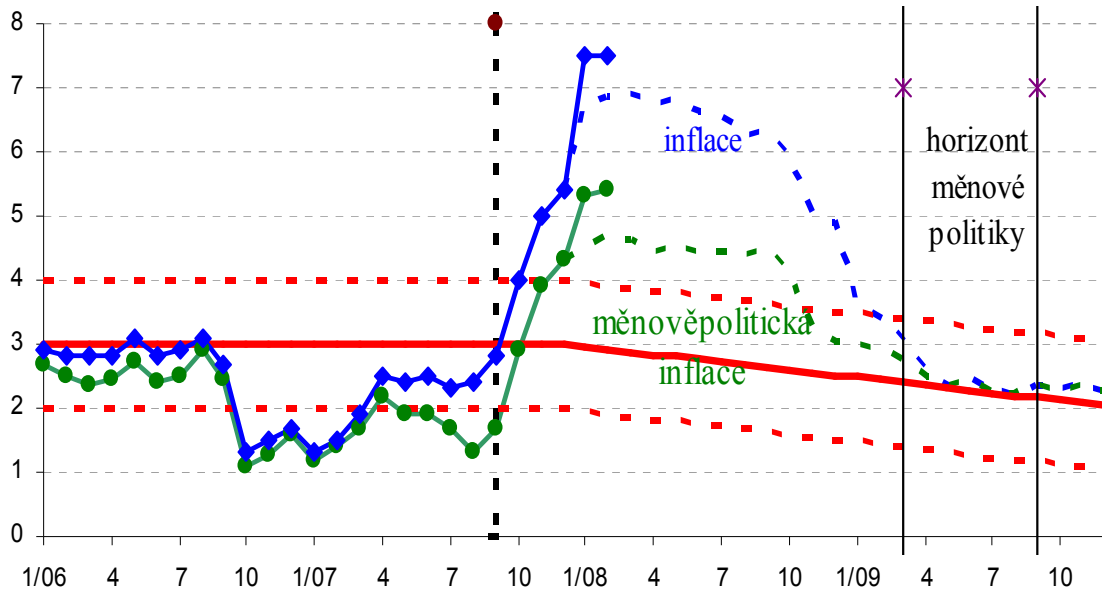
Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

18.2.	M. Singer (ekonomická konference v Praze)	V zásadě se dá říci, že jsme si vytvořili prostor, abychom, bude-li třeba, mohli reagovat posunem sazeb nahoru, dolů, pružně dál... Centrální banka věří, že se růst cenové hladiny v příštím roce, až odezní cenový šok, vrátí k tříprocentnímu inflačnímu cíli.
19.2.	V. Tomšík (rozhovor pro rádio Impuls)	V této chvíli komunikujeme, že pokud uvidíme, že inflační očekávání v této ekonomice nerostou, tak už říkáme: myslíme si, že není nutné dál zvyšovat úrokové sazby. Nicméně v případě, že by se zvýšená inflační očekávání přelila například do tlaků na růst mezd, musela by ČNB reagovat zpřísněním měnové politiky.
26.2.	P. Řežábek (rozhovor pro Reuters)	Preferuji stabilitu úrokových sazeb po nějakou dobu, dále pak sleduji tlaky na poptávkové straně a mzdové požadavky odborů. Zároveň očekávám korekci zisků koruny.
4.3.	Z. Tůma (setkání manažerů pořádané deníkem Euro)	Posilování koruny na nová maxima nemá oporu v ekonomických fundamentech a měna může své zisky korigovat. Koruna je nejsilnějším protiinflačním faktorem a její kurz ovlivní rozhodování o sazbách.
6.3.	R. Holman (rozhovor pro Thomson Financial News)	Za prudkým posilováním koruny stojí spekulace vyvolaná situací americké ekonomiky a nelze předvídat, jak dlouho to bude trvat či kdy dojde ke korekci. Sazby by podle mě měly zůstat stabilní, ČNB by je neměla zvyšovat a pak zas snižovat.
10.3.	M. Hampl (rozhovor pro deník E15)	Rizika ohledně inflace jsou relativně silná a míří oběma směry, což činí rozhodování ČNB neobvykle obtížným.
11.3.	M. Singer (rozhovor pro Reuters)	Koruna má velmi restriktivní vliv na měnové podmínky, na druhé straně ale existují některé varovné inflační indikátory.
12.3.	Z. Tůma (rozhovor pro ČT24)	Posilování koruny neodpovídá ekonomickým fundamentům. Kurz koruny je ale určený trhem a ČNB jím nechce manipulovat... Mám obavu, aby se současný růst cen nepřelil do inflačních očekávání.
12.3.	M. Hampl (rozhovor pro Bloomberg)	Přikláním se ke zvýšení úrokových sazeb.

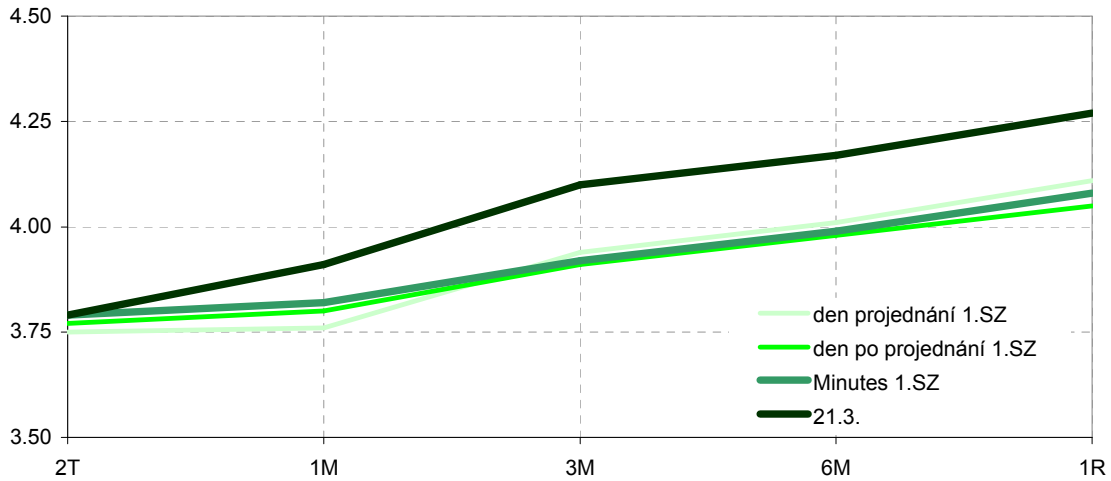
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

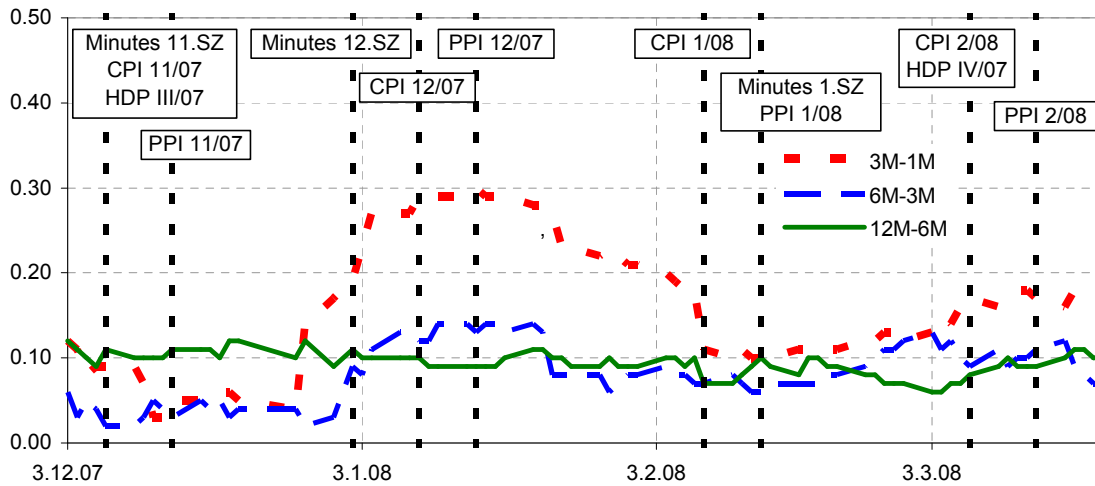
Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2008 a cílové pásmo



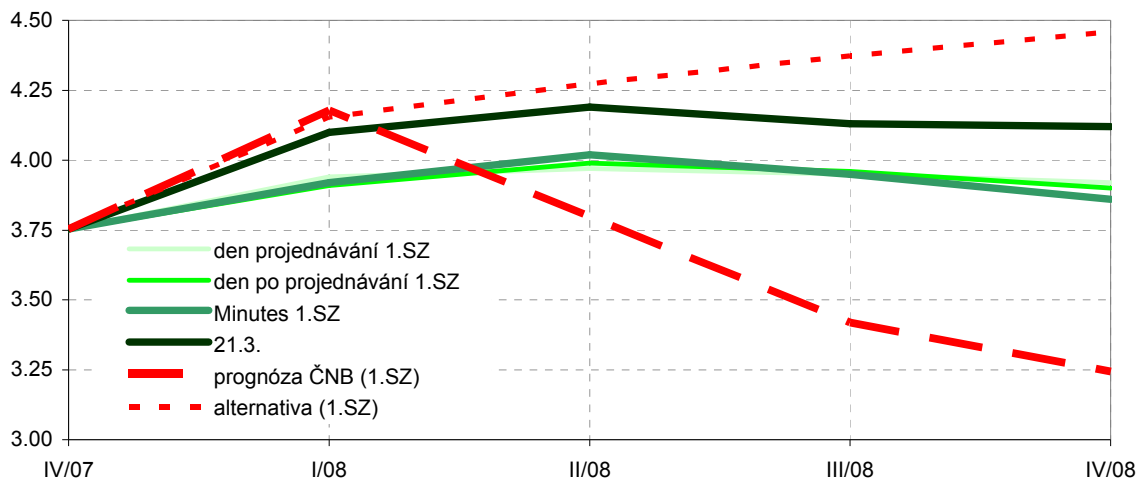
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



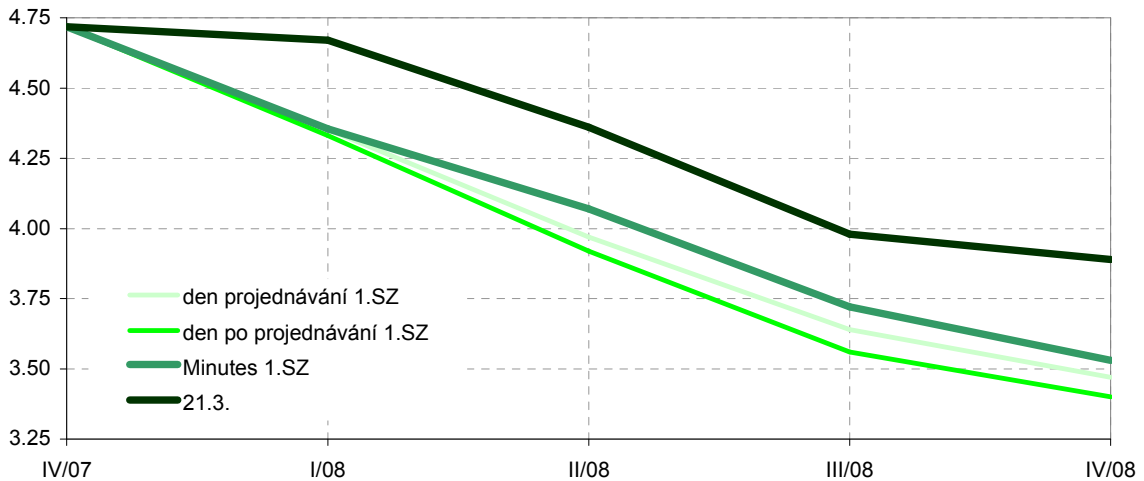
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



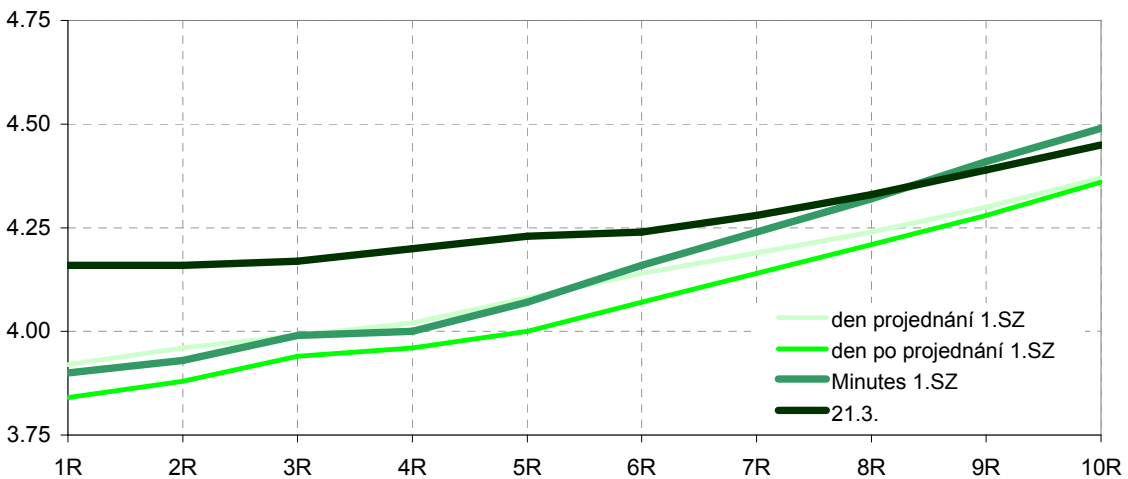
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



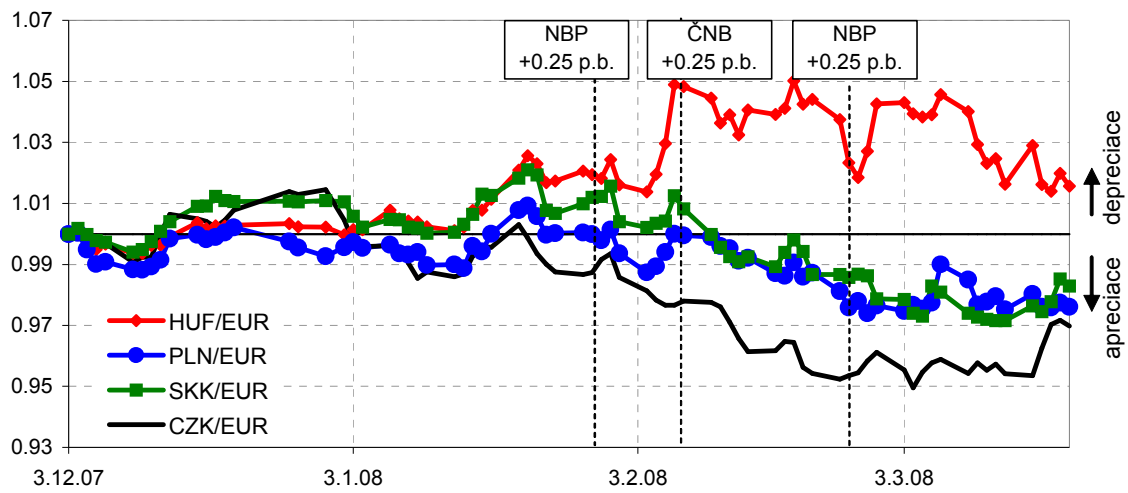
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



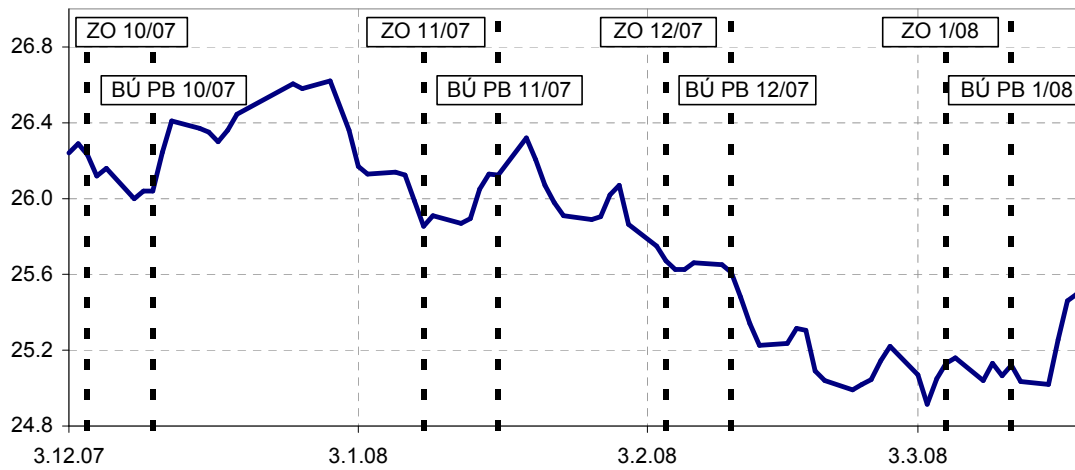
Graf 6: IRS CZK



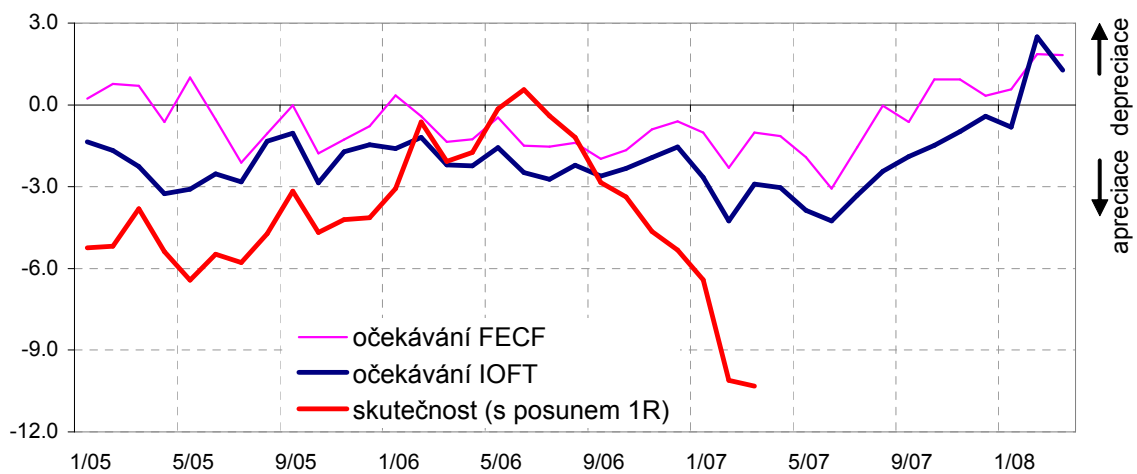
Graf 7: Kurzy středoevropských měn (3.12. = 1.0)



Graf 8: Kurz CZK/EUR

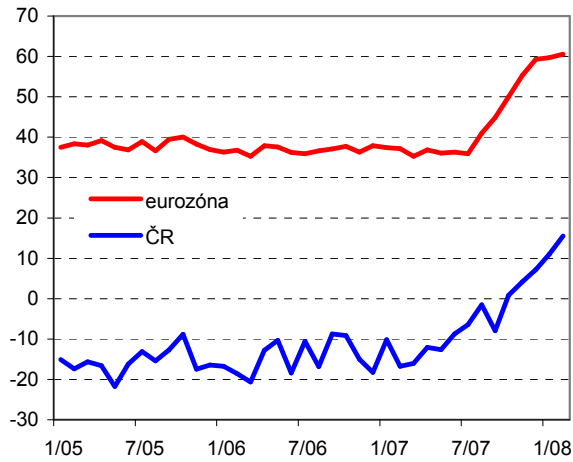


Graf 9: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

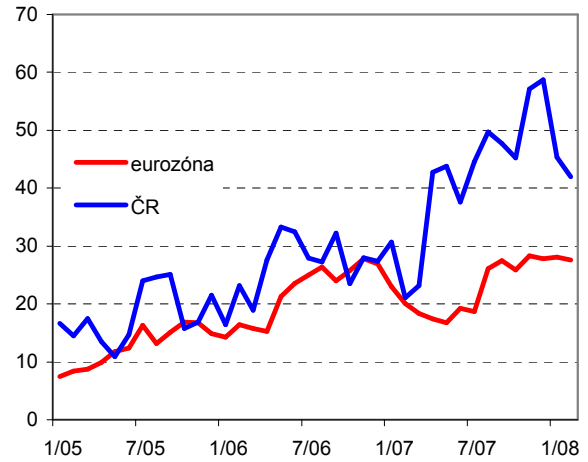


Graf 10: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace pocitované za uplynulých 12 měsíců

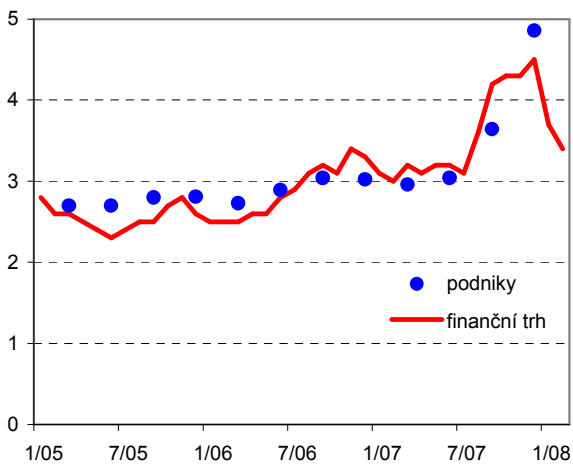


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

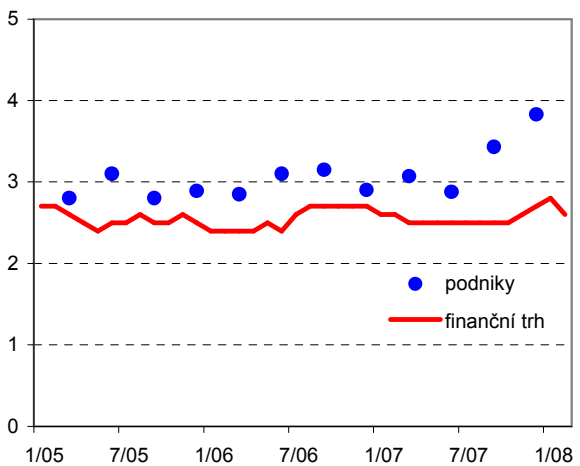


Graf 11: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

