

Měnověpolitické doporučení pro 3. SZ 2008

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy ze 3. SZ 2008

Východiskem pro květnové měnověpolitické rozhodnutí je *makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2008*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují předpoklady, počáteční podmínky a vyznění této prognózy.

Nová prognóza předpokládá pro letošní i příští rok efektivní ekonomický růst v eurozóně na úrovni 1,7 %. Spotřebitelské ceny v efektivní eurozóně porostou v letošním roce o 2,6 %, v roce 2009 je pak předpokládán růst o 2,0 %. Prognóza dále pracuje s předpokladem průměrné roční sazby EURIBOR v letech 2008 resp. 2009 na úrovni 4,1 % resp. 3,9 %. Předpokládaný schodek veřejných rozpočtů ČR pro rok 2008 je na úrovni 1,0 % HDP, pro rok 2009 pak ve výši 1,4 % HDP.

Působení reálné ekonomiky v 1Q08 hodnotí stávající prognóza jako více proinflační, než naznačovala předpověď z 1. SZ. Kladná mezera výstupu se oproti předpovědi z 1.SZ zvýšila, zejména vlivem vyššího než očekávaného růstu HDP v podmínkách vyšší korigované inflace a silnějšího kurzu koruny. Mezera reálných mezd tento posun v rámci mezery reálných mezních nákladů kompenzovala jen částečně, když se v 1Q08 posunula více do záporných hodnot. Nastavení reálných měnových podmínek v 1Q08 je hodnoceno jako mírně přísné. Zatímco úroková složka zůstává mírně uvolněná, působení kurzové složky se vlivem silné apreciacie zpřísnilo.

Na základě nové prognózy předpokládáme v průběhu letošního roku změnu v působení reálné ekonomiky z proinflačního na protiinflační. Mezera výstupu rychle poklesne a překlopí se do záporných hodnot zejména vlivem restrikce ve fiskální oblasti, mírně přísným reálným měnovým podmínkám a mírně restriktivnímu působení zahraniční poptávky. Mezera reálných mezd bude v letošním roce působit mírně protiinflačně, v roce 2009 se pak její působení změní na proinflační vlivem zpomalení inflace a setrvačnosti nominálních mezd.

Podle nové prognózy budou spotřebitelské ceny v roce 2008 pokračovat v poměrně výrazném mizr. růstu, který však bude zpomalovat. S odezněním vlivu daňových změn a dalších inflačních šoků pak celková inflace na přelomu let 2008 a 2009 poklesne. Na horizontu měnové politiky (aktuálně zhruba druhé a třetí čtvrtletí roku 2009) se bude celková meziroční inflace nacházet v blízkosti postupně se snižujícího inflačního cíle¹. Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. celková inflace po očištění o primární dopady změn nepřímých daní, se bude ve stejném období nacházet zhruba na úrovni celkové inflace, resp. na počátku horizontu měnové politiky nepatrně níže.

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve zhruba stabilita nominálních úrokových sazeb, následovaná poklesem ještě v roce 2008 a stabilitou v roce 2009. Implikovaná trajektorie měnověpolitických sazeb se přitom zhruba shoduje s trajektorií

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.

z 1.SZ. V 2Q08 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 3,9 %, přičemž průměr za dosavadní průběh čtvrtletí dosahuje 4,1 % (ke dni 5.5.2008).

Trajektorii 3M sazeb ze základního scénáře lze přitom zhruba naplnit jak při snížení základních úrokových sazeb na květnovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady o 0,25 p.b., tak při ponechání sazeb na stávající úrovni. V prvním případě a současně za předpokladu, že trh uvěří, že květnový pokles sazeb je začátkem déletrvající fáze jejich snižování, lze dosáhnout sazeb 3M PRIBOR mírně pod hodnotami základního scénáře pro 2Q08. V případě ponechání sazeb na stávající úrovni a za předpokladu komunikace pravděpodobného budoucího snižování sazeb lze dosáhnout sazeb 3M PRIBOR naopak slabě nad hodnotami prognózy.

V obou případech bude hrát roli intenzita a způsob komunikace bankovní rady ohledně **rizik základního scénáře** nové prognózy, která situační zpráva hodnotí jako spíše **proinflační**. K tomuto hodnocení dochází na základě níže uvedené argumentace i toto měnověpolitické doporučení. Vyšší hladina tržních úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem by pak v případě ponechání základních sazeb na stávající úrovni byla v souladu s proinflačním hodnocením rizik prognózy.

Součástí 3. SZ je i alternativní scénář vytvořený pomocí **strukturálního modelu g3**, který se od druhého pololetí letošního roku stane novým jádrovým predikčním modelem ČNB. Vyznění prognózy modelem g3 v oblasti úrokových sazeb je podobné jako v základním scénáři.² Tentokrát ale není účelem alternativního scénáře vymezení se vůči základnímu scénáři (resp. ošetření nějakého konkrétního rizika), nýbrž právě komunikace brzkého přechodu na nový jádrový predikční model vůči uživatelům prognóz ČNB. Za tímto účelem bude alternativní prognóza představena ve Zprávě o inflaci II/2008, kde jí bude doprovázet rovněž box věnovaný základnímu popisu modelu g3. Alternativní scénář a nový modelový aparát bude rovněž představen na pravidelném setkání s analytiky. Kromě toho se nabízí také možnost prezentovat alternativní scénář sestavený modelem g3 na tiskové konferenci po květnovém měnověpolitickém zasedání BR.

Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k vyšším, resp. nižším sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem prognózy ze 3. SZ.

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

- a) V rámci prognostického cvičení byl zpracován rizikový scénář navazující na alternativní prognózu z 1.SZ a předpokládající **vyšší propagaci nákladových šoků** do inflačních očekávání a do inflace v ostatních cenových okruzích a rovněž celkově pomalejší transmissi měnové politiky. V této simulaci provedené ve verzi modelu QPM z 10. SZ 2007 se ve srovnání se základním scénářem celková inflace nachází na zhruba stejné úrovni až do 1Q09, poté se od základního scénáře odchyluje směrem nahoru. Implikovaná trajektorie úrokových sazeb leží ve 2Q08 o 0,2 p.b. nad trajektorii konzistentní se

² Prognózovaná celková meziroční inflace se v alternativním scénáři nachází na horizontu měnové politiky mírně nad prognózou základního scénáře, implikované trajektorie úrokových sazeb jsou u obou scénářů v zásadě stejné. Výraznější rozdíl je prognózován u meziročního růstu HDP, kde se trajektorie alternativního scénáře nachází v období 4Q08 – 3Q09 v průměru 1,2 p.b. nad předpovědí základního scénáře.

základním scénářem stávající prognózy, poté se rozdíl postupně zvyšuje až k 1,0 p.b. na začátku roku 2009. Stále platí, že vidění světa optikou původní verze modelu nelze v této chvíli vyloučit, ale ani potvrdit.

- b) Druhý rizikový scénář zpracovaný ve 3.SZ předpokládá v čase **více rozloženou reakci reálné ekonomické aktivity** na pozorované zpřísnění **kurzové** složky reálných měnových podmínek v současnosti. Tento scénář vychází z hypotézy o prodlužování časového horizontu zajišťovacích operací českých exportérů na finančních trzích proti kurzovému riziku. Tato simulace vede k vyšší mezeře výstupu a následně k mírně vyšší celkové inflaci, než očekává základní scénář. Implikovaná trajektorie úrokových sazeb se v období 2Q08 - 4Q08 nachází přibližně 0,5 p.b. nad trajektorií implikovanou základním scénářem.

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

- a) Protiinflačním rizikem může být dosavadní **kurzový vývoj**. Základní scénář stávající prognózy pracuje s kurzem pro 2Q08 na úrovni 25,3 CZK/EUR, přičemž dosavadní průměr ke dni 5.5.2008 je 25,1 CZK/EUR. Na rozdíl od většiny případů v minulosti však základní scénář předpokládá v horizontu jednoho roku kurz (24,8 CZK/EUR) silnější, než domácí analytici oslovení v rámci šetření IOFT (25,2 CZK/EUR) i zahraniční analytici oslovení v rámci šetření FECF (25,5 CZK/EUR). Je přitom třeba vzít v úvahu, že tržní výhled úrokových sazeb leží podstatně výše, než je trajektorie konzistentní se základním scénářem (viz graf 4). V případě přiblížení tržního výhledu sazeb prognóze ČNB tak naopak není možné vyloučit ani tlaky na oslabení kurzu koruny a zesílení depreciačních očekávání ekonomických subjektů. Aktuální kurz (25,2 k 5.5.) je navíc blízko prognózy. Ve výsledku je toto riziko tedy velmi slabé, přičemž ani jeho směr není zcela zřejmý. Pro účely měnověpolitických úvah ho lze kvalitativně ošetřit a kvantitativně popsat standardní kurzovou citlivostní analýzou. Trajektorie úrokových sazeb konzistentní se simulovaným 3% posílením/oslabením kurzu se od 2Q08 po zbytek predikčního horizontu nachází cca 1 p.b. pod/nad trajektorií základního scénáře.

4. Další měnověpolitické úvahy

Do roku 2008, který lze charakterizovat zvýšenou inflací a vysokou nejistotou, vstoupila ČNB únorovým zvýšením sazeb o 0,25 p.b. na 3,75 %. Dosavadní intenzivní a jednotná **komunikace** ČNB o dočasnosti současné „inflační vlnky“ způsobené kumulací jednorázových vlivů převážně exogenní povahy se dle našeho názoru osvědčila (viz grafy 10 a 11 ukazující na pokračující pokles inflačních očekávání na horizontu jednoho roku). Doporučujeme v této komunikační aktivitě i nadále pokračovat.

Stejně tak lze navázat na minulou úvahu SMS, že pokles sazeb, který minulá i nová prognóza avizují ještě v tomto roce, je možno **volně interpretovat** jako jejich stabilitu zhruba do konce prvního pololetí. Vzhledem k výše identifikovaným proinflačním rizikům základního scénáře nové prognózy a jen nepatrnému rozdílu v trajektorii úrokových sazeb v nové prognóze oproti 1. SZ se k tomuto vyznění SMS i nadále přiklání. V případě příznivého vývoje v dalším období bude možné začít s poklesem sazeb v souladu s posledními dvěma prognózami ve druhé polovině letošního roku, případně již v samém závěru pololetí prvního (tj. na červnovém zasedání). Pokud převáží proinflační hodnocení bilance rizik prognózy ze strany

bankovní rady, lze to považovat za argument pro delší ponechání sazeb na stávající úrovni, spíše než ze důvod pro jejich zvýšení.

Vzhledem k brzkému přechodu na **nový jádrový predikční model g3** doporučujeme bankovní radě o této skutečnosti začít vhodnou formou podávat informace (odborné) veřejnosti (např. zmínkou již při prezentaci nové prognózy a měnověpolitického rozhodnutí po květnovém zasedání BR).

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **březnovém zasedání** (26.3.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 3,75 %. Toto rozhodnutí bylo očekáváno většinou účastníků finančního trhu. Z *dotazníků IOFT* (12.3.) vyplývalo, že na březnovém zasedání BR ČNB 3 z 11 analytiků předpokládali zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. Zbývající očekávali stabilitu sazeb. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,50 až 4,25 % (medián 3,75 %). Šetření *agentury Reuters* (18.3.) ukazovalo, že zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. na březnovém zasedání BR ČNB předpokládali 3 ze 15 dotazovaných analytiků. Očekávání ostatních byla 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 činilo 3,50 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Na pozdější tiskové konferenci viceguvernér ČNB M. Singer oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 6:1, jeden člen hlasoval pro zvýšení sazeb o 25 bazických bodů. Viceguvernér uvedl, že rizika prognózy jsou sice zhruba vyrovnaná, ale vysoká, a to oběma směry. Nejistota ohledně budoucího vývoje je proto výrazně vyšší než v minulosti. Vysoké je také riziko změny sazeb jedním nebo druhým směrem. K proinflačním rizikům patří vyšší inflace a možnost většího promítání nákladových šoků do dalších cenových okruhů a inflačních očekávání. Protiinflačně naopak působí silnější koruna, zpomalení růstu a nižší výhled sazeb v eurozóně. Ke kurzu koruny viceguvernér uvedl, že i přes mírnou korekci v posledních dnech se stále výrazně odchyluje od prognózy ČNB a z tohoto hlediska představuje výrazné protiinflační riziko.

Během měsíce dubna se několik členů BR vyjádřilo k možnému budoucímu vývoji základních sazeb ČNB (viz Tabulka). Tato komunikace byla v souladu s tezí o dočasnosti aktuální vysoké inflace a odrážela názory jednotlivých členů BR na nastavení základních sazeb ČNB v nejbližším období.

Sazby na peněžním trhu se od posledního zasedání BR téměř nezměnily. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR je rostoucí (viz Graf 2). Tržní výhled 3M sazeb se pro nejbližší rok pohybuje mírně nad hladinou 4 %. Trajektorie sazeb konzistentní se základním scénářem i alternativou leží níže, s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR změnilly také jen minimálně. 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* (10.4.) vyplývá, že na květnovém zasedání BR ČNB 2 z 11 analytiků předpokládali zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b., ostatní očekávali stabilitu. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,50 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Ze šetření agentury Reuters (23.4.) vyplývá, že na květnovém zasedání BR ČNB všech 15 dotazovaných analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším časovém horizontu jsou rozložena takto: zvýšení v 2-3Q08 (4 analytici), zvýšení v 2Q09 (1 analytik), stabilita v horizontu 1R (3 analytici), snížení v 4Q08 (1 analytik) a snížení v 1-2Q09 (6 analytiků). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 3,25 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R dosáhne 25,24 CZK/EUR (rozpětí 24,30 až 26,00), tj. bude slabší o 0,6 % vzhledem k průměru za 2Q08 do 5.5. Analytici v rámci šetření FECF také předpokládají oslabení, a to o 1,7 % na 25,50 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 2Q09 kurz na úrovni 24,80 CZK/EUR.

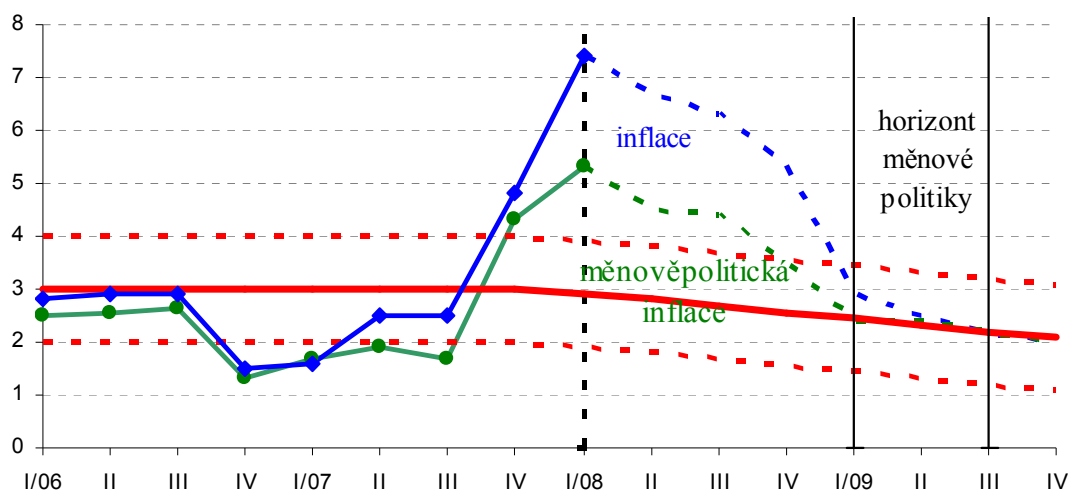
Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

8.4.	E.Zamrazilová (rozhovor pro agenturu Reuters)	Výsledky ukázaly, že současný vzestup inflace skutečně bude časově omezený, že se situace postupně zklidní a že na začátku příštího roku by se inflace měla vrátit k hodnotám velmi blízkým inflačnímu cíli...Současná situace plně koresponduje s perspektivou ČNB, podle níž se dá v následujících měsících očekávat stabilita úrokových sazeb...Březnový pokles spotřebitelských cen o 0,1 % meziměsíčně je první příznivé číslo po dlouhé době. Stále však platí domněnka, že rizika inflace jsou silná a působí oběma směry.
8.4.	Z.Tůma (konference k 15.výročí ČNB)	Česká ekonomika je nadále nízkoinflační, ačkoli současná inflace převyšuje 7procentní hladinu.
9.4.	M.Singer (rozhovor pro Bloomberg)	Banka může snížit úrokové sazby, pokud inflační očekávání budou nízká. ČNB je ale také připravena v případě potřeby sazby zvýšit.
16.4.	M.Singer (prezentace pro přednášku na VŠE)	ČNB je připravena v případě potřeby dále sazby zvýšit, zejména při tlacích na růst korigované inflace. Je připravena i snížit sazby, pokud to umožní nízká inflační očekávání. ČNB bude natolik flexibilní, jak to bude vyžadovat situace.
18.4.	M.Hampl (rozhovor pro server aktuálně.cz)	Současný výkyv inflace je jen dočasný a hnaný jednorázovými a administrativními vlivy. Inflace se vrátí k inflačnímu cíli. Vychýlení kurzu koruny na úroveň 23,00 CZK/EUR bylo přechodné.
23.4.	E.Zamrazilová (odpovědi na písemné otázky agentury Reuters)	Situace je i nadále značně nepřehledná a nejednoznačná, prosazují se obousměrné faktory ovlivňující inflaci. Pro mne je velmi důležité poslední číslo o vývoji dovozních cen potravin - meziměsíční pokles v únoru o 0,7 procenta, meziroční růst pouze o 1 procenta, zatímco v listopadu a prosinci byl meziroční růst o 6 procent -, které dává vyšší šanci scénáři předpokládajícímu brzké zklidnění cen potravin... Základem pro rozhodování pro mne bude aktuální situační zpráva, u které budu věnovat pozornost zejména proinflačním rizikům spojeným s potenciálním nástupem sekundárních inflačních tlaků. Při hlasování o úrokových sazbách se definitivně rozhodnu až v den měnového zasedání... Určitá stabilita sazeb má pro vývoj ekonomiky své přednosti. Proto nejsem stoupencem příliš častých a zejména protisměrných korekcí úrokových sazeb.
25.4.	R.Holman (rozhovor na ekonomickém semináři)	Rostoucí ceny potravin ve světě budou hrát důležitou roli při rozhodování o případném zvýšení úrokových sazeb. Výraznější známky sekundárních dopadů v důsledku prudkého růstu nákladů však nevidím.

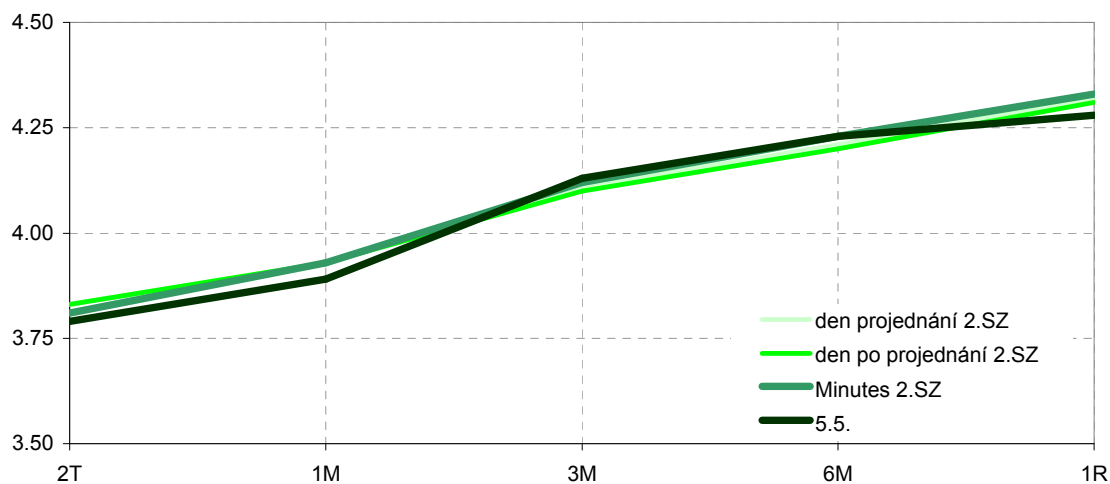
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

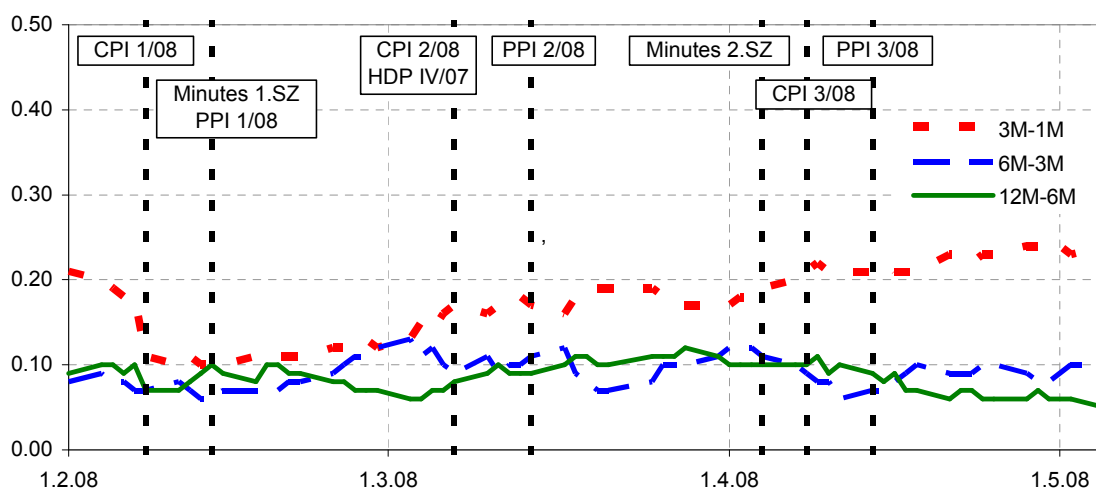
Graf 1: Prognóza inflace z 3. SZ 2008 a cílové pásmo



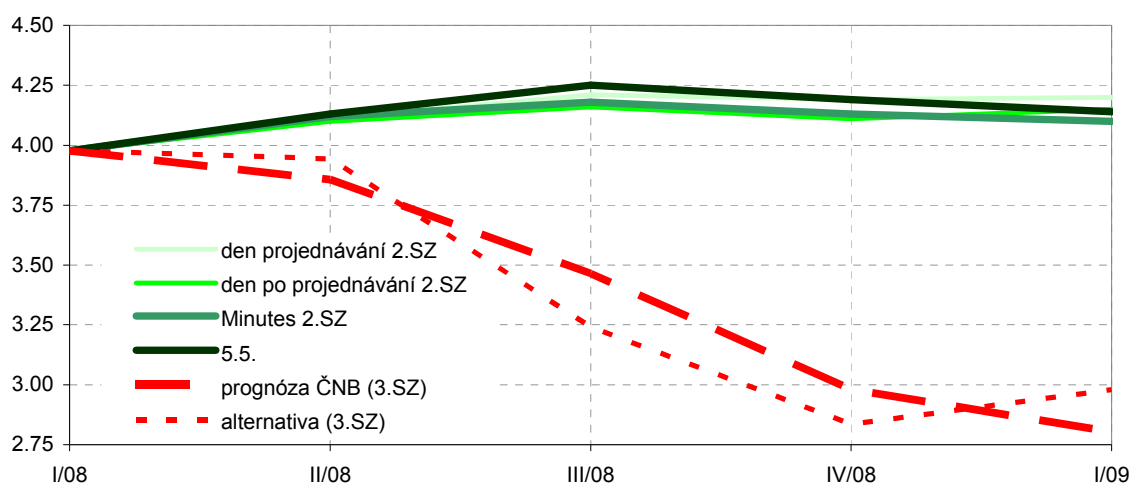
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



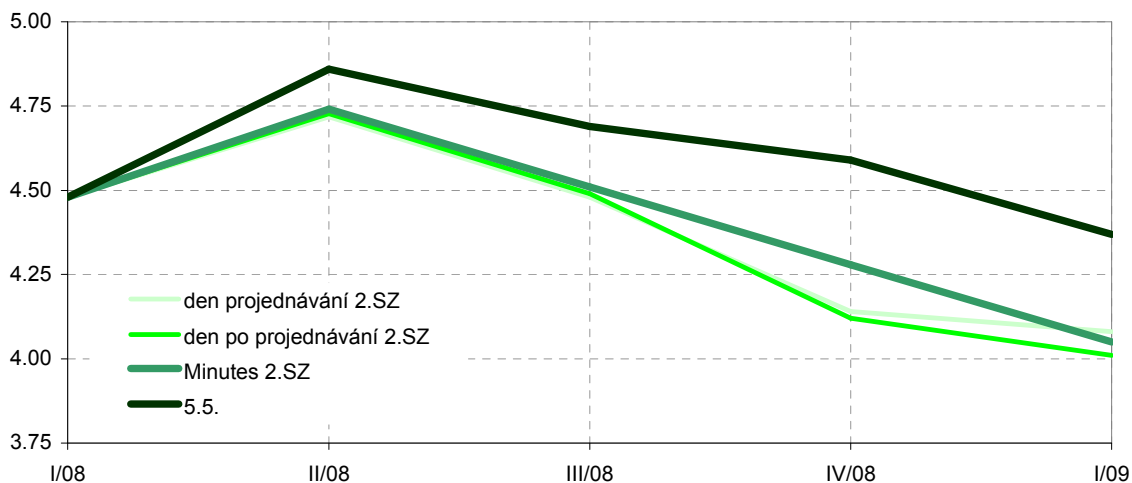
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



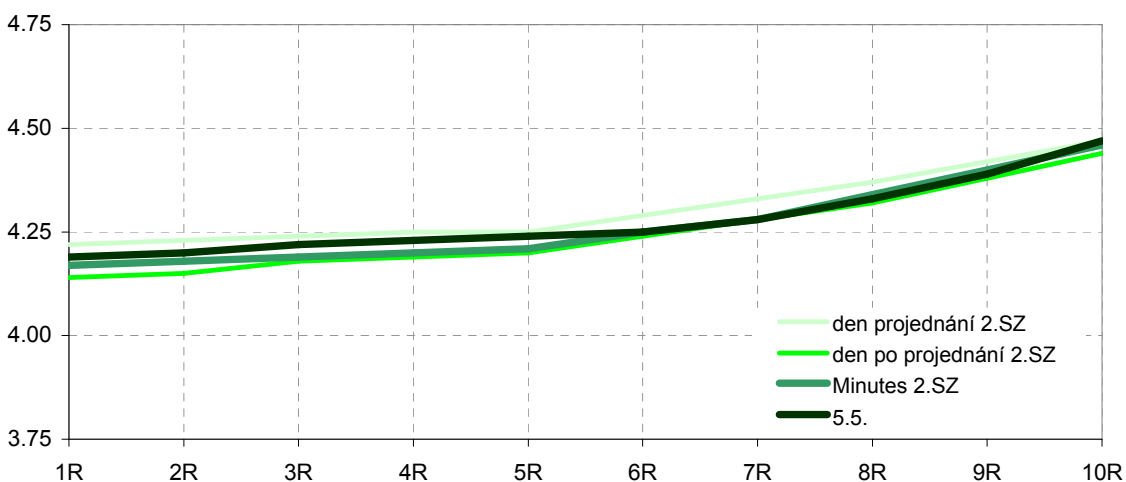
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



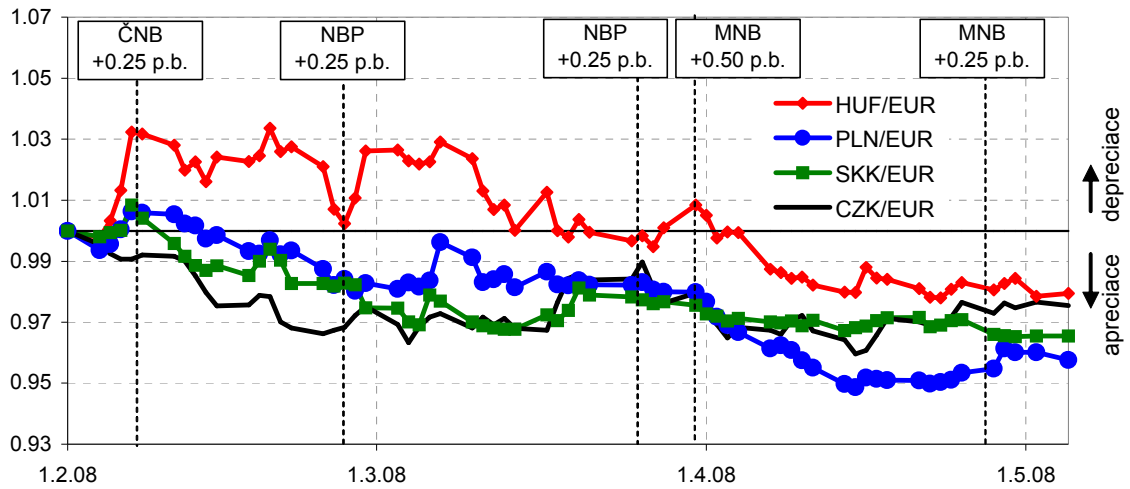
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



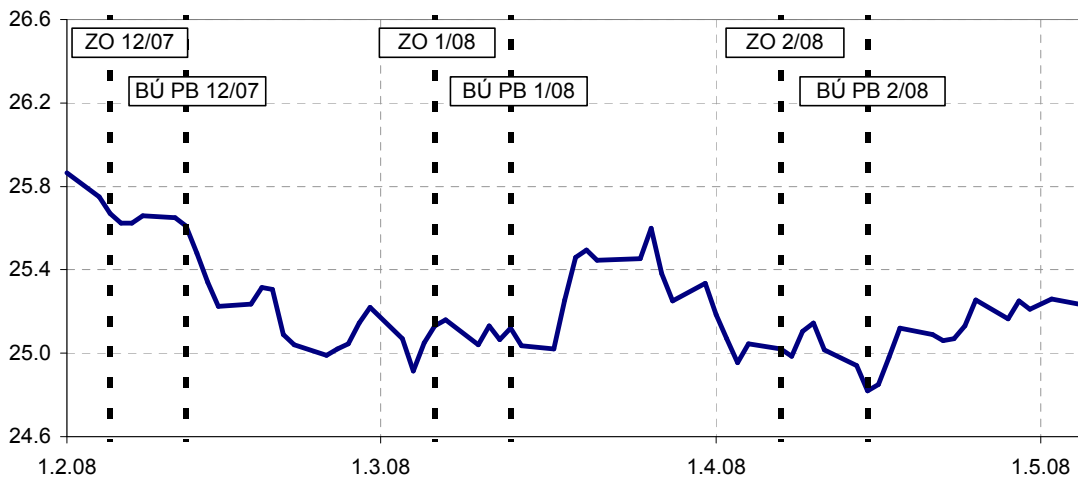
Graf 6: IRS CZK



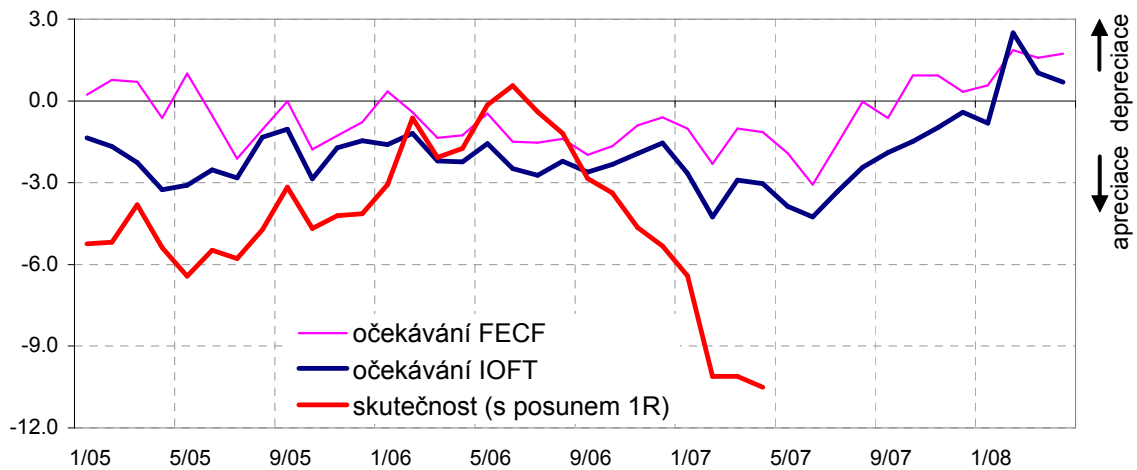
Graf 7: Kurzy středoevropských měn (1.2. = 1.0)



Graf 8: Kurz CZK/EUR

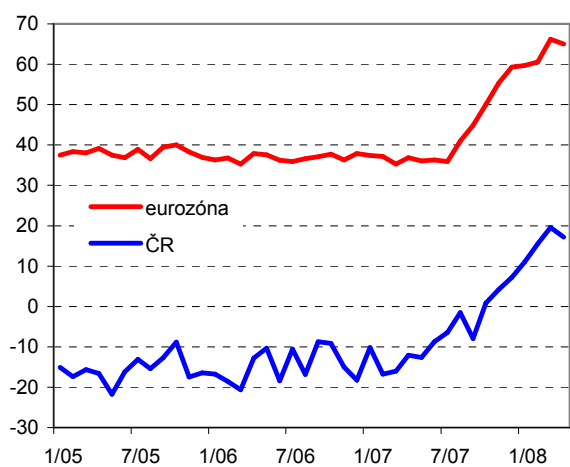


Graf 9: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

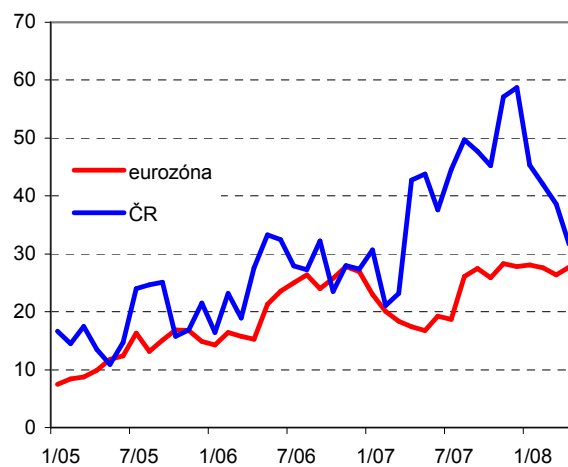


Graf 10: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

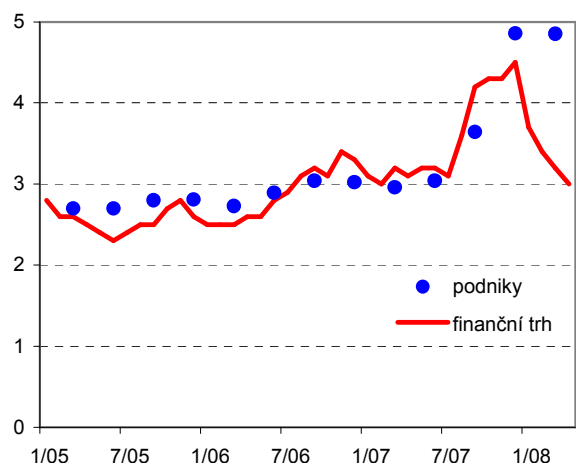


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

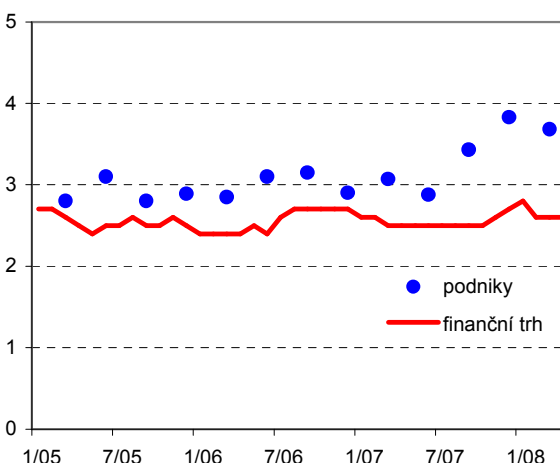


Graf 11: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

