OMEZENÝ PŘÍSTUP po dobu 6 let

Měnověpolitické doporučení pro 4. SZ 2008

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy ze 3. SZ 2008

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

Stávající 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 proinflační. Nastavení reálných měnových podmínek v 1Q08 je hodnoceno jako mírně přísné. Zatímco úroková složka je mírně uvolněná, působení kurzové složky je vlivem silné apreciace přísné.

Na základě stávající 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 přísných reálných měnových podmínek a mírně restriktivního 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 prognózy ze 3. SZ budou spotřebitelské ceny v roce 2008 pokračovat v poměrně výrazném mzr. 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 2. a 3. čtvrtletí roku 2009) se bude celková meziroční inflace nacházet v blízkosti postupně se snižujícího inflačního cíle[1]. 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.[2] V 2Q08 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 3,9 %, přičemž průměr za dosavadní průběh čtvrtletí dosahuje 4,1 % (ke dni 23.6.2008). Ve 3Q08, kam zejména dopadne červnové rozhodnutí o sazbách, předpokládá prognóza sazbu 3M PRIBOR na úrovni 3,5 %. S prognózou by tak byl konzistentní pokles měnověpolitických sazeb.

[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.

[2] Implikovaná trajektorie měnověpolitických sazeb se přitom zhruba shoduje s trajektorií z 1.SZ.

Trh v současnosti nevěří prezentované klesající trajektorii ze 3.SZ a implikované sazby jakož i FRA kontrakty naznačují pro 3Q08 sazby nad úrovní 4,25 %, přičemž výhled sazeb pro zbytek roku dále stoupá.

Ve 4. SZ jsou rizika stávající prognózy celkové i měnověpolitické inflace hodnocena jako proinflační. Značnou nejistotou je však měnový kurz, který by v případě setrvání na aktuálních apreciovaných hodnotách představoval silný protiinflační faktor (viz část 3). 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) Nejvýraznější posun oproti předpokladům 3.SZ zaznamenal výhled sazeb **1R Euribor**. Tržnímu výhledu sazeb odpovídá nominální jednoroční Euribor nad úrovní 5,0 % na celém horizontu prognózy, přičemž základní scénář stávající prognózy pracuje s poklesem 1R Euriboru ke konci letošního roku na 3,7 % a následným růstem na 4,1 %. Vzhledem k tomu, že aktuální tržní výhled není konzistentní s očekávaným vývojem inflace a růstu HDP v eurozóně, se SMS domnívá, že tento posun je přehnaně ovlivněn komunikací ECB po jejím posledním měnověpolitickém zasedání jakož i vlivem nízké likvidity. Proto byla pro simulaci GRIPu odhadnuta trajektorie jednoletých sazeb Euribor[3], která je nižší ve srovnání s tržním výhledem. I přesto ale zůstává výhled sazeb 1R Euribor spolu s novou předpovědí vývoje HDP a inflace v efektivní eurozóně výrazným proinflačním rizikem prognózy, resp. rizikem ve směru vyšších domácích úrokových sazeb.[4]

b) **Zvýšení výhledu cen ropy** pro rok 2008, resp. 2009 o 16 %, resp. 27 % v dolarovém vyjádření oproti referenčnímu scénáři stávající prognózy představuje také proinflační riziko stávající prognózy. Nový výhled kurzu dolaru narozdíl od minulosti očekávaný pohyb cen ropy nekompenzuje. Vyšší ceny ropy se do inflace promítnou mimo jiné výraznějším než dosud očekávaným růstem regulovaných cen energií. Rekordní ceny ropy v kombinaci s pokračujícími turbulencemi na světových finančních trzích však mohou mít na druhou stranu negativní dopady na světový a tím zprostředkovaně i na domácí ekonomický růst a cenový vývoj.

c) Dalším proinflačním rizikem je **vyšší než očekávaný meziroční nárůst mezd** v podnikatelské sféře v 1Q08 (skutečnost 12,2 % oproti předpokladu 10,9 %). Ten byl ovlivněn nejen očekávaným přesunem části mezd z roku 2007 do letošního roku, ale i nižší nemocností v důsledku změn ve vyplácení nemocenských dávek. Zároveň není možné vyloučit, že z důvodu daňové optimalizace je část zisků vyplácena podnikatelům formou mezd. Po očištění o tyto vlivy se riziko rychlejšího než očekávaného růstu mezd a následně inflace a úrokových sazeb poněkud zmenšuje, přesto však zůstává nezanedbatelné, což se odráží v poloze bodu počáteční podmínky v GRIPu. Ve světle probíhajícího i očekávaného zpomalení růstu HDP se však domníváme, že vysoký růst

[3] Box v kapitole III.1 4.SZ podrobně popisuje argumenty identifikující nepřiměřenou reakci tržního výhledu jednoročních sazeb Euribor na nově zveřejněné informace.

[4] Toto riziko pro budoucí vývoj domácích úrokových sazeb by se mělo v logice prognostického aparátu realizovat skrze tlaky na depreciaci měnového kurzu, kterému by domácí měnová politika čelila růstem sazeb. Poslední vývoj kurzu jde však přesně opačným směrem. Je ovšem zároveň pravda, že tržní výhled tuzemských úrokových sazeb je ve srovnání s prognózou ČNB znatelně výše a lze na něm pozorovat dopady zmíněné komunikace ECB.

mezd může být přechodný a jeho dopad do inflace a sazeb méně významný, než naznačuje simulace GRIPu.

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

Velmi výrazným protiinflačním rizikem je **vývoj kurzu CZK/EUR**. Základní scénář stávající prognózy pracuje s kurzem pro 2Q08 na úrovni 25,3 CZK/EUR, přičemž dosavadní průměr ke dni 23.6.2008 je 24,9 CZK/EUR. Navíc aktuální kurz ke dni 23.6. dosáhl úrovně 24,1 CZK/EUR. Pro 3Q08 počítá stávající prognóza s průměrným kurzem na úrovni 25,0 CZK/EUR, tj. o 3,6 % slabším, než byl kurz ke dni 23.6.2008. Přetrvání kurzu kolem stávající úrovně by tak představovalo výrazný protiinflační faktor a lze očekávat, že nová prognóza kurzu, inflace a sazeb by z tohoto titulu ležela znatelně níže.[5] Ve směru zmírnění tohoto rizika může do určité míry působit dosavadní evidence o (ne)promítání kurzového vývoje do domácích cenových okruhů. Přenos do dovozních cen bez energií a potravin zhruba odpovídá minulé zkušenosti a odhadnutým elasticitám, jeho odraz v koncových spotřebitelských cenách však zatím není patrný.[6] V této souvislosti pak může hrát roli i to, že v horizontu jednoho roku trhy stále očekávají depreciaci. To může přenos apreciace kurzu zpomalovat, zejména jsou-li tato očekávání v ekonomice přítomna obecně. Hladina, ke které by měl kurz na horizontu jednoho roku dle očekávání analytiků směřovat, je ovšem v čase čím dál tím silnější. Konkrétně tedy domácí analytici oslovení v rámci šetření IOFT předpovídají v jednoročním horizontu kurz 24,9 CZK/EUR, zahraniční analytici oslovení v rámci šetření FECF kurz 25,4 CZK/EUR, přičemž stávající prognóza předpokládá ve stejném horizontu kurz na úrovni 24,8 CZK/EUR[7].

4. Další měnověpolitické úvahy

S ohledem na potřebu ukotvovat inflační očekávaní považuje SMS dosavadní **komunikaci** ČNB o dočasnosti současné „inflační vlnky“ způsobené jednorázovými vlivy za úspěšnou a užitečnou a doporučuje v ní pokračovat. Komunikační výzvou pro nejbližší měsíce se však může stát fakt, že prognózovaný postupný pokles inflace k cíli pravděpodobně během letních a možná i podzimních měsíců přeruší série proinflačních vlivů. Mezi ně lze počítat dopady posledního neočekávaného růstu světových cen ropy do cen pohonných hmot, s tím související nově oznámené změny regulovaných cen plynu, stejně jako zvýšení odhadu sekundárních dopadů růstu spotřebních daní u cigaret na základě nových cenových věstníků. Předpokládaný celkový dopad těchto nových informací do inflace lze odhadnout na více než 0,5 p.b., z čehož vyplývá, že celková mzr. inflace se v nejbližších měsících pravděpodobně opět dostane nad úroveň 7 %. To může vyvolat ve veřejnosti pochyby o jednorázovosti a dočasnosti inflačního vzepětí v tomto roce a negativně ovlivnit inflační očekávání. Proto doporučujeme na tuto skutečnost v předstihu upozorňovat a zdůrazňovat přitom vazbu

[5] Pro ilustraci rozměru daného rizika lze využít standardní kurzovou citlivostní analýzu zpracovanou v rámci 3. SZ.

[6] Zkušenost z let 2002 a 2003, která se posledním kurzovým vývojem stává více než relevantní, nám však říká, že ceny obchodovatelného zboží (bez potravin a PH) reagují zprvu poměrně pozvolna, tato reakce je pak ovšem trvalejší. Naproti tomu ceny potravin jsou zřejmě elastičtější a změna jejich dynamiky růstu může proběhnout poměrně rychle.

[7] Přitom platí, 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 není možné vyloučit ani tlaky na oslabení kurzu koruny a potvrzení depreciačních očekávání ekonomických subjektů.

zmíněných proinflačních dopadů na rychle rostoucí ceny ropy na světových trzích ležící mimo kontrolu měnové politiky.

Pozorovaný vyšší růst mezd i po očištění o jednorázové a nesystematické vlivy přitom může být prvním z projevů **vyšší propagace nákladových šoků do inflace a inflačních očekávání** ve smyslu rizikového scénáře zpracovaného v rámci 3. SZ. V něm 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 pak leží ve 2Q08 o 0,2 p.b. nad trajektorií konzistentní se základním scénářem stávající prognózy, poté se rozdíl postupně zvyšuje až k 1,0 p.b. na začátku roku 2009. O možném naplňování tohoto scénáře může svědčit vývoj inflačních očekávání v ekonomice. Inflační očekávání analytiků finančního trhu totiž po několika měsících postupného mírného poklesu opět zamířila vzhůru, a to v ročním i tříletém horizontu. Podobně negativní signály vysílá i vývoj inflačních očekávání domácností a podnikové sféry (viz grafy 10 a 11).

Významná proinflační rizika stávající prognózy je však nutno vnímat na pozadí klesající trajektorie sazeb s touto prognózou konzistentní. Klíčovou otázkou přitom tedy je, zda proinflační bilance rizik prozatím pouze odkládá úvahy o budoucím poklesu úrokových sazeb, nebo je natolik silná, aby vyžadovala zvýšení sazeb. SMS se zatím přiklání k první z uvedených variant. Pokud navíc zůstane měnový kurz delší dobu na současných hladinách nebo dokonce dále posílí, bude spíše nutné obnovit úvahy o poklesu sazeb.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **květnovém zasedání** (7.5.) 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* (10.4.) vyplývalo, 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 %). Šetření *agentury Reuters* (23.4.) ukazovalo, že na květnovém zasedání BR ČNB všech 15 dotazovaných analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším časovém horizontu byla 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 činilo 3,25 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 6:1, jeden člen hlasoval pro zvýšení sazeb o 25 bazických bodů. Guvernér uvedl, že rizika prognózy jsou celkově spíše proinflační, nejistota ohledně budoucího vývoje je nadále značná. K proinflačním rizikům patří situace na trhu práce a možnost promítání nákladových šoků do dalších cenových okruhů a inflačních očekávání. Mezi protiinflační rizika naopak patří silnější koruna a vývoj vnějšího prostředí. Guvernér prohlásil, že s novou inflační prognózou je konzistentní v nejbližším období stabilita úrokových sazeb, následovaná poklesem ještě v letošním roce. Někteří členové BR vyjádřili skepsi k takovému vývoji. Guvernér zároveň upozornil, že se jedná o modelovou prognózu, a že tato trajektorie úrokových sazeb není závazkem centrální banky, ale vstupem pro debatu BR. Ke kurzu koruny guvernér uvedl, že osobně považuje tempo posilování koruny k euru stále za velmi rychlé.

Během měsíců května a června se několik členů BR vyjádřilo k možnému budoucímu vývoji základních sazeb ČNB (viz Tabulka). Tato komunikace odrážela přetrvávající velkou nejistotu jednotlivých členů BR spojenou s nastavením základních sazeb ČNB v nejbližším období, celkově se však převážně nesla v duchu diskuse proinflačních rizik prognózy a otázky, zda jsou tato rizika dostatečně silná na zvýšení úrokových sazeb. Na protiinflační straně byla jako silný faktor zmíněna rekordně posilující koruna.

Sazby na peněžním trhu se od posledního zasedání BR mírně zvýšily. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR je rostoucí (viz Graf 2). Výrazněji vzrostly sazby FRA, tržní trajektorie 3M sazeb se od 3Q08 pohybuje kolem hladiny 4,50 %. Trajektorie sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy i alternativy leží níže, s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR také podstatně zvýšily, především v kratší a střední části křivky. Spread 5R – 1R dosahuje 0,1 p.b., spread 10R – 1R činí 0,2 p.b.

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (12.6.) vyplývá, že na červnovém zasedání BR ČNB 4 z 12 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 4,00 % (medián 3,75 %).

Ze šetření agentury Reuters (20.6.) vyplývá, že na červnovém zasedání BR ČNB 2 ze 16 dotazovaných analytiků předpokládají zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b., ostatní očekávají stabilitu. Očekávání v delším časovém horizontu jsou rozložena takto: zvýšení v 3Q08 (8 analytiků), stabilita sazeb (2 analytici) a snížení v 1-3Q09 (4 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** v horizontu 1R dosáhne 24,90 CZK/EUR (rozpětí 24,00 až 25,70). Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ještě slabší kurz na hladině 25,35 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 2Q09 kurz na úrovni 24,80 CZK/EUR.

16.5.	M.Hampl (rozhovor pro server Ekonom.cz)	Čeká nás období dočasně slabšího růstu, doprovázené návratem inflace zpět k inflačnímu cíli.
19.5.	M.Hampl (rozhovor v ČT)	Ekonomické prostředí je z mého pohledu více proinflační a proto by jedno zvýšení sazeb neuškodilo. Důvodem je zejména situace v ekonomice, která loni jela vyšší rychlostí, než je její povolená konstrukční rychlost, což generuje poptávkové tlaky. Argumenty jsou ale ve prospěch i v neprospěch dalšího zpřísnění měnové politiky a celá ta situace je zatížena obrovskou mírou nejistoty.
23.5.	E.Zamrazilová (rozhovor pro Lidové noviny)	Prozatím počítáme jen se scénářem postupného odeznívání současné inflační vlny a návratem inflace k inflačnímu cíli – tedy ke třem procentům – na počátku příštího roku. Pokud se tento očekávaný vývoj změní a zvýší se riziko dalších inflačních tlaků, přichází pro mě v úvahu jen zvýšení úrokových sazeb.
10.6.	R.Holman (rozhovor pro Reuters)	Inflace by se měla do konce letošního roku vrátit k tříprocentnímu cíli ČNB nebo na horní hranici cílového intervalu…Nepozoruji dramatický vliv cen potravin na inflaci. Snížení meziroční inflace podle mě závisí na tom, že nezesílí inflační očekávání a tlak na růst mezd.
11.6.	M.Singer (rozhovor pro Bloomberg)	I perceive slightly more pro-inflationary factors, and that the probability -- which I before did not see as great anyway -- that we would cut rates, as the forecast suggests, has dropped a bit." It seems slightly less likely that we'd be cutting any

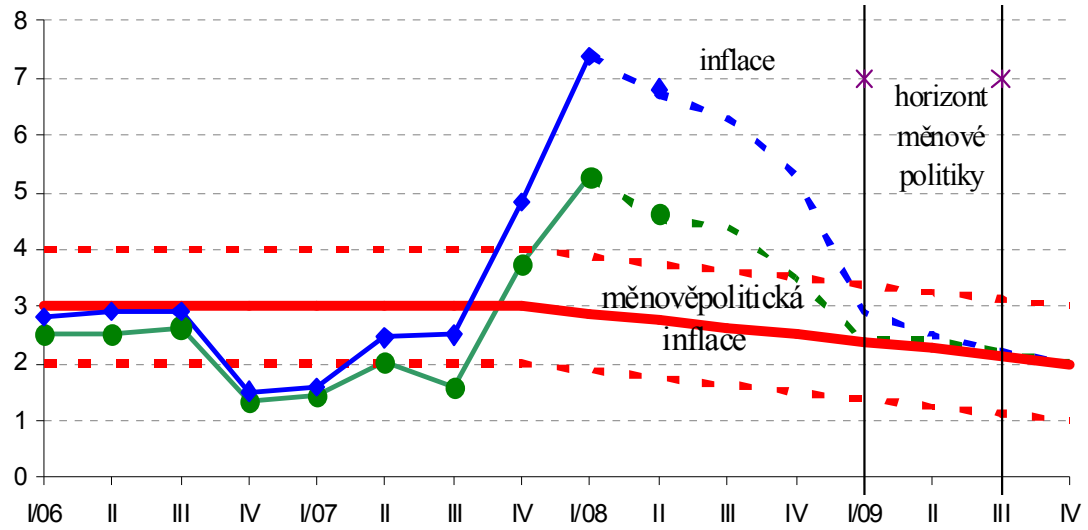
		time soon."
13.6.	M.Singer (rozhovor pro Hospodářské noviny)	Už nějakou dobu utváříme měnovou politiku v období významných a neobvyklých nejistot, a tak byla má podpora stabilitě sazeb dosud motivována jen velmi těsnou převahou pro ponechání sazeb na jejich stávající výši. Příště tomu třeba bude jinak.
16.6.	V.Tomšík (rozhovor pro Reuters)	Vidím tři největší faktory, které hovoří o posunutí rizik proinflačním směrem. První je jednoznačně nově oznámené zvýšení některých regulovaných cen - od července se zvyšují ceny plynu. Další věc, která posouvá rizika směrem proinflačním, je dopad lednového zvýšení daní na cigarety. Odsunulo se to, ale teď již lze na trhu pozorovat, že se to začíná projevovat v cenách cigaret. Druhý faktor, který je proinflační, je jednoznačně nominální růst mezd o 10,4 procenta za první čtvrtletí letošního roku. Třetím proinflačním faktorem je přehodnocení výhledu sazeb v eurozóně směrem nahoru. Protiinflačním směrem působí velmi silný faktor, a to je kurs koruny…Necílujeme kurs, ale když vidím meziroční 15procentní zhodnocení koruny, tak ačkoli to ještě nevidím v datech o HDP nebo exportu, je to pro mě velmi silný faktor, proč stále ještě uvažovat o ponechání sazeb tam, kde jsou. "V této chvíli nejsem schopen rozhodnout, jestli již nastal čas na zvýšení úrokových sazeb."

6. Měnověpolitické doporučení SMS

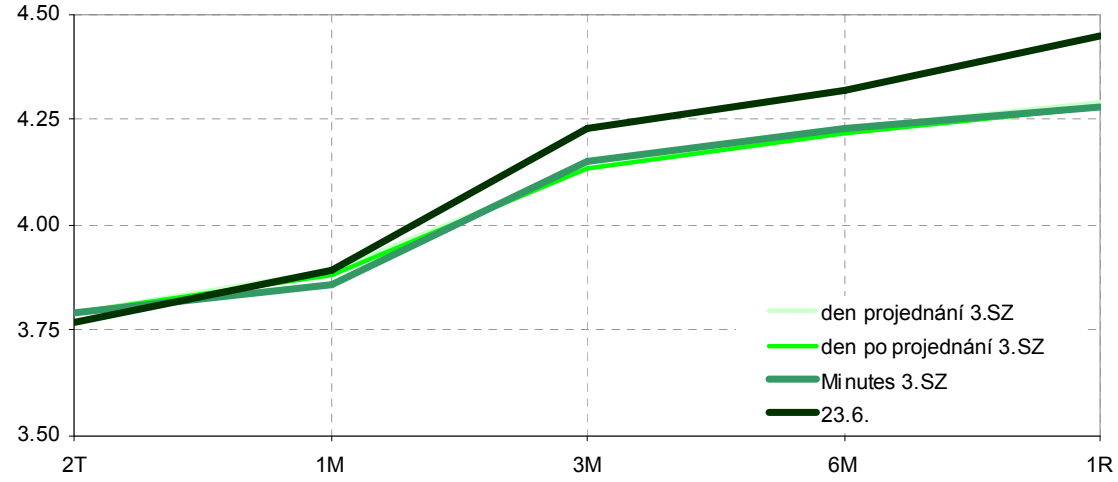
SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

Doporučujeme veřejnost v předstihu upozornit na velmi pravděpodobný opětovný nárůst inflace nad hladinu 7 % v nejbližších měsících pod vlivem rostoucích cen ropy na světových trzích a změny spotřební daně z cigaret. Současně považujeme za vhodné, aby tato komunikace i nadále zdůrazňovala jednorázovost a dočasnost vysoké inflace v letošním roce s tím, že na počátku roku 2009 inflace opět klesne na hodnoty blízko inflačního cíle. V té souvislosti možno poukázat na faktor výrazně posilujícího kurzu, který začne působit silně protiinflačním směrem.

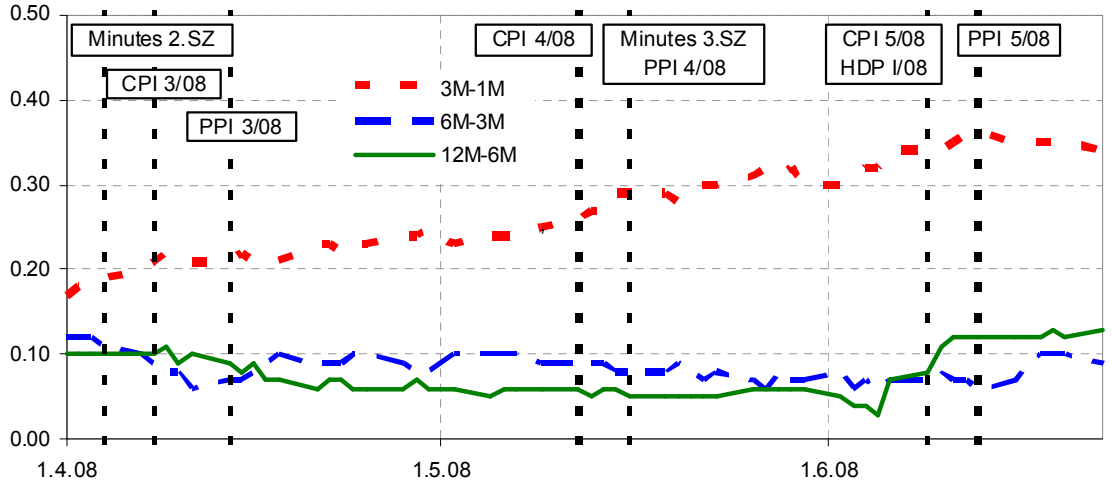
Graf 1: Prognóza inflace z 3. SZ 2008, očekávaná skutečnost a cílové pásmo



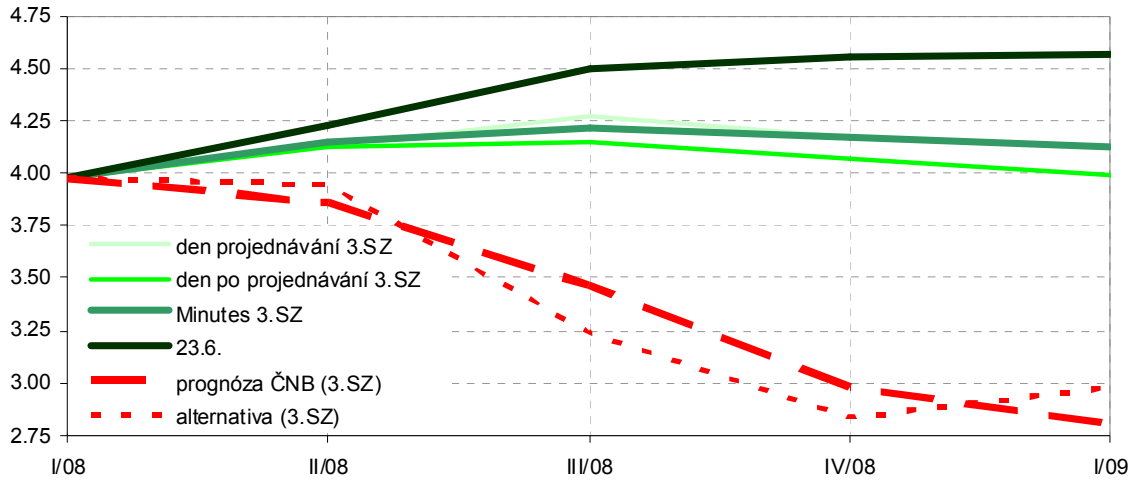
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



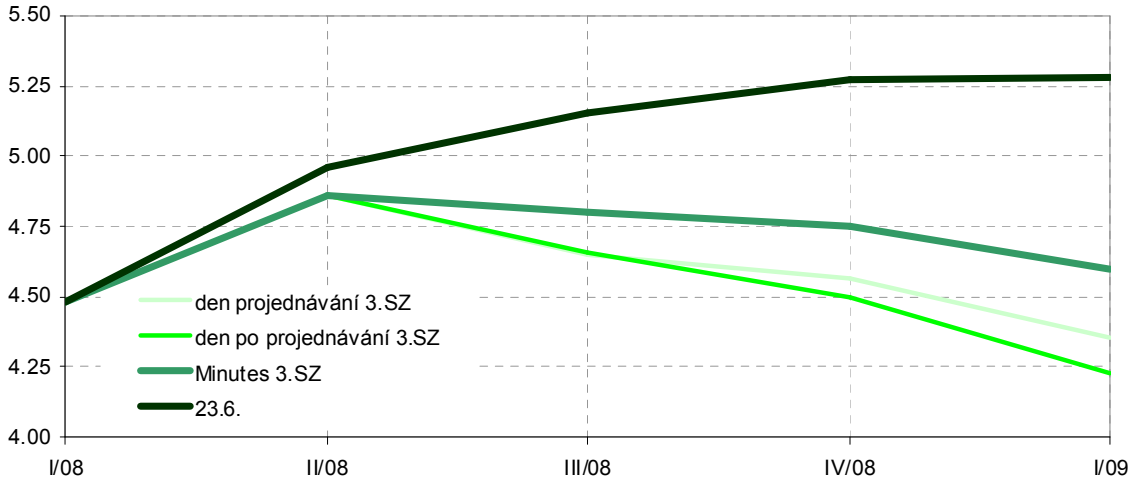
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



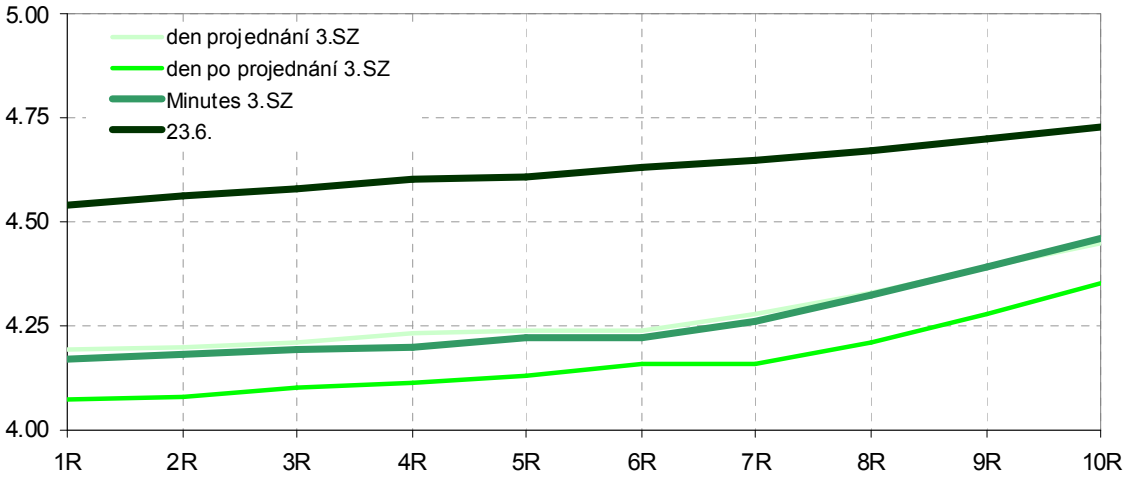
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



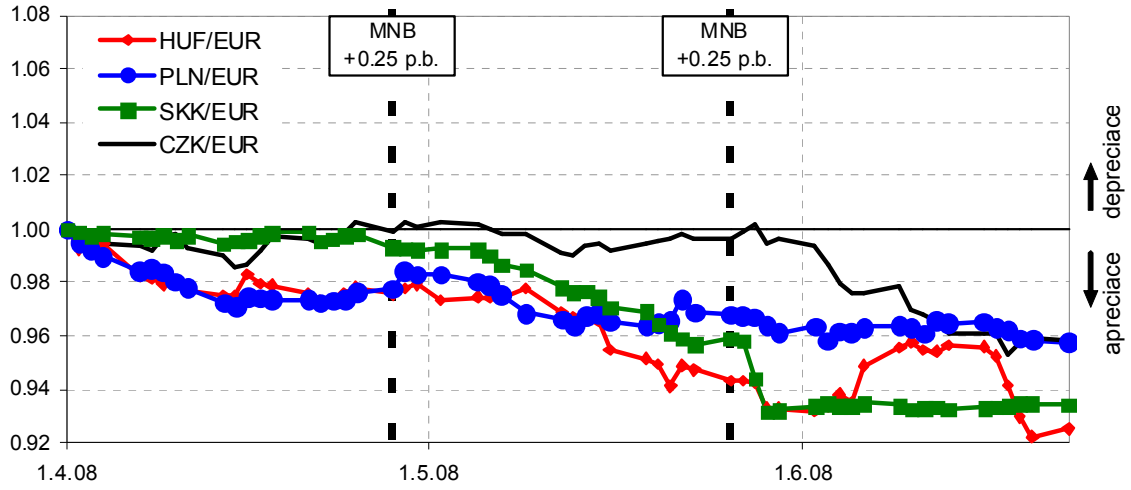
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



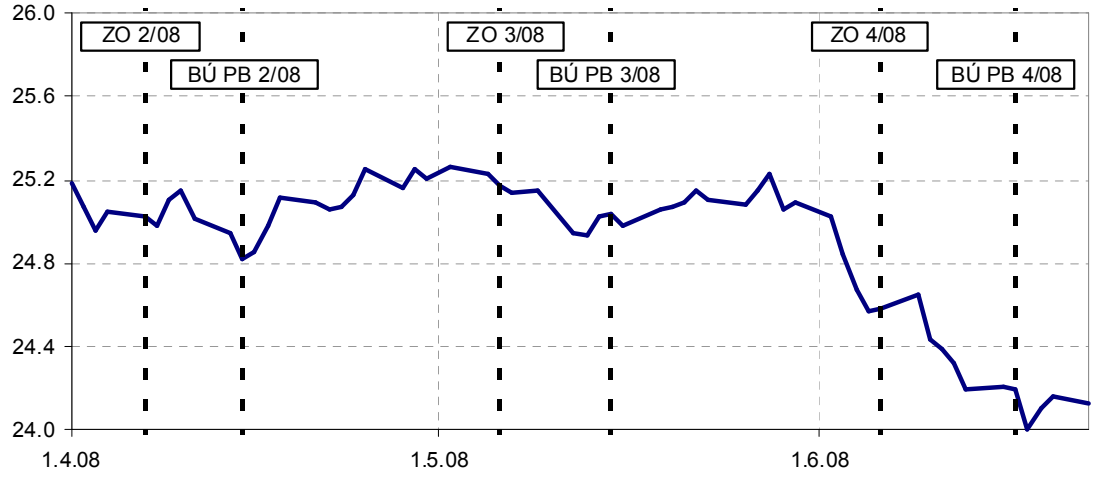
Graf 6: IRS CZK



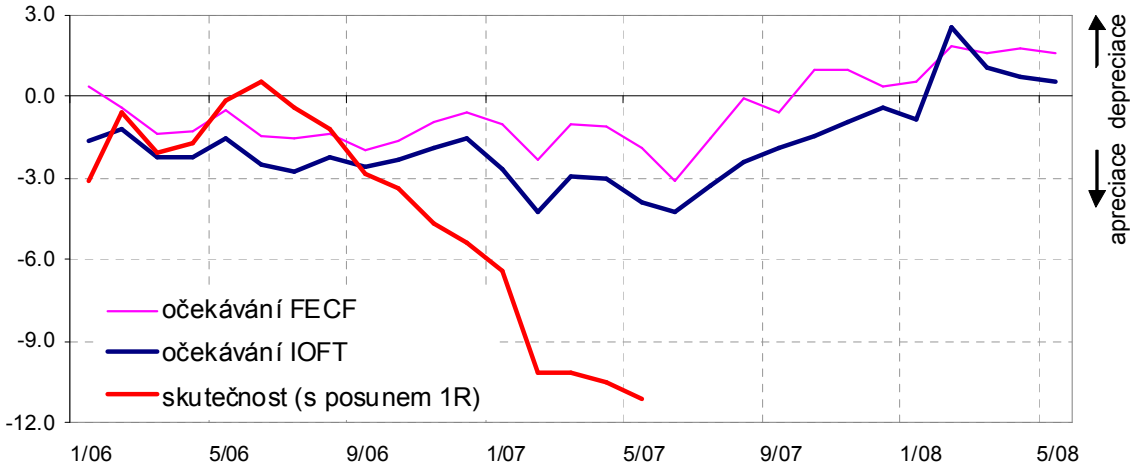
Graf 7: Kurzy středoevropských měn (1.4. = 1.0)



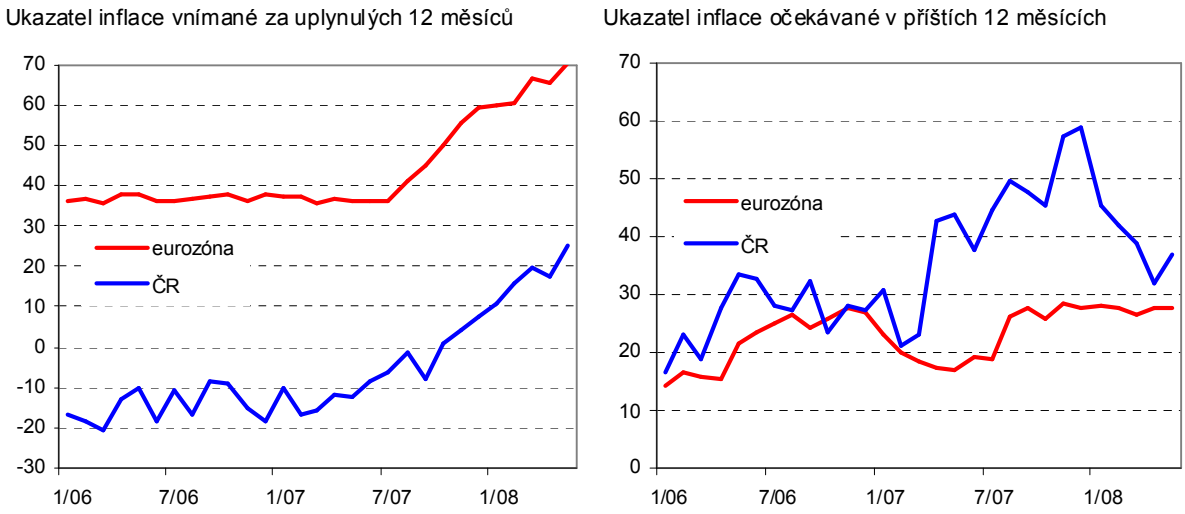
Graf 8: Kurz CZK/EUR



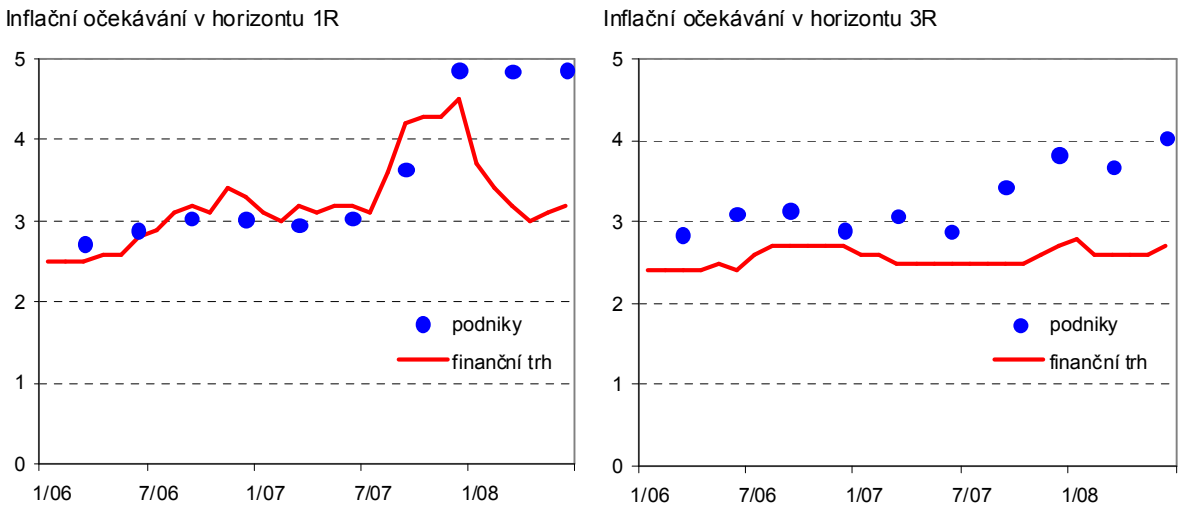
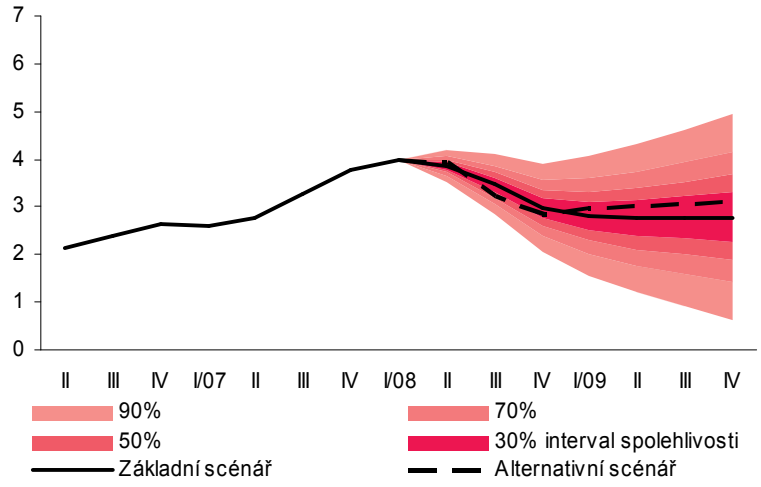
Graf 9: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %



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



Graf 11: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice



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