

Měnověpolitické doporučení pro 6. SZ 2008

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 5. SZ 2008

Východiskem pro zářijové měnověpolitické rozhodnutí je *makroekonomická prognóza z 5. SZ 2008* připravená s využitím nového strukturálního modelu g3. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a vyznění této prognózy.

Podle stávající prognózy se ekonomika nachází ve fázi sestupu z vrcholu hospodářského cyklu. Celkové inflační tlaky reprezentované mezerou reálných mezních nákladů v sektoru spotřebních statků jsou ve 2Q08 hodnoceny jako neutrální až mírně protiinflační, když proinflační působení domácích inflačních faktorů bylo v uplynulém čtvrtletí kompenzováno výrazným posilováním kurzu koruny. Ten podle prognózy začal působit protiinflačně jak prostřednictvím dovozních cen, tak svým vlivem na reálnou ekonomiku.

Stávající prognóza předpokládá pro letošní rok efektivní ekonomický růst v eurozóně na úrovni 2,0 %, v letech 2009 resp. 2010 pak 1,3 % resp. 1,8 %. Spotřebitelské ceny v efektivní eurozóně porostou v letošním roce o 3,1 %, poté je v letech 2009 a 2010 očekáváno zpomalování inflace. Prognóza předpokládá průměrné tříměsíční eurové sazby¹ v letech 2008 i 2009 na úrovni 4,2 %, v roce 2010 pak jejich slabý pokles. Očekávaný schodek veřejných rozpočtů ČR pro rok 2008 je na úrovni 1,1 % HDP, pro rok 2009 pak ve výši 1,3 % HDP.

Prognóza z 5. SZ předpokládá v roce 2008 výrazné zpomalení ekonomického růstu až k úrovni 3 %, zejména v důsledku zhodnoceného kurzu koruny a zpomalení zahraniční poptávky. Zpomalení růstu ekonomické aktivity bude doprovázeno sníženou poptávkou po práci a poklesem dynamiky nominálních mezd. Růst soukromé spotřeby domácností se po zpomalení v prvním pololetí 2008 začne počínaje jeho druhým pololetím postupně zvyšovat vlivem mírného zvýšení růstu reálných mezd a snížení reálných úrokových sazeb. Ke zpomalení hospodářského růstu tak nejvíce přispěje vývoj investic a (čistých) exportů. Pokles domácích inflačních tlaků v kombinaci s protiinflačně působícím kurzem koruny skrze dovozní ceny povede na horizontu prognózy k poklesu inflace směrem k cíli.

Podle stávající prognózy se bude celková inflace v roce 2008 nadále pohybovat nad horním okrajem tolerančního pásma klesajícího inflačního cíle². S odezněním jednorázových inflačních vlivů ze závěru loňského a počátku letošního roku pak inflace na začátku roku 2009 rychle poklesne a následně se postupně dostane do horní poloviny tolerančního pásma postupně se snižujícího inflačního cíle, kde se bude nacházet i na horizontu měnové politiky (zhruba druhé pololetí roku 2009). Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. celková inflace po očištění o primární dopady změn nepřímých daní, se bude ve stejném období díky odeznění příspěvku změn nepřímých daní nacházet na úrovni celkové inflace.

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní klesající trajektorie úrokových sazeb ve zbytku roku 2008 a poté zhruba jejich stabilita po většinu roku 2009. V 3Q08 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 3,6 %. Průměr

¹ V prognóze je výhled tříměsíčních eurových úrokových sazeb aproximován vývojem sazeb EONIA 3M swap

² 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.

tříměsíčních sazeb za dosavadní průběh 3Q08 dosáhl 3,9 %, aktuální hodnota ke dni 23.9.2008 byla 3,8 %. Na svém srpnovém zasedání snížila bankovní rada měnověpolitické sazby o 0,25 p.b. Jak bylo zmíněno v srpnovém měnověpolitickém doporučení, přibližnému dosažení úrokových sazeb ze základního scénáře prognózy pro 3Q08 odpovídalo buď snížení sazeb o 0,50 p.b. v srpnu nebo ve volnější interpretaci dvě 0,25 p.b. snížení v srpnu a září. Ve 4Q08, kam zejména dopadne zářijové rozhodnutí o sazbách, počítá prognóza s průměrem sazeb na úrovni 3,2 %. To je vůči skutečnosti za 3Q08 výrazně nižší hodnota.

Nová situační zpráva hodnotí **rizika základního scénáře** prognózy z 5. SZ jako mírně protiinflační. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k vyšším, resp. nižším sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem prognózy z 5. SZ.

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

Nadále přetrvává nejistota ohledně **sekundárních dopadů** zvýšené inflace. I když nově publikované údaje o mzdách ukazují na nižší než očekávaný růst mezd ve druhém čtvrtletí letošního roku, klíčovými pro další vývoj mezd budou mzdová vyjednávání, která proběhnou na podzim. Lze očekávat, že odboroví zástupci zaměstnanců podnikatelské i nepodnikatelské sféry budou požadovat pro příští rok zvýšení nominálních mezd, které by kompenzovalo nízký růst, resp. pokles reálných mezd v roce letošním. Základní scénář prognózy přitom počítá s tím, že se jim resp. domácnostem obecně takové požadavky na mzdový růst nepodaří prosadit. Podle aktuální finanční situace podnikové sféry je prostor pro výrazně rychlejší růst mezd skutečně omezený, toto riziko však nelze úplně vyloučit.

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

- a) Vzhledem k turbulentnímu vývoji v USA v posledních dnech předpokládáme další přehodnocení **očekávání hospodářského růstu v zahraničí** směrem dolů, jež se pravděpodobně odrazí rovněž ve změně výhledu zahraničních úrokových sazeb, světových cen ropy, kurzu dolaru aj.³ Protiinflační dopad takového přehodnocení může být umocněn také obnoveným posilováním kurzu koruny (viz bod 3b) z titulu dalšího zvýšení averze k riziku u globálních investorů a souvisejícího přesunu aktiv do méně rizikových titulů včetně instrumentů denominovaných v české měně.
- b) Určité protiinflační riziko představuje poněkud silnější **měnový kurz**. Základní scénář stávající prognózy pracuje s kurzem pro 3Q08 na úrovni 24,4 CZK/EUR, přičemž dosavadní průměr ke dni 23.9.2008 je 24,1 CZK/EUR. Pro 4Q08 je s prognózou konzistentní kurz na úrovni 24,8 CZK/EUR. Náhlé posílení kurzu z hodnot přes 24,50 CZK/EUR k hladině 24,0 CZK/EUR v posledních dnech související patně s propuknuvší panikou na světových finančních trzích (viz 3a) tak toto riziko ještě mírně zvyšuje. Na druhou stranu je v souvislosti s možným budoucím vývojem kurzu koruny potřeba brát v úvahu fakt, že tržní výhled úrokových sazeb zůstává nad trajektorií sazeb konzistentní s prognózou z 5. SZ, i když postupně dochází k přibližování obou trajektorií. V případě

³ K vyhocení situace na americkém a potažmo světovém finančním trhu došlo až po uzavření zářijového vydání publikace Consensus Forecasts a souvisejících tržních výhledů, které byly použity v simulaci příslušného bodu v simulaci GRIPu.

snížení úrokových sazeb na zářijovém zasedání tak nelze zcela vyloučit následné oslabení kurzu koruny na úroveň poblíž stávající prognózy.⁴

- c) Protiinflační rizika byla identifikována u **krátkodobé prognózy čisté inflace**. Poslední údaje o cenách zemědělských výrobců naznačují možné nižší než očekávané ceny potravin v blízké budoucnosti. Jak už bylo zmíněno výše, z titulu nedávných prudkých poklesů cen ropy je možné očekávat v nejbližších měsících také nižší ceny pohonných hmot ve srovnání s prognózou.
- d) Nedávné prudké poklesy cen ropy znovu připomínají naši úvahu z měnověpolitického doporučení k 5. SZ o možném nižším než předpokládaném zvyšování **regulovaných cen** (zejména energií) pro domácnosti v letech 2009 a 2010. Je pravděpodobné, že se výhled regulovaných cen v příští prognóze sníží.

4. Další měnověpolitické úvahy

V souhrnu je možno konstatovat, že **bilanci rizik prognózy úrokových sazeb vnímá toto měnověpolitické doporučení stejně jako 6. SZ jako mírně protiinflační**. To dle našeho názoru podporuje, resp. zesiluje potřebu klesajících úrokových sazeb ve zbytku letošního roku. Snížování úrokových sazeb započaté v srpnu by tak dle názoru SMS mělo pokračovat i v dalších měsících. Za současné situace si přitom dovedeme představit pokles úrokových sazeb o 0,25 p.b. na zářijovém i listopadovém měnověpolitickém zasedání.

Nadále **doporučujeme komunikovat** doznívání **rozkolísaného vývoje inflace v letních měsících** (viz pozorovaný nárůst inflace v červenci a její pokles v srpnu, přičemž nelze vyloučit její opětovné nepatrné zvýšení v září). V této souvislosti doporučujeme zdůrazňovat, že v posledním čtvrtletí letošního roku definitivně převáží trend rychle zpomalující inflace a ta by měla v roce 2009 klesnout zpět na nízké hodnoty odpovídající inflačním cílům ČNB. K tomu dojde vlivem odeznění proinflačních šoků z přelomu loňského a letošního roku, probíhajícího zpomalení hospodářského růstu a nedávného rychlého posílení kurzu koruny.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **srpnovém zasedání** (7.8.) BR snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 p.b. na 3,50 %. Toto rozhodnutí většina analytiků finančního trhu neočekávala. Z *dotazníků IOFT* (16.7.) vyplývalo, že na srpnovém zasedání BR ČNB 1 z 11 analytiků předpokládal snížení základních sazeb o 0,25 p.b., ostatní očekávali stabilitu. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,25 až 4,00 % (medián 3,75 %). Ze šetření *agentury Reuters* (1.8.) vyplývalo, že na srpnovém zasedání BR ČNB 5 z 19 dotazovaných analytiků předpokládalo snížení základních sazeb o 0,25 p.b., ostatní očekávali stabilitu. Očekávání v delším časovém horizontu byla rozložena takto: snížení v 9/08 (3 analytici), snížení v 4Q08 (3 analytici), snížení v 1Q09 (2 analytici), stabilita sazeb (4 analytici) a zvýšení v 3-4Q08 (2 analytici). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 3,00 až 4,00 % (medián 3,50 %).

⁴ Co se týče výhledu kurzu koruny v horizontu jednoho roku, základní scénář prognózy předpokládá kurz na úrovni 24,5 CZK/EUR. To je ve shodě s domácími analytiky oslovenými v rámci šetření IOFT, kteří očekávají kurz v témže období na stejné úrovni. Zahraniční analytici oslovení v rámci šetření FECF předpokládají kurz v horizontu jednoho roku na úrovni 24,3 CZK/EUR.

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla jednomyslně poměrem hlasů 6:0. Guvernér uvedl, že rizika prognózy jdou oběma směry; patří k nim mzdový růst, kurz koruny a ceny potravin a komodit. Prognóza počítá s trajektorií klesajících úrokových sazeb v nejbližším období. Guvernér řekl, že na jednání zazněla i možnost snížení úrokových sazeb o 0,50 p.b., ale zároveň padaly i argumenty pro ponechání sazeb beze změny. Dále guvernér uvedl, že nemůže vyloučit další snížení sazeb v letošním roce. Ke kurzu koruny guvernér uvedl, že je významným parametrem v rozhodování BR, nicméně není jediným. Snížení sazeb se podle něj do značné míry již promítlo na trhu, takže by nemělo ovlivnit vývoj kurzu v nejbližších týdnech. Pokud by BR ke snížení sazeb nepřistoupila, koruna by se pravděpodobně opět vrátila k posilujícímu trendu.

Během srpna a září se několik členů BR vyjádřilo k možnému budoucímu vývoji základních sazeb ČNB (viz Tabulka). Tato komunikace zdůrazňovala přetrvávající nejistoty budoucího ekonomického vývoje, především s ohledem na situaci na zahraničních finančních trzích, a zároveň připravenost ČNB v případě potřeby reagovat.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR mírně klesly po celé délce křivky. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR je stále mírně rostoucí (viz Graf 2). Mírně poklesly také sazby FRA (viz Graf 4). Tržní trajektorie 3M sazeb se tak přiblížila k trajektorii sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy, stále však leží na mírně vyšší hladině.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR také snížily, cca o 0,1 až 0,3 p.b. podle jednotlivých splatností. 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 (11.9.) vyplývá, že na zářijovém zasedání BR ČNB 2 z 9 analytiků předpokládali snížení základních sazeb o 0,25 p.b., ostatní očekávali stabilitu. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 2,50 až 3,50 % (medián 3,25 %).

Ze šetření agentury Reuters (19.9.) vyplývá, že na zářijovém zasedání BR ČNB 3 z 15 dotazovaných analytiků předpokládají snížení základních sazeb o 0,25 p.b., ostatní očekávají stabilitu. Očekávání v delším časovém horizontu jsou rozložena takto: snížení v 4Q08 (7 analytiků), snížení v 1Q09 (3 analytici) a stabilita sazeb (2 analytici). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 2,50 až 3,50 % (medián 3,25 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R oslabí na 24,45 CZK/EUR (rozpětí 23,75 až 25,50), tj. o 1,6 % vzhledem k průměru za 3Q08 do 23.9. Analytici v rámci šetření FECF také předpokládají oslabení, a to o 1,2 % na 24,34 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 3Q09 kurz na úrovni 24,50 CZK/EUR.

Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

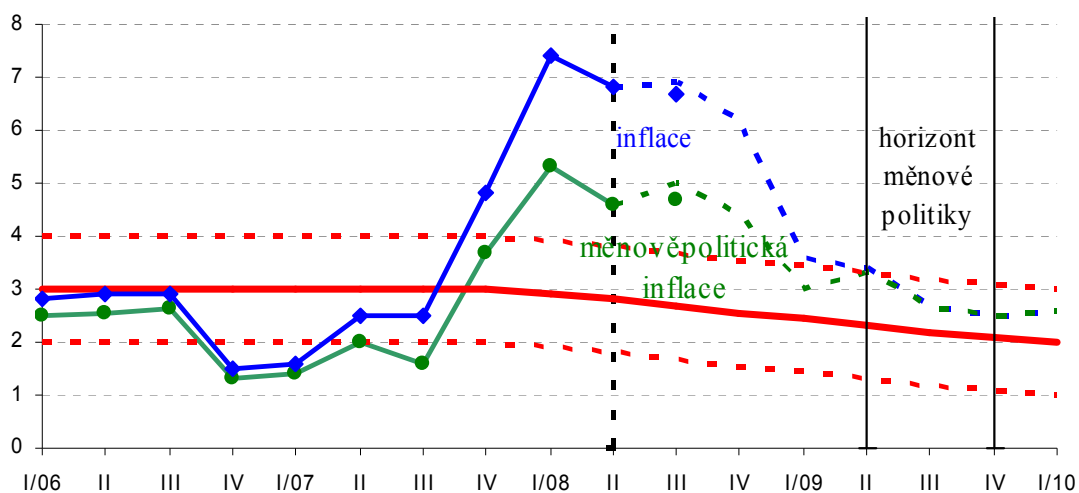
7.8.	Z.Tůma (rozhovor pro ČT24)	Už to zaznělo ve vašem komentáři, (rozhodování) bylo poměrně komplikované, protože ty argumenty byly na obě strany. Na jedné straně, jak sami jste správně zmínili, inflace je v daném okamžiku poměrně vysoká, nicméně my jsme přesvědčeni, že v příštím roce opravdu půjde poměrně rychle dolů a my v našem rozhodování se díváme přece jenom pár měsíců dopředu a nejen na aktuální údaje. A druhá věc je, co také bylo zmíněno, že česká ekonomika zpomaluje, takže to, čeho jsme se obávali a proč jsme třeba zvyšovali sazby v předcházejícím roce, to znamená, byli jsme na vrcholu hospodářského cyklu a pozorovali jsme řadu inflačních tlaků zevnitř ekonomiky, tak ta situace se momentálně mění a proinflační tlaky momentálně není jednoduché identifikovat. Dalo by se hovořit o mzdách, které představují určité inflační riziko,
------	-------------------------------	--

		nicméně převažující názor je, že zpomalení ekonomiky povede k vyprchání inflačních tlaků.
18.8.	M. Singer (rozhovor pro Czech Business Weekly)	Přesněji považujeme za pravděpodobné, že zpomalení tempa růstu ekonomiky a silná koruna by bez naší reakce mohly vést k podstřelování inflačního cíle ke konci příštího roku... Já i další členové bankovní rady jsme publikovali texty nebo se začali vyjadřovat k tématu silící koruny již asi před měsícem, ale trhy si toho pořádně nevšimly. Až když promluvil guvernér Zdeněk Tůma. To je ale normální. Důležité je, že numericky vypadá situace asi takto. Musíme cílit měnovou politiku tak, abychom inflaci očekávali do roka a půl na úrovni zhruba 2 procent. Dnes osciluje kolem 7 procent. Dvě procenta vezme nový rok, kdy zmizí efekt daňových změn. O zbylá 3 procenta se 20procentní posílení kurzu koruny v ekonomice, v níž vývozy i dovozy představují více než dvě třetiny hrubého domácího produktu, dokáže více než postarat. Jinými slovy, naše očekávání budoucích sazeb zjevně prodělají dramatickou revizi. To, že tuto úvahu ještě neučinili hlavní hráči na trhu ani někteří analytici, je spíše jejich problémem, který vyřeší čas. A pak se to odrazí i na kurzu koruny.
18.8.	P. Řežábek (rozhovor pro E15)	Diskuzi o snížení sazeb určitě povedeme a důvod je prostý. Musíme podle mého názoru zvažovat, aby restriktce, která zasáhne celý svět, kvůli zpomalení ekonomik, kvůli cenám, nevedla k tomu, že podstřelíme inflační cíl. Neměli bychom svým rozhodnutím podvázat ekonomický růst a snižovat ho. Proto jsem přesvědčen, že tato diskuze ještě letos určitě bude, a jsem připraven ji vyvolat. ...Pro nás jsou rozhodující makroekonomické údaje a predikce. A nikoli jestli se někomu kurz líbí, nebo ne. Teď, když koruna oslabila, by se zase mohli ozvat importéři. To, že koruna posílila natolik významně, že to bylo na zamyšlenou, byl jeden z faktorů, který doplnil mozaiku. Nejdůležitější však bylo, že takové posílení koruny se v hospodářství významně projeví a ekonomika zpomaluje. Česko nyní importuje levněji, a i když na nás importéři nebudou tak přívětiví, aby snižovali ceny, výhled hovoří o tom, že je nebudou zvyšovat. Jestliže se toto stane, jednoznačně to snižuje inflaci. Kurz, nikoli sám o sobě, ale tím, co vyvolá za změny v cenovém koši, je jednou z veličin, na kterou se díváme.
21.8.	R. Holman (rozhovor pro www.novinky.cz)	Já osobně bych nevyloučil ještě jedno snížení sazeb o 0,25 procentního bodu do konce roku. Ale bude to záviset zejména na vývoji kursu koruny a na poptávkových tlacích z reálné ekonomiky... Podstřelení inflačního cíle bych se neobával. Kromě toho, od roku 2010 bude náš inflační cíl 2 procenta.
16.9.	M.Hampl (rozhovor pro Reuters)	Dopady zpomalení světové ekonomiky na Česko budou možná hlubší, než se zdálo, nicméně situace snad nebude tak vážná jako v západní Evropě a zámoří... Silný kurs koruny a výhled zpomalující reálné ekonomiky by mohly zpřísnit měnové podmínky. Pokud se rozmnoží špatné zprávy z vyspělého světa a makroekonomická situace investorům nedodá chuť na návrat na vyspělé trhy, není vyloučeno, že se bude do určité míry opakovat příběh první poloviny letošního roku (o prudkém růstu koruny)...Nejsem v této chvíli schopen říci zásadní silné stanovisko, se kterým půjdu na měnové zasedání a u kterého mě bude někdo jen těžko přesvědčovat, že mám názor změnit... Na rozdíl od předchozích zasedání.
16.9.	M. Singer (rozhovor pro ČT24)	Kdybychom usoudili, že globální ochabování působí prudší ochlazení u nás a že hrozí, že inflace - přestože je v tuto chvíli vysoká - na horizontu roku, roku a půl klesne hluboko pod cíl, můžeme sazby snížit. Ekonomice uvolníme, zlevníme peníze, s největším pravděpodobností také snížíme atraktivnost koruny pro zahraniční investory, což může působit na oslabení kursu, a tím ekonomice trošku přidáme plyn.
16.9.	V. Tomšík (rozhovor pro Reuters)	Nemohu v této chvíli říci, kam půjdu úrokové sazby, neboť je mnoho rozporuplných signálů zvenku i z domácí ekonomiky. Nechávám si prostor reagovat na obě strany. I ponechání sazeb je varianta. To nelze považovat, že nic nečiníme, protože naopak je lepší vyčkat v době, kdy si nejste jistý, na nové signály.
17.9.	M. Singer (Hospodářské noviny)	Rizika jsou spíše protiinflační, to je zřejmé: pokles poptávky, ropa pod 90 dolary (za barel), slabá americká měna, která ropu dále zlevňuje, zpomalení všude, kam se podíváme.
17.9.	P. Řežábek (rozhovor pro Bloomberg)	Je nutné počkat si na další vývoj. Neočekávám, že v září dospějeme k závěru snížit sazby. Budeme vyčkávat minimálně měsíc a poté bude diskuse hlubší.

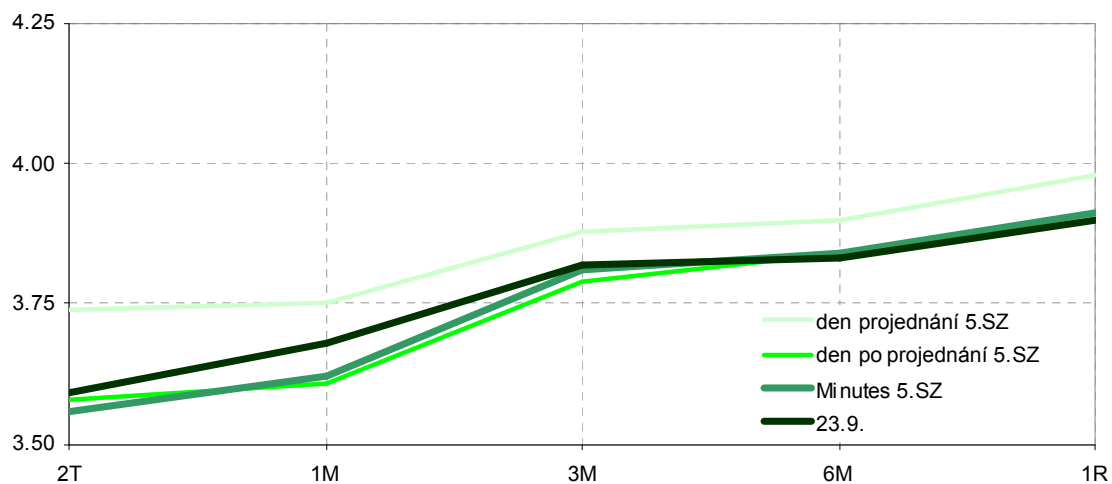
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje snížit na zářijovém měnověpolitickém zasedání úrokovou sazbu o 0,25 procentního bodu.

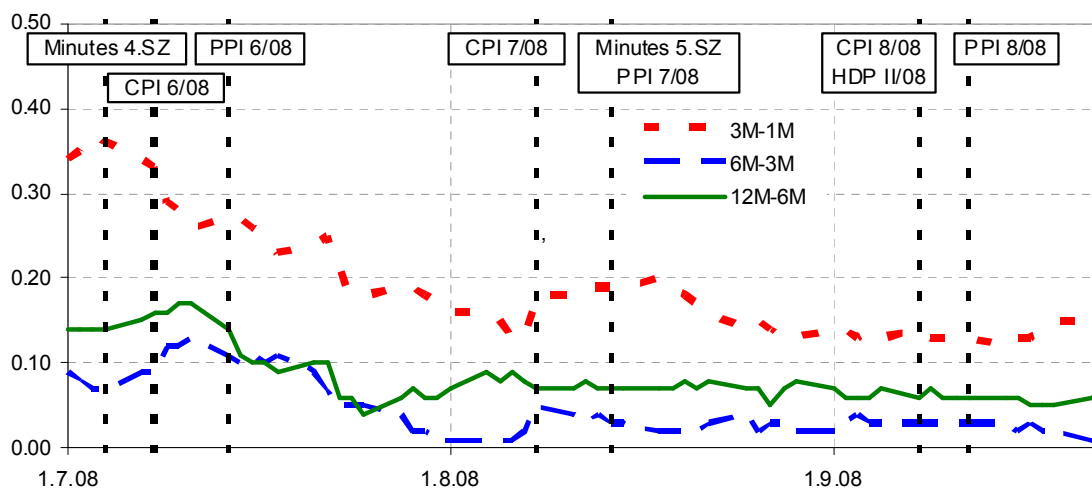
Graf 1: Prognóza inflace z 5. SZ 2008 a cílové pásmo



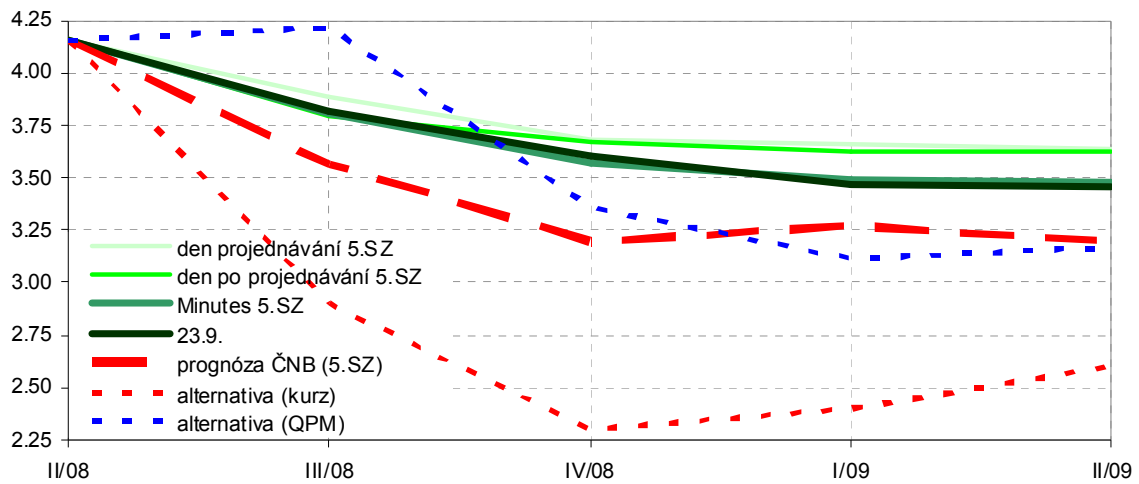
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



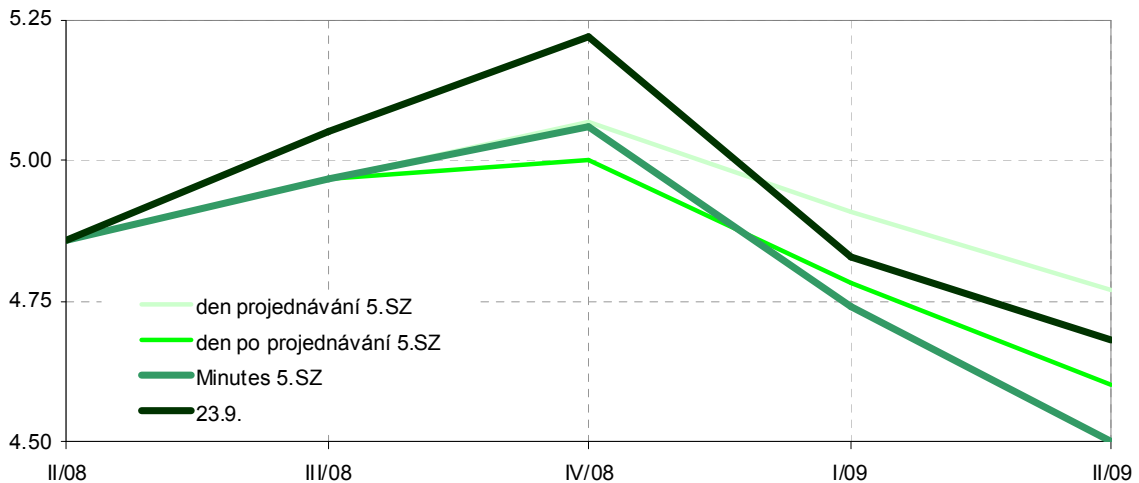
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



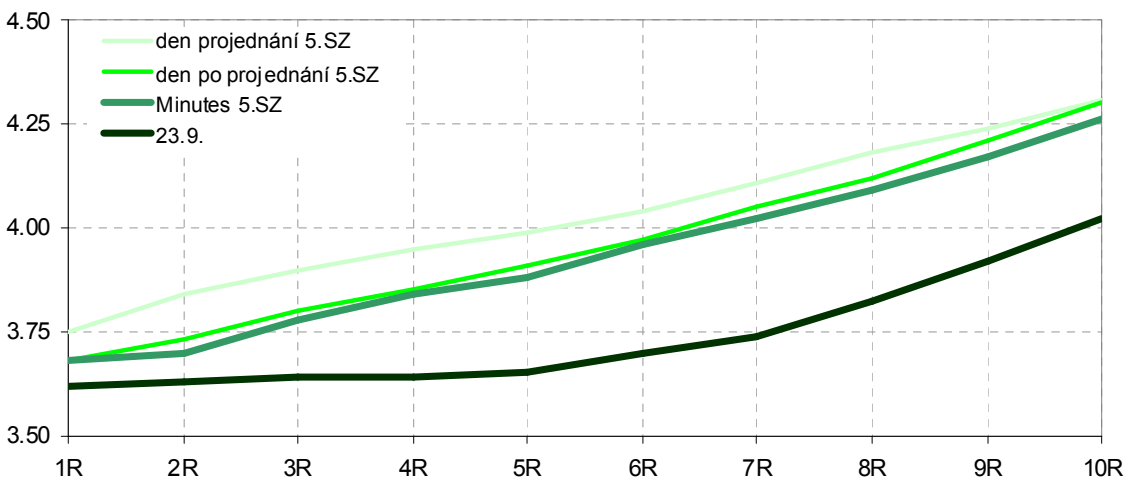
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



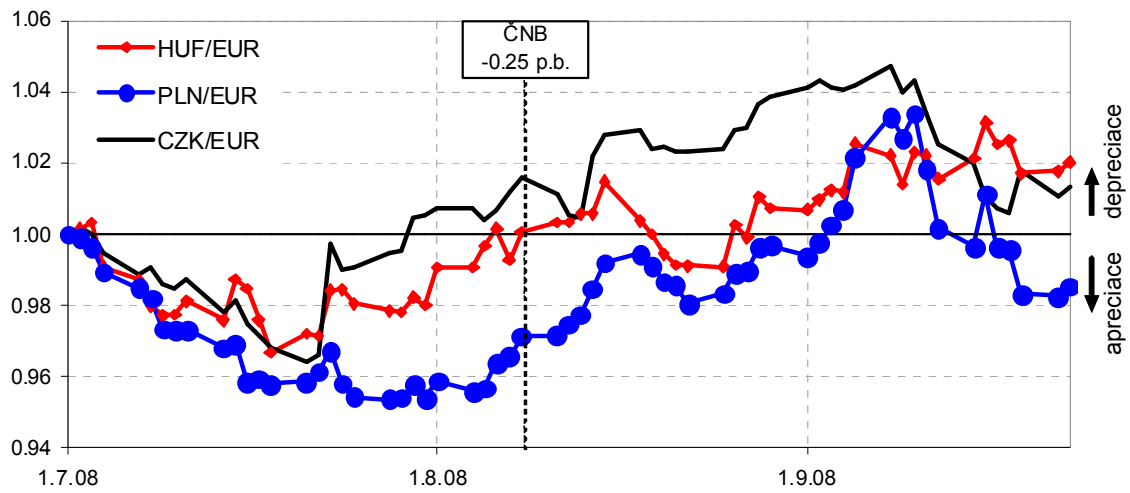
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



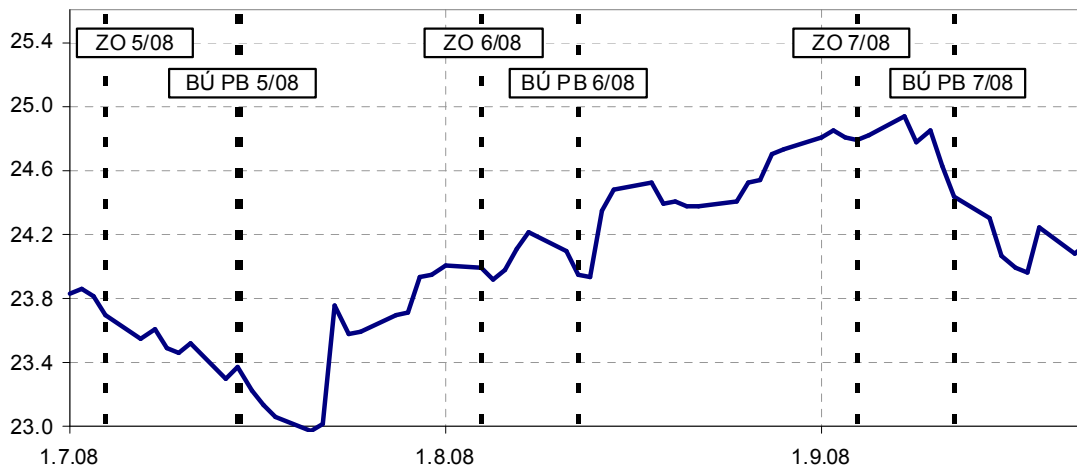
Graf 6: IRS CZK



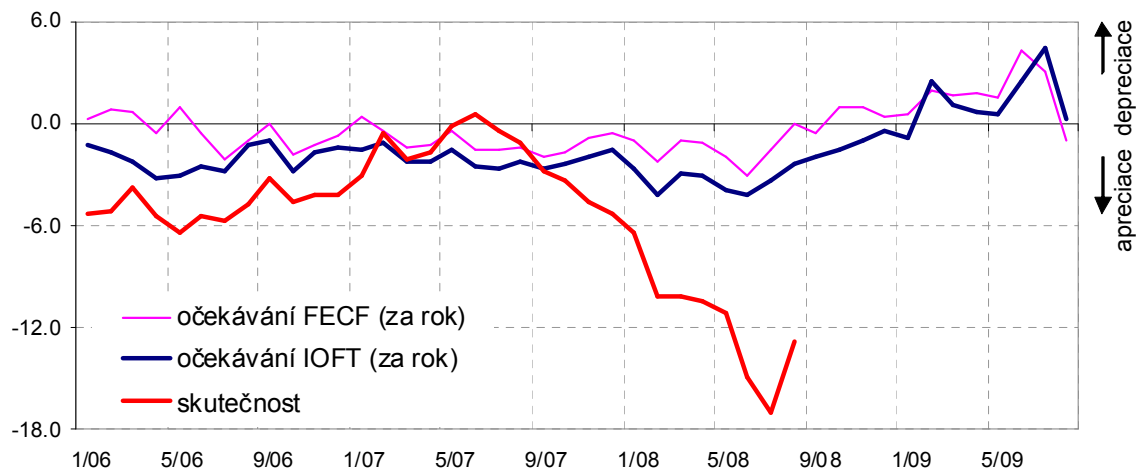
Graf 7: Kurzy středoevropských měn (1.7. = 1.0)



Graf 8: Kurz CZK/EUR

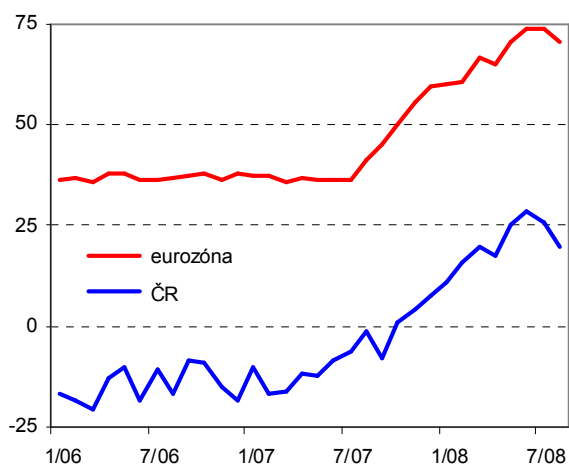


Graf 9: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

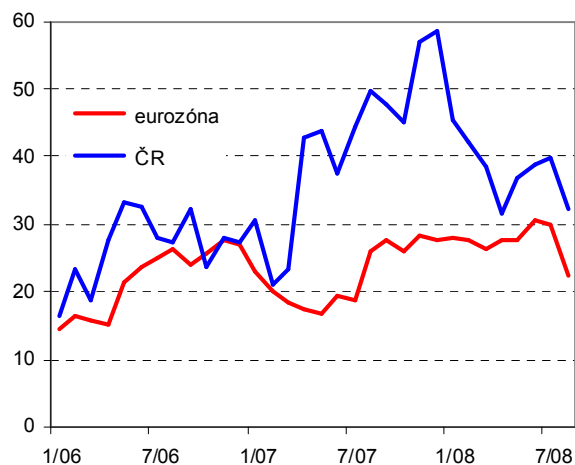


Graf 10: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

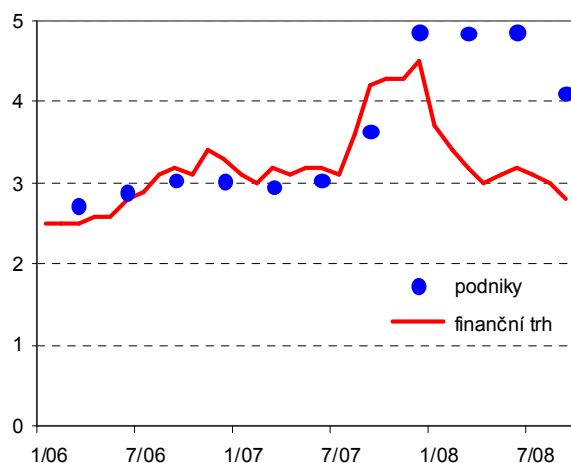


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

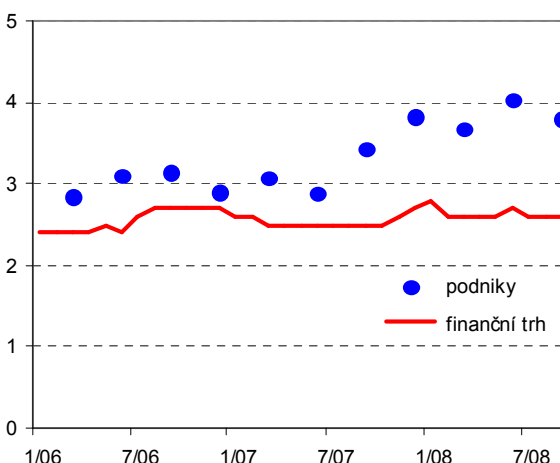


Graf 11: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

