

Měnověpolitické doporučení pro 7. SZ 2008

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy ze 7. SZ 2008

Východiskem pro listopadové měnověpolitické rozhodnutí je *makroekonomická prognóza ze 7. SZ 2008*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění této prognózy.

Podle nové prognózy domácí ekonomika pokračuje v sestupu z vrcholu hospodářského cyklu. Celkové inflační tlaky reprezentované mezerou reálných mezních nákladů v sektoru spotřebních statků jsou v současnosti hodnoceny jako protiinflační, když postupně odeznívající proinflační působení domácích nákladových faktorů (zejména mezd) je převáženo protiinflačním působením dovozních cen v důsledku kurzového vývoje.

Nová prognóza předpokládá pro letošní rok efektivní ekonomický růst v eurozóně na úrovni 1,5 %, v roce 2009 pak jeho znatelné zpomalení na 0,5 % a následné oživení v roce 2010 na 1,4 %. Spotřebitelské ceny v efektivní eurozóně porostou v letošním roce o 3,1 %, poté je v dalších dvou letech očekáváno zpomalení inflace k hodnotám poblíž 2,0 %. Prognóza předpokládá průměrné tříměsíční eurové sazby¹ v letošním roce na úrovni 4,1 %, v letech 2009 a 2010 pak na 2,9 % a 3,3 %. Očekávaný schodek veřejných rozpočtů ČR pro rok 2008 je na úrovni 0,8 % HDP, pro rok 2009 pak ve výši 1,4 % HDP.

Podle nové prognózy předpokládáme, že utlumení zahraniční poptávky spolu s minulým zhodnocením kurzu povede ke zpomalení domácího ekonomického růstu v roce 2009 v průměru na 2,9 %. Pokles tempa hospodářského růstu se bude projevat zejména ve vývoji reálného vývozu a investiční poptávky, zatímco dynamika spotřeby domácností se bude pozvolna zvyšovat. Zpomalení růstu ekonomické aktivity bude doprovázeno sníženou poptávkou po práci a poklesem dynamiky nominálních mezd. V souladu s předpokládaným oživením růstu zahraniční poptávky v roce 2010 dojde k mírnému zrychlení růstu reálného HDP, který se však bude pohybovat jen těsně nad 3 %.

Na základě nové prognózy se bude celková inflace ve 4Q08 nadále pohybovat nad horním okrajem tolerančního pásma klesajícího inflačního cíle². S odezněním jednorázových nákladových a administrativních vlivů ze závěru loňského a počátku letošního roku a s poklesem domácích inflačních tlaků v kombinaci s minulým zhodnocením kurzu koruny však inflace na začátku roku 2009 rychle poklesne do horní poloviny tolerančního pásma postupně se snižujícího inflačního cíle. Poté bude cenový růst dále pozvolna zpomalovat a na horizontu měnové politiky (zhruba 4Q09 až 1Q10) se bude inflace nacházet přibližně na hladině 2 %, tj. zhruba na úrovni inflačního cíle platného od počátku roku 2010. Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. celková inflace po očištění o primární dopady změn nepřímých daní, se bude na horizontu měnové politiky díky odeznění příspěvku změn nepřímých daní nacházet na úrovni celkové inflace.

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.

S prognózou je konzistentní pokles úrokových sazeb, následovaný jejich mírným růstem na přelomu let 2009 a 2010. Ve 4Q08 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 3,3 %, což značí silný pokles těchto sazeb vůči jejich průměru za dosavadní průběh čtvrtletí, resp. vůči aktuálním hodnotám (4,2 %, resp. 4,5 % k 4.11).

Nová situační zpráva hodnotí **rizika základního scénáře** prognózy ze 7. SZ jako protiinflační. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k vyšším, resp. nižším sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem prognózy.

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

V průběhu zpracování prognózy bylo diskutováno proinflační riziko spojené s vývojem měnového kurzu, který na začátku poslední říjnové dekády oslabil až na hodnoty nad 25,50 CZK/EUR.³ Od té doby se ovšem situace dále vyvinula a v současnosti vnímáme riziko kurzového vývoje spíše jako symetrické. Průměrný kurz za dosavadní průběh 4Q08 ke dni 4.11. činí 24,7 CZK/EUR, což téměř odpovídá prognóze na toto čtvrtletí (24,8 CZK/EUR), přičemž aktuální hodnota kurzu k uvedenému dni dosáhla 24,2 CZK/EUR. Kurzová volatilita v posledních týdnech je však nebývale vysoká, a proto je naše hodnocení kurzových rizik jako symetrických nutno vnímat v tomto kontextu. Obecněji vyznívající diskuse nejistoty kolem kurzového vývoje je proto předmětem měnověpolitických úvah v části 4 tohoto MPD. Současně neidentifikujeme **ani žádné jiné významné riziko** ve směru vyšších úrokových sazeb vůči základnímu scénáři prognózy. Upozorňujeme zejména na to, že přestáváme za proinflační riziko považovat sekundární dopady zvýšené inflace v roce 2008 v podobě jejího průsaku do inflačních očekávání a mzdového vývoje, neboť očekávaný vývoj ekonomiky výrazně omezuje prostor pro realizaci těchto sekundárních dopadů..

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

a) V souvislosti s krizí na světových finančních trzích bylo identifikováno **riziko hlubšího než předpokládaného ochlazení zahraničních ekonomik** s odrazem ve vývoji dalších veličin vnějšího prostředí. Pro popis a kvantifikaci možných dopadů tohoto rizika do vývoje české ekonomiky byla využita konzistentní simulace v modelu NIGEM a návazně zpracován alternativní scénář prognózy předpokládající výrazný propad zahraniční poptávky, pokles zahraničních úrokových sazeb, jakož i výraznější zpomalení domácího tempa růstu práci zhodnocující technologie.

Propad zahraniční poptávky vede v alternativním scénáři k poklesu tuzemského exportu a následně i k utlumení domácí ekonomiky. To má za následek na jedné straně pomalejší růst mezd a nižší domácí inflační tlaky, na druhé straně to v důsledku zhoršování deficitu běžného účtu vede ke znehodnocování koruny a souvisejícímu proinflačnímu působení kurzu podpořenému nižším růstem produktivity. Ve výsledku je implikovaná trajektorie sazeb jen mírně pod základním scénářem prognózy, při prakticky stejné trajektorii celkové a měnověpolitické inflace, ale při výrazně nižším růstu ekonomiky.

³ Mimo jiné pod vlivem tohoto vývoje zřejmě analytici formulovali své výhledy kurzu v ročním horizontu, které ukazují na jeho jen mírné posilování (viz část 5).

- b) Vzhledem k nedávnému **propadu světových cen ropy a jejich převládající výrazné volatilitě** byl vypracován citlivostní scénář předpokládající po dobu dvou let nižší ceny ropy o 25 USD/b vůči základnímu scénáři. Prorůstový avšak současně protiinflační dopad poklesu cen ropy na eurozónu byl získán konzistentní simulací v modelu NIGEM a zároveň došlo k expertnímu promítnutí nižších cen ropy do sníženého výhledu domácích regulovaných cen. Takto pozměněné trajektorie exogenních veličin vedou v simulaci jádrovým predikčním modelem k nižším inflačním tlakům přes dovozní ceny a domácí regulované ceny a k posunu implikované trajektorie úrokových sazeb v roce 2009 níže v průměru o 0,7 p.b.
- c) Poslední informace o vývoji cen zemědělských výrobců, potravinářských komodit na plodinových burzách a údaje z týdenních šetření cen potravin signalizují protiinflační rizika prognózy **cen potravin**.

4. Další měnověpolitické úvahy

Vyznění základního scénáře prognózy, s ním konzistentní implikovaná trajektorie úrokových sazeb a protiinflační bilance rizik prognózy by i za zcela standardní situace ospravedlňovaly snížení úrokových sazeb v rozsahu o 0,50 procentního bodu (s výhledem dalšího poklesu v blízké budoucnosti). To současně odpovídá i vyznění minulé prognózy, navazujícím měnověpolitickým doporučením SMS (jež bankovní rada v září nerealizovala, diskutovala však možnost výraznějšího snížení sazeb začátkem listopadu) a protiinflačnímu charakteru nových informací od zpracování minulé prognózy. Navíc je však dle našeho názoru třeba řešit vzniklou situaci na mezibankovním peněžním trhu a obecněji ve finančním sektoru (viz diskuse dále v této části a návrh opatření v části 6).

V podmínkách nerovnoměrného rozložení likvidity mezi domácími bankami a v důsledku nervozity pramenící ze světové finanční krize a jejích prvních projevů na domácích finančních trzích se **sazby PRIBOR v posledních týdnech posunuly výrazně nahoru**. Spread mezi 2T repo sazbou a tržní sazbou 3M PRIBOR, která v modelovém aparátu aproximuje domácí nominální úrokové sazby (a současně i základní úrokovou sazbu ČNB) se zvyšoval postupně až na 1 p.b. (k 4.11.).⁴ Sazby PRIBOR jsou přitom důležité i při de facto nulových objemech obchodů na mezibankovním trhu v delších splatnostech, protože zprostředkovávají přenos měnověpolitických sazeb do klientských úrokových sazeb bank a tím dále do ekonomiky. Tato část měnověpolitického transmisního mechanismu je nyní silně narušena. Existence vysoké kreditní prémie na mezibankovním trhu (a dle anekdotické evidence i zhoršování přístupu ekonomických subjektů k úvěrům – viz níže) výrazně komplikuje nastavování měnověpolitických sazeb, neboť znamená autonomní zpříšňování měnových podmínek, které neodpovídá nastavení základní měnověpolitické sazby.

Současnou situaci lze charakterizovat tak, že zajistit vymizení či alespoň podstatné snížení kreditní úrokové prémie je jedním z hlavních bezprostředních úkolů stojících před měnovou politikou. ČNB již určité kroky k vyřešení situace podnikla, resp. připravuje, návrh dalších opatření je uveden v části 6. Přesto se však domníváme, že je nutno počítat pouze s částečným účinkem těchto opatření v krátkém období, jak tomu bylo i u dosavadních opatření ČNB a jiných centrálních bank ve světě, tj. nelze počítat se skokovým vymizením kreditní prémie a

⁴ Obchodování s penězi na mezibankovním trhu se navíc poslední dobou omezilo výhradně na vklady s velmi krátkou splatností s naprostou dominancí O/N depozit. Navíc se objevují zprávy, že oficiální fixing úrokových sazeb PRIBOR neodráží skutečné úrokové sazby, za které si banky mezi sebou v realitě půjčují nebo lépe řečeno jsou ochotny si půjčovat (tyto neoficiální sazby údajně značně přesahují 6 %). Situace je tak skutečně alarmující.

možného zamrznání úvěrů. To implikuje potřebu výraznějšího uvolnění měnověpolitických sazeb, než by odpovídalo standardní situaci.

Pro ilustraci, co by mohlo nastat v případě, že by se centrální banka nepokusila vzniklou situaci řešit, nebo by se jí nepodařilo zajistit rychlé zlepšení a **prognózané hodnoty úrokových sazeb 3M PRIBOR pro 4Q08 dle základního scénáře by se nepodařilo dosáhnout**, byl vypracován MP experiment simulující zafixování sazby 3M PRIBOR ve 4Q08 na 4,2 %, což zhruba odpovídá průměrné hodnotě za dosavadní průběh čtvrtletí. Tuto simulaci lze interpretovat jako klasický měnověpolitický šok, kdy agenti vědí, že centrální bance se z nějakého exogenního důvodu nepodařilo nastavit úrokové sazby na zamýšlenou hladinu odpovídající jejímu úrokovému pravidlu. Stejně tak agenti vědí, že se tento šok v podobě autonomního zpřísnění měnové politiky nebude opakovat a v dalších obdobích bude centrální banka (schopna) nastavovat sazby v souladu se svou reakční funkcí.⁵ I proto je odezva základních veličin v měnověpolitickém experimentu relativně umírněná, když ve srovnání se základním scénářem prognózy vede dočasně vyšší úroková sazba k poklesu trajektorie celkové i měnověpolitické inflace v roce 2009 o 0,1-0,2 p.b. a k poklesu reálného růstu v domácí ekonomice v roce 2009 v průměru o 0,1 p.b. Samotná úroková sazba se po odeznění šoku v prvním čtvrtletí prognózy posléze dostává zhruba na trajektorii základního scénáře, přičemž tento pokles je tlumen persistencí v úrokovém pravidle.

Při delším trvání současné krize důvěry, chronickém zamrznutí finančních toků a trvalejší existenci vysoké kreditní prémie hrozí **riziko průsaku vyšších úrokových sazeb na mezibankovním trhu do klientských sazeb a dostupnosti úvěrů** ve větším rozsahu a na delší dobu a následné ochlazení investic, poptávky a ekonomické aktivity obecně.⁶ Autonomní zpřísnění měnové politiky by v takovém případě bylo ekonomickými subjekty dle našeho názoru chápáno fundamentálněji a jeho dopady do hospodářského růstu a inflace by byly zřejmě fatálnější, než jak ukazuje provedený měnověpolitický experiment.

Vlivem turbulencí na světových trzích dochází v posledním období i k **prudkým pohybům kurzu koruny**. Základní scénář prognózy předpokládá kurz ve 4Q08 na úrovni 24,8 CZK/EUR. Průměr za dosavadní období ke dni 4.11. dosáhl zhruba stejné hodnoty, avšak denní průměry se pohybovaly v relativně širokém rozmezí 23,9 – 25,8 CZK/EUR. Zpracovaný standardní citlivostní scénář kvantifikuje vliv výkyvu průměrného měnového kurzu ve 4Q08 o ± 3 % při sazbách ve stejném období na úrovni základního scénáře. Posílení/oslabení kurzu vede k posunu implikované trajektorie sazeb směrem dolů/nahoru v

⁵ Je otázkou, zda situace v současných českých podmínkách infikovaných světovou finanční krizí odpovídá uvedenému předpokladu měnověpolitického experimentu, tj. zda není autonomní zpřísnění měnové politiky vnímáno jako trvalejší (viz níže).

⁶ Již byly zaznamenány signály, že některé bankovní domy hodlají v reakci na vývoj sazeb na mezibankovním trhu zvyšovat klientské úrokové sazby u některých svých produktů navázaných přímo (v úvěrových smlouvách) či nepřímo (dle vnitrobankovních kalkulací) na sazby na mezibankovním trhu. Zvýšení sazeb z hypotéčních úvěrů již oznámily např. Komerční banka, Hypoteční banka a několik menších bank. Podle dílčích informací jeví úvěrová emise v bankách jako taková známky „zamrznutí“ (což však zatím v oficiálních statistikách pokrývajících období do září není patrné). Navíc se dle předběžných údajů z platební bilance tuzemské podniky pod zahraniční kontrolou začaly (zřejmě vynuceně?) poměrně významně angažovat v půjčkách vůči svým zahraničním mateřským společnostem. To může snižovat provozní kapitál těchto tuzemských firem, a činit je tak spolu se zhoršujícím se cash-flow a ziskovostí více závislými na úvěrech od domácích bank, což naznačuje vysoká dynamika krátkodobých úvěrů nefinančním podnikům v posledních měsících. Růst úrokových sazeb z těchto úvěrů resp. omezování jejich poskytovaného objemu ze strany bank vlivem nedostatku zdrojů či neochoty brát na sebe kreditní riziko, může situaci v domácím podnikové sektoru velmi rychle vyhroutit.

roce 2009 v průměru o 0,2 p.b., při inflaci nižší/vyšší v průměru o 0,2 p.b.⁷ Kurzová očekávání domácích i zahraničních analytiků v horizontu jednoho roku ukazují na jen mírné posílení kurzu vůči současným hodnotám, zatímco základní scénář prognózy očekává pro stejný horizont kurz znatelně silnější. Ve výhledu analytiků se však zřejmě odráží i fakt, že konstruovali své odhady pravděpodobně pod vlivem nedávno dočasně rychle oslabujícího kurzu na hladiny nad 25,50 CZK/EUR.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **zářijovém zasedání** (25.9.) 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* (11.9.) vyplývalo, 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.) vyplývalo, že na zářijovém zasedání BR ČNB 3 z 15 dotazovaných analytiků předpokládali snížení základních sazeb o 0,25 p.b., ostatní očekávali stabilitu. Očekávání v delším časovém horizontu byla rozložena takto: snížení ve 4Q08 (7 analytiků), snížení v 1Q09 (3 analytici) a stabilita sazeb (2 analytici). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 2,50 až 3,50 % (medián 3,25 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 4:2 pro ponechání sazeb beze změny, dva členové hlasovali pro snížení sazeb o 0,25 p.b. Guvernér připomněl, že prognóza předpokládá pokles úrokových sazeb a rizika prognózy jsou mírně protiinflační. Guvernér uvedl, že proinflačně působí sekundární dopady vyšší inflace. K protiinflačním faktorům naopak patří nižší ekonomický růst v zahraničí, kurzový vývoj, nižší růst cen potravin, pohonných hmot a regulovaných cen. Kurz koruny však může působit oběma směry kvůli vysoké volatilitě a nízké likviditě. Guvernér řekl, že na jednání se debatovalo o tom, zda úrokové sazby snížit nebo ponechat. Převážil názor o ponechání s ohledem na velké nejistoty a volatilitu mnoha proměnných v posledních týdnech.

Během října se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Tato komunikace naznačovala možné snížení základních sazeb ČNB na listopadovém zasedání BR ČNB.

Sazby na peněžním trhu se od posledního zasedání BR zvýšily po celé délce křivky a sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zestrměl (viz Graf 2). Tento nárůst však nelze přeceňovat vzhledem k prakticky nulové likviditě u splatností nad 1T. Hladina sazeb FRA se také posunula výše. Tržní trajektorie 3M sazeb leží poměrně výrazně nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy. Neodráží však očekávané nastavení měnové politiky (to směřuje jednoznačně směrem dolů – viz níže), nýbrž obavy z nedostatku likvidity.

⁷ Domníváme se, že v současných podmínkách je citlivost kurzu koruny na úrokový diferenciál poněkud snižena. Volatilita kurzu je dle našeho názoru z velké části dána nervozitou spojenou se světovou finanční krizí a změnami v regionálním sentimentu. Přesto nelze vyloučit oslabení kurzu v reakci na snížení základních úrokových sazeb v doporučeném rozsahu (viz část 6 MPD), protože analytici i trhy čekají méně výrazné snížení domácích sazeb (viz část 5). Na druhou stranu toto riziko je podstatně omezeno nedávným výrazným (a dalším očekávaným) snižováním úrokových sazeb hlavními zahraničními centrálními bankami.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR rovněž mírně zvýšily, ovšem je u nich patrná vysoká volatilita (podobně jako v případě sazeb FRA). Výnosová křivka je ve své střední části plochá, spread 5R–1R dosahuje -0,2 p.b., spread 10R–1R činí 0,1 p.b.

Současná očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb jsou následující. Z dotazníků IOFT (10.10.) vyplývá, že na listopadovém zasedání BR ČNB všech 10 analytiků předpokládalo snížení základních sazeb, z nich 9 o 0,25 p.b. a 1 o 0,50 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 2,00 až 3,25 % (medián 3,00 %).

Ze šetření agentury Reuters (31.10.) vyplývá, že na listopadovém zasedání BR ČNB všech 17 analytiků předpokládá snížení základních sazeb, z nich 13 o 0,25 p.b. a 4 o 0,50 p.b. V delším časovém horizontu jsou očekávání rozložena takto: snížení v 12/08 (3 analytici), snížení v 1Q09 (12 analytiků), snížení v 1H09 (1 analytik) a stabilita sazeb (1 analytik). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 2,00 až 3,25 % (medián 2,75 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že kurz v horizontu 1R posílí na 24,72 CZK/EUR (rozpětí 23,70 až 25,50), tj. o 0,1 % vzhledem k průměru za 4Q08 do 4.11. Analytici v rámci šetření FECF také předpokládají posílení, a to o 1,4 % na 24,39 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 4Q09 kurz na úrovni 23,60 CZK/EUR.

Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

9.10.	M. Hampl (rozhovor pro ČRo -1 Radiožurnál)	...došli jsme k závěru, že k takové akci teď není důvod, není důvod teď hýbat s úrokovými, s úrokovými sazbami, zcela mimořádná situace vyžaduje zcela mimořádná opatření ve zcela mimořádný čas, ale to není situace České republiky a české měnové politiky v tuto chvíli... Česká národní banka byla jednou z prvních centrálních bank ve střední Evropě a v Evropě vůbec, která začala se snižováním úrokových sazeb dříve než okolní centrální banky, dříve než Evropská centrální banka... samozřejmě inflační prognóza tehdy a i naše výhledy do budoucna dnes berou v úvahu to, co se děje ve vnějším prostředí, protože samozřejmě vývoj ve vnějším prostředí, vývoj světové ekonomiky, vývoj úrokových sazeb okolo je důležitým faktorem pro českou měnovou politiku, ale zprostředkovaně skrze inflační prognózu České národní banky se tyto informace promítají do, do rozhodování ČNB... centrální banka už na posledním měnovém zasedání, na tom posledním, kde sazby zůstaly nezměněny, indikovala, že očekává, že pokud bude vývoj, očekávaný vývoj inflace a vývoj světové ekonomiky pokračovat tak, jak pokračuje, tak největší, nejpravděpodobnějším scénářem pro českou ekonomiku je další pokles úrokových sazeb. Na tom se nic nemění.
9.10.	M. Singer (rozhovor pro Hospodářské noviny)	Už jsme říkali, že tady v Česku vnímáme rizika spíše protiinflační, a tomu také odpovídá předpokládaná dráha úrokových sazeb. To jsme říkali už před dvěma týdny... Již dopředu jsme říkali, že u nás sazby mohou klesat. A můžou klesat i rychleji, než jsme předpovídali.
9.10.	V. Tomšík (rozhovor pro ČT2, ČT24)	Nevidíme důvod, abychom se zabývali přímo změnou úrokové, základní úrokové sazby. My v České republice žádnou finanční krizi nevidíme, proto jsme se rozhodli, že nebudeme hýbat se změnami úrokovými sazbami... ale my nemůžeme reagovat na očekávání, my musíme reagovat na nové údaje, na nové prognózy a k dnešnímu dni jsme žádnou novou prognózu neměli. Jedině, co bylo nového, a to tady zaznělo, byla vlastně akce šesti centrálních bank, byla to koordinovaná akce, která tady včera byla, a znovu říkám, to, jak se jeví v zahraničí, je pouze jeden střípek, jeden kámen do té mozaiky všech informací, které jsou pro nás klíčové pro novou prognózu... Tak já v této chvíli nemůžu vůbec předjímat rozhodnutí vlastně sedmičlenného útvaru, jakým je bankovní rada, ale musím říci, že už dlouhodobě od začátku letošního roku říkáme, že česká ekonomika je na sestupné fázi ekonomického cyklu. Ano a teda pokud se nám potvrdí tady tato, řekl bych, hypotéza, tak je zde samozřejmě na stole potom diskutovat změnu úrokových sazeb.
12.10.	Z. Tůma (rozhovor pro ČT24)	To, že jsme teď nerozhodli o snížení sazeb bylo z toho důvodu, že jsme neměli pocit, že bychom měli dělat takové opatření na mimořádném vlastně jednání nebo neměli jsme mít měnové jednání, takže bylo by to mimořádné měnové jednání. Budeme mít prognózu za několik týdnů. Uvidíme, pro nás, říkám, ten hlavní problém bude spočívat v řešení možných potíží na

		mezibankovním trhu, abychom dokázali, že všechny banky mají dostatečný přístup k likviditě a na to si nemyslím, že je ideální opatření snižování repo sazby, takže to je spíš potom komplex nějakých jiných opatření a práce na mezibankovním trhu. Nicméně už i na minulém jednání bankovní rady jsme říkali, že ta předpokládaná trajektorie úrokových sazeb je směrem dolů. Tak z toho, co jsem říkal o předpokládaném vývoji prognózy, tak mám pocit, že tuto trajektorii pouze potvrdí, takže to je v daném okamžiku můj názor, ale vidím pravděpodobnější, že pokud rozhodneme o pohybu úrokových sazeb, tak to bude příště směrem dolů.
20.10.	R. Holman (rozhovor pro Reuters)	Bankovní rada České národní banky (ČNB) bude v listopadu s největší pravděpodobností diskutovat o snížení úrokových sazeb. Ty by mohly kvůli globální finanční krizi klesnout o 25 bazických bodů. Ve světle finanční krize je snížení poměrně pravděpodobné. Snížení sazeb o 50 bazických bodů by bylo příliš radikální.
22.10.	M.Singer (rozhovor na Reuters Central European Investment Summitu ve Vídni)	Pravděpodobně... budeme možná více projednávat dvě normální varianty - pohnout nebo nepohnout. Celkový obrázek se změnil, výkonová data klesají, ale na druhé straně měnová data, díky vývoji směnného kursu, vypadají uvolněnější. Kombinace je... lepší pro umírněné změny měnové politiky než dříve.
23.10.	E. Zamrazilová (rozhovor pro Patria online)	K otázce vlivu (kurzu) na měnověpolitické rozhodnutí: je to samozřejmě faktor působící ve směru zachování současné hladiny sazeb, nicméně situace se dynamicky mění, takže posouzení konkrétní váhy tohoto faktoru je možné až těsně před zasedáním...z hlediska inflačního cíle vidím v horizontu měnové politiky rizika spíše ve směru podstřelení cíle. Proto také přichází v úvahu snížení úrokových sazeb, nicméně nevidím pro své nadcházející rozhodnutí (které ale budu kolegům pouze tlumočit formou osobního názoru, resp. doporučení, protože jsem služebně mimo ČR) širší prostor než cut 25 bb. Ale nyní rozhodně nemohu předjímat rozhodnutí 7 členného kolektivu.
27.10.	M. Hampl (rozhovor pro Profit)	Pokud budou protiinflační tlaky nadále sílit, projeví se to i na nastavení úrokových sazeb. Že vždy existují rizika a kurz je jedním z nich, netřeba připomínat... Ale musím připomenout, že Česká národní banka začala snižovat sazby v době, kdy centrální evropská byla hluboce ponořena v myšlenkách na jejich zvyšování.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje snížit na listopadovém měnověpolitickém zasedání limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,75 procentního bodu na 2,75 %.

Na podporu tohoto opatření⁸ a ke snížení napětí na finančním trhu, obnovení důvěry a toků likvidity mezi bankami a navrácení hladiny sazeb na mezibankovním peněžním trhu blíže úrovni odpovídající nastavení 2T repo sazby doporučujeme přijetí následujících opatření:

- snížit rozpětí mezi repo sazbou a lombardní sazbou na 0,5 procentního bodu za účelem více ztraktivnit bankám marginální zápůjční facilitu při řešení jejich likviditních potřeb a zejména využít signálního efektu takového opatření. Přitom rozpětí mezi diskontní sazbou a repo sazbou doporučujeme ponechat na stávající výši 1 procentního

⁸ Zavedení dodávacích repooperací na principu full allotment s možností využití státních dluhopisů jako kolaterálu za úrokovou sazbu repo + 0,1 p.b. napomohlo rozhybání trhu se státními dluhopisy, což byl primární účel tohoto opatření. Lze však s ohledem na situaci na mezibankovním trhu doporučit zpřístupnění těchto operací všem účastníkům primárního trhu se státními dluhopisy. A to tak, že bude všem těmto subjektům umožněno splnit podmínku přístupu k repo operacím ČNB, tj. bude s těmi, kdo o to projeví zájem, uzavřena Rámcová smlouva o obchodování na finančním trhu. Stejně tak může pomoci připravované opatření ČNB zavést na přechodnou dobu a na ad hoc bázi individuální operace na dodávání likvidity bankám, které o to projeví zájem, např. s využitím devizových swapů.

bodů.⁹ Při navrhovaném snížení repo sazby na 2,75 % by nová hodnota lombardní sazby, resp. diskontní sazby činila 3,25 %, resp. 1,75 %

- dočasně „oživit“ repo facilitu se splatností 3 měsíce (která figuruje v instrumentariu ČNB ale už se velmi dlouho nepoužívá) a používat ji na dodávání likvidity na principu *full allotment* s úročením 2T repo sazba + 0,3 p.b. po vzoru již zavedených operací se splatností 2 týdny

Zdůvodnění doporučení:

Situaci chápeme tak, že ani po přijetí již připravovaných resp. zde navrhovaných opatření nebude zřejmě dosaženo sblížení sazeb 3M PRIBOR a repo sazby na úroveň obvyklou v „normálních“ časech a mezibankovní trh se zcela nezprůchodní. Proto navrhujeme snížení repo sazby v rozsahu, který se je zřejmě větší, než by implikovala prognóza (i při zohlednění protiinflační bilance jejich rizik). V kombinaci s navrženými opatřeními tím chceme eliminovat neadekvátní zpříšňování měnových podmínek, ke kterému aktuálně dochází, a umožnit bankám nabízet jejich klientům úrokové a úvěrové podmínky a celkový přístup k financování, které odpovídají aktuální fázi hospodářského cyklu.

Neobvykle rozsáhlým snížením úrokových sazeb spolu s úpravou rozpětí lombardní sazby a repo sazby a zavedením tříměsíční dodávací facility čerpáme ze zásoby standardních měnověpolitických opatření ČNB. Není však vyloučeno, že k úplné nápravě situace a dosažení požadované úrovně úrokových sazeb bude potřeba v budoucnu měnověpolitické sazby dále výrazně snižovat, a tím se pokud možno vyhnout krajním řešením.¹⁰

Komunikační doporučení:

V případě snížení úrokových sazeb v doporučeném rozsahu doporučujeme komunikovat, že již předchozí prognóza ČNB počítala s poměrně rychlým poklesem úrokových sazeb v důsledku očekávaného návratu inflace k cíli ČNB a probíhajícího i očekávaného zpomalení hospodářského růstu. Nové informace od zpracování minulé prognózy (zhoršující se výhled eurozóny, pokles úrokových sazeb ve světě, výrazný propad cen energetických surovin a potravin atd.) navíc mířily v protiinflačním směru, resp. ve směru výraznějšího snižování úrokových sazeb, čemuž odpovídalo i hodnocení bilance rizik bankovní radou na jejím zasedání v září. Výrazné snížení úrokových sazeb je proto v souladu s logikou cílování inflace.

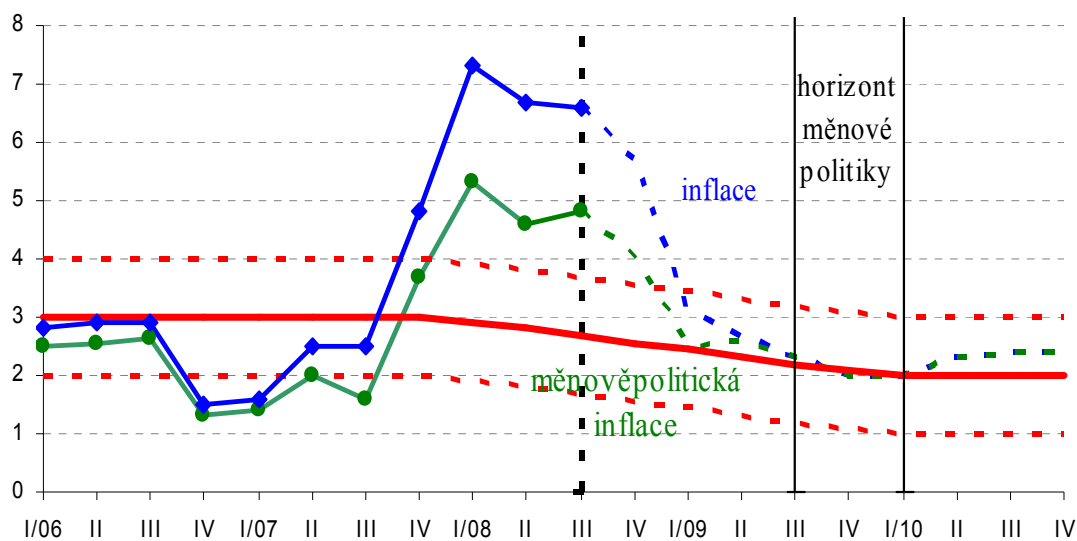
Pokud budou navíc realizována výše uvedená opatření na podporu likvidity, doporučujeme nadále zdůrazňovat, že finanční krize Českou republiku bezprostředně nezasáhla a velmi pravděpodobně ani nezasáhne. Český finanční sektor a hospodářství stojí na dobrých základech a hloubka a rozsah problémů, které pozorujeme v některých jiných zemích, se české ekonomiky týkají jen zprostředkovaně. Za jeden z takových přenesených problémů je však možno považovat situaci na tuzemském mezibankovním trhu, který vykazuje známky toho, že neplní zcela svou obvyklou funkci. Proto přijímáme opatření, která nejsou úplně

⁹ Rozpětí úrokových sazeb automatických facilit by tak bylo asymetricky rozloženo kolem základní úrokové (repo) sazby.

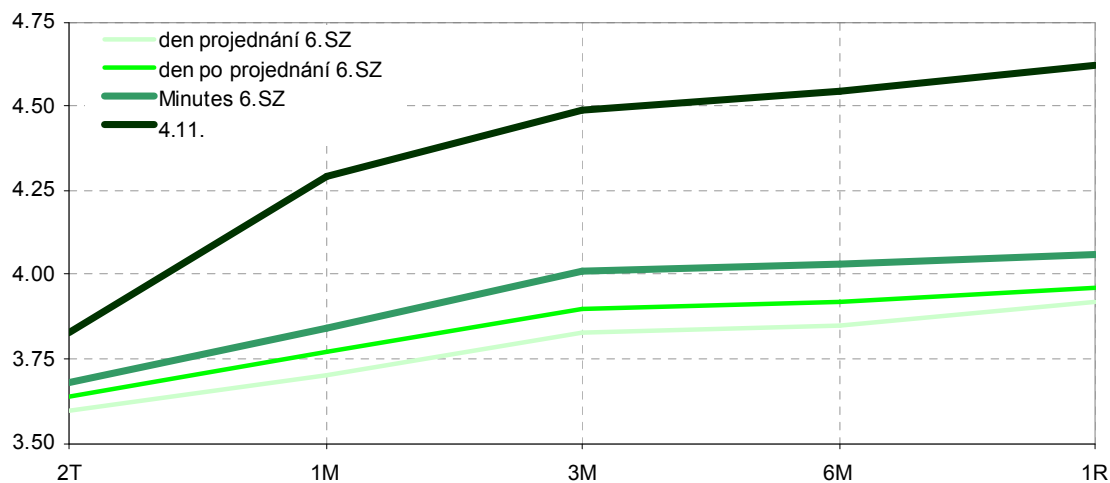
¹⁰ Pod těmi si lze představit např. začít na přechodnou dobu poskytovat garance za mezibankovní vklady event. tyto garance poskytovat současně s vládou ČR a po dohodě s ní, či dočasně zrušit či omezit likviditu stahující repo operace s ponecháním platnosti vyhlášené repo sazby pro účely úročení dodávacích repo facilit aj. Tyto krajní opatření však momentálně nezvažujeme.

obvyklá ve zcela klidných časech, ale která považujeme v dané situaci za adekvátní, mající za cíl zamezit vzniku hlubších problémů ve finančním sektoru, a která jsou současně naprosto legitimní součástí měnověpolitického instrumentaria ČNB.

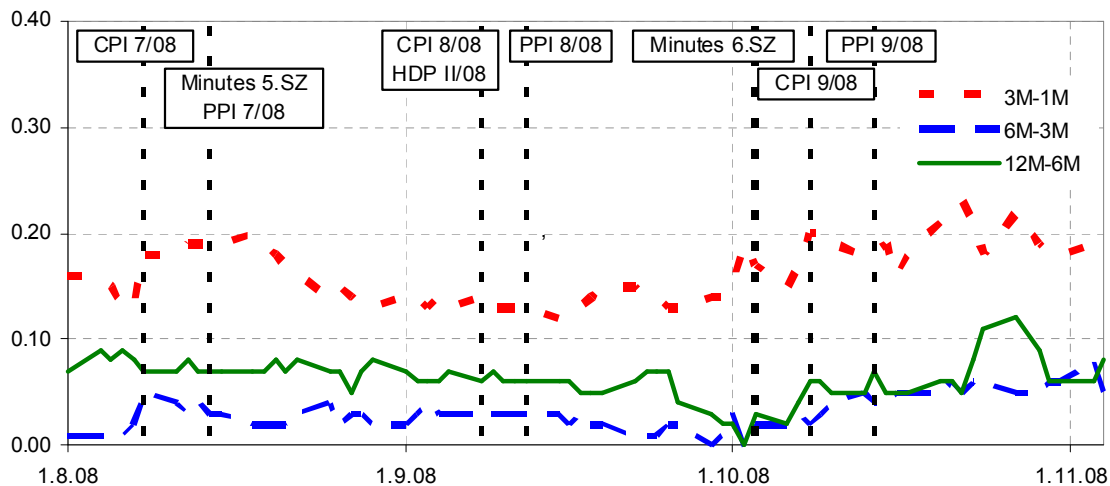
Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2008 a cílové pásmo



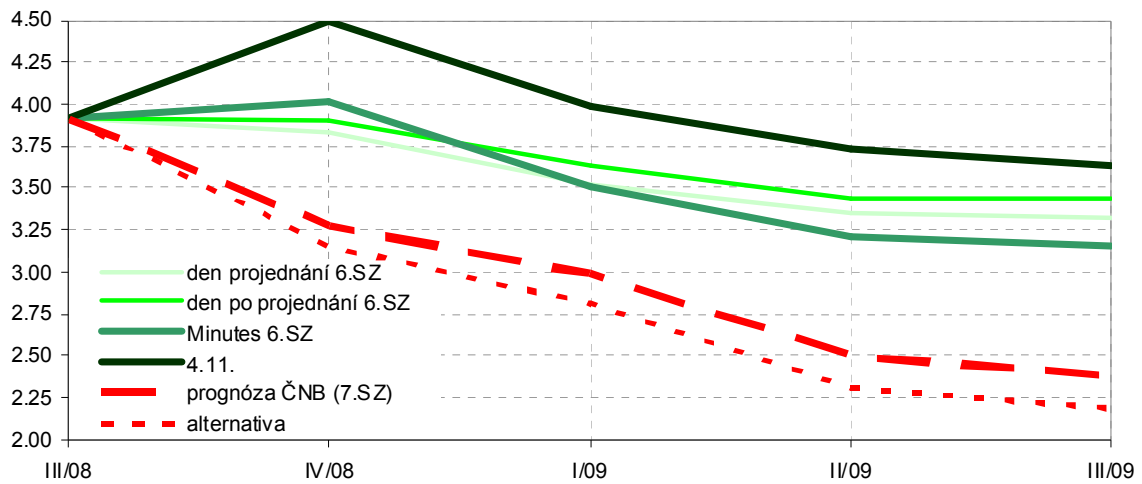
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



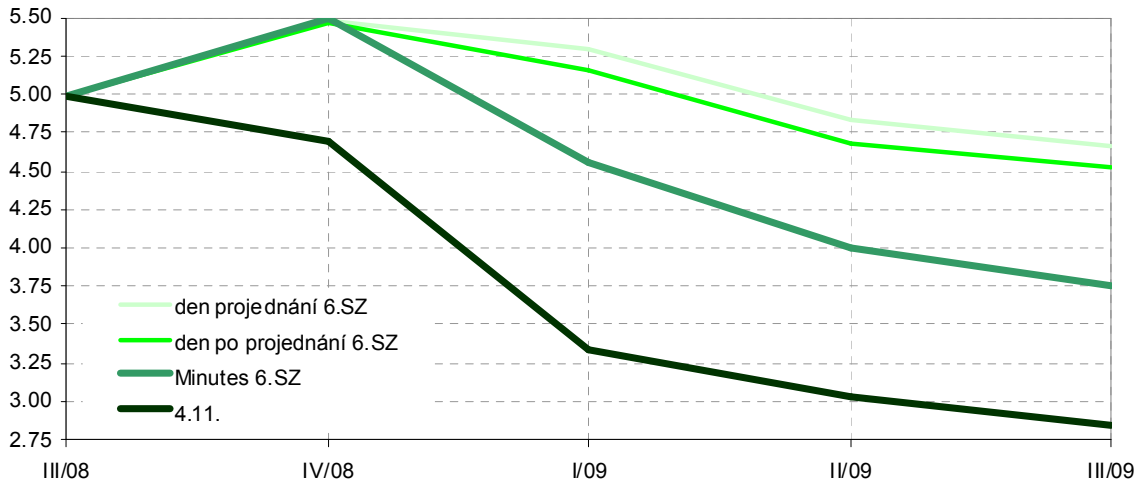
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



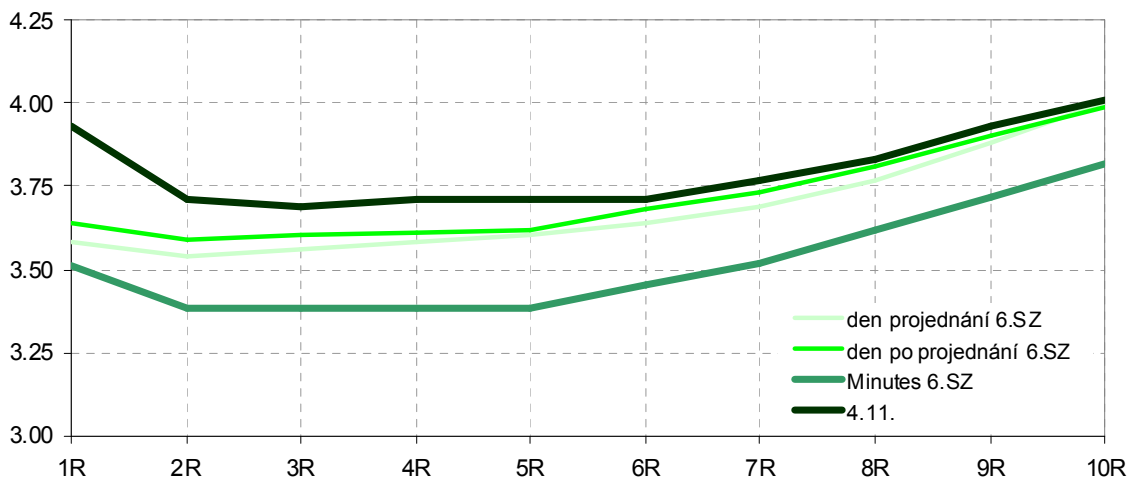
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



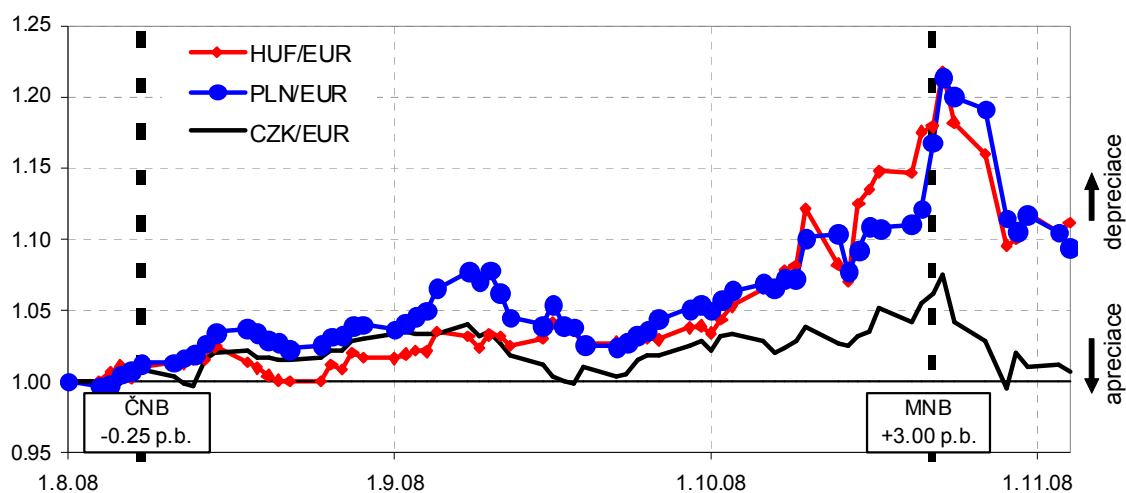
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



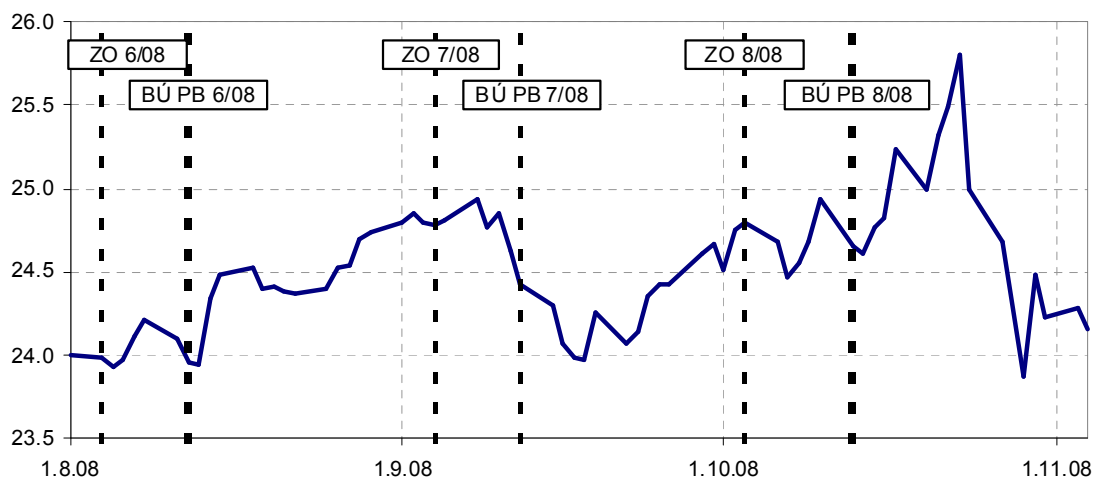
Graf 6: IRS CZK



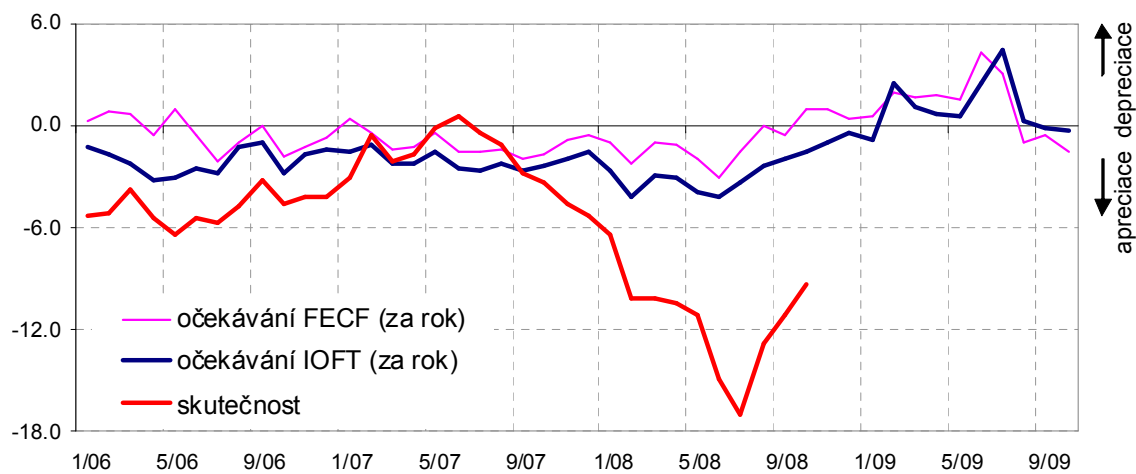
Graf 7: Kurzy středoevropských měn (1.8. = 1,0)



Graf 8: Kurz CZK/EUR

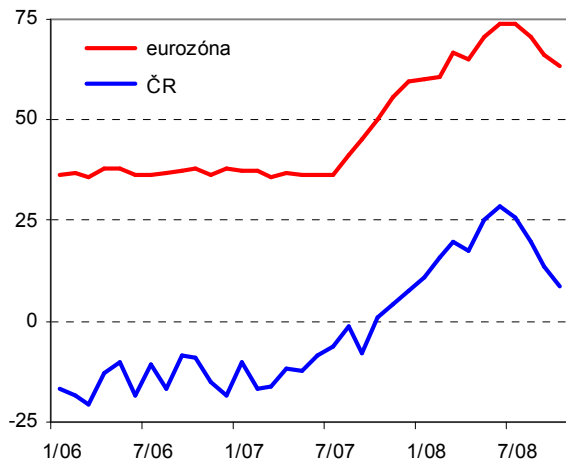


Graf 9: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

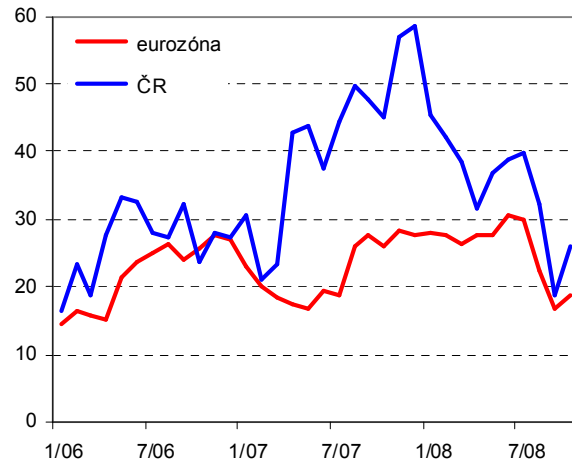


Graf 10: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

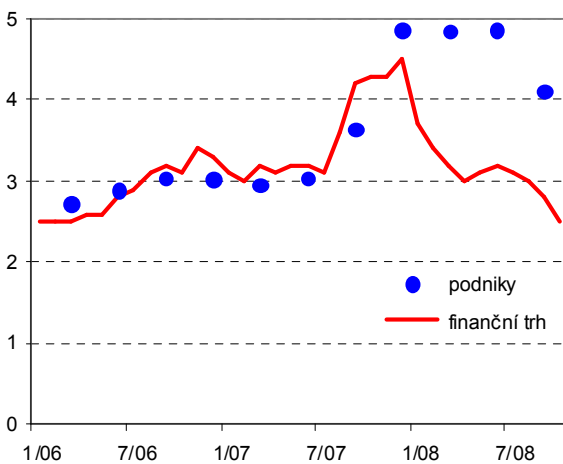


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

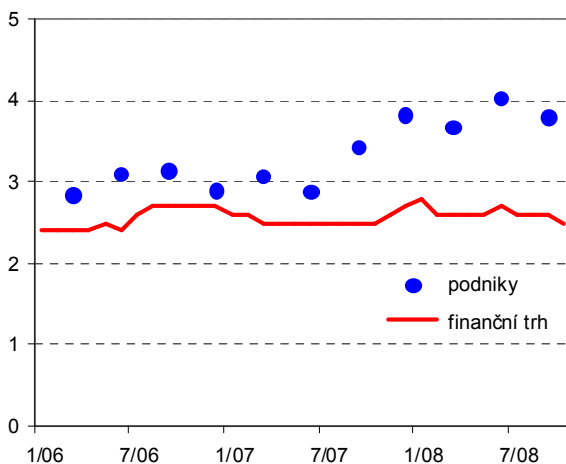


Graf 11: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

