

# Měnověpolitické doporučení pro 8. SZ 2008

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní a alternativní scénář prognózy ze 7. SZ 2008

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

Podle stávající 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.

Stávající 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 sazby<sup>1</sup> 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.

Stávající prognóza očekává, 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 projevovat 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 zrychlování růstu reálného HDP, který se však bude pohybovat jen těsně nad 3 %.

Na základě stávající prognózy by se měla celková inflace ve 4Q08 nadále pohybovat nad horním okrajem tolerančního pásma klesajícího inflačního cíle<sup>2</sup>. 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.

<sup>1</sup> V prognóze je výhled tříměsíčních eurových úrokových sazeb aproximován vývojem sazeb EONIA 3M swap.

<sup>2</sup> 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.

Se stávající 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 %, v 1Q09, kam zejména dopadne prosincové rozhodnutí o sazbách pak úrovně 3,0 %. Průměr sazeb za dosavadní průběh 4Q08 dosahuje hodnoty 4,2 % při aktuální hodnotě 3,9 % (k 15.12.).

Vedle základního scénáře byl sestaven alternativní scénář budoucího vývoje české ekonomiky, který zachycuje riziko výrazně nižšího zahraničního růstu a s ním konzistentního poklesu zahraniční inflace a úrokových sazeb. Takový vývoj by vedl k poklesu zahraniční poptávky po domácích vývozech, snížení růstu domácí ekonomické aktivity a následnému nižšímu růstu mezd a nižším domácím inflačním tlakům. Implikovaný výhled úrokových sazeb je v alternativním scénáři mírně nižší než ve scénáři základním, prognóza inflace je téměř totožná, neboť oproti nižším domácím inflačním tlakům působí ve srovnání se základním scénářem slabší kurz koruny.

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 stávající prognózy.

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

Proinflačním rizikem prognózy dle 8. SZ diskutovaným již v měnověpolitickém doporučení k 7. SZ<sup>3</sup> zůstává **vývoj měnového kurzu**. Průměrný kurz za dosavadní průběh 4Q08 ke dni 15.12. činí 25,2 CZK/EUR, přičemž aktuální hodnota kurzu k uvedenému dni dosáhla 26,2 CZK/EUR. Prognóze odpovídá ve stávajícím čtvrtletí průměrný kurz na úrovni 24,8 CZK/EUR, v 1Q09 prognóza počítá s posílením kurzu na 24,1 CZK/EUR. Výhled ČNB v ročním horizontu pak ukazuje na kurz silnější, než očekávají analytici.<sup>4</sup> Nadále však platí, že kurzová volatilita v posledních týdnech je nebývale vysoká, a proto je naše hodnocení kurzových rizik jako proinflačních nutno vnímat v tomto kontextu.

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

a) V protiinflačním směru působí výhled vývoje **vnějšího prostředí**. Simulace příslušného bodu v GRIPu v 8. SZ přitom vychází z listopadového vydání publikace Consensus Forecasts (CF) a tržních výhledů odečtených ke dni jeho zpracování. Následné prosincové vydání CF a aktualizované tržní výhledy významně zesilují identifikovaná rizika, když pro rok 2009 je očekáván pokles HDP v efektivní eurozóně o 0,9 % (tj. o 1,4 p.b. nižší růst, než předpokládala stávající prognóza). Podobně výrazně se v nejnovějším CF přehodnocuje směrem dolů prognóza zahraničních spotřebitelských cen a cen průmyslových výrobců a podstatně se snižuje aktualizovaný výhled úrokových sazeb.

---

<sup>3</sup> Vzhledem k vysoké volatilitě měnového kurzu bylo riziko kurzového vývoje v předešlém MP doporučení vnímané spíše jako symetrické. Připouštěli jsme však, že vyšší než trhy očekávaný pokles sazeb může vést k slabšímu kurzu, než jaký je konzistentní se základním scénářem.

<sup>4</sup> Na horizontu jednoho roku pracuje základní scénář stávající prognózy s kurzem na úrovni 23,6 CZK/EUR. Naproti tomu podle listopadového průzkumu IOFT očekávají převážně domácí analytici ve stejném horizontu kurz ve výši 25,0 CZK/EUR. Převážně zahraniční analytici dotazovaní v rámci prosincového průzkumu FECF pak očekávají, že kurz bude za rok 25,1 CZK/EUR

Také ceny ropy jsou v nových výhledech na podstatně nižších hladinách pro nejbližší dva roky ve srovnání s minulými předpoklady. Směr a kanály dopadu hlubšího než předpokládaného ochlazení v zahraničí na českou ekonomiku dobře ilustruje alternativní scénář, který byl součástí prognózy ze 7. SZ. Podle něj vede propad zahraniční poptávky ve výsledku k výrazně nižšímu růstu domácí ekonomiky, při podobné trajektorii inflace a jen mírně nižší trajektorii domácích úrokových sazeb. Poslední data a nejnovější prognózy ekonomického vývoje eurozóny však již začínají překonávat i poměrně pesimistické předpoklady alternativního scénáře. Nelze přitom vyloučit další přehodnocení výhledu v zahraničí směrem dolů v lednovém vydání CF (referenční scénář pro novou prognózu).

- b) Nově dostupná data o vývoji **domácí inflace** naznačují protiinflační směr rizik pro její krátkodobou prognózu. Listopadová meziroční inflace byla oproti očekávání ze 7. SZ nižší o 1,1 p.b. Nižší než očekávané hodnoty byly přitom zaznamenány ve všech složkách čisté inflace. Protiinflačním směrem působí dále ceny zemědělských výrobců, které v říjnu poklesly meziročně o 13,2 % (prognóza předpokládala meziroční pokles v 4Q08 o 11,5 %). Nelze také opominout neočekávaně strmý pokles inflace cen průmyslových výrobců a větší než očekávané snížení vývozních cen. Zatím neúplná týdenní šetření cen pohonných hmot za prosinec naznačují rovněž vývoj ve výrazně protiinflačním směru, když aktuálně ukazují na meziměsíční pokles cen pohonných hmot o 7 %, oproti předpokladu stávající prognózy na úrovni 0,6 %.
- c) Hospodářskou situaci v ČR může dále významně zhoršovat **autonomní zpřísnění měnové politiky** vlivem situace na mezibankovním trhu a související zamrzání úvěrové emise doprovázené nárůstem klientských úrokových sazeb z úvěrů a vkladů. Toto riziko je v prosincové situační zprávě zachyceno simulací bodu domácí úrokové sazby v GRIPu. Tato parciální simulace je do značné míry obdobou v minulém MPD prezentovaného MP experimentu simulujícího dopad zpřísnění úrokových sazeb v podobě MP šoku.<sup>5</sup> Stejně jako minule však ani tentokrát nelze výsledek simulace považovat za plnohodnotné posouzení rizik a dopadů nastalé situace na českém finančním trhu (fundamentálnější diskuse je proto prezentována v části 4 MPD).
- d) Poslední informace o vývoji ekonomické aktivity, zahraničního obchodu resp. trhu práce za říjen resp. listopad a další anekdotická evidence signalizují, že **dochází k rychlému útlumu poptávky** po tuzemské produkci.<sup>6</sup> Rychlost, s jakou přichází fáze razantního zpomalování hospodářského růstu, je překvapivě vysoká a hloubka dna sestupné fáze hospodářského cyklu bude dle našeho mínění pravděpodobně překonávat i dosti pesimistické vyznění alternativního scénáře.

## 4. Další měnověpolitické úvahy

<sup>5</sup> Připomínáme, že simulace měnověpolitického šoku byla provedena za situace, kdy jak měnová autorita tak ekonomičtí agenti vědí o tom, že neschopnost nastavit sazby v souladu s úrokovým pravidlem je dočasná krátkodobá záležitost. V takovém experimentu pak není ohrožena kredibilita měnové politiky, důvěra agentů v inflační cíl a schopnost centrální banky tohoto cíle dosahovat. Dopady do prognózy inflace a úrokových sazeb jsou pak jen velmi mírné.

<sup>6</sup> Mezi negativní zprávy o aktuálním vývoji patří říjnový propad produkce, nových zakázek a prohlubující se pokles zaměstnanosti v průmyslu, pokračující pokles stavební výroby v pozemním stavitelství a prudké snížení dynamiky obrátů a nepříznivý výsledek zahraničního obchodu v říjnu. Podobně pesimisticky vyznívají výrazný pokles sezónně očištěného počtu volných pracovních míst a růst sezónně očištěné míry nezaměstnanosti v listopadu. Tyto údaje jsou průvodními znaky přicházející hospodářské recese. Z nich a také např. ze signálů o odstávkách výroby v klíčových průmyslových podnicích, ohlášeném propouštění zaměstnanců a tlaků na zmrazení nominálních mezd lze soudit, že nadcházející rok bude patřit k hospodářsky nejméně příznivým za celou dobu existence samostatné České republiky.

Je zřejmé, že vývoj v zahraničí českou ekonomiku zasáhne více, než se doposud předpokládalo. Přenos světové finanční a hospodářské krize přitom půjde dvěma základními kanály. Na jedné straně je to **kanál reálné ekonomiky** související s poptávkou po českých exportech a produkci obecně a s klesajícími světovými cenami komodit. Tomuto kanálu kvalitativně odpovídá vyznění prosincové situační zprávy v podobě vyhodnocení bilance rizik stávající prognózy na pozadí modelových simulací zachycených v GRIPu a dalších informací.

Druhým, modelovými simulacemi v 8. SZ plně zřejmě nepostihnutým kanálem, je vývoj na **domácím finančním trhu**, který je rovněž ve vleku událostí na světových finančních trzích.<sup>7</sup> Tento kanál budeme diskutovat na následujících řádcích.

Krize důvěry na domácím mezibankovním trhu přetrvává a z ní stále vyplývá **existence vysoké kreditní prémie**. Ta nadále komplikuje nastavování měnověpolitických sazeb. 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) sice pozvolna klesá, nadále se však nachází na vysoké úrovni (1,2 p.b. k 15.12., roční průběh na Grafu 7). Na sazby PRIBOR jsou přitom navázány klientské úrokové sazby bank a za normálních okolností tím zabezpečují přenos měnověpolitických sazeb dále do ekonomiky. Současné narušení tohoto přenosu vlivem existence vysoké kreditní prémie tak způsobuje autonomní zpříšňování měnových podmínek. Jak ilustruje porovnání kreditních spreadů a kreditní prémie v ČR a v eurozóně (Grafy 7 a 8), existence kreditní prémie komplikuje situaci také v zemích eurozóny.<sup>8</sup>

Ukazuje se přitom, že zvýšení krátkodobých úrokových sazeb na peněžním trhu a jejich přenos do klientských úrokových sazeb je jen jednou částí problému. V reakci na vzniklou situaci na peněžním trhu resp. na trhu se státními dluhopisy ČNB zavedla postupně **dvě dodávací repo facility** se splatností dva týdny, resp. tři měsíce při plném uspokojování objednávek za fixní sazbu 2T repo + 10 p.b., resp. 2T repo + 30 p.b.<sup>9</sup> Ty měly situaci s nedostatkem likvidity na mezibankovním trhu zlepšit. Zájem o využívání těchto operací ze strany subjektů působících na finančním trhu zatím ale není velký. Potvrzuje se tak, že nedostatek zdrojů na financování úvěrů do ekonomiky z důvodu omezeného fungování mezibankovního trhu není tím hlavním limitujícím faktorem zamrznutí úvěrové emise bank.

Tím dalším omezujícím prvkem může být (dočasná) **změna strategie řízení rizik** a struktury pohledávek a závazků tuzemských bank (dceřinných společností a poboček zahraničních bank).<sup>10</sup> **Váznoucí poskytování úvěrů** klientům z řad nebankovních subjektů v podmínkách ekonomického propadu může odrážet také nechuť bank angažovat se v těchto úvěrech bez dostatečné základny primárních vkladů a vývoj, zdá se, začíná vést k „boji“ o tyto vklady. Ten začínají rozpoutávat malé a střední banky, které jimi doposud - zřejmě záměrně z titulu svých obchodních modelů - nedisponovaly. Nyní mohou tyto banky přehodnocovat svoje

---

<sup>7</sup> Je přitom zřejmé, že se v případě hospodářské recese dovážené ze zemí našich hlavních obchodních partnerů v EU i v případě finanční krize prostupující českým finančním sektorem z důvodu jeho vysoké vlastnické provázanosti se zeměmi eurozóny jedná o dvě strany téže mince.

<sup>8</sup> Ani v jedné z obou měnových oblastí zřejmě není možné počítat se skokovým vymizením kreditní prémie, i když dochází k jejímu postupnému poklesu s tím, jak úrokové sazby mezibankovního trhu začaly postupně a diferencovaně dle splatnosti následovat razantní snižování základních sazeb v podmínkách nově zavedených facilit na dodávání likvidity.

<sup>9</sup> Vedle toho byly zahájeny individuální operace na dodávání likvidity bankám na bázi devizových swapů.

<sup>10</sup> „Hlad po hotovosti“ během října vedoucí k nárůstu úrokových sazeb také zřejmě z části souvisel s potřebou likvidních prostředků na uspokojování mimořádně zvýšených výběrů vkladů. Tomu banky po nějakou dobu čelily v době, když negativní zprávy o světové finanční krizi vyplašily české střadatele a ti to dle statistik ČNB skutečně ve zvýšené míře své vklady u bank vybírali. Toto období je už ale zdá se za námi.

strategie a lákat střadatele **zvyšováním úrokových sazeb z vkladů**.<sup>11</sup> To může vést ke zdražování těchto zdrojů sloužících k financování úvěrů (zprávy z tisku už toto signalizují) resp. k zpomalení či pozastavení úvěrové emise v tomto segmentu bank po nějakou dobu.<sup>12</sup> Růst úrokových sazeb z vkladů může současně působit na vyšší než očekávanou míru úspor a tlumit růst spotřeby domácností. Ten přitom měl být jedním z pozitivních faktorů působících na udržení dynamiky hospodářského růstu v příštím roce na solidní úrovni. Vyšší míra úspor by tak dále zvýšila riziko hospodářské recese v ČR v příštím roce.

V souhrnu proto konstatujeme, že **existuje reálná hrozba mimořádně silného ekonomického zpomalení** event. absolutního snížení HDP v příštím roce, a to z důvodu synergického působení výše diskutovaných velmi negativních vlivů. S hospodářským útlumem budou spojeny silné dezinflační tlaky, a to i přesto, že pokles poptávky po českých exportech a související zhoršování výkonové bilance může vést ke slabšímu než dosud očekávanému kurzu. Jeho více proinflační působení může sice tlaky z reálné ekonomiky na pokles inflace tlumit, ale i tak lze očekávat silnou dezinflaci.

Měnověpolitická inflace v listopadu klesla pod aktuální inflační cíl ve výši 3 %, když přitom ještě relativně nedávno jsme byli naopak znepokojeni rostoucími inflačními očekáváními. Situace se tedy rychle mění. V souladu s tím a věrna svému vpředhledicímú přístupu ČNB snižovala v posledních měsících úrokové sazby. V nastoupené razanci snižování sazeb je dle názoru SMS třeba pokračovat a současně upravit i komunikaci ČNB ohledně budoucího vývoje inflace (viz komunikační doporučení v části 6 MPD). Rychlost a rozsah ekonomického útlumu přicházejícího do ČR jsou přitom překvapivě velmi vysoké (viz část 3d) a vyžadují snižování úrokových sazeb tempem, které možno považovat za bezprecedentní. Jinými slovy, není čas na vyhlazování reakce úrokových sazeb, má-li prorůstový impuls od měnové politiky do reálné ekonomiky dorazit ještě v době, kdy tato stále bude ve fázi výrazného cyklického poklesu, a působit tak stabilizačně.

V poslední řadě je zřejmě třeba začít se připravovat na boj proti snad ještě nebezpečnějšímu soupeři, než jsou nedávno hrozící vysoká inflace a možnost jejího přelítí do inflačních očekávání. Tímto nebezpečím se dle názoru SMS postupně stává **deflace** a riziko zakořenění negativních a sebenaplňujících se deflačních tendencí a očekávání (viz Graf 15). Je to patrně hrozba pro celý vyspělý svět.

Hrozba deflace je přitom, vzhledem k omezeným možnostem snižování sazeb (kvůli nulové hranici pro nominální úrokové sazby), noční můrou pro všechny centrální bankéře na světě. Některé evropské a světové autority začínají v této souvislosti aktuálně hovořit o **pasti likvidity**, tj. velmi omezené účinnosti dalšího uvolňování měnové politiky při stimulaci ekonomické aktivity.<sup>13</sup> Tak daleko snad zatím ještě nejsme, ale je dle našeho názoru vhodné začít uvažovat o možnostech měnové politiky v boji proti velmi nízké inflaci a deflaci

---

<sup>11</sup> Většinou konzervativní čeští bankovní klienti mohou na lákavé nabídky vyššího úročení vkladů v malých a středních bankách v nejbližších měsících reagovat vstřícně. Jejich přirozená averze k riziku vedoucí doposud k preferenci převážně velkých ústavů může být totiž poněkud otupena zvýšením limitu vkladů garantovaných z fondu pojištění vkladů (na 50 000 EUR) a zavedením 100 % garance pojištěných vkladů, ke kterému ČR přistoupila od roku 2009 v návaznosti na přijatou úpravu legislativy na úrovni celé EU.

<sup>12</sup> Denní šetření o stavu úvěrů vybraných šesti bank naznačují výraznější snížení růstu úvěrů v listopadu a na počátku prosince. To je v souladu se získanou anekdotickou evidencí o rostoucích úrokových sazbách a zamrzajícím poskytování nových úvěrů z tisku apod. Potvrzuje se tak směr nastoupeného vývoje úrokových sazeb a objemu nově poskytnutých úvěrů v říjnu dle oficiálních statistik. Údaje z mimořádně zavedeného předsunutého hlášení ČNB o objemu nových obchodů a úrokových sazbách za listopad dle údajů ze šesti vybraných bank nebyly v době dokončení tohoto MPD k dispozici a budou sekcí okomentovány na měnověpolitickém zasedání bankovní rady.

<sup>13</sup> Evropskou komisí doporučený fiskální impuls ve výši 1,5 % HDP v rámci dokumentu „European Economic Recovery Plan“ mimo jiné odráží přesvědčení jeho tvůrců o omezených možnostech měnové politiky v boji proti přicházející ekonomické recesi.

v podmínkách nulové hranice úrokových sazeb (promýšlet preventivně realizaci měnové politiky typu „quantitative easing“). Ve veřejné komunikaci ČNB však pochopitelně doporučujeme se slovu deflace důsledně vyhýbat a prozatím pouze mluvit o riziku, že inflace dočasně poklesne pod cíl ČNB.<sup>14</sup>

## 5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **listopadovém zasedání** (6.11.) BR snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,75 p.b. na 2,75 %. Rozsah snížení byl pro účastníky finančního trhu překvapením. Z *dotazníků IOFT* (10.10.) vyplývalo, 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.) vyplývalo, že na listopadovém zasedání BR ČNB všech 17 analytiků předpokládalo snížení základních sazeb, z nich 13 o 0,25 p.b. a 4 o 0,50 p.b. V delším časovém horizontu byla 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 činilo 2,00 až 3,25 % (medián 2,75 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že čtyři členové BR hlasovali pro snížení sazeb o 0,75 p.b., jeden hlasoval pro snížení o 0,50 p.b. Guvernér prohlásil, že hlavním důvodem razantního snížení sazeb je očekávaný prudký pokles inflace, který souvisí s celkovou decelerací ekonomického vývoje. Vývoj od posledního měnového zasedání byl velmi dramatický a rizika se vyvinula jednoznačně protiinflačním směrem. Mezi rizika prognózy patří výraznější zpomalení světové ekonomiky, pokračování propadu světových cen komodit a energií, nižší než předpokládaný růst cen potravin a vývoj měnového kurzu (ten představuje oboustranné riziko). Guvernér dále uvedl, že s novou prognózou je konzistentní další pokles úrokových sazeb následovaný mírným zvýšením v roce 2010. Guvernér také řekl, že ČNB začne zveřejňovat svoji prognózu nominálního měnového kurzu počínaje první prognózou v roce 2009.

Během listopadu a prosince se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Tato komunikace naznačovala další snížení základních sazeb ČNB na prosincovém zasedání BR ČNB.

Sazby na peněžním trhu se od posledního zasedání BR snížily po celé délce křivky, ovšem nerovnoměrně z hlediska jednotlivých splatností. Více klesly sazby s kratší splatností a sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR proto zestrměl (viz Graf 2). Hladina sazeb FRA se také posunula na nižší hladinu. Tržní trajektorie 3M sazeb leží nad trajektorií sazeb konzistentní se

---

<sup>14</sup> Tvorba deflačních očekávání je přitom možná už realitou, přinejmenším ve světovém měřítku. Inspirování pokusem vyhledávače Google o predikci chřipkových epidemií na základě analýzy frekvence vyhledávaných slov (<http://www.google.org/flutrends/>) jsme se podívali na frekvenci vyhledávání slova *deflation*. Graf 15 vytvořen s pomocí experimentálního nástroje Google Trends naznačuje, že počet vyhledávání slova *deflation* se v posledních čtvrtletí velmi výrazně zvýšil. Jak ukazuje porovnání s frekvencí výskytu slova *deflation* ve zprávách (dolní část grafu), nejde přitom jen o reakci na výskyt slova ve zprávách – první vlna zvýšeného zájmu o vyhledávání slova se objevila několik týdnů před zvýšením zájmu médií. Bohužel, vzhledem k malému vzorku není možné analyzovat podobným způsobem jenom vyhledávání z území České republiky. Nicméně za Singapurem se na druhém až čtvrtém místě v počtu vyhledávání slova *deflation* umístili Rakousko, Německo a Švýcarsko.

základním scénářem aktuální prognózy (viz Graf 4). Tento výhled však může být částečně zkreslen přetrvávající kreditní premií a omezenou likviditou.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR rovněž snížily, cca o 0,50 p.b. po celé délce křivky. Výnosová křivka je od splatnosti 2R mírně rostoucí, spread 5R–1R dosahuje -0,2 p.b., spread 10R–1R činí 0,2 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (18.11.) vyplývá, že na prosincovém zasedání BR ČNB z 9 dotázaných 2 analytici předpokládali snížení o 0,50 p.b., 4 snížení o 0,25 p.b., 3 analytici očekávali stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,00 až 2,50 % (medián 2,00 %).

Ze šetření agentury Reuters (12.12.) vyplývá, že na prosincovém zasedání BR ČNB všech 15 analytiků předpokládá snížení základních sazeb, z nich 3 o 0,25 p.b., 10 o 0,50 p.b. a 2 o 0,75 p.b. Všichni rovněž očekávají další snížení v 1Q09, a to o 0,25 až 0,50 p.b. Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 1,00 až 3,00 % (medián 1,50 %).

Analytici v rámci šetření IOFT (18.11.) očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 24,96 CZK/EUR (rozpětí 24,00 až 27,00), tj. o 0,8 % vzhledem k průměru za 4Q08 do 15.12. Analytici v rámci šetření FECF (8.12.) předpokládají stagnaci na současné úrovni. Základní scénář prognózy očekává pro 4Q09 kurz na úrovni 23,60 CZK/EUR.

#### Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

14.11.	E. Zamrazilová (rozhovor pro <a href="http://www.patria.cz">www.patria.cz</a> )	Nedovedu si představit scénář, který by mě donutil zvednout ruku pro snížení repo sazby na 2 procenta.
14.11.	M. Singer (rozhovor pro <a href="http://www.patria.cz">www.patria.cz</a> )	Očekávám další snižování sazeb, ale jak dramatické bude nevím. Vývoj je hodně dramatický a tažený vývojem v jiných zemích...Bilance rizik daná propadem výhledu vyspělých ekonomik, propadem cen komodit, posílením kurzu, prohloubením krizí finančních systémů a očekáváním zahraničních sazeb se dramaticky posunula směrem protiinflačním.
27.11.	M. Singer (článek v Reflexu)	Důvodů k výraznému snížení sazeb jsem tedy při podrobném studiu údajů o vývoji ekonomiky našel více než dost. Dospěl jsem proto k přesvědčení, že v takové situaci je třeba reagovat i za cenu „překvapování“ trhu. K podobnému prudkému ochlazení ekonomiky dochází skutečně zřídka (naposledy v letech 1998–1999), takže časté překvapování nehrozí. Pokud by ale měnová politika nereagovala značnými posuny na výrazné změny očekávání budoucího vývoje, nemělo by smysl ji jako samostatnou měnovou politiku vůbec provozovat. Dokud tedy můžeme, je třeba usilovat o plnění inflačního cíle způsobem, jenž je pro naše hospodářství nejvýhodnější.
1.12.	Z. Tůma (rozhovor pro E15)	... naše prognóza je tři týdny stará. Děláme čtvrtletní výhledy a nevím, co dramatického by se muselo stát, abychom po třech týdnech přepisovali prognózu. Nechci předjímat, jak bude vypadat situační zpráva, kterou v prosinci dostaneme. Faktem je, že nejistoty se vyvíjejí spíše negativním směrem než pozitivním. Ale proto jsme zpracovávali alternativu základního scénáře. Předpokládali jsme, že vývoj může být horší...  ...nedomnívám se, že bychom nyní mohli dělat sérii kroků, že bychom znovu překvapovali a tím bychom trh nějak prošťouchli. Není to o tom, jestli snížíme sazby o 25, 50, či 75 bodů, problém je hlubší. Nedůvěra na trhu je velká. Nejen bank navzájem – zejména na našem trhu banky víceméně ví, že si mohou věřit – ale je to nejistota z dopadů, které přijdou. Snaží se držet bilanci tak, aby měly prostor pro tlak, který přijde v budoucnu a který je spojen se zpomalením české ekonomiky. To není něco, co můžeme změnit, ať už jakkoli razantním snížením úrokových sazeb.
8.12.	M. Tomšík (on-line rozhovor pro	<i>(odpověď na otázku, zda je situace zralá na větší zásah do měnové politiky, než drobné ladění o 25 bps.)</i> Tím si v tento okamžik opravdu nejsem jistý. Připomínám, že trajektorie úrokových

	www.patria.cz)	<p>sazeb v základním scénáři v poslední prognóze inflace byla a je stále klesající. Je skutečně otázkou, do jaké míry nové informace tuto trajektorii skutečně posouvají ještě více směrem dolů, než indikuje dosavadní základní scénář prognózy...</p> <p>...pokles celkové inflace je aktuálně poněkud rychlejší, než předpokládal základní scénář aktuální inflační prognózy. Velký vliv má pokles cen pohonných hmot, o kterém si však osobně myslím, že si do budoucna nemůže udržet stávající razanci v poklesu (ropa již ztratila 2/3 hodnoty od vrcholu na začátku letošního léta). Na druhou stranu musím připomenout, že ČNB sleduje cíl v horizontu 12 až 18 měsíců. Rozhodování o sazbách je komplexní a bere v potaz nejen výši inflace, ale také její strukturu a mnoho dalších veličin (zejména měnový kurz vůči euru). Netroufnu si zde říci, do jaké míry toto dnešní číslo inflace posune implikovanou trajektorii úrokových sazeb ještě více směrem dolů.</p>
10.12.	R. Holman (rozhovor pro E15)	Sám nevím, jak budu hlasovat, ale banka má prostor pro další snižování sazeb.

## 6. Měnověpolitické doporučení SMS

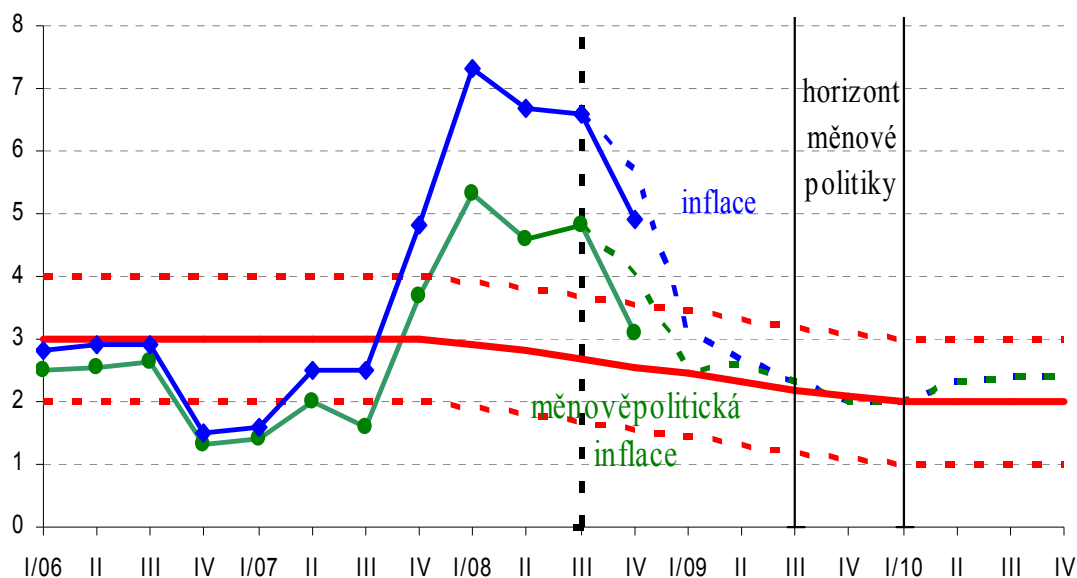
SMS doporučuje snížit na prosincovém měnověpolitickém zasedání limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,75 procentního bodu.

### Komunikační doporučení:

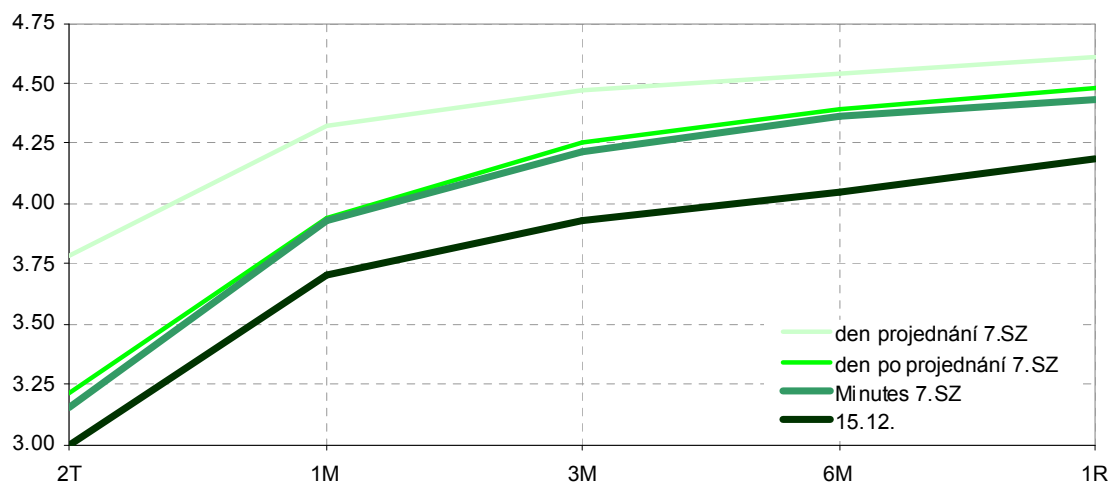
V případě snížení úrokových sazeb v navrhovaném rozsahu doporučujeme komunikovat, že nově dostupné informace míří v protiinflačním směru a souzní s tím, jak bankovní rada vyhodnotila bilanci rizik prognózy na svém listopadovém zasedání. Pokračující snižování úrokových sazeb je proto v souladu s logikou cílování inflace. Současně doporučujeme zahájit komunikaci v tom smyslu, že v budoucnu lze očekávat na přechodnou dobu pokles inflace pod inflační cíl (včetně cíle ve výši 2 % platného od roku 2010) v důsledku kumulace dočasných protiinflačních faktorů. Mezi ně patří pokles světových cen komodit a zpomalení globálního i domácího hospodářského růstu. Současně je tedy vhodné sdělovat, že po odeznění těchto vlivů a s přispěním měnové politiky ČNB se posléze inflace vrátí na hodnoty blízko inflačního cíle ČNB (obdobně, jako bylo dočasné zvýšení inflace po proinflačním šoku z přelomu loňského a letošního roku).



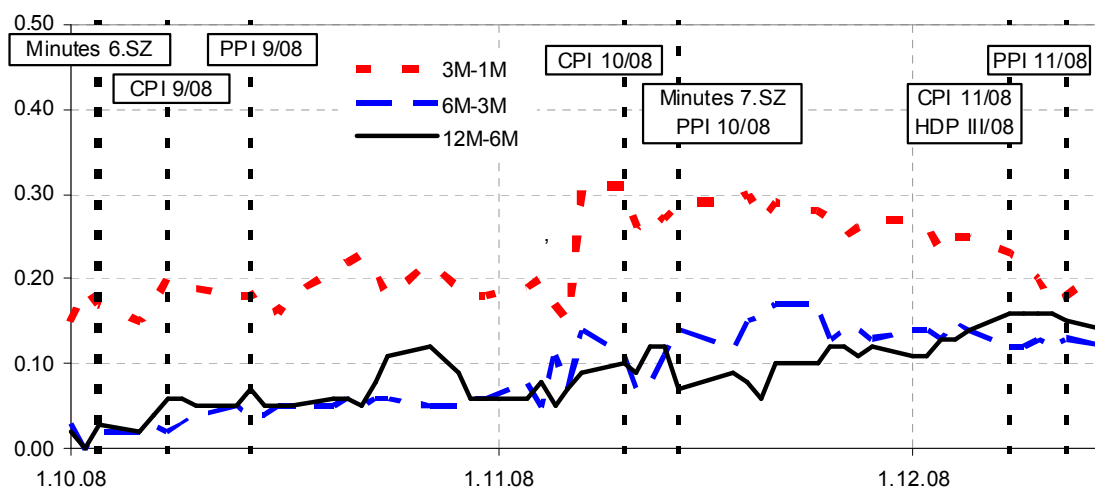
**Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2008 a cílové pásmo**



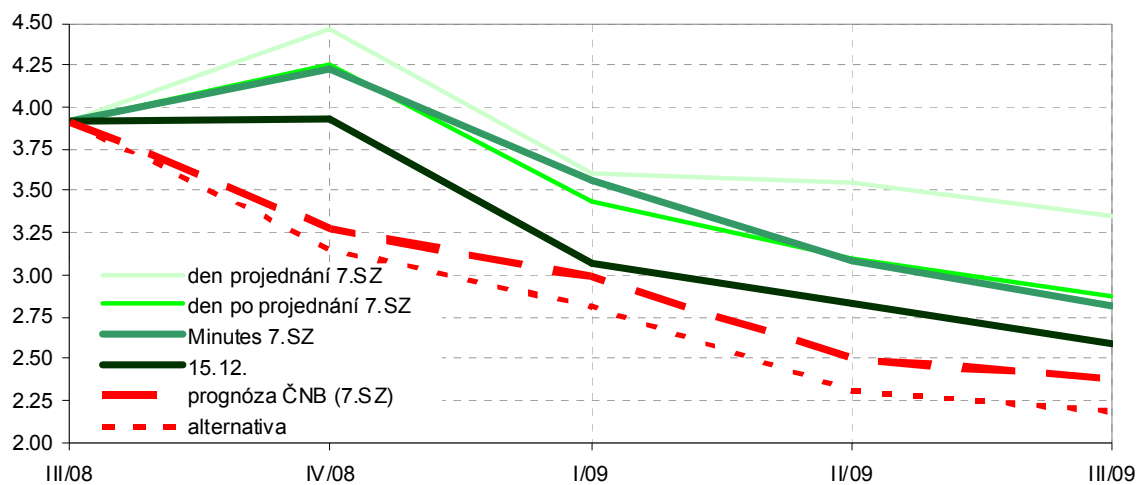
**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**



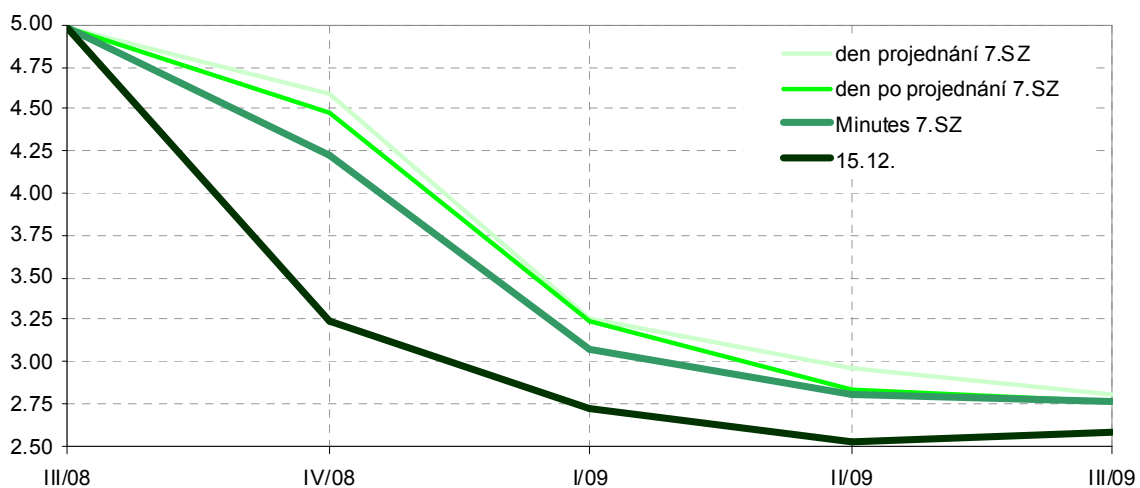
**Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR**



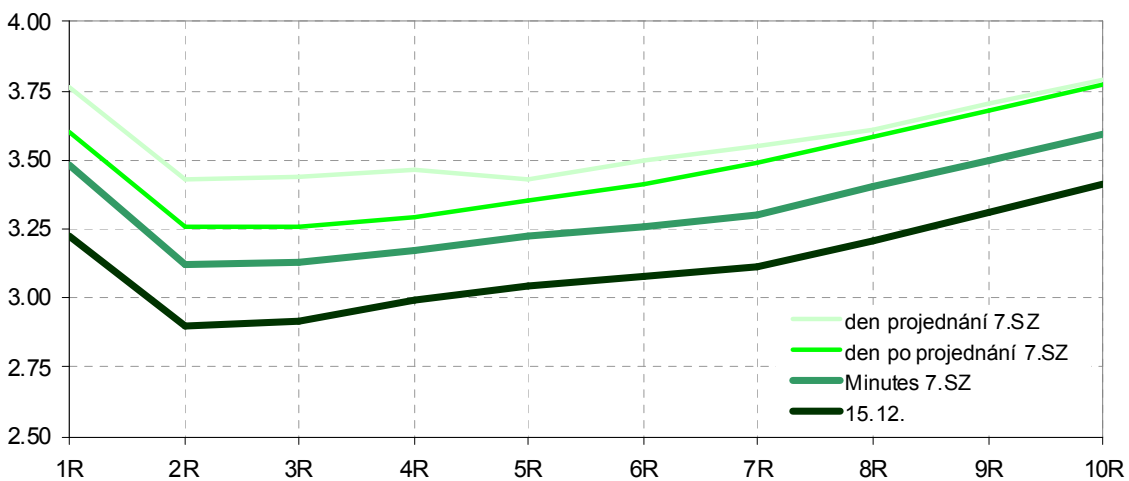
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



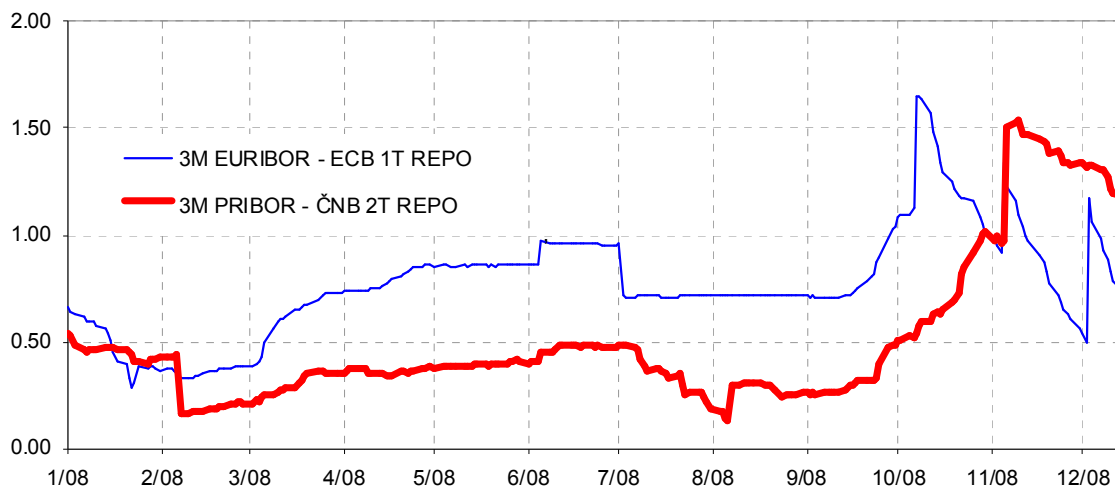
**Graf 5: 3M EURIBOR, FRA**



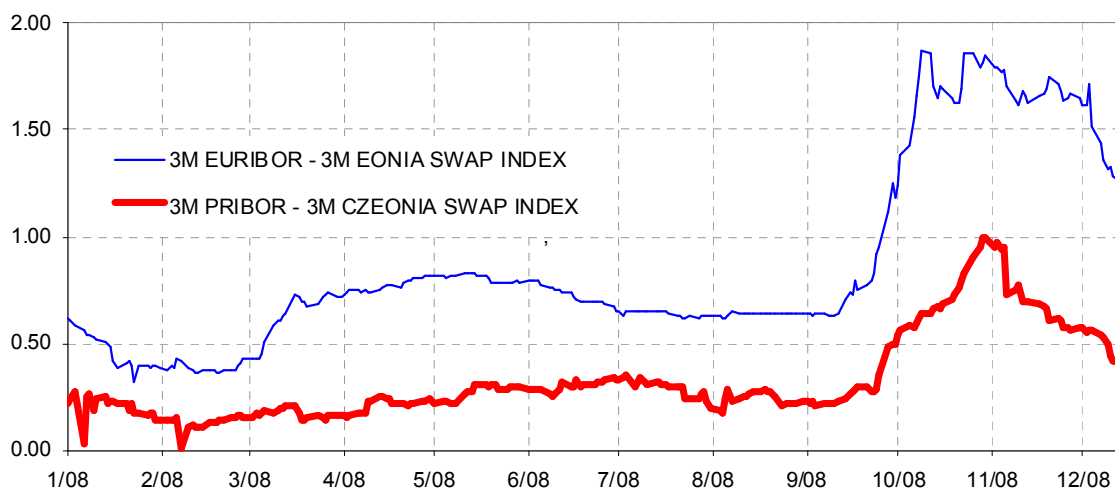
**Graf 6: IRS CZK**



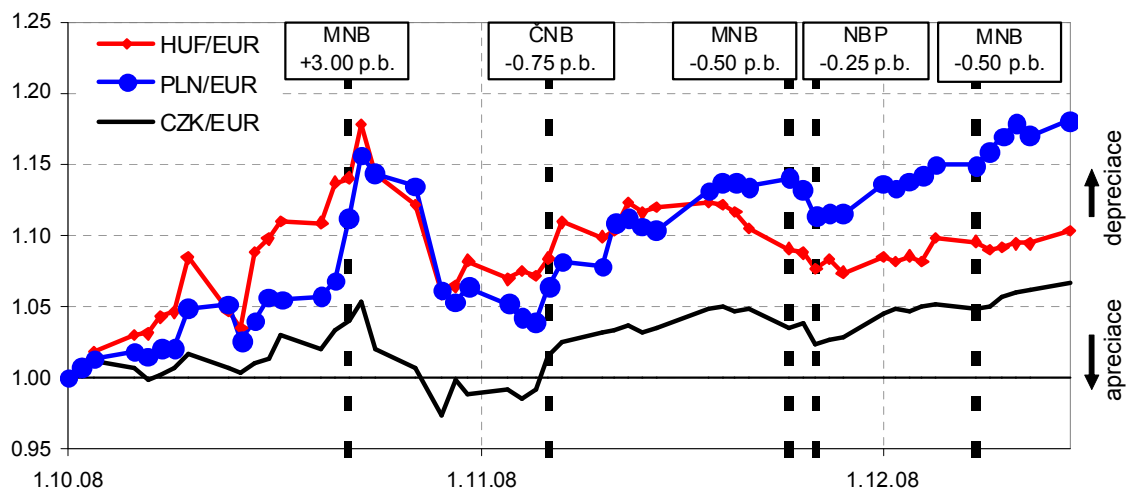
**Graf 7: Kreditní spready v ČR a eurozóně**



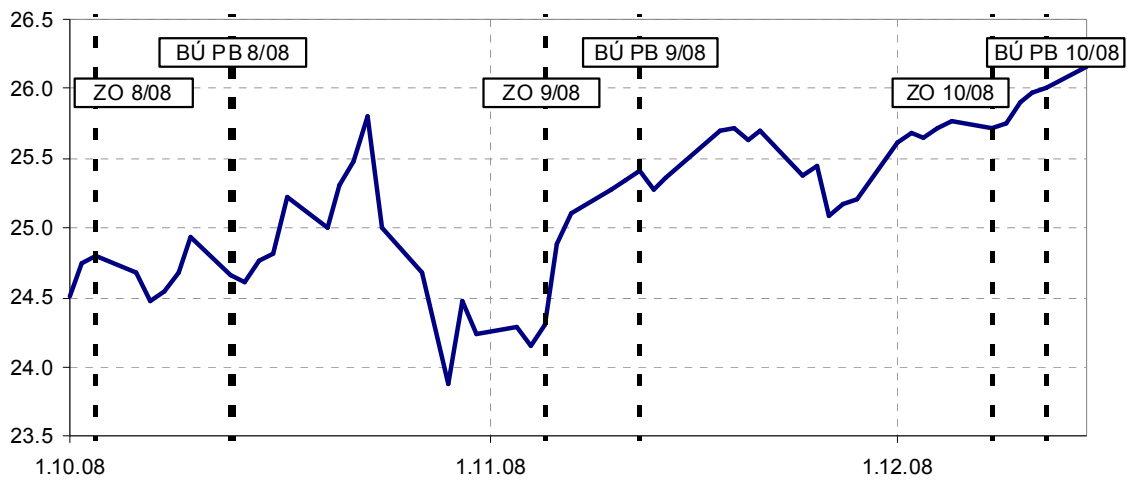
**Graf 8: Kreditní prémie v ČR a eurozóně**



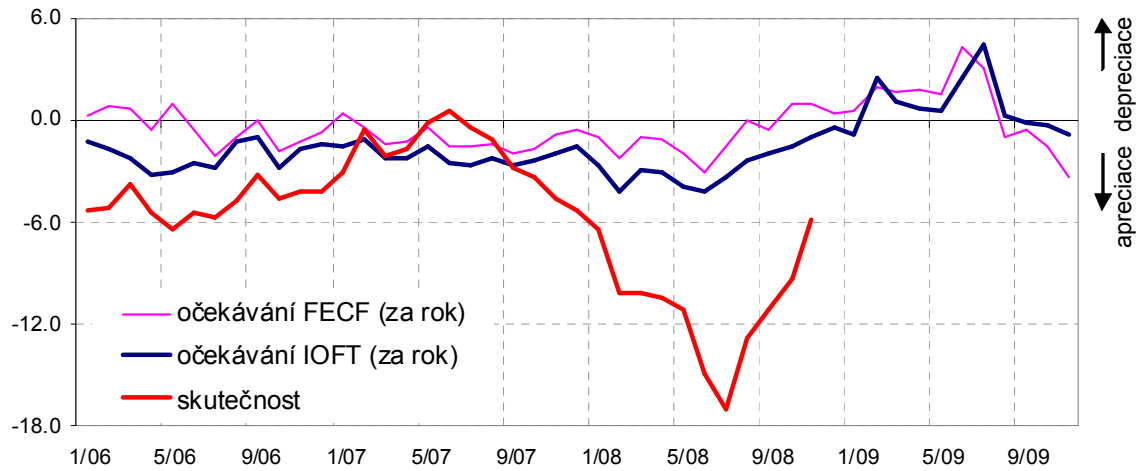
**Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.10. = 1.0)**



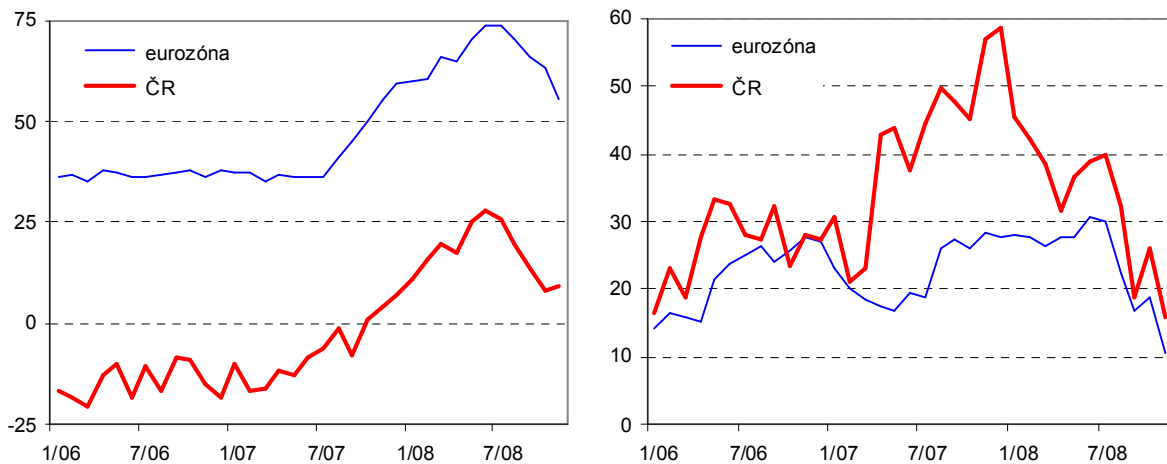
**Graf 10: Kurz CZK/EUR**



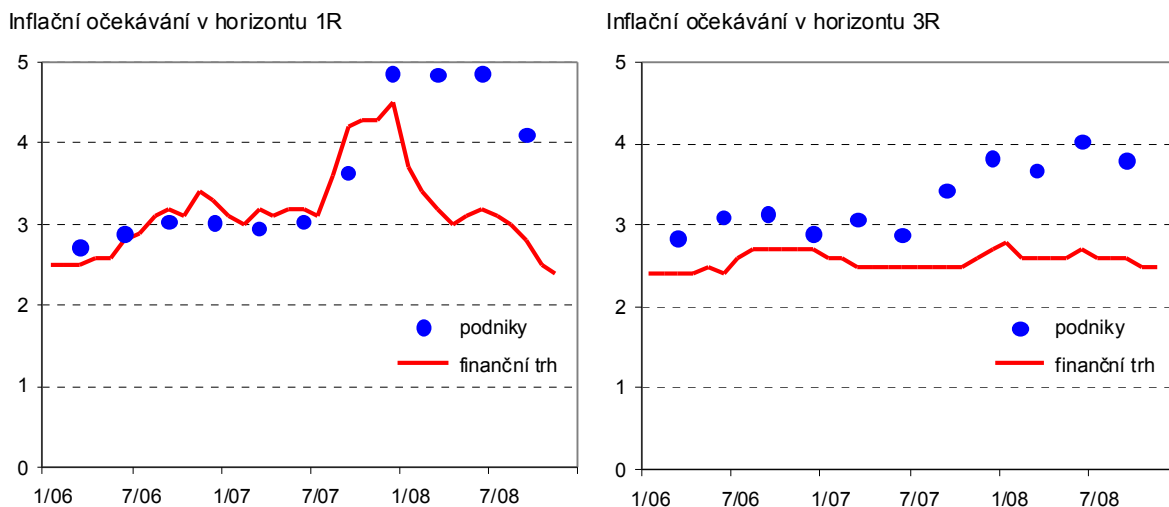
**Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %**



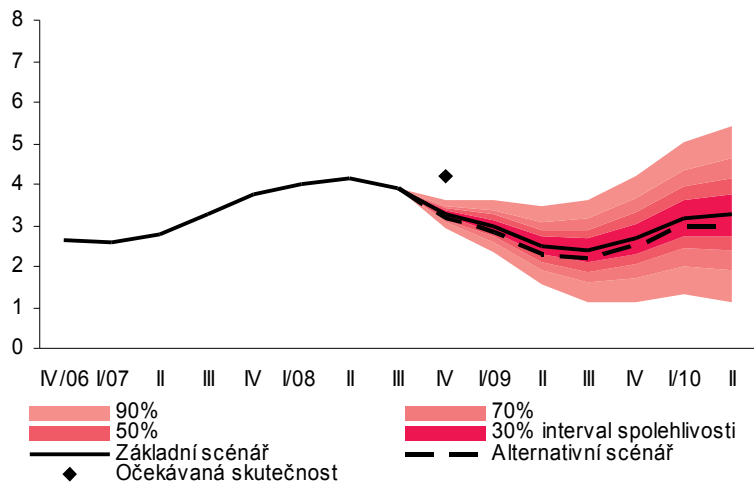
**Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)**



**Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice**



**Graf 14: Vějířový graf prognózy úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)**



**Graf 15: Zájem o vyhledávání slova deflation ve vyhledávači Google**

