

Měnověpolitické doporučení pro 4. SZ 2009

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy ze 3. SZ 2009

Východiskem pro červnové měnověpolitické rozhodování je *makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2009*. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a vyznění této prognózy.

Prognóza konstatovala, že obrat a následný sestup z vrcholu hospodářského cyklu nastal už počínaje polovinou roku 2007. Inflační tlaky v 1Q09 byly hodnoceny jako proinflační, zejména vlivem minulého znehodnocení měnového kurzu, které bylo jen částečně kompenzováno poklesem domácích nákladových tlaků.

Podle předpokladu stávající prognózy poklesne ekonomická aktivita v efektivní eurozóně v letošním roce o 3,3 %, v roce 2010 je pak očekáván návrat k růstu ve výši 0,6 %. Předpoklad inflace spotřebitelských cen resp. cen výrobců v efektivní eurozóně je pro letošní rok na úrovni 1,0 %, resp. -1,6 %, v roce 2010 je pak očekáván růst spotřebitelských cen resp. cen výrobců o 1,5 %, resp. 1,3 %. Průměrné tříměsíční sazby EURIBOR¹ jsou dle prognózy očekávány v letošním roce na úrovni 1,3 %, v roce 2010 pak na 1,9 %.

Na základě stávající prognózy poklesne domácí ekonomická aktivita v roce 2009 v průměru o 2,4 %. Za poklesem stojí zejména negativní vývoj zahraničního obchodu a propad investic. Pokles domácí ekonomické aktivity bude doprovázen snížením poptávky po práci projevujícím se v nárůstu míry nezaměstnanosti a ve výrazném zpomalení růstu nominálních mezd. V roce 2010 očekává stávající prognóza návrat k růstu domácí ekonomické aktivity ve výši 1,4 %, který bude tažen zejména oživením zahraniční poptávky.

Dle stávající prognózy by měla celková inflace v ČR v roce 2009 dále poklesnout až na 0,5 % ve 3Q09, tj. dostat se pod úroveň dolního okraje tolerančního pásma klesajícího inflačního cíle². Na horizontu měnové politiky (zhruba 2Q10 až 3Q10) bude inflace postupně narůstat, přičemž se bude nacházet ve spodní polovině tolerančního pásma 2% inflačního cíle platného od počátku roku 2010. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude vyvíjet podobně jako celková inflace a od 3Q10 se bude shodovat s celkovou inflací (viz Graf 1).

Se stávající prognózou je konzistentní **pokles tržních úrokových sazeb** v letošním roce a poté jejich mírný růst v roce 2010. Ve 2Q09 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 2,4 %, přičemž průměr za dosavadní průběh čtvrtletí dosahuje 2,3 %, při aktuální hodnotě 2,1 % (k 23.6.). Ve 3Q09, kam zejména dopadne červnové rozhodnutí o sazbách, by se dle základního scénáře měl průměr sazeb 3M PRIBOR dostat na 2,1 %. Průměrnou hodnotu rozpětí mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo odhaduje základní scénář pro 2Q09 ve výši 0,6 p.b., pro 3Q09 pak ve výši 0,3 p.b. Průměr za dosavadní průběh

¹ Výhled tříměsíčních sazeb EURIBOR je v prognóze odvozen z tržního výhledu sazeb 3M EONIA Index Swap na základě expertního předpokladu o klesající kreditní prémii k nízké, v minulosti standardně pozorované, hodnotě v roce 2010.

² Snížující se cíl je součástí předpokladů prognózy počínaje 4. SZ 2007, přičemž oficiálně je komunikován cíl ve výši 3 % platný až do konce roku 2009.

druhého čtvrtletí dosahuje 0,7 p.b. při aktuální výši tohoto rozpětí přibližně na úrovni 0,6 p.b. (k 23.6.).

Nová situační zpráva hodnotí **rizika základního scénáře** prognózy ze 3. SZ jako neutrální. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším sazbám 3M PRIBOR, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem stávající prognózy.

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

- a) I přes horší než očekávaný vývoj v prvním čtvrtletí letošního roku předpokládáme na základě červnové publikace Consensus Forecast (CF) u **zahraniční ekonomické aktivity relativně rychlé odpíchnutí ode dna** ve zbytku letošního roku. „Měkká“ data o vývoji v zemích našich hlavních obchodních partnerů přitom podporují tuto interpretaci aktuálního výhledu CF.³ Takový vývoj by znamenal pozitivní růstový impuls pro českou ekonomiku doprovázený tlaky na zhodnocování kurzu koruny.⁴ Díky nim by za jinak stejných okolností ležela inflace níže oproti dosavadním předpokladům a stejným směrem by se posunula trajektorie domácích úrokových sazeb. Nelze však vyloučit, že stále existuje **riziko pomalejšího zotavování zahraniční ekonomické aktivity**. V takovém případě by se výše uvedené riziko silnějšího kurzu a nižších úrokových sazeb zřejmě nerealizovalo.
- b) Výraznější než očekávaný pokles **cen potravin** představuje mírné protiinflační riziko prognózy. Meziroční pokles cen zemědělských výrobců za duben a květen (-29,2 %, resp. -31,4 %) je hlubší než námi očekávaný pro druhé čtvrtletí (-25,2 %).⁵ Na druhou stranu týdenní šetření cen potravin naznačují mírný růst cen potravin v červnu, přičemž stávající prognóza počítá s meziměsíčním poklesem v červnu o 0,3 %.

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

- a) I přes hlubší než očekávaný propad **domácí ekonomické aktivity** v prvním čtvrtletí letošního roku (skutečnost -3,4 % oproti prognóze -2,5 %) je struktura poklesu HDP argumentem pro vyšší sazby, než předpokládá stávající prognóza. Za výraznějším propadem je totiž zejména pokles hrubé tvorby kapitálu. V simulaci GRIP působí popsany pokles hrubé tvorby kapitálu kanálem pomalejšího růstu technologií směrem k vyšší očekávané inflaci a k pomalejšímu růstu domácí ekonomické aktivity. Je však možné

³ Současně platí, že prognózy úrokových sazeb v zahraničí se stabilizovaly a aktuální tržní výhled nevizuje další snižování sazeb ECB.

⁴ Byla by to situace analogická vývoji v závěru roku 2008 a na počátku roku letošního, kdy dopad světové finanční a hospodářské krize na českou ekonomiku zejména kanálem klesající poptávky po našich exportech byl doprovázen prudkým oslabením kurzu koruny a jeho následnou zvýšenou volatilitou. Vývoj kurzu v posledních dnech může – ale samozřejmě nemusí – být indikací vývoje ve směru nastávajícího rychlého odrazu zahraniční ekonomické aktivity ode dna s pozitivním dopadem na české exporty.

⁵ Příznivé počasí v dosavadním průběhu letošního roku rovněž dává slušnou naději, že letošní úroda obilnin bude opět spíše nadprůměrná (první odhad letošní sklizně zveřejní ČSÚ v první polovině července).

očekávat, že očištění hrubé tvorby kapitálu o vliv změny zásob⁶, které se významně podílely na poklesu celkových investic povede v nové prognóze ke zpětnému přehodnocení vývoje technologií směrem vzhůru. To by znamenalo zmírnění vlivu nových dat na inflaci a úrokové sazby, než jak ho nyní popisuje simulace GRIP. Ve směru vyšší inflace a vyšší trajektorie sazeb může působit také nečekané zrychlení **růstu spotřeby** domácností v prvním čtvrtletí (skutečnost 3,0 % oproti prognóze 1,2 %), jehož důvody zatím vzhledem k chybějícím datům z národních účtu sektoru domácností nedovedeme detailněji rozebrat. Pozorované zrychlení růstu spotřeby přitom na první pohled neodpovídá vývoji na trhu práce, kde dochází v souladu s prognózou k prudkému snižování dynamiky nominálních mezd a oproti prognóze vyššímu nárůstu míry nezaměstnanosti.

- b) Proinflačním rizikem prognózy je rovněž poslední vývoj **cen ropy**. Ty se z dubnových úrovní kolem 50 USD/b dostaly aktuálně nad 70 USD/b a jejich tržní výhled se zvýšil zhruba o 20 % na celém horizontu prognózy.⁷ Vyšší ceny ropy by při prakticky nezměněném výhledu kurzu dolaru vedly k tlaku na růst domácích cen zejména v případě energií spojených s bydlením (plyn a teplo pro domácnosti v rámci regulovaných cen) a cen pohonných hmot.

4. Další měnověpolitické úvahy

Budoucí vývoj rozpětí mezi sazbou 3M PRIBOR a repo sazbou představuje – stejně jako v minulosti – dodatečnou nejistotu aktuálního měnověpolitického rozhodování. V základním scénáři bylo toto rozpětí pro 2Q09 nastaveno na 0,6 p.b. V dosavadním průběhu druhého čtvrtletí dosáhlo průměrné rozpětí výše 0,7 p.b., při jeho aktuální hodnotě nacházející se na úrovni 0,6 p.b. (k 23.6.). Pro 3Q09 předpokládá prognóza rozpětí ve výši 0,3 p.b. V případě přetrvání současné úrovně rozpětí by ponechání měnověpolitických sazeb na stávající úrovni pravděpodobně vedlo k dosažení tržních sazeb 3M PRIBOR na úrovni předpokládané v základním scénáři stávající prognózy pro 3Q09 (2,1 %). V případě poklesu rozpětí v souladu s předpokladem prognózy by se ve 3Q09 sazby 3M PRIBOR dostaly přibližně na úroveň 1,8 %, tj. 0,3 p.b. pod implikovanou trajektorií sazeb stávající prognózy. To by vedlo k uvolněnějšímu nastavení sazeb 3M PRIBOR, než předpokládá základní scénář prognózy. V této situaci se však nabízí připomenout úvahu z měnověpolitických doporučení k 1. a 2.SZ 2009 srovnávající náklady možných chyb měnověpolitických rozhodnutí. V ní konstatujeme, že vzhledem k riziku déletrvajícího utlumení domácí ekonomiky a souvisejícímu riziku nízké, případně záporné inflace se chyba z titulu uvolněnějšího nastavení sazeb jeví jako méně nebezpečná než riziko dočasného přestřelení inflačního cíle. Riziko nižších sazeb 3M PRIBOR oproti prognóze v případě poklesu prémie v souladu s prognózou tak interpretujeme v kontextu prezentované úvahy a nevnímáme ho jako argument pro zvyšování měnověpolitických sazeb.

⁶ Lépe řečeno plnohodnotné vyhodnocení vlivu změny zásob na vývoj hrubých investic v kontextu celkového makroekonomického vývoje, které je vzhledem k časové a věcné náročnosti možno provádět až v rámci predikčního cvičení.

⁷ Faktory stojícími za růstem cen ropy jsou zejména optimistická očekávání budoucího vývoje, relativně silná poptávka v Číně a oslabující kurz dolaru.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **květnovém zasedání** (7.5.) BR snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 p.b. na 1,50 %. Očekávání účastníků finančního trhu týkající se tohoto zasedání byla zhruba vyrovnaná mezi ponecháním základních sazeb ČNB a jejich snížením. Z *dotazníků IOFT* (15.4.) vyplývalo, že na květnovém zasedání BR ČNB 6 analytiků z 11 dotázaných předpokládalo stabilitu základních sazeb ČNB a 5 očekávalo snížení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,25 až 2,25 % (medián 1,75 %). Ze šetření *agentury Reuters* (30.4.) vyplývalo, že na květnovém zasedání BR ČNB 7 analytiků z 16 oslovených předpokládalo stabilitu základních sazeb a 9 analytiků očekávalo snížení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu byla rozložena takto: snížení v červnu 2009 (3 analytici), snížení ve 3Q09 (4 analytici), zvýšení v 1Q10 (4 analytici), zvýšení v 2Q10 (1 analytik), zvýšení v 2H10 (1 analytik), žádná změna (3 analytici). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 1,25 až 2,25 % (medián 1,50 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 5:2. Poté guvernér představil novou prognózu. Uvedl, že proti minulé prognóze bude ekonomický pokles letos hlubší, v příštím roce pak bude oživení mírně rychlejší. Celková inflace by měla letos pokračovat v poklesu, v příštím roce začne opět růst a k dvouprocentnímu inflačnímu cíli se dostane na konci roku 2010. ČNB předpokládá určitou korekci znehodnocení kurzu, ke kterému došlo v posledním období, a následně jeho přibližnou stabilizaci. S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v letošním roce a poté jejich mírný nárůst v roce 2010. Guvernér prohlásil, že rizika prognózy jsou vyrovnaná a výrazná oběma směry, a že přetrvává vysoká míry nejistoty. Protiinflační riziko představuje hlubší a déletrvající útlum ekonomické aktivity v zahraničí. Naopak proinflačním rizikem je méně výrazný propad růstu nominálních mezd v české ekonomice. Guvernér uvedl, že situace na peněžním trhu je lepší než na podzim, kdy fungování transmisního mechanismu bylo omezené. V současnosti transmisní mechanismus funguje, ale upozornil, že to automaticky neznamená, že tržní sazby budou přesně kopírovat pohyb repo sazby.

Během května a června se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Tato komunikace připouštěla možnost ještě dalšího snížení základních úrokových sazeb ČNB, rizikem je však vývoj kurzu koruny.

Sazby na peněžním trhu se po posledním zasedání BR snížily po celé délce křivky, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR je rostoucí (viz Graf 2). Také sazby FRA se posunuly na nižší hladinu. Tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR leží od 4Q09 nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy (viz Graf 4). Při zhruba stejném výhledu 2T repo sazby jako má ČNB je vyšší tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR oproti prognóze ČNB implicitně dána trhy předpokládanou vyšší hladinou rizikové prémie. Tržní sazby totiž pravděpodobně neobsahují předpoklad prognózy o poklesu rizikové prémie (3M PRIBOR – 2T repo) k 0,3 p.b. ve 3Q09.

Sazby IRS se v souladu s vývojem na zahraničních trzích posunuly výše (s výjimkou nejkratšího konce). Důvodem jsou obavy z nadměrné fiskální expanze, která by v delším horizontu mohla vést k navýšení objemu vládních dluhopisů a nárůstu inflace. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R–1R dosahuje 1,4 p.b., spread 10R–1R činí 1,8 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z *dotazníků IOFT* (12.6.) vyplývá, že na červnovém zasedání BR ČNB 6 analytiků z 11 dotázaných

předpokládá stabilitu základních sazeb ČNB a 5 očekává snížení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 1,25 až 2,50 % (medián 1,50 %).

Ze šetření agentury Reuters (19.6.) vyplývá, že na červnovém zasedání BR ČNB 7 analytiků z 17 oslovených předpokládá stabilitu základních sazeb a 10 analytiků očekává snížení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: snížení ve 3Q09 (4 analytici), zvýšení v 1Q10 (7 analytiků), zvýšení ve 2H10 (4 analytici), žádná změna (2 analytici). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 1,25 až 2,50 % (medián 1,50 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že kurz v horizontu 1R posílí na 25,50 CZK/EUR (rozpětí 24,00 až 27,00), tj. o 4,6 % vzhledem k průměru za 2Q09 do 23.6. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 5,1 % na 25,36 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 2Q10 kurz na úrovni 25,90 CZK/EUR.

Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

15.5.	E.Zamrazilová (Reuters)	Prozatím nevidím prostor pro další snižování úrokových sazeb. Stávající úroveň sazeb nepředstavuje překážku pro činnost firem.
19.5.	M.Hampl (www.idnes.cz)	My věříme, že ho (inflační cíl) plnit budeme a snad teď není nikdo, kdo by strašil, že ČNB inflaci neuhlídá...Vzhledem k tomu jak velká je nejistota, se však nedá říct, že by byl vyloučen v Česku další pokles úroků.
22.5.	R.Holman (Dow Jones)	Úrokové sazby budou buď stabilní nebo tento rok klesnou. Je zde ještě prostor pro snížení sazeb, protože jsme 50 bazických bodů nad sazbou Evropské centrální banky, která je na úrovni 1 procenta.
24.5.	R.Holman (ČT24)	Vzhledem k tomu, že i Evropská centrální banka snížila, její reposazba je teď 1 %, tak je pravděpodobné, že i Česká národní banka ještě v dalším období, nevím, jestli to bude už v tom dalším měnovém zasedání, je možné, že i my ještě snížíme...Samozřejmě, že hloubka hospodářské recese je důležitým faktorem, který by nás mohl přimět k dalšímu snížení sazeb.
28.5.	M. Singer (prezentace na pražské konferenci organizované agenturou Moody's Investors Service)	Vzhledem k rychlé depreciaci koruny v lednu a v únoru se však prostor pro případné další snížení v březnu (2. letošní zasedání BR) výrazně omezil. Přestože kurz je v dubnu poměrně stabilizovaný na poměrně silné úrovni, březnová meziroční inflace byla o 0,9 p.b. nad únorovou prognózou □ ostražitost při dalším snižování sazeb je na místě. Lze si představit další snížení sazeb, pokud ECB výrazně sníží. Další pohyb sazeb je obtížně předvídatelný.
10.6.	E.Zamrazilová (Reuters)	Současné nastavení sazeb a současná trajektorie výhledu je konzistentní s bezproblémovým přechodem na nový inflační cíl. To je pro mě samozřejmě naprostá priorita.... Dalším důležitým faktorem pro rozhodování je udržení finanční stability a v této souvislosti pro mne proti poklesu úrokových sazeb hovoří snaha o udržení určité dynamiky depositního trhu. Právě v oblasti finanční stability máme naprosto mimořádnou pozici, kdy vklady převažují nad úvěry o 30 procent. Více než polovinu vkladů tvoří vklady domácností a myslím si, že značné snížení úrokových sazeb by už mohlo opravdu depositní trh poškodit...V tuto chvíli opravdu ještě rozhodnutá nejsem, ještě nás čekají data... Takže může přijít řada překvapení, ale skutečně nevidím v této situaci příliš důvodů pro další snižování sazeb ČNB.
11.6.	V.Tomšík (Bloomberg)	Já bych osobně určitý prostor pro snižování sazeb viděl, ale na druhé straně je inflace v souladu s našimi prognózami. Stojíme tak před dilematem: Pokračující propad ekonomiky hovoří pro nižší úroky. Riziko propadu v úsporách spíše pro jejich zachování na současné úrovni.
11.6.	M. Singer (prezentace v poslanecké sněmovně)	Vzhledem k rychlé depreciaci koruny v lednu a v únoru se prostor pro snižování sazeb dočasně omezil. Důvody pro případné snížení sazeb: <ul style="list-style-type: none"> □ Nízká rizika poptávkové inflace (pomalý růst mezd) □ Případné prohloubení krize v zahraničí □ Relativní stabilita kurzu během dubna až června • Důvody proti snížení sazeb: růst cen surovin a zejména PH Další pohyb sazeb je obtížně předvídatelný; snížení sazeb nelze vyloučit

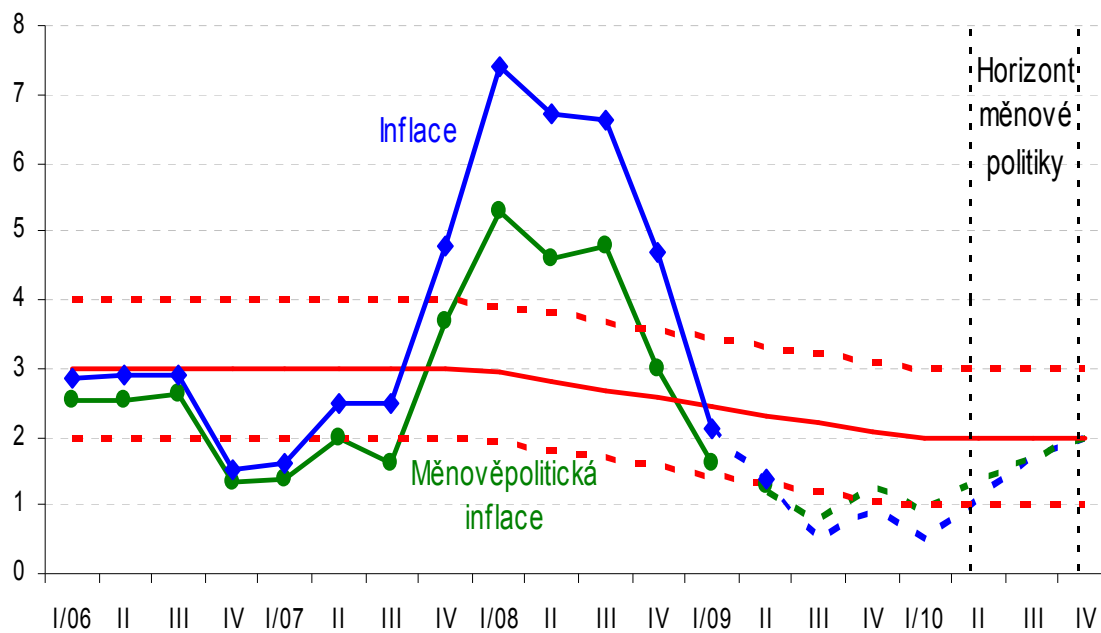
16.6.	R.Holman (agenturní zprávy)	Doufám, že budu moci hlasovat pro stabilitu sazeb, protože tomu dlouhodobě dávám přednost, ale je možné, až si přečtu situační zprávu, že tam budou nějaké informace, které mě povedou k tomu, abych souhlasil se snížením... Prostor tam nepochybně je. ECB má sazby o půl procenta nižší... Už z toho důvodu tam prostor je. Na dalším zasedání se sazby buď sníží, nebo zůstanou beze změny.
18.6.	R.Holman (Hospodářské noviny)	Prostor pro snížení tu samozřejmě je, snižování má však menší smysl. Ten dopad měnové politiky je teď hlavně přes kurz koruny. Když snížíme sazby, koruna může oslavit a tím se ekonomice uleví a inflace může být vyšší. Je tu ale riziko, že větší snížení úroků by mohlo vést k výprodeji korun a přílišnému oslabení české měny.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

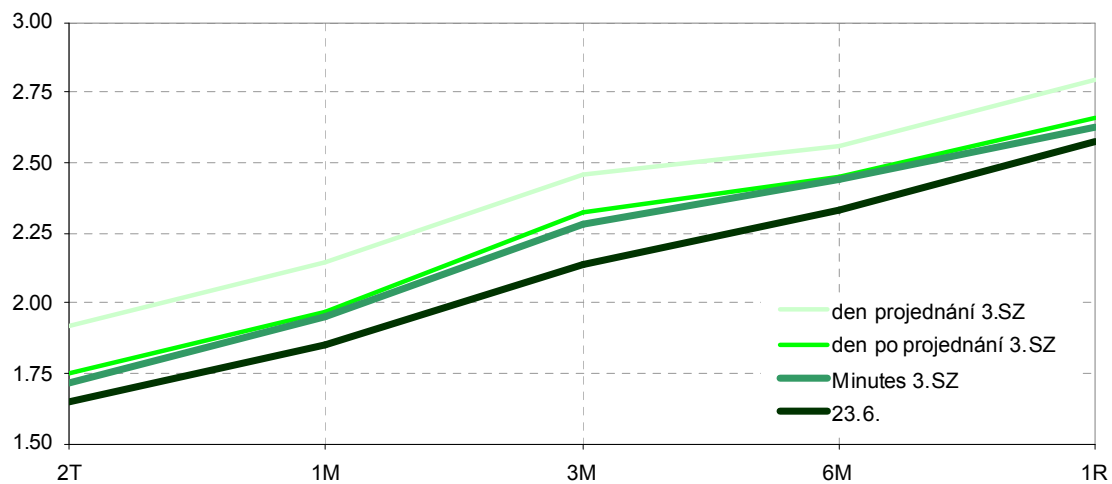
SMS doporučuje ponechat na červnovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni.

Doporučujeme pokračovat v komunikaci vpředhledícího charakteru měnověpolitického rozhodování a zdůrazňovat, že po letošní periodě s inflací výrazně pod cílem se inflace ve druhé polovině roku 2010 navrátí do blízkosti nového 2% cíle platného od začátku roku 2010. Rizika prognózy doporučujeme komunikovat jako vyrovnaná.

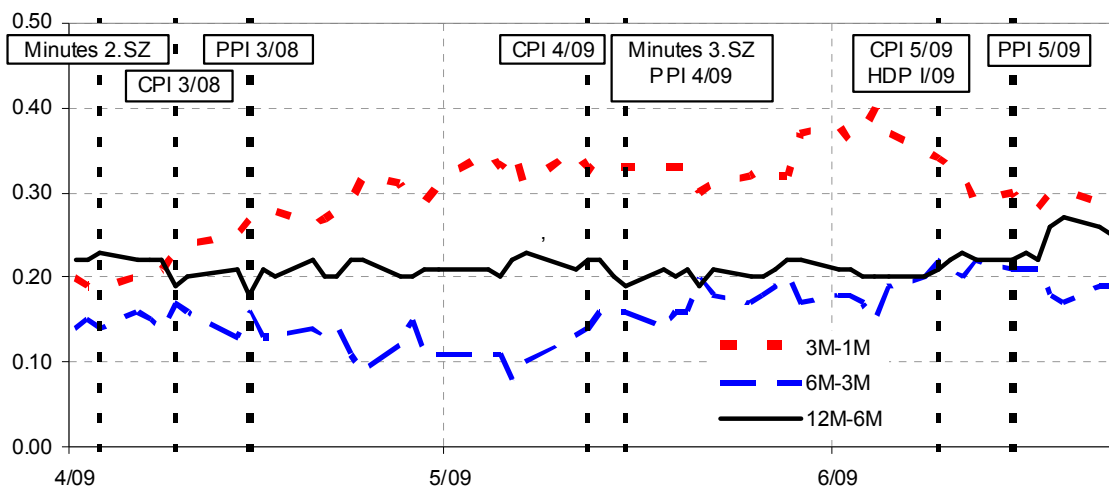
Graf 1: Prognóza inflace z 3. SZ 2009 a cílové pásmo



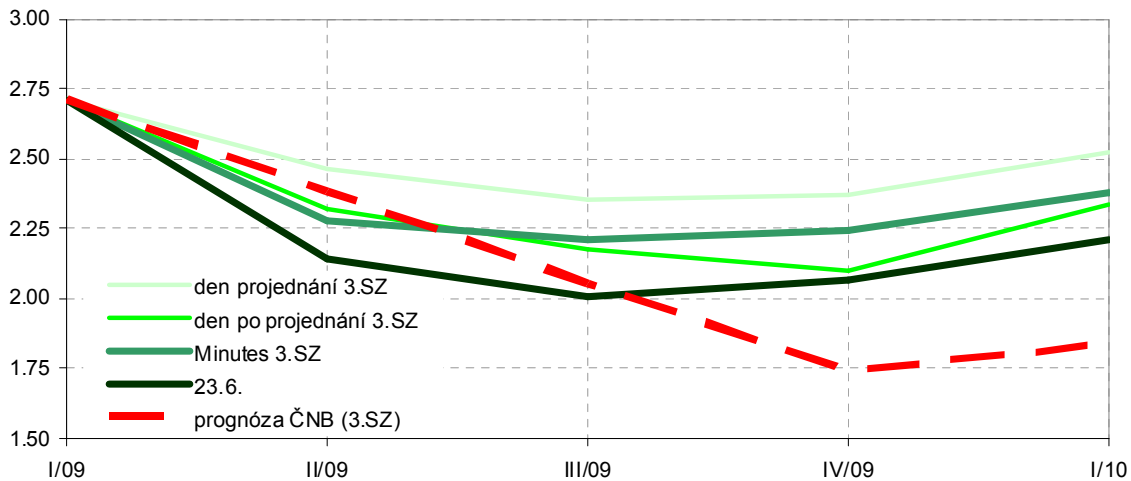
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



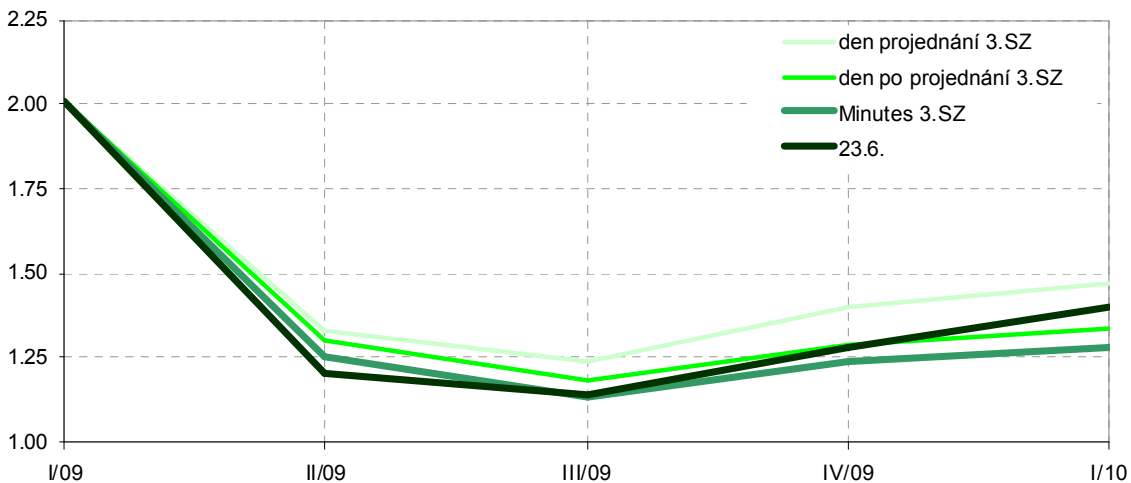
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



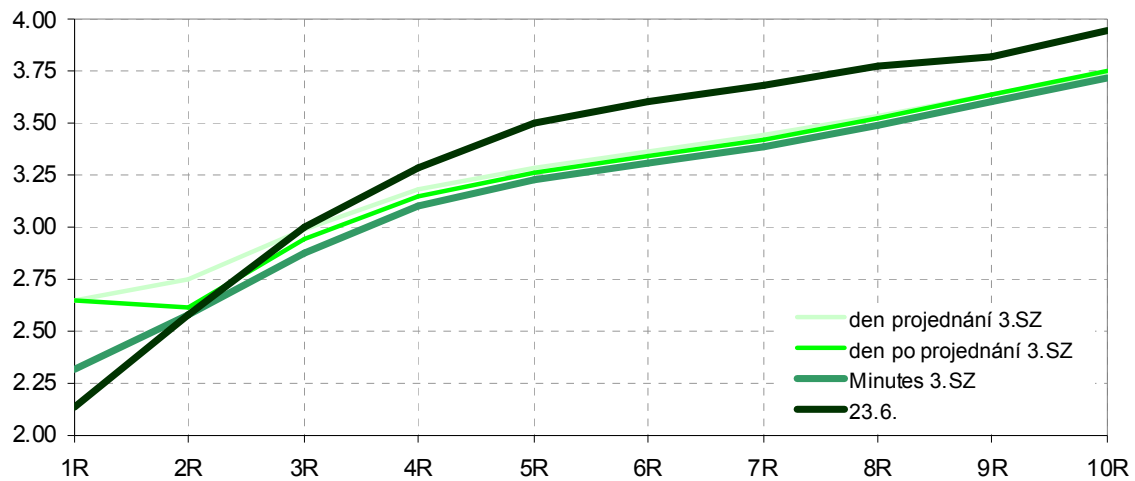
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



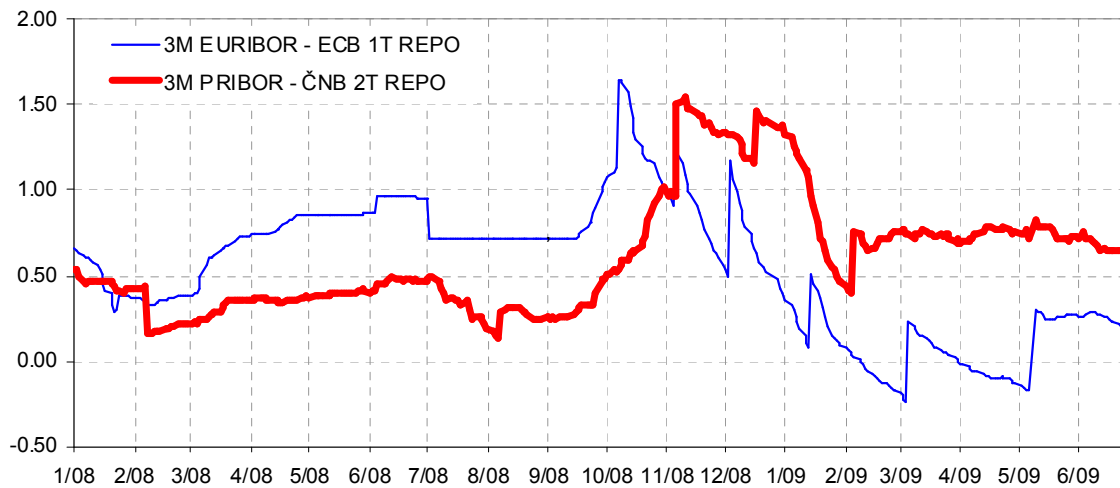
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



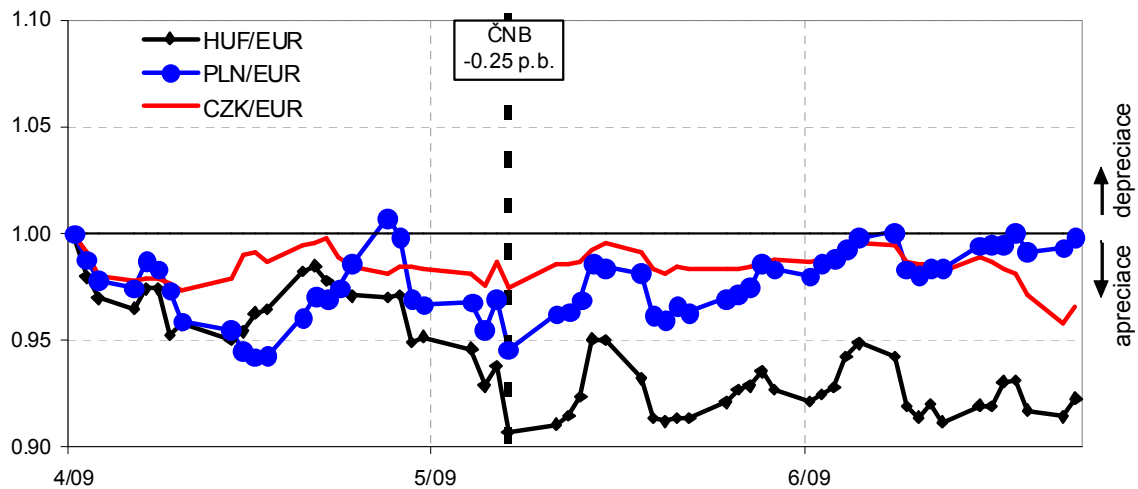
Graf 6: IRS CZK



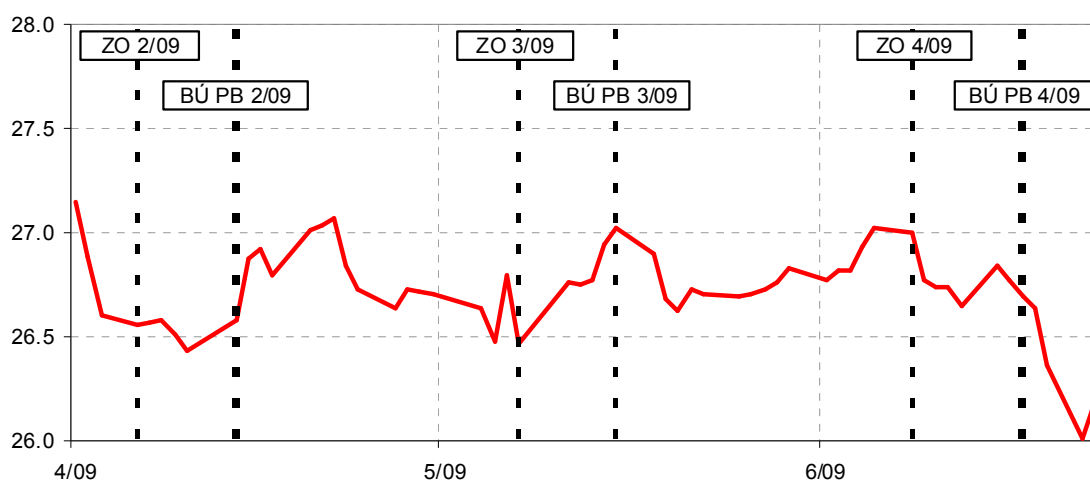
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



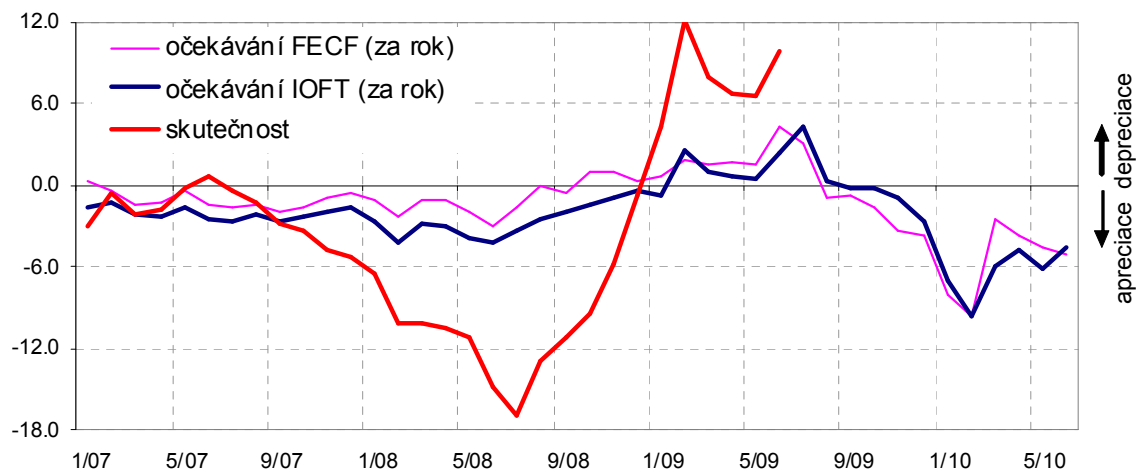
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.4. = 1.0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

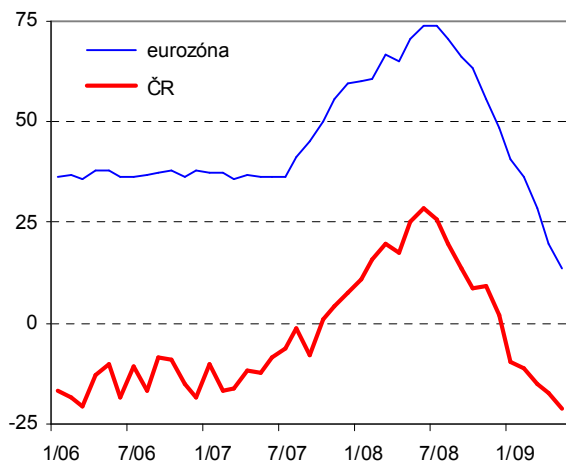


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

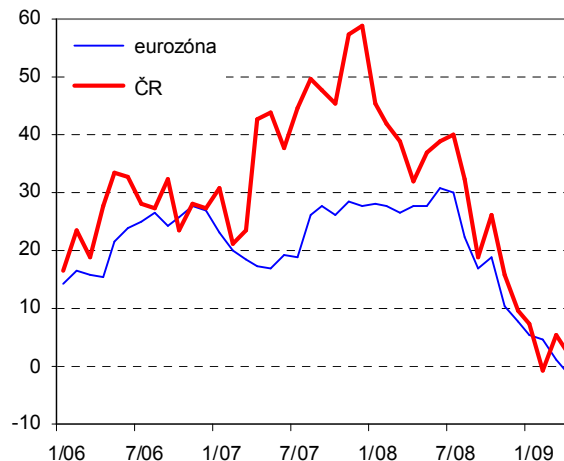


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

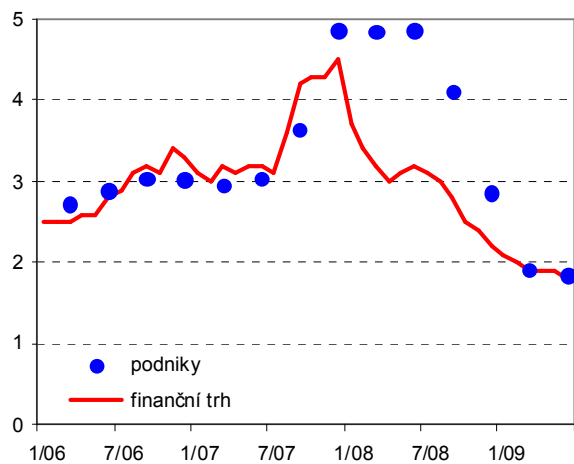


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

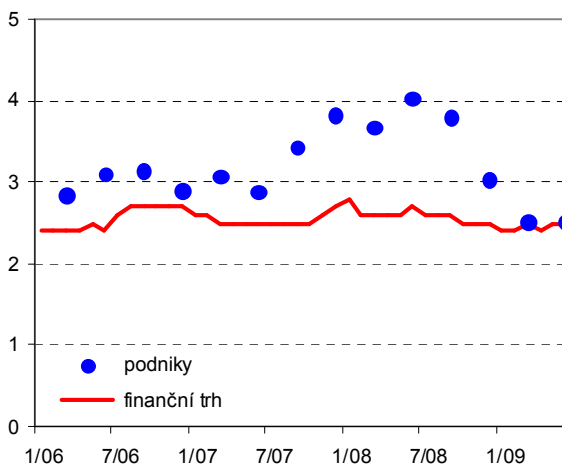


Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

