

Měnověpolitické doporučení pro 1. SZ 2010

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 1. SZ 2010

Východiskem pro únorové měnověpolitické rozhodování je nová **makroekonomická prognóza z 1. SZ 2010**. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a vyznění této prognózy.

Domácí ekonomická aktivita se pomalu odpoutává od svého dna, což dokumentuje již druhé čtvrtletí jejího mezikvartálního růstu v řadě a zmírnění jejího meziročního poklesu ve třetím čtvrtletí 2009. Aktuální vývoj nominálních nákladů hodnotíme jako protiinflační. Dovozní ceny působí protiinflačně, přičemž jejich vliv je výraznější než v minulé prognóze v důsledku silnějšího průsaku minulého zhodnocení měnového kurzu a nízké zahraniční inflace. Inflační tlaky z domácí ekonomiky nejsou patrné, když ceny mezispotřeby stagnují. Postupný budoucí návrat aktuálně stlačených marží výrobců k jejich dlouhodobé úrovni podpoří na prognóze směřování inflace k cíli. S ohledem na vyšší než očekávanou inflaci a nižší růst nákladů ve čtvrtém čtvrtletí 2009 však bude tento tlak na růst budoucí inflace oproti předchozí prognóze slabší.

Nová prognóza předpokládá pro letošní rok růst efektivní ekonomické aktivity v eurozóně o 1,5 %, v roce 2011 pak její mírné zrychlení na 1,9 %. Spotřebitelské ceny v eurozóně porostou v letošním roce o 1,2 %, poté je v roce 2011 očekávána inflace na úrovni 1,7 %. Ceny výrobců v eurozóně budou letošní rok růst tempem 0,6 %, v roce 2011 je očekáván růst průmyslových cen o 1,8 %. Trajektorie 3M EURIBORu by měla postupně začít růst ze současného 0,7 % a na konci roku 2011 dosáhnout hodnoty 2,9 %.

V roce 2009 poklesla domácí ekonomická aktivita dle našich odhadů o 3,9 %. V roce 2010 prognóza očekává kladný hospodářský růst o 1,4 %, přičemž v následujícím roce pak lze čekat další zrychlení růstu ekonomické aktivity na 2,1 %. Oživení však nebude plynulé a nadále předpokládáme jeho průběh ve tvaru nesouměrného „W“, což odráží zejména očekávaný tvar zahraničního oživení. Zatímco zahraniční poptávka byla v roce 2009 podporována zavedením zahraničního šrotovného, v letech 2010 a 2011 bude jeho ukončení naopak domácí ekonomický růst snižovat. Přechodné oslabení domácí ekonomické dynamiky v roce 2010 bude navíc způsobeno i poklesem spotřeby domácností v souvislosti se snížením zaměstnanosti a s přijatými fiskálními opatřeními. Na trhu práce se útlum domácí ekonomiky i nadále projevuje s obvyklým zpožděním v propadu zaměstnanosti a nárůstu míry nezaměstnanosti, která dosáhne vrcholu až v průběhu roku 2011. Meziroční růst průměrných nominálních mezd v podnikatelské sféře bude v první polovině letošního roku ještě vysoký vlivem změn ve struktuře zaměstnanosti, během roku však výrazně zpomalí. Společně s oživením ekonomické aktivity pak růst mezd opět zrychlí v roce 2011.

Dle nové prognózy celková inflace v celém roce 2010 poroste a v jeho druhé polovině se bude nacházet mírně nad 2% inflačním cílem vlivem daňových změn. Na horizontu měnové politiky (zhruba 1Q11 až 2Q11) se pak inflace navrátí k cíli. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude od počátku letošního roku

nacházet pod celkovou inflací a na horizontu měnové politiky se bude zezdola přibližovat k cíli ČNB.¹

S novou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní stabilita krátkodobých úrokových sazeb v první polovině letošního roku poblíž stávající úrovně a jejich následný postupný růst. V 1Q10 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 1,3 %, při průměru za dosavadní průběh čtvrtletí i aktuální hodnotě (k 2.2.) poblíž 1,5 %. Průměrnou hodnotu rozpětí mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo předpokládá základní scénář pro 1Q10 ve výši 0,4 p.b. Průměr tohoto rozpětí za dosavadní průběh čtvrtletí i jeho aktuální hodnota (k 2.2.) činí přibližně 0,5 p.b. Výše uvedenému v prognóze odpovídá pro 1Q10 průměrná hodnota 2T repo sazby na úrovni 0,9 %.

Nová situační zpráva hodnotí **rizika základního scénáře** prognózy jako celkově neutrální. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem nové prognózy.

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

V současné situaci není identifikován žádný významný argument jdoucí asymetricky v tomto směru.

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

V současné situaci není identifikován žádný významný argument jdoucí asymetricky v tomto směru.

4. Další měnověpolitické úvahy

a) Jak v protiinflačním, tak v proinflačním směru může působit **nejistota ohledně vývoje nominálních mezd**. Ta vyplývá z obtížného odlišení fundamentálních a nefundamentálních faktorů stojících za poměrně rychlým mzdovým vývojem v podnikatelské sféře v závěru loňského roku. Nejistota obestírá i očekávané dopady krize na mzdová vyjednávání pro rok letošní. V tomto duchu byl zpracován citlivostní scénář, který pracuje se čtyřmi variantami mzdového vývoje; dvě varianty s rychlejším růstem mezd a dvě varianty s pomalejším růstem mezd ve srovnání se základním scénářem.² Varianty s vyšším mzdovým růstem implikují vyšší inflační tlaky oproti prognóze a vyšší sazby. Dopady na inflaci a reakce měnové politiky jsou však slabší, pokud je růst mezd interpretován jako dopad zvýšeného růstu produktivity. Protiinflačně by naopak působily nižší mzdy oproti základnímu scénáři, přičemž i zde centrální autorita reaguje menším snížením úrokových sazeb, jsou-li nižší mzdy doprovázeny pomalejším růstem produktivity.

Uvedenou nejistotu ohledně vývoje mezd v závěru loňského roku ještě dále prohlubuje nejnovější údaj ze signální informace ČSÚ o vývoji mezd v průmyslu v prosinci. Podle něj se v podnicích s 50 a více zaměstnanci zvýšila průměrná mzda o 10,7 %, a to při poklesu evidenčního počtu zaměstnanců o 12,9 %. Takto vysoký růst mezd je poněkud „záhadný“ a

¹ Vlivem významných změn nepřímých daní bude měnověpolitická inflace nižší než inflace celková až do poloviny roku 2011, kdy vyprchají zpožděné dopady zvýšení spotřební daně na cigarety z letošního roku.

² Detailní popis konstrukce všech čtyř variant tohoto citlivostního scénáře je uveden v SZ v kapitole III.

lze zatím pouze spekulovat, co se za ním skrývá. Jednou z hypotéz může být opětovný výskyt tzv. daňové optimalizace po vzoru roku 2008, ale tentokrát v opačném gardu. Od letoška se totiž zvyšovaly maximální vyměřovací základy pro platby na zdravotní a sociální zabezpečení ze 4 na 6-ti násobek průměrné mzdy. To pro příjmové skupiny s platy 100-200 tis. měsíčně, kam může patřit střední a vyšší management v podnicích, vede za jinak stejných okolností k propadu celoroční čisté nominální mzdy až o 10 %. Na to mohl management podniků reagovat přesunem části svých platů či spíše odměn z letoška ještě do loňského roku, což by v jejich případě vedlo ke zdatnému zvýšení souhrnné čisté mzdy za oba roky ve srovnání s „neoptimalizovaným“ rozložením vyplácených prostředků. Pokud by byla uvedená hypotéza následně potvrzena, potom by to zřejmě znamenalo naopak nižší než očekávaný růst mezd v 1Q10. Ve směru zrychlení mzd. dynamiky mezd v průmyslu v závěru loňského roku mohlo vedle uvedené hypotetické daňové optimalizace rovněž působit ukončování zkráceného pracovního týdne v některých podnicích.³

b) Přetrvávající nejistotou měnověpolitického rozhodování zůstává vývoj **rozpětí mezi sazbou 3M PRIBOR a repo sazbou**. Toto rozpětí zastavilo v závěru loňského roku svůj předchozí pozvolný pokles a od té doby stagnuje v intervalu 0,5 p.b. – 0,6 p.b. (Graf 7). Prognóza přitom očekává pro 1Q10 uvedené rozpětí na mírně nižší úrovni 0,4 p.b. Pokud by uvedené rozpětí zůstávalo na vyšších než prognózovaných úrovních i v delším horizontu, potom by to mohlo znamenat potřebu děletrvající stability 2T repo sazby na stávající úrovni ve srovnání s tím, co implikuje prognóza.

c) V kontextu odeznívající světové finanční a hospodářské krize a při pohledu na novou prognózu lze usuzovat na dosažení dna domácích úrokových sazeb. Když se ohlédneme za uplynulou fázi měnověpolitického cyklu charakterizovanou rychlým a výrazným snižováním úrokových sazeb, potom může být zajímavé se podívat, **zda docházelo k uvolňování měnové politiky v tempu, které implikovaly v té době zpracované prognózy**⁴. Takové posouzení nabízí retrospektivní pohled na vývoj odchylek skutečného vývoje tržní úrokové sazby 3M PRIBOR a její předpovědi pro první dvě prognózovaná čtvrtletí v rámci uplynulých sedmi prognóz (Graf 14).⁵ Druhá polovina roku 2008 byla do značné míry ovlivněna rázným nástupem finanční krize, která se mj. projevila v narůstající kreditní prémii na mezibankovním trhu, a neočekávanými změnami v zahraničními vývoji. Rostoucí premie byla

³ Informace o vývoji indexu nákupních manažerů (PMI) v českém průmyslu v lednu 2010 ukazují na poměrně svižný růst produkce a nových objednávek v tomto sektoru na počátku letošního roku. Je-li přitom vyšší než námi očekávaný růst mezd alespoň z části dán fundamentálními vlivy (a nikoliv tedy pouze např. daňovou optimalizací), pak by mohl být současně doprovázen vyšší dynamikou růstu produktivity práce. Z vyšších mezd vyplývající inflační dopady a tlaky na vyšší úrokové sazby by pak byly v takovém případě zmírňovány, viz zpracovaný citlivostní scénář.

⁴ Zda v závěru roku 2008 a v roce 2009 docházelo k dostatečně rychlému uvolňování měnových podmínek, aby tyto působily ve směru plnění inflačního cíle na horizontu měnové politiky, budeme schopni důkladně posoudit teprve postupně v průběhu letošního roku v pravidelných čtvrtletních materiálech věnovaných vyhodnocování plnění inflačního cíle.

⁵ Dvě čtvrtletí jsou zvolena z toho důvodu, že měnověpolitické rozhodování na základě nové prognózy má potenciál ovlivnit tržní úrokové sazby v daném čtvrtletí pouze z části (není-li změna sazeb plně anticipována a tudíž vtělena v tržních sazbách již před samotným rozhodnutím), protože příslušné zasedání bankovní rady se odehrává zhruba v polovině daného čtvrtletí. Tím spíše to platí pro následující měnové zasedání k malé situační zprávě na konci čtvrtletí, kde je základem pro rozhodování stále tatáž prognóza (rozšířená o posouzení bilance rizik jejího naplnění) a kdy rozhodnutí bankovní rady již ovlivní tržní úrokové sazby výhradně v následujícím čtvrtletí. Delší horizont než dvě čtvrtletí pak na druhou stranu nemá cenu zahrnovat, protože odhad optimálního nastavení úrokových podmínek v nových prognózách byl v době krize výrazně měněn v závislosti na nově dostupných informacích.

zpočátku překvapením a působila na zvýšení skutečných a nepřímo vlivem vyhlazování v úrokovém pravidle i prognózovaných sazeb 3M PRIBOR. Posléze jsme se s touto prémie naučili pracovat, explicitně jsme ji zohlednili v prognóze i měnověpolitickém rozhodování, přičemž se prémie začala postupně snižovat. Další vývoj skutečných úrokových sazeb lze pak hodnotit jako zhruba v souladu s prognózami, s výjimkou odchylky související s prognózou ze 7.SZ 2009, kdy sazby byly vyšší, než implikovala prognóza (avšak nikoli v důsledku neočekávaného vývoje kreditní prémie). V souhrnu za celé sledované období tak byly sazby jen mírně přísnější než prognózované úrokové podmínky. Vedle sazeb je pak třeba ještě zohlednit vývoj kurzu, který byl zejména v počátku sledovaného období výrazně slabší, než prognózovaný a působil ve směru uvolňování měnových podmínek (Graf 15). **Podle našeho názoru tak během krizového období v zásadě došlo k prognózami implikovanému kumulativnímu uvolnění měnové politiky.**

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **prosincovém zasedání** (16.12.) BR snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 p.b. na 1 %. Většina analytiků toto rozhodnutí neočekávala. Z dotazníků IOFT (16.11.) vyplývalo, že na prosincovém zasedání BR ČNB osm analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb ČNB, dva očekávali snížení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,00 až 2,50 % (medián 1,50 %). Ze šetření agentury Reuters (11.12.) vyplývalo, že na prosincovém zasedání BR ČNB čtrnáct analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb a tři analytici jejich snížení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu byla rozložena takto: zvýšení v 1Q10 (1 analytik), zvýšení ve 2Q10 (3 analytici), zvýšení v 1H10 (1 analytik), zvýšení ve 3Q10 (3 analytici), zvýšení ve 4Q10 (4 analytici), zvýšení ve 2H10 (2 analytici). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 1,00 až 2,50 % (medián 1,75 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání viceguvernér ČNB M. Singer oznámil, že BR rozhodla poměrem 4:3 pro snížení úrokových sazeb, tři členové hlasovali pro jejich stabilitu. Lombardní sazba byla také snížena o 0,25 p.b. na 2 %, diskontní sazba byla ponechána na 0,25 %. Důvodem pro snížení úrokových sazeb byla podle viceguvernéra skutečnost, že s aktuální prognózou ČNB byl konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v roce 2009, přitom celková inflace bude v horizontu měnové politiky zhruba na úrovni cíle. Viceguvernér uvedl, že celkový ekonomický vývoj je přibližně v souladu s prognózou, i přes mírná proinflační rizika. K nim patří domácí inflace a slabší kurz koruny. Protiinflačně naopak působí nižší výhled zahraničních úrokových sazeb. Viceguvernér připustil, že BR znovu diskutovala o nekonvenčních nástrojích měnové politiky, stejně jako na minulém zasedání, avšak jen okrajově.

Během ledna se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Tato komunikace naznačovala ukončení cyklu uvolňování měnové politiky ČNB.

Sazby na peněžním trhu po posledním zasedání BR klesly ve všech splatnostech, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA se také nejdříve snížily v reakci na pokles repo sazby, po komentářích některých členů bankovní rady ČNB o ukončení cyklu uvolňování měnové politiky však vzrostly. Tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR se pohybuje v celém horizontu nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy (viz Graf 4). Hlavním důvodem je pravděpodobně fakt, že tržní sazby jsou založeny na aktuální výši rizikové prémie (3M PRIBOR - 2T repo) a nikoliv na

prognózou předpokládaném poklesu rizikové premie ze současné výše 0,5 p.b. až na hodnotu 0,2 p.b. ve 3Q10. Kromě toho analytici IOFT očekávají v nejbližším období nepatrně vyšší úroveň 2T repo sazby.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR velmi mírně zvýšily. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 1,3 p.b., spread 10R-1R činí 1,8 p.b.

Současná očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb jsou následující. Z dotazníků IOFT (15.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB všech jedenáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 1,25 až 2,25 % (medián 1,75 %).

Ze šetření agentury Reuters (28.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB všech jedenáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: zvýšení ve 2Q10 (5 analytiků), zvýšení ve 3Q10 (9 analytiků), zvýšení ve 4Q10 (3 analytici), zvýšení ve 2H10 (3 analytici), zvýšení v 1Q11 (1 analytik). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 1,00 až 2,25 % (medián 1,75 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že kurz v horizontu 1R posílí na 24,9 CZK/EUR, tj. o 4,8 % vzhledem k průměru za 1Q10 do 2.2. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 3,9 % na 25,1 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 1Q11 kurz na úrovni 25,2 CZK/EUR.

Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

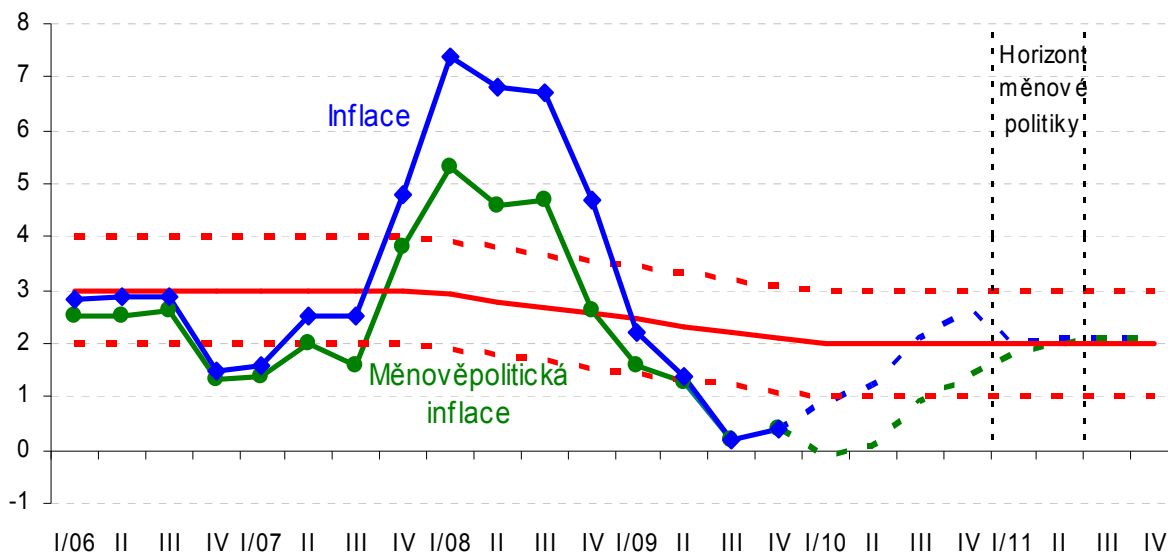
5.1.	M.Hampl (E15)	Jak transparentně ukazuje naše prognóza, i u nás se za jinak nezměněných okolností přibližuje okamžik, kdy půjdeme se sazbami nahoru. Přemýšlím tedy spíš, kdy utáhneme my.
7.1.	M.Singer (Hospodářské noviny)	Naše prognóza vychází z toho, že v prvním půlroce bude poměrně málo impulzů pro zvyšování úrokových sazeb. Poté je ale možné s tím, jak se bude vracet růst, a s tím, jak půjdou sazby nahoru v jiných zemích, že začneme sazby také zvedat. Kdyby šly nahoru jen v zahraničí, vedlo by to k poklesu měnového kurzu. To by sice prospělo exportu, ale současně by to posunulo cenovou hladinu. A ceny jsou to, oč v politice ČNB běží... Myslím, že Česká národní banka byla mezi prvními i v posledním „zvedacím minicyklu“ těsně před tím, než na svět dopadly události spojené s krachem americké banky Lehman Brothers. Je to důsledek toho, že jsme malá otevřená ekonomika, jsme tedy citlivější na změny. Vítr fouká buď pro inflaci, nebo směrem proti ní. A když máte loď menší a víc závislou na vnějším okolí, musíte více hýbat kormidlem. Obecně bych vůči velkým ekonomikám nebo velkým ekonomickým blokům čekal, že budeme často měnit sazby dřív. Byť teď to tak být nemusí... Nás zajímá především měnověpolitická inflace – do ní se změny daňových sazeb jako primární zdroj inflace nezapočítávají. Není možné dělat měnovou politiku podle změn daňových sazeb. Nynější situace navíc nenahrává tomu, aby si někdo příliš promítal růst daňových sazeb do cen. Měnověpolitická inflace se ale v horizontu jednoho či půldruhého roku blíží k inflačnímu cíli zespoda. Komerční úroky se letos nezmění.
16.1.	P. Řežábek (Lidové noviny)	Dospěl jsem k názoru, že další výraznější negativa už nebudou do české ekonomiky přenášena. Proto pro mě další snížení sazeb nebylo prioritou. Ukazuje se, že ekonomika se stabilizovala a dostali jsme se na nějakou hladinu nominálních a reálných veličin, takže jakýkoli zásah je může rozkolísat. Proto je pro mě prioritou stabilita. Při výhledu zvyšování sazeb – dle mého názoru v relativně krátkém horizontu – by ponechání sazeb na o něco vyšší úrovni, než je ta aktuální, pak znamenalo zvyšování sazeb v delším časovém horizontu.
19.1.	Z. Tůma (MF Dnes)	Pořád je tam sto bazických bodů (základní sazba ČNB je jedno procento, pozn. aut.), ale zdá se, že ekonomika se dostala na dno. Je docela dobře možné, že i my jsme se dostali na dno se snižováním úrokových sazeb.

20.1.	R. Holman (Reuters)	Konzistentní s prognózou zřejmě bude opětovné zvýšení sazeb. Myslím, že tak zhruba ve druhém nebo třetím kvartálu, že zase přistoupíme ke zvýšení úrokových sazeb o čtvrtinu procentního bodu... Mně to snížení úrokových sazeb připadalo trochu zbytečné. Myslím, že hospodářskou situaci u nás to téměř vůbec neovlivní... Možná to ovlivní kurz.
21.1.	E. Zamrazilová (ČRo Rádio Česko)	Všechno bude záviset na vývoji inflace. Samozřejmě naším primárním cílem je cenová stabilita, inflační cíl 2 %, takže všechno bude záviset na tom, zda-li se objeví inflační tlaky, jak silně je budeme vnímat a v momentě, kdy se na horizontu prognózy tyto inflační tlaky objeví, pak jistě se úrokové sazby budou zvedat, ale v tuto chvíli nemohu říci, kdy to bude. Nová situační zpráva je také před námi... Pokud se inflační tlaky objeví, budeme samozřejmě jednat okamžitě.
26.1.	V. Tomšík (Bloomberg)	The rate increase may come in the third quarter at the earliest. I personally can see a possibility the rate increase will be delayed, and come later than was expected in the November forecast... If the convergence process resumes, and if there is a favorable trend in the balance of payments, it should lead to koruna appreciation, A strengthening exchange rate helps to tame inflation pressures and thus do part of the work...

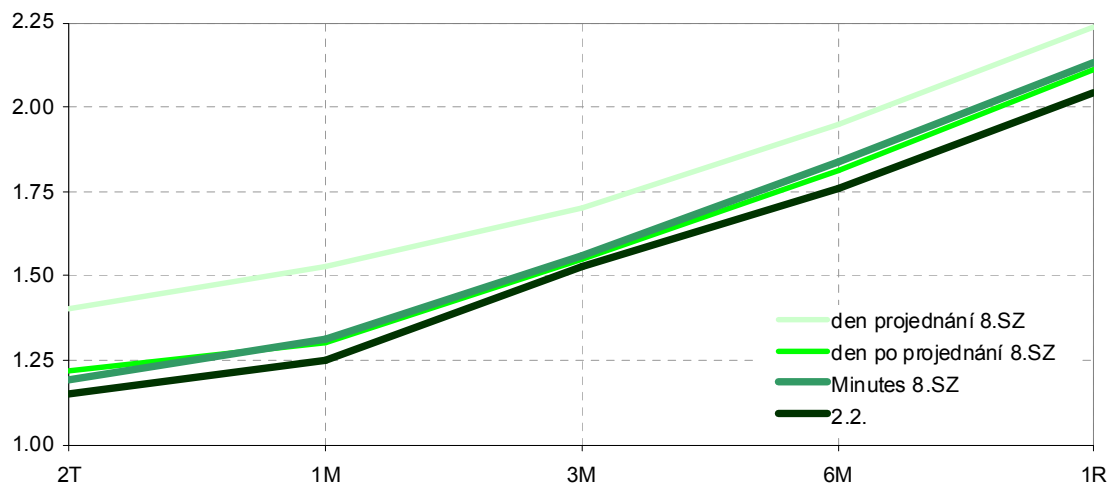
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje **ponechat** na únorovém zasedání bankovní rady měnověpolitické **sazby na stávající úrovni**.

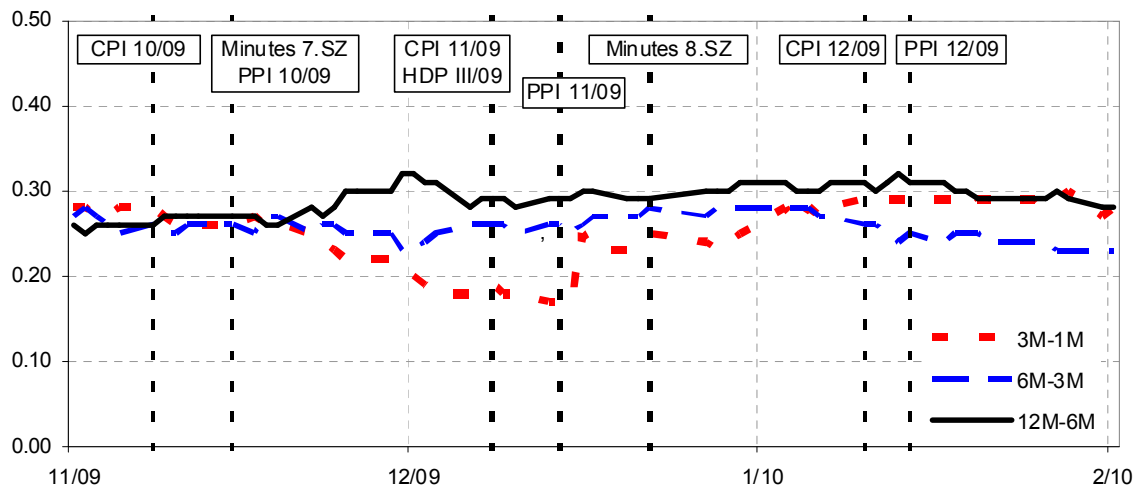
Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2010 a cílové pásmo



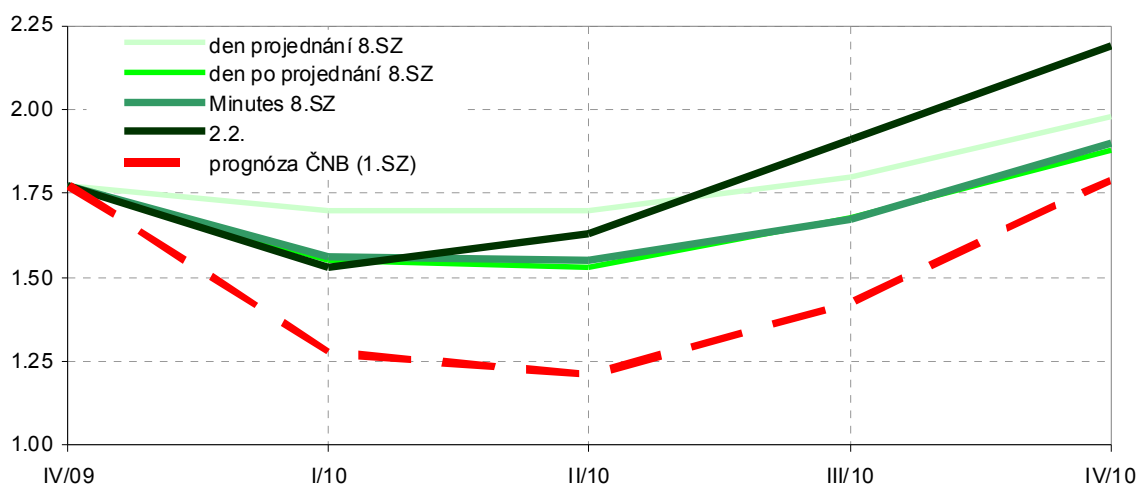
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



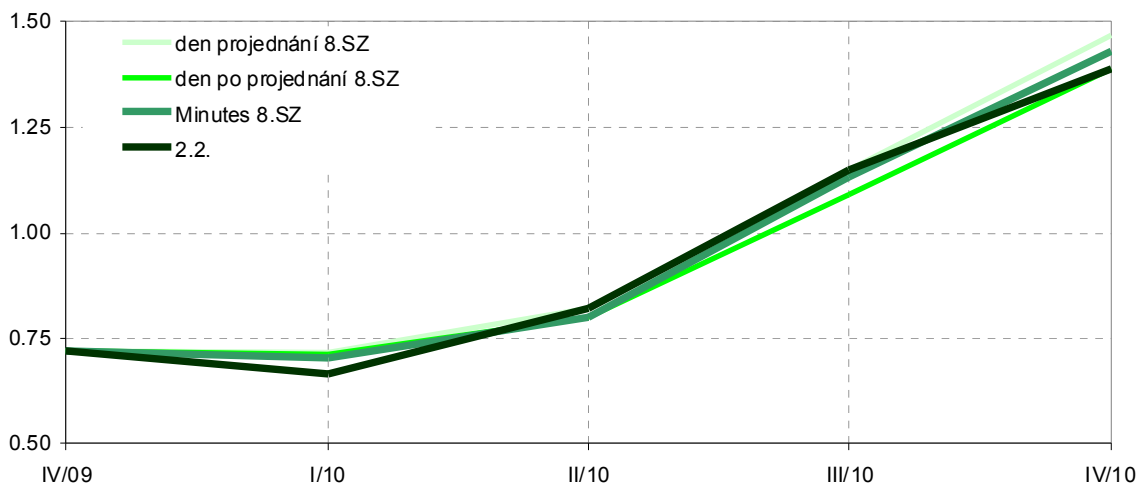
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



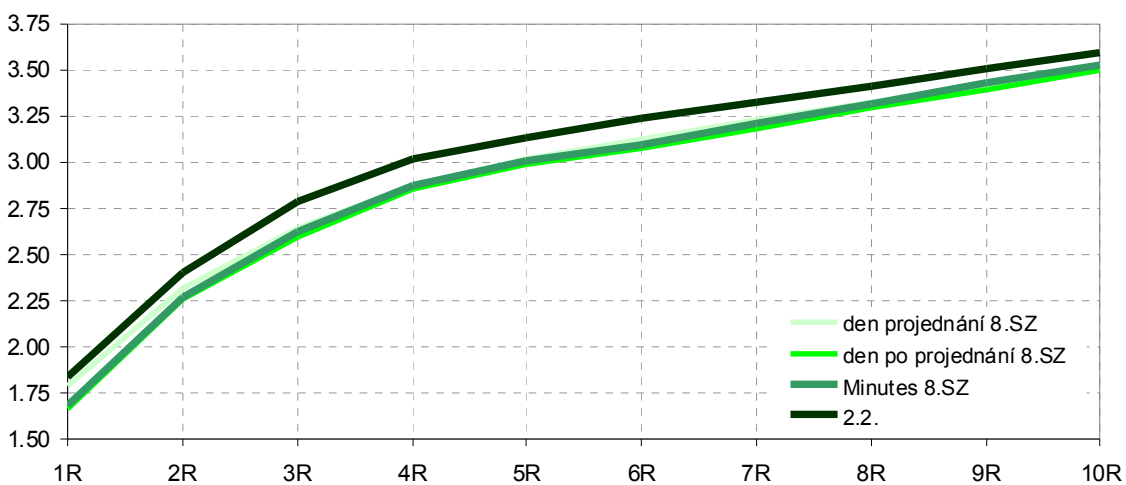
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



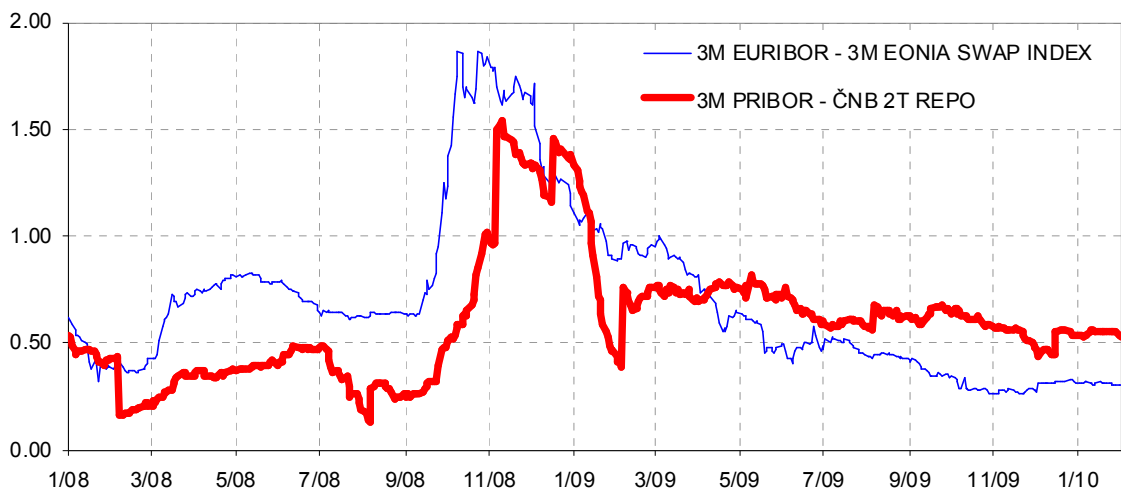
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



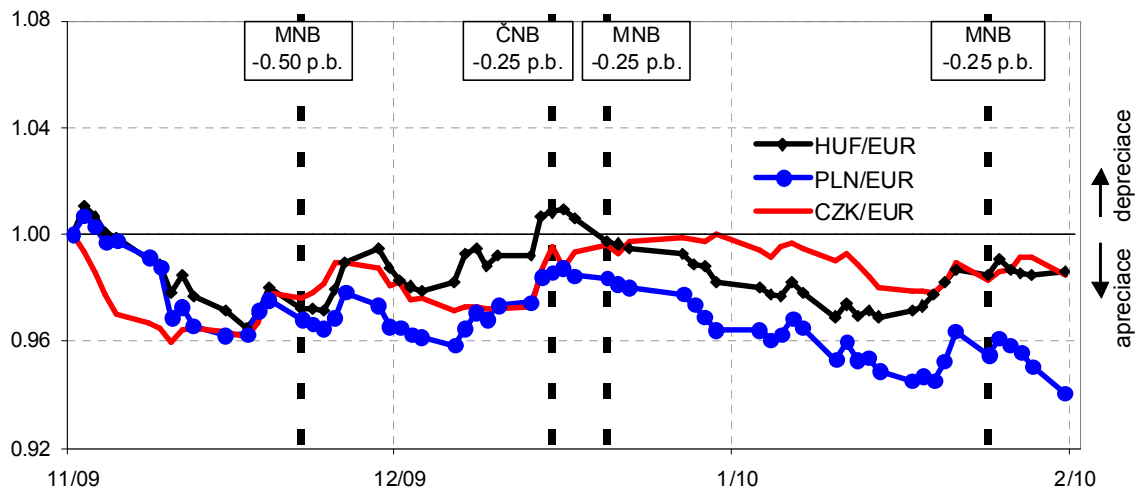
Graf 6: IRS CZK



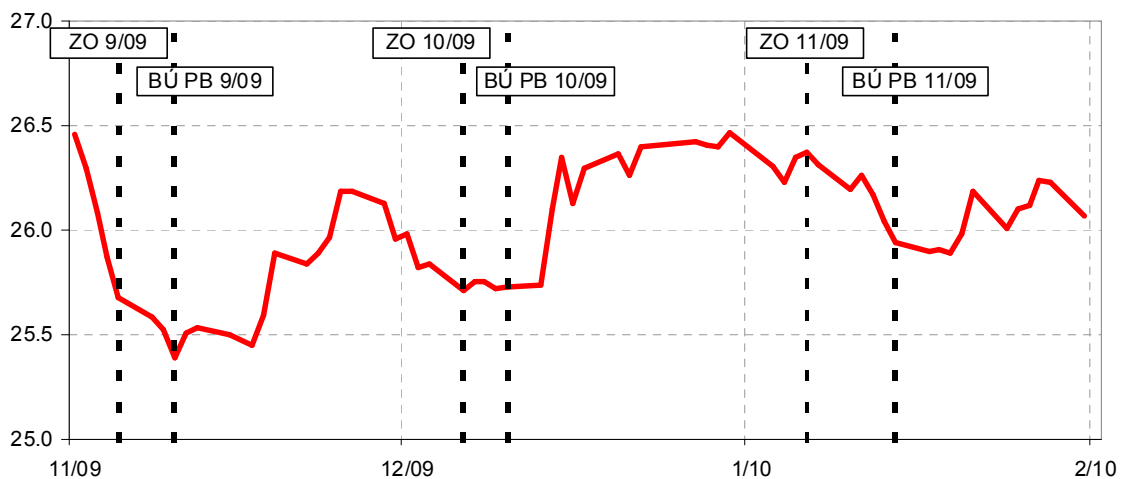
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



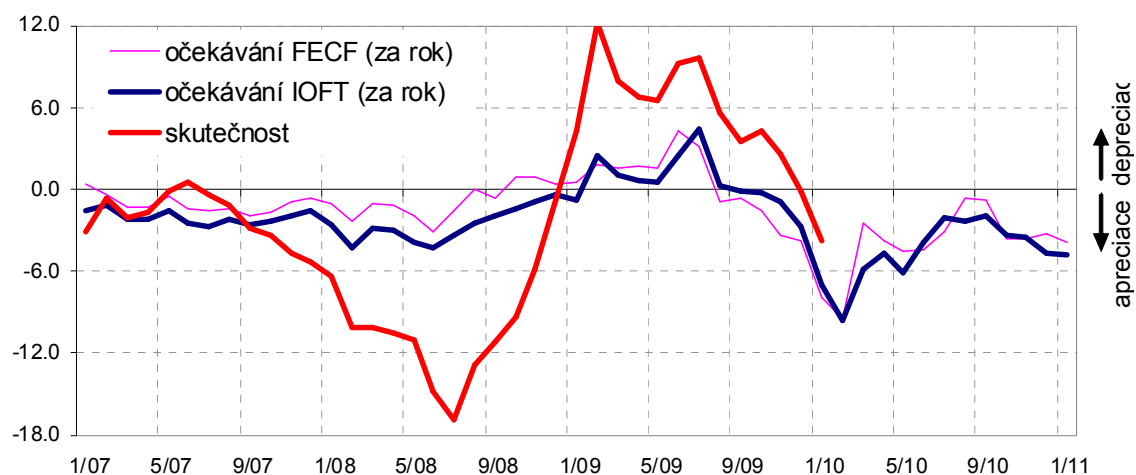
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.11. = 1.0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

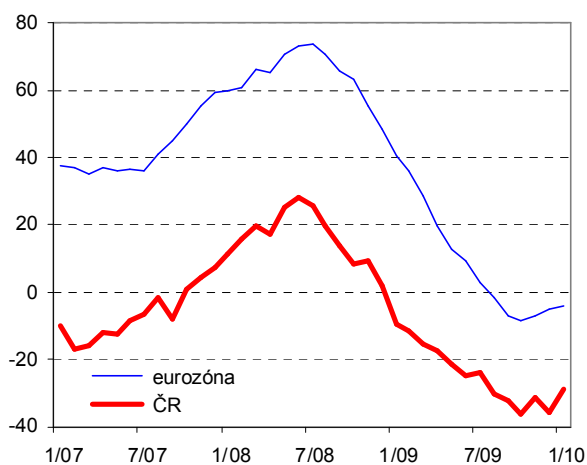


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

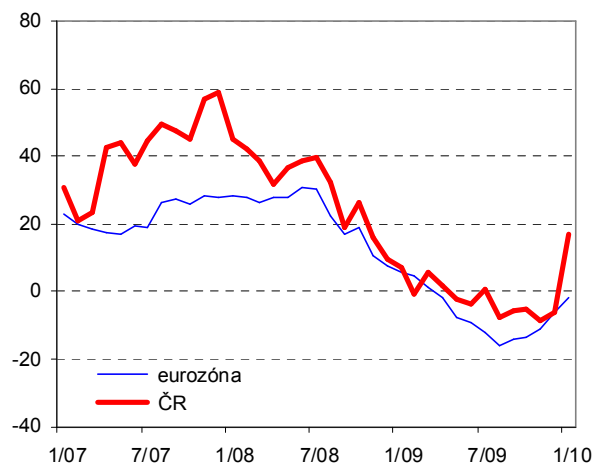


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

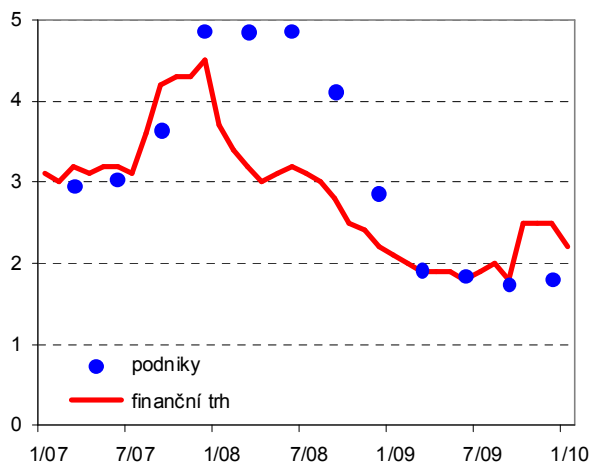


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

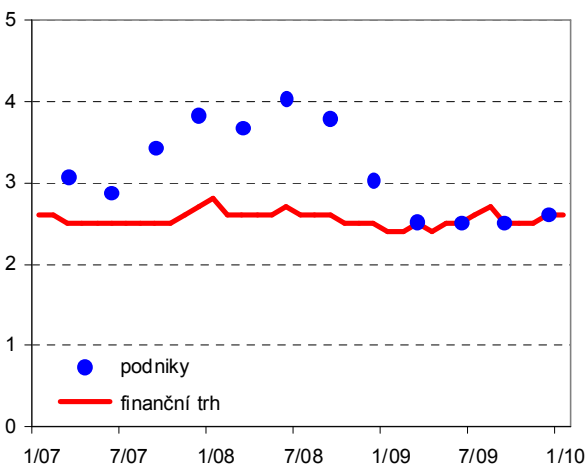


Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

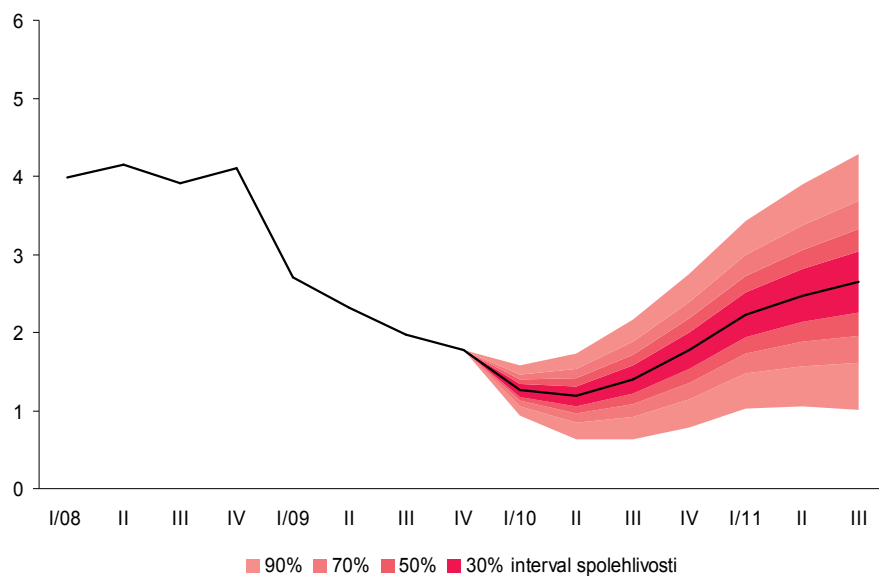
Inflační očekávání v horizontu 1R



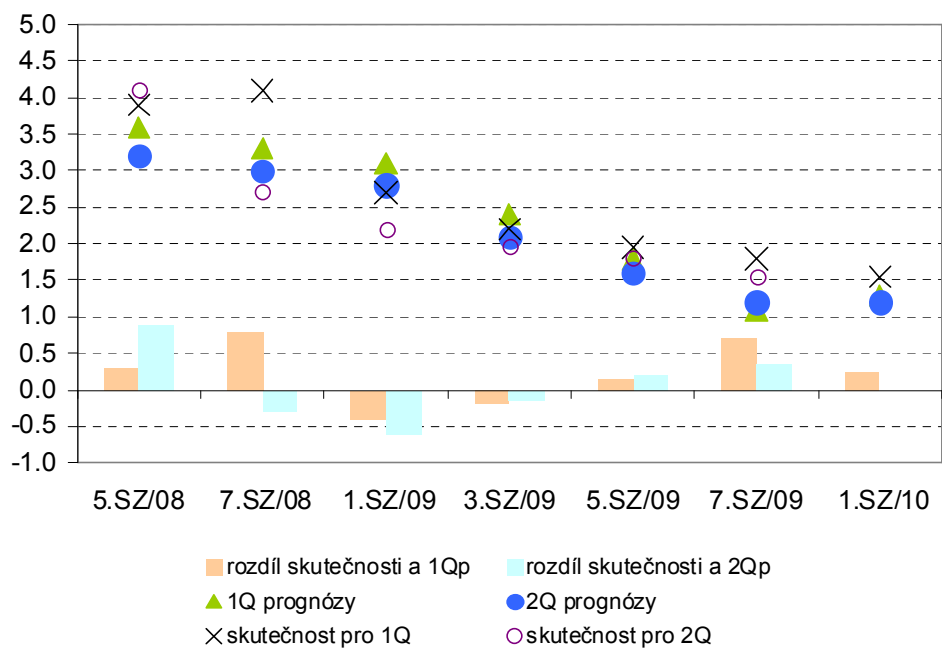
Inflační očekávání v horizontu 3R



Graf 13: Vějířový graf prognózy úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)



Graf 14: 3M PRIBOR - odchylky skutečnosti od prognózy (v % resp. v p. b.)



Graf 15: Nominální kurz - odchyly skutečnosti od prognózy (CZK/EUR)

