

Měnověpolitické doporučení pro 4. SZ 2010

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy ze 3. SZ 2010

Východiskem pro červnové měnověpolitické rozhodování je stávající *makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2010*. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a vyznění této prognózy.

Prognóza předpokládala, že domácí ekonomická aktivita pokračovala v 1Q10 v mezičtvrtletním růstu a do kladných hodnot lehce pod 2 % se vrátil i růst meziroční. Dovozní ceny působí protiinflačně, vlivem růstu cen v eurozóně a jen pozvolného posilování kurzu koruny však bude jejich protiinflační působení odeznívat. Inflační tlaky z domácí ekonomiky nejsou významné. Aktuálně stlačené ziskové marže výrobců však budou na prognóze postupně narůstat a přispívat ke zvyšování inflace směrem k cíli.

Dle předpokladů stávající prognózy by efektivní ekonomická aktivita v eurozóně v letošním roce měla růst o 1,5 %, v roce 2011 pak mírně zrychlí na 2,0 %. Během letošního roku však tempo růstu ekonomické aktivity v eurozóně mírně klesne, mimo jiné i kvůli odeznění faktoru šrotovného. Spotřebitelské ceny v eurozóně porostou v letošním roce o 1,1 %, v roce 2011 je očekávána inflace na úrovni 1,5 %. Ceny výrobců v eurozóně budou letos růst tempem 0,8 %, v roce 2011 o 2,0 %. Sazby 3M EURIBOR by se měly postupně začít zvyšovat ze současné hodnoty 0,7 % až na 1,8 % na konci roku 2011, oproti minulé prognóze však jejich očekávaný nárůst přichází později a je pozvolnější.

Stávající prognóza očekává v roce 2010 růst domácího HDP o 1,4 %, v následujícím roce pak lze čekat další mírné zrychlení růstu ekonomické aktivity na 1,8 %. Oživení domácí ekonomiky však nebude plynulé; nadále předpokládáme jeho průběh ve tvaru nesouměrného „W“, což odráží zejména průběh oživení v zahraničí. Domácí ekonomická aktivita bude v celém roce 2010 tlumena i poklesem spotřeby domácností v souvislosti s pokračujícím snižováním zaměstnanosti, zpomalením růstu mezd a přijatými fiskálními opatřeními. Míra nezaměstnanosti bude pokračovat v nárůstu a dosáhne vrcholu až v průběhu roku 2011. Meziroční tempo růstu průměrných nominálních mezd bude postupně zpomalovat a zrychlí až během příštího roku spolu s hmatatelnějším oživením ekonomické aktivity.

Dle stávající prognózy celková inflace ve zbývající části letošního roku poroste a na jeho konci se bude vlivem již uskutečněných daňových změn nacházet mírně nad 2% inflačním cílem. V roce 2011 se pak inflace bude pohybovat těsně pod cílem. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude až do začátku roku 2011 nacházet pod celkovou inflací, přičemž na horizontu měnové politiky splyne s celkovou inflací (Graf 1).¹

Se stávající prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve mírný pokles tržních úrokových sazeb, následovaný jejich stabilitou a postupným růstem od roku 2011. Ve 2Q10 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 1,1 %. Přitom průměr za dosavadní průběh čtvrtletí činí 1,3 % a aktuální hodnota ke dni 21.6. pak 1,2 %. Průměrnou

¹ Dopady změn nepřímých daní, které vstoupily v platnost v lednu 2010, budou vlivem zpožděného promítání zvýšených spotřebních daní na cigarety ovlivňovat mizr. inflaci až do poloviny roku 2011.

hodnotu rozpětí mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo předpokládal základní scénář pro 2Q10 ve výši 0,4 p.b, přičemž průměr tohoto rozpětí za dosavadní průběh čtvrtletí i jeho aktuální hodnota (k 21.6.) jsou mírně vyšší. V prognóze dosahovala pro 2Q10 průměrná hodnota 2T repo sazby úrovně 0,7 %. Pro 3Q10, kam převážně dopadne červnové rozhodnutí o sazbách, prognóza očekává 3M PRIBOR ve výši 1,0 %, přičemž předpokládá další mírný pokles uvedeného rozpětí na 0,3 p.b. Tomu odpovídá v uvedeném období stabilita 2T repo na úrovni 0,7 %.

Nová situační zpráva hodnotí **rizika prognózy inflace** ze 3. SZ jako zhruba neutrální, resp. jdoucí ve směru mírně nižších úrokových sazeb zejména v delším horizontu. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem stávající prognózy, a další měnověpolitické úvahy.

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

a) **Vývoj vnějšího prostředí** je rizikem ve směru nižších domácích úrokových sazeb především v delším horizontu, a to zejména z důvodu snížení tržního výhledu budoucích úrokových sazeb 3M EURIBOR v eurozóně. Trajektorie těchto sazeb se dle aktualizovaných tržních výhledů odečtených u příležitosti zpracování červnového vydání publikace *Consensus Forecasts* (CF) posunuje oproti předpokladům stávající prognózy poměrně výrazně směrem dolů, a to počínaje závěrem letošního roku. To zřejmě souvisí s trhy očekávaným pozvolnějším zvyšováním úrokových sazeb ECB. Aktualizované tržní výhledy a červnový CF přitom nebylo z časových důvodů možno zapracovat do textu 4. SZ, která je proto založena na květnových datech. V nejnovějších výhledech dochází vedle uvedeného posunu v úrokových sazbách také k dalšímu vyhlazení průběhu oživení zahraniční poptávky ve tvaru „W“. Dopad zpracování těchto předpokladů o vývoji v zahraničí do bilance rizik prognózy na základě výsledků simulací GRIPu znamená oproti verzi prezentované ve 4. SZ nepatrné zmírnění rizika nižších domácích úrokových sazeb. Vedle toho nicméně existuje riziko, že se aktuální problémy Řecka a dalších jižních států EU promítnou do zhoršení ekonomického výhledu i v jádrových zemích eurozóny s negativním dopadem na vývoj ekonomické aktivity v ČR.

b) **Nové informace z reálné ekonomiky a trhu práce** jdou v mírně protiinflačním směru zejména z důvodu výraznějšího než očekávaného zpomalení růstu mezd v podnikatelské sféře a vývoje HDP a jeho složek za 1Q10 (viz bod počáteční podmínky v GRIPu). Uvedené údaje však v souhrnu potvrzují očekávání prognózy o postupném odpoutávání se ekonomiky ode dna a zpožděném cyklickém vývoji trhu práce, přičemž odchylky od predikce nedávají jednoznačný obrázek. Jedním z výrazných překvapení je menší než předpokládaný pokles spotřeby domácností, proti němuž však jde pokračující výrazný pokles maloobchodních tržeb, nečekaně výrazný pokles zaměstnanosti a zpomalení růstu mezd v 1Q10. Vývoj registrované míry nezaměstnanosti během 2Q10 naznačuje dřívější obrat, avšak jde prozatím o údaje za pouhé dva měsíce. Dílčí a vzájemně se zčásti kompenzující jsou i odchylky cenového vývoje od prognózy.² Zevrubné a konzistentní hodnocení posledního vývoje ekonomiky, resp. počátečních podmínek nové prognózy bude provedeno v průběhu jejího zpracování.

² Vyšší pozorovaná inflace byla ovlivněna především dočasně rychleji rostoucími cenami pohonných hmot (které budou patrně brzo korigovat v důsledku nedávného snížení cen ropy) a dále položkami zdravotnictví v rámci regulovaných cen. Dovození ceny poklesly méně, než očekávala prognóza ze 3. SZ, ceny zemědělských výrobců naopak více. Vyšší byl růst cen průmyslových výrobců.

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

Průměrná hodnota **kurzu koruny** (25,6 CZK/EUR) za dosavadní průběh 2Q10 (ke dni 21.6.) je slabší cca o 1,4 % v porovnání s předpoklady prognózy (25,2 CZK/EUR), a to při zvýšené volatilitě (viz Graf 8). Aktuální hodnota k uvedenému dni (25,8 CZK/EUR) je pak ještě o trochu slabší než dosavadní průměr za čtvrtletí. Slabší než očekávaný kurz je mírným proinflačním rizikem prognózy, resp. rizikem ve směru mírně vyšších úrokových sazeb oproti trajektorii ze 3. SZ³

Analytici ve svých výhledech očekávají silnější kurz, než předpokládá prognóza ČNB. Konkrétně v ročním horizontu analytici v rámci šetření IOFT předpokládají kurz na úrovni 24,6 CZK/EUR, tedy ve srovnání se základním scénářem (24,9 CZK/EUR) silnější zhruba o 1,4 %. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají v ročním horizontu kurz 24,9 CZK/EUR, tj. v souladu s prognózou. Přitom je však třeba mít na paměti, že tržní výhledy sazeb v ročním horizontu se pohybují na vyšší hladině oproti předpokladům prognózy.

4. Další měnověpolitické úvahy

a) Přetrvávající nejistotou měnověpolitického rozhodování zůstává vývoj **rozpětí mezi sazbou 3M PRIBOR a repo sazbou**. Toto rozpětí se v současné době pohybuje na mírně vyšší hladině (o cca 0,1 p.b.) ve srovnání s předpoklady prognózy na 2Q10 ve výši 0,4 p.b. (Graf 7). Při několika posledních úpravách repo sazby se rozpětí vždy nejprve mírně zvýšilo, aby následně pokračovalo v trendu dlouhodobého mírného poklesu. Po květnovém snížení repo sazby rozpětí vzrostlo na 0,5 p.b. a od té doby stagnuje. Kromě uvedené „standardní“ reakce na snížení repo sazby se pravděpodobně jedná také o přenos opětovného zvýšení nervozity na finančních trzích v souvislosti s řeckou krizí (podobná reakce byla zaznamenána i u sazeb EURIBOR, resp. ve vývoji rozpětí těchto sazeb vůči bezrizikovým sazbám 3M EONIA Index Swap, jak ukazuje Graf 7). Již v minulosti pocíťovaná nejistota pro domácí měnověpolitické rozhodování ve zbytku letošního roku pak přirozeně panuje ohledně toho, zda dojde k poklesu rozpětí domácích sazeb až na 0,2 p.b. ve 4Q10 tak, jak předpokládá prognóza. Pokud by uvedené rozpětí setrvalo na vyšších než prognózovaných úrovních, potom by to mohlo znamenat potřebu nižší 2T repo sazby k dosažení prognózované trajektorie sazeb 3M PRIBOR ve srovnání s tím, co implikuje prognóza.

b) Výsledek parlamentních voleb vytvořil podmínky pro sestavení koaliční vlády s prioritou rozpočtové odpovědnosti. Proto lze předpokládat jednak úsilí o další **konsolidaci veřejných financí** a v delším časovém horizontu také spuštění fundamentální **důchodové reformy**. Relativně rychle tak lze zřejmě očekávat poměrně rozsáhlé změny přímých a nepřímých daní, sociálních dávek a úspory ve státní správě, které budou mít jak přímé tak zprostředkované

³ Při přípravě poslední prognózy byl zpracován obvyklý kurzový citlivostní scénář simulující ve 2Q10 výkyv kurzu koruny o ± 3 % oproti základnímu scénáři při úrokových sazbách ve stejném období na úrovni základního scénáře. Podle tohoto scénáře by oslabení koruny ve 2Q10 na průměrnou hodnotu 26,0 CZK/EUR vedlo v průběhu let 2010 a 2011 k nárůstu inflace o 0,1 – 0,2 p.b. oproti základnímu scénáři. Implikované úrokové sazby by oproti základnímu scénáři ležely ve 2H10 o 0,3 – 0,4 p.b. výše, následně by se v průběhu 1H11 vracely k sazbám ze základního scénáře prognózy.

dopady do cenové hladiny.⁴ Fiskální konsolidační opatření budou mít zřejmě jako obvykle tendenci zvyšovat přechodně celkovou inflaci, zatímco měnověpolitickou inflaci budou spíše stlačovat. Ke druhému z uvedených vlivů patrně dojde jak v důsledku očekávaného neúplného promítnutí změn nepřímých daní do cen dotčených položek (tj. vlivem tzv. negativních bezprostředních sekundárních dopadů), tak pravděpodobně rovněž skrze poptávkové restriktivní efekty, které budou zpomalovat růst soukromé spotřeby a HDP. Je tedy zřejmé, že fiskální politika bude i nadále výrazně ovlivňovat makroekonomický vývoj a tím i měnověpolitické rozhodování.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **květnovém zasedání** (6.5.) BR snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 p.b. na 0,75 %. Současně se snížením základní úrokové sazby bankovní rada rozhodla ponechat diskontní sazbu nezměněnou, tj. na úrovni 0,25 %, a snížila tak rozpětí mezi diskontní sazbou a repo sazbou na 0,50 p.b. Rozhodnutí bankovní rady bylo pro trhy překvapením. Z *dotazníků IOFT* (19.4.) vyplývalo, že na květnovém zasedání BR ČNB všech deset oslovených analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,25 až 2,00 % (medián 1,75 %). Ze šetření *agentury Reuters* (30.4.) vyplývalo, že na květnovém zasedání bankovní rady ČNB 16 analytiků z 19 předpokládalo stabilitu základních sazeb, přičemž 3 analytici očekávali pokles sazeb o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu byla rozložena takto: zvýšení ve 3Q10 (6 analytiků), zvýšení ve 4Q10 (6 analytiků), zvýšení ve 2H10 (1 analytik), zvýšení v období 4Q10 – 1Q11 (1 analytik), zvýšení v 1Q11 (1 analytik), zvýšení v průběhu roku 2011 (2 analytici). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 1,00 až 2,25 % (medián 1,50 %).

Na **tiskové konferenci** po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 4:2, čtyři členové hlasovali pro snížení o 0,25 p.b. a dva členové hlasovali pro ponechání základní úrokové sazby beze změny. Guvernér uvedl, že od posledního jednání došlo ke snížení výhledu úrokových sazeb eurozóny. Rovněž zmínil snížení výhledu růstu HDP domácí ekonomiky v roce 2011 z 2,1 % na 1,8 %. Rizika prognózy byla označena za vyrovnaná. Za riziko jdoucí proinflačním směrem byl označen měnový kurz a za riziko jdoucí protiinflačním směrem je považován hospodářský výhled ve světě ve vztahu na české exporty. Dále byla identifikována oboustranná nejistota plynoucí z aktuálního vývoje na finančních trzích v souvislosti s fiskální situací.

Během června se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Tato komunikace nenaznačovala změnu základních úrokových sazeb ČNB v nejbližším období.

Sazby na peněžním trhu se po posledním zasedání BR snížily, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (Graf 2). Také sazby FRA se posunuly na nižší hladinu. Tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR se přesto pohybuje v celém horizontu nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem stávající prognózy (Graf 4). Hlavním důvodem je pravděpodobně fakt, že tržní sazby jsou založeny na aktuální výši rozpětí 3M PRIBOR - 2T repo a nikoliv na prognózou předpokládaném poklesu tohoto rozpětí na hodnotu 0,2 p.b. ve 4Q10.

⁴ Pro ilustraci lze uvést, že námi odhadovaný primární dopad uvažovaného sjednocení základní a snížené DPH na 19 % do cenové hladiny činí 1,8 p.b.

Sazby IRS od posledního zasedání BR zaznamenaly jen nepatrné změny. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 1,2 p.b., spread 10R-1R činí 1,7 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (16.6.) vyplývá, že na červnovém zasedání BR ČNB všech deset analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,00 až 1,75 % (medián 1,25 %).

Ze šetření agentury Reuters (17.6.) vyplývá, že na červnovém zasedání BR ČNB všech sedmáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: zvýšení ve 4Q10 (5 analytiků), zvýšení ve 1Q11 (5 analytiků), zvýšení v 1H11 (1 analytik), zvýšení v 2011 (1 analytik), zvýšení v 2012 (1 analytik), žádná změna (2 analytici). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,75 až 1,75 % (medián 1,25 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 24,6 CZK/EUR, tj. o 4,0 % vzhledem k průměru za 2Q10 do 21.6. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 2,8 % na 24,9 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 2Q11 kurz na úrovni 24,9 CZK/EUR.

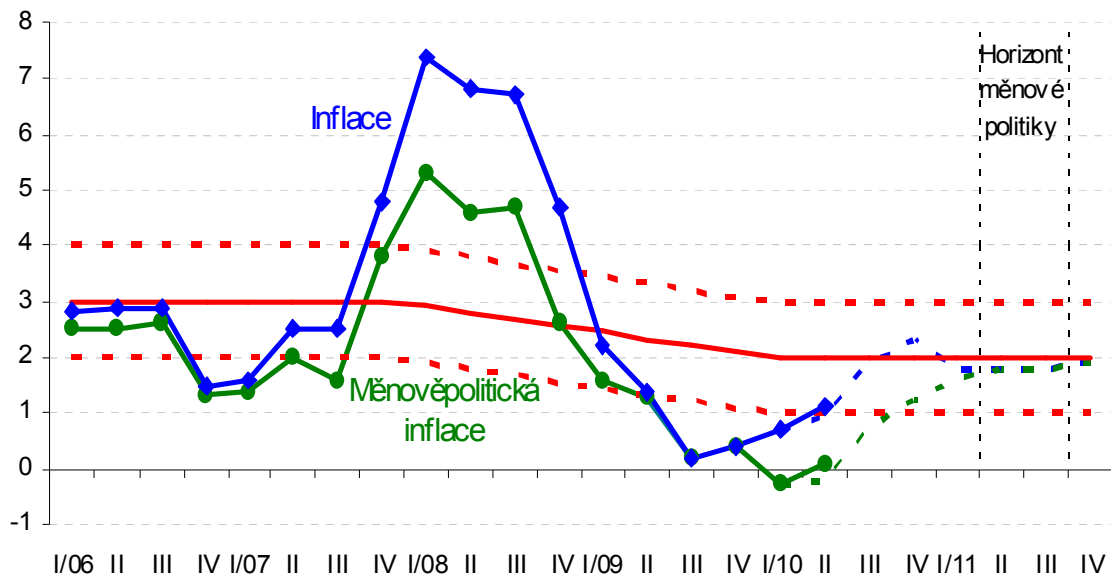
Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

2.6.	M. Singer (Reuters)	Nenastala žádná událost, jež by mě přiměla k úvaze, že by se něco mělo změnit. Situace se vyvíjí do značné míry tak, jak jsme čekali... Pro bankovní radu je těžší snižovat sazby. Stále to cítím. Sazby jsou bezprecedentně nízké... Pro mě to pravděpodobně není tolik želatininy jako pro některé mé kolegy. Ale z hlediska předpovědi našeho dalšího postupu jsme v želatině. Možná na té želatině nesejde a prostě zůstaneme chvíli tam, kde jsme, a pak se začneme pohybovat vzhůru. To si lze určitě představit...
7.6.	V. Tomšík (HN)	V našem modelu určitá vazba mezi zahraničními (zejména evropskými) a českými sazbami samozřejmě je (zejména skrze měnový kurz), takže odklad ve zvyšování úroků v zahraničí by nepřímo mohl mít vliv na české úroky. Zároveň ale musím připomenout, že faktorů, které naše rozhodnutí ovlivňují, je mnohem více a české sazby nemohou jednoduše kopírovat vývoj sazeb v zahraničí. Naopak historie již ukázala, že ČNB v několika případech šla proti „zahraničnímu proudu“ ve změně sazeb – a to jak v načasování jejich změny, tak i ve směru pohybu.
11.6.	E. Zamrazilová (ČT24)	Takže pro mne osobně je to budoucí nastavení měnové politiky zásadně odvíjeno, bude odvíjeno od toho, zda to oživení bude vypadat jako dlouhodobě udržitelné. Pokud ty příští analýzy ukáží, že ano, pak pro mne osobně nastane moment o tom začít uvažovat, dokdy by měly takto extrémně nízké nastavené úrokové sazby přetrvávat... Dovedu si představit, že ty sazby ještě nějakou dobu zůstanou na této úrovni, mohou mluvit samozřejmě jenom o sobě. Pokud to oživení bude vypadat udržitelně, a to dlouhodobě udržitelně, potom začnou uvažovat o momentu, kdy bude potřeba sazby zvýšit.
14.6.	E. Zamrazilová (Bloomberg)	I personally believe that as of now, the signals from the economy are showing that a further rate reduction isn't on the agenda...Interest rates are extremely low and the question now is how long a time period is ideal for this setting. So the time is coming to think pro-actively about the timing of starting to increase rates...What will be important is the next forecast at the beginning of August, which will show whether the recovery is confirmed. If the recovery is faster than expected in previous forecasts, then from my personal point of view, it would imply that rates may increase faster than currently anticipated, possibly before the end of the year.

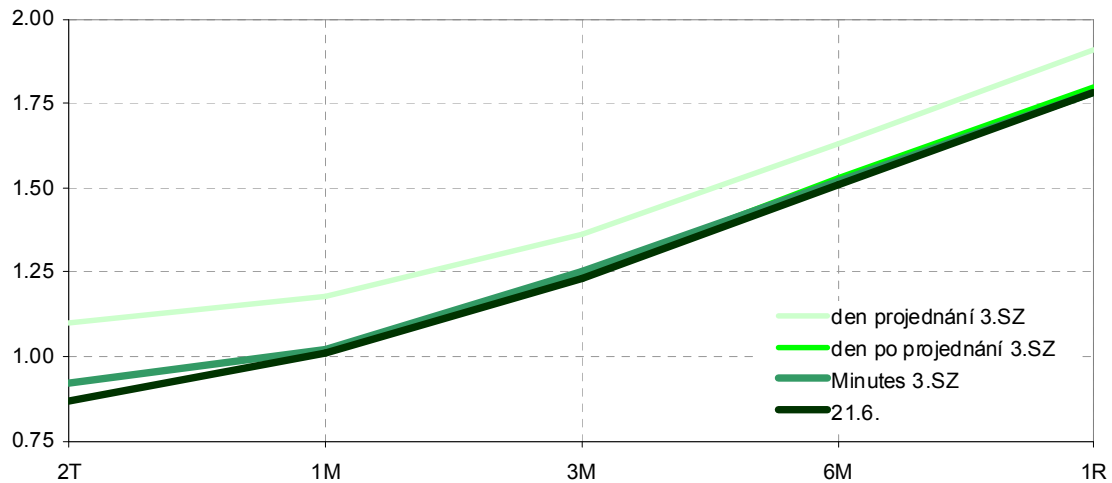
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje na červnovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady **ponechat úrokové sazby na stávající úrovni.**

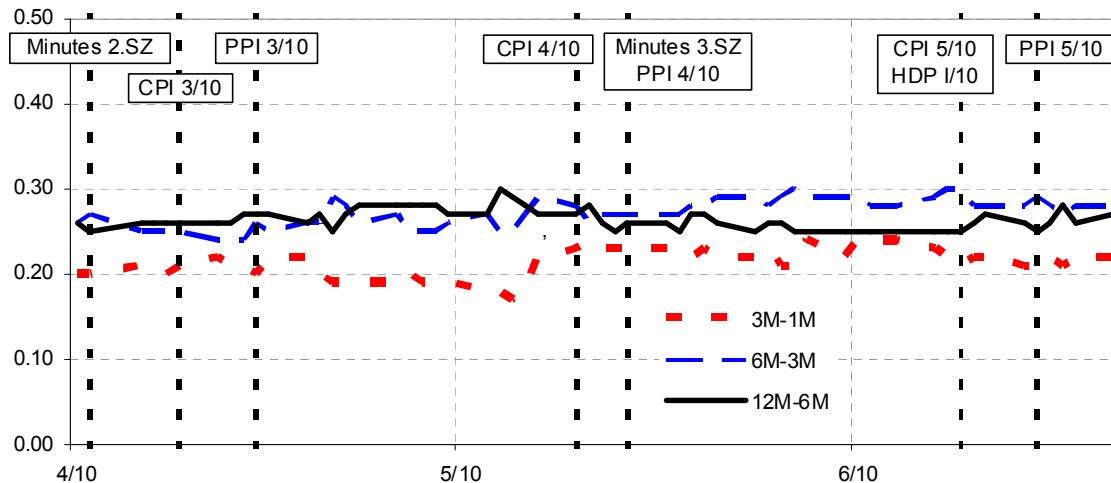
Graf 1: Prognóza inflace ze 3. SZ 2010 a cílové pásmo



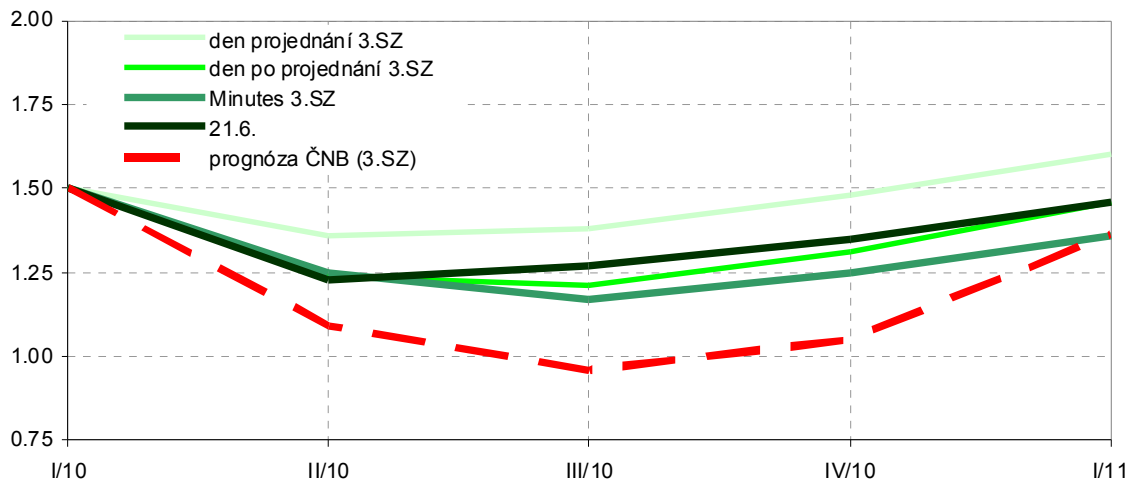
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



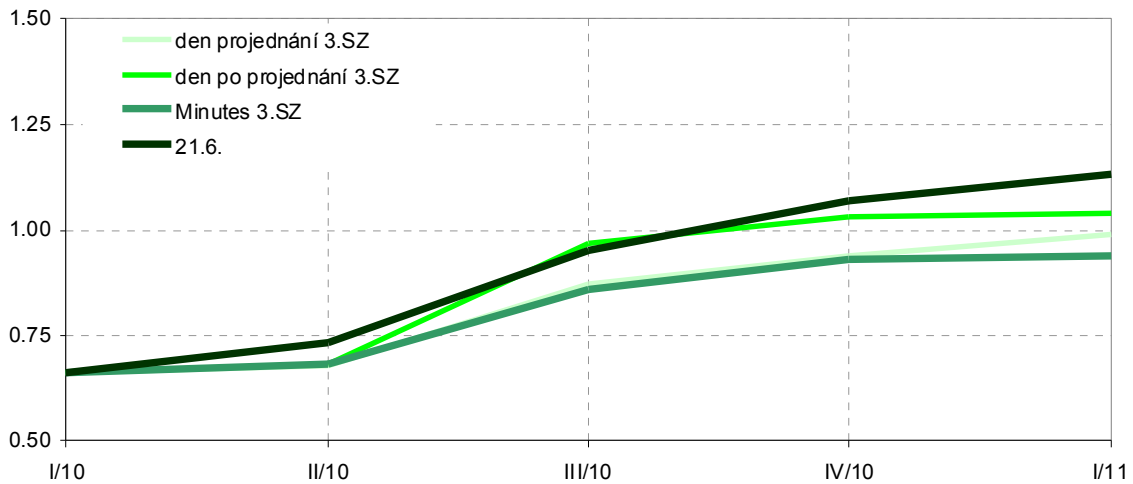
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



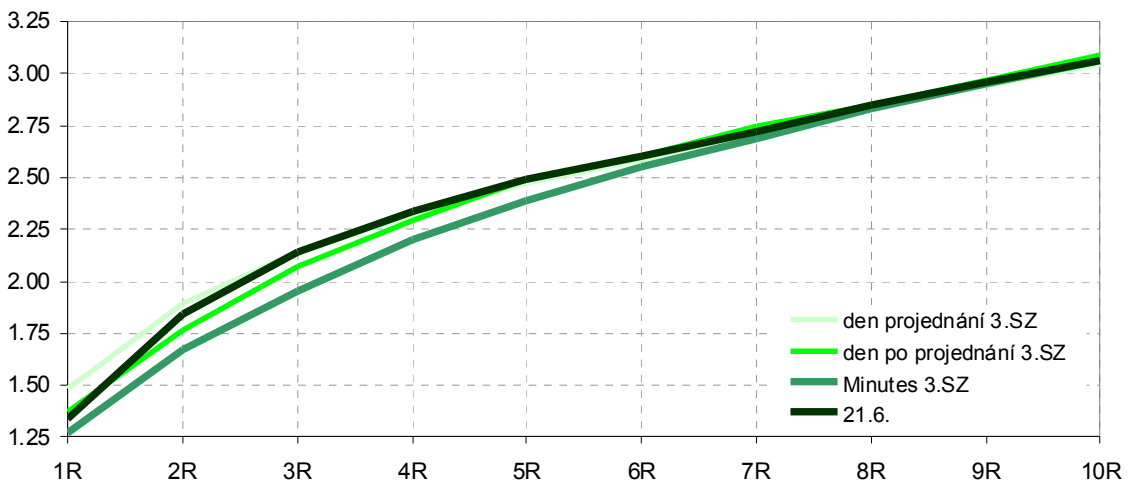
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



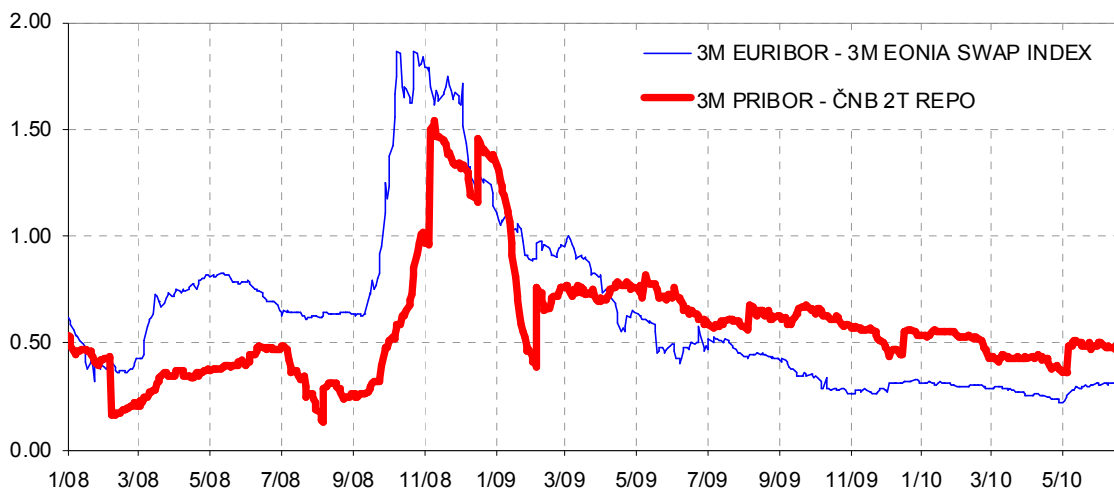
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



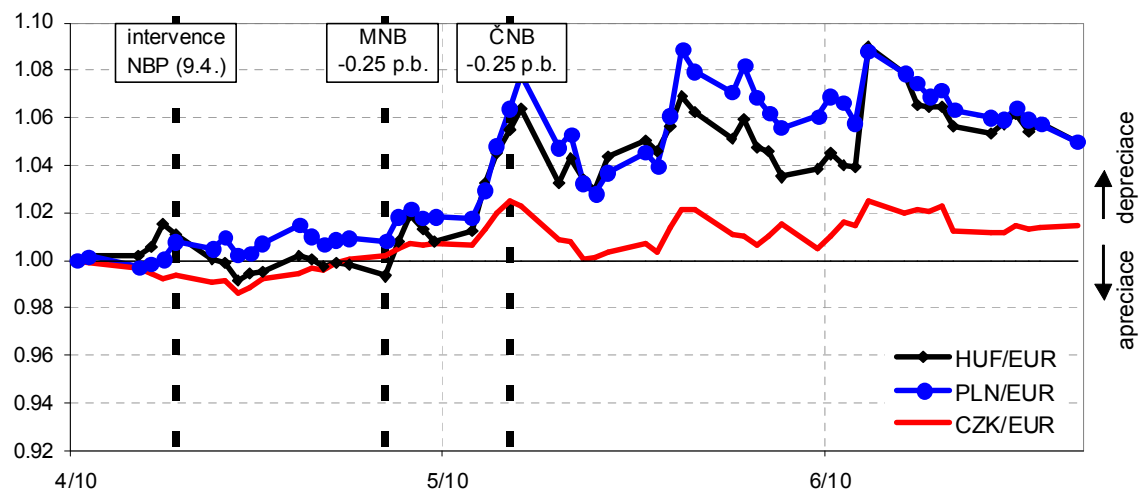
Graf 6: IRS CZK



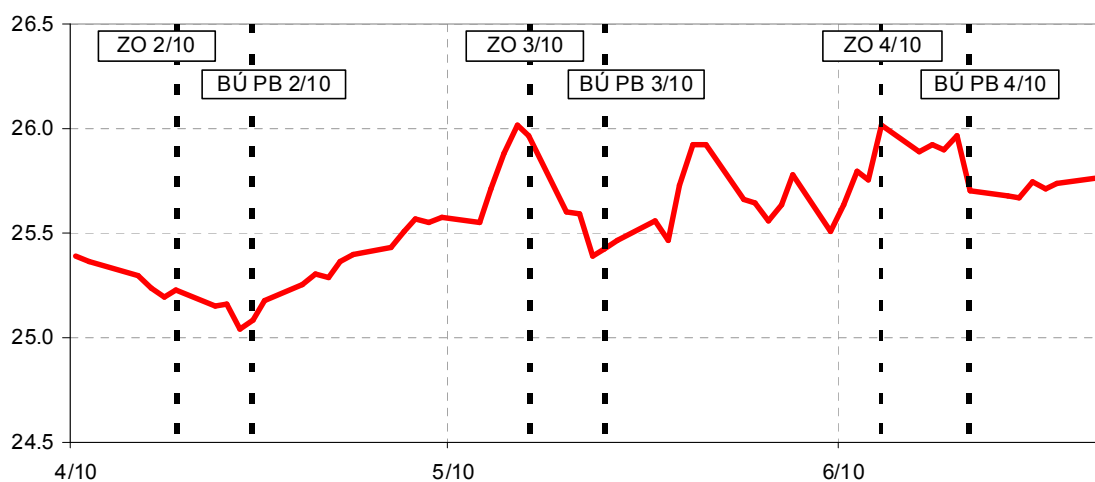
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



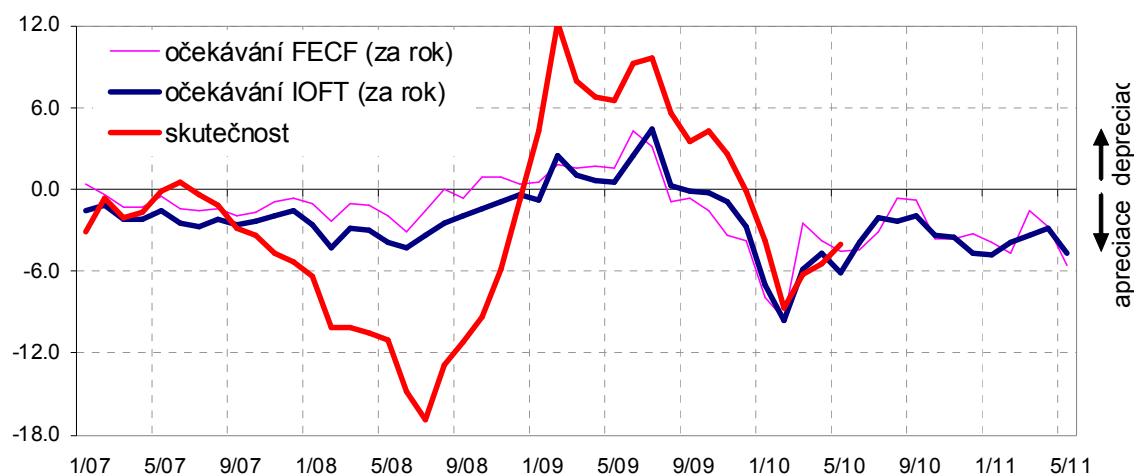
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.4. = 1.0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

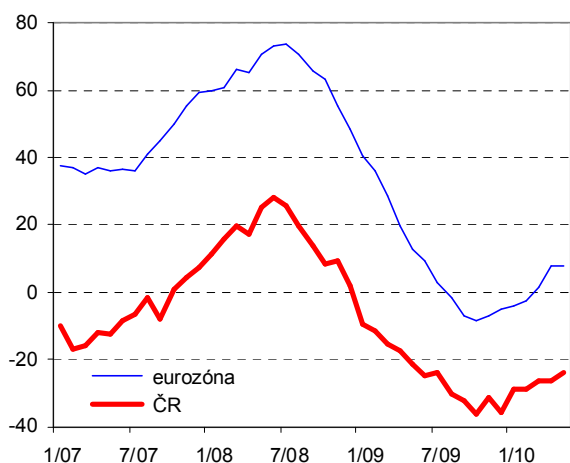


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

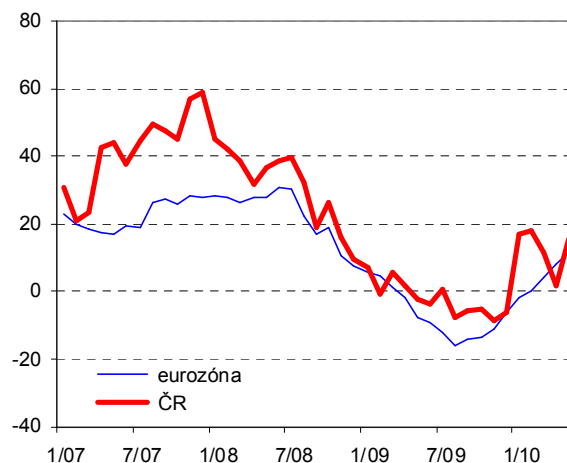


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

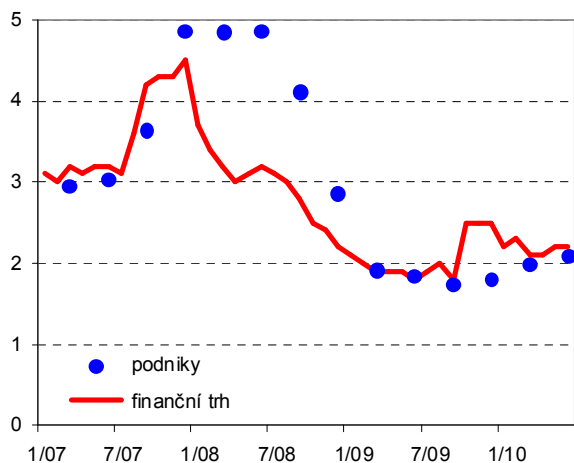


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

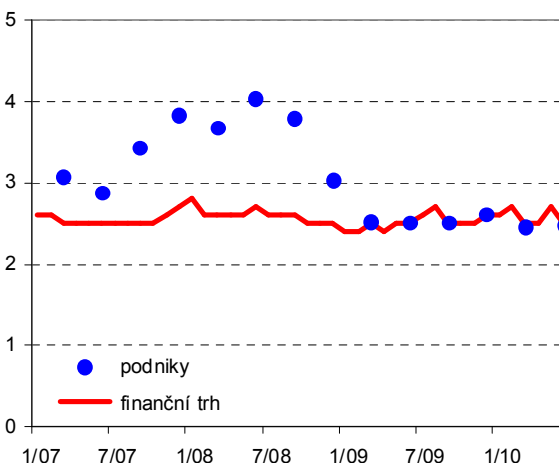


Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

