

Měnověpolitické doporučení pro 5. SZ 2010

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 5. SZ 2010

Východiskem pro srpnové měnověpolitické rozhodování je *nová makroekonomická prognóza z 5. SZ 2010*. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji současný ekonomický vývoj a prognózu.

Domácí ekonomika se již zřetelně vymanila z recese a v dalším průběhu roku 2010 bude pokračovat v mírném meziročním růstu. Dovození nákladové tlaky do spotřebitelských cen, stejně jako domácí inflační tlaky, nejsou v současnosti patrné (s výjimkou výrazného meziročního růstu cen pohonných hmot). Ziskové marže výrobců jsou v současnosti stlačené, s oživením ekonomiky však budou postupně narůstat a přispívat ke zvyšování inflace směrem k cíli.

Nová prognóza předpokládá pro letošní rok růst efektivní ekonomické aktivity v eurozóně o 1,8 %, v letech 2011 a 2012 je pak očekáván růst rovněž ve výši kolem 2 %. Odhad pro letošní rok je ovlivněn především zlepšujícím se výhledem růstu německé ekonomiky. Spotřebitelské ceny v eurozóně porostou v letošním roce o 1,3 %, od roku 2011 je pak očekáváno mírné zrychlení růstu spotřebitelských cen k necelým 2 %. Ceny výrobců v eurozóně budou letos růst tempem 1,6 %, v dalších dvou letech pak shodně o 2,2 %. Sazby 3M EURIBOR by se měly postupně začít zvyšovat ze současné hodnoty 0,7 % na 1,3 % na konci roku 2011 a 1,8 % koncem roku 2012, což naznačuje jen postupný a v čase opět oddálený nárůst sazeb.

Dle nové prognózy poroste domácí ekonomická aktivita v roce 2010 v průměru o 1,6 %, v následujícím období dojde ke zrychlování tempa růstu HDP. V roce 2011 dosáhne růst HDP 1,8 %, a v roce 2012 pak necelých 3 %. Růst HDP v letech 2010 a 2011 bude stimulovat zejména investiční aktivita v souvislosti s postupným doplňováním zásob. Kladný příspěvek k růstu HDP bude mít i spotřeba vlády a čistý vývoz při zvyšující se zahraniční poptávce. V opačném směru bude v letošním roce působit pokles spotřeby domácností, což souvisí s aktuálním poklesem zaměstnanosti, zpomalením růstu mezd a fiskálními opatřeními přijatými v minulém roce. Od roku 2011 se spotřeba domácností mírně ožíví.

Podle nové prognózy celková domácí inflace v průběhu letošního roku rychle poroste a mimo jiné s přispěním již realizovaných změn nepřímých daní přesáhne krátkodobě ke konci roku 2010 inflační cíl. Po odeznění tohoto vlivu na začátku roku 2011 celková inflace mírně zpomalí a ve zbytku prognostického horizontu se bude pohybovat poblíž inflačního cíle. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, na prognóze plynule poroste a k inflačnímu cíli se přiblíží ve druhé polovině roku 2011, kde v současnosti leží horizont měnové politiky. Měnověpolitická inflace tak na horizontu měnové politiky splyne s celkovou inflací (Graf 1).¹

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.

S novou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající hodnoty, následována jejich pozvolným růstem od druhé poloviny roku 2011. Ve 3Q10 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 1,1 %. Průměr za dosavadní průběh čtvrtletí a aktuální hodnota ke dni 3.8. činí shodně 1,2 %. Průměrnou hodnotu rozpětí mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo předpokládá základní scénář pro 3Q10 ve výši 0,45 p.b., což přibližně odpovídá průměru tohoto rozpětí za dosavadní průběh čtvrtletí i jeho aktuální hodnotě (k 3.8.). V prognóze pak pro 3Q10 dosahuje průměrná hodnota 2T repo sazby úrovně 0,7 %.

Hlavními riziky základního scénáře prognózy inflace z 5.SZ jsou aktuální vývoj měnového kurzu, výhled zahraničních úrokových sazeb v delším horizontu a budoucí fiskální vývoj. Tato rizika byla popsána a kvantifikována ve zpracovaných citlivostních scénářích, tj. ve standardním citlivostním scénáři kurzu, citlivostním scénáři odlišného vývoje zahraničních úrokových sazeb a scénáři fiskální konsolidace. Posledně jmenovaný scénář spolu s aktuálním kurzovým vývojem posouvají bilanci rizik prognózy protiinflačním směrem, resp. ve směru nižších úrokových sazeb. Následující kapitoly podrobně diskutují 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) Na ekonomický vývoj v ČR bude mít bezesporu znatelný dopad **plánovaná fiskální konsolidace**. Z důvodu nedostatku spolehlivých informací o její přesné podobě a časování je základní scénář prognózy standardně založen na předpokladu nezměněné fiskální politiky. Pro popis a kvantifikaci uvedeného rizika fiskální konsolidace byl po konzultaci s bankovní radou zpracován citlivostní scénář, v němž je předpokládáno přijetí rozpočtových opatření zejména na výdajové straně v rozsahu 1,2 %, resp. 1,5 % HDP, pro příští resp. přespříští rok. Tato opatření byla odvozena tak, aby z pohledu ČNB zajistila vývoj deficitu veřejných rozpočtů v souladu s Konvergenčním programem ČR z února 2010 a závazky vyplývajícími z procedury při nadměrném schodku (deficit ve výši 4,8 % pro rok 2011 a 4,2 % pro rok 2012). V souladu s tím citlivostní scénář předpokládá pro roky 2011 a 2012 oproti základnímu scénáři snížení tempa reálného růstu spotřeby vlády o 2,0 p.b., resp. 1,3 p.b., snížení transferů domácnostem a harmonizační zvýšení spotřebních daní z cigaret v roce 2012. Takto definovaný scénář má znatelné restriktivní dopady do domácí ekonomické aktivity (-0,5 a -0,3 p.b. do dynamiky HDP v letech 2011 a 2012) a vede k mírně nižší celkové inflaci a úrokovým sazbám ve srovnání se základním scénářem. V případě inflace přitom převáží utlumená poptávka nad proinflačním vlivem zvýšení spotřebních daní na cigarety² a slabšího měnového kurzu, a celková inflace tak poklesne v průměru o 0,1 p.b. počínaje 4Q11. Trajektorie domácích úrokových sazeb se posune zhruba o 0,1–0,2 p.b. níže po celém horizontu prognózy oproti základnímu scénáři.

b) Argumentem v tomto směru **se aktuálně stává vývoj měnového kurzu**. Dopad výkyvu kurzu o ± 3 % v prvním čtvrtletí prognózy oproti základnímu scénáři je popsán standardně zpracovaným citlivostním scénářem kurzu, v němž sazby reagují až počínaje druhým čtvrtletím prognózy. Při jeho interpretaci na apreciační straně s hypotetickou úrovní kurzu v průměru za 3Q10 ve výši 24,6 CZK/EUR by simulace vedla oproti základnímu scénáři k poklesu inflace o 0,1–0,2 p.b. od konce roku 2010 a v průběhu roku 2011. Zároveň by byla

² Zpracovaný citlivostní scénář nepočítá s potenciálně výraznými proinflačními dopady změn DPH.

oproti základnímu scénáři nižší i trajektorie úrokových sazeb v období od 4Q10 do 2Q11, a to o 0,3–0,4 p.b. Související úvaha je však poněkud komplikovanější, a proto podrobnější diskusi tohoto faktoru odehráváme v části 4a.

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

V současné situaci není identifikován žádný významný argument jdoucí asymetricky v tomto směru (zpracovaný citlivostní scénář vyšších zahraničních sazeb má dopady do domácí trajektorie úrokových sazeb až ve střednědobém horizontu – viz část 4b).

4. Další měnověpolitické úvahy

a) Průměrná hodnota **kurzu koruny** za dosavadní průběh 3Q10 (ke dni 3.8.) činí 25,3 CZK/EUR, což je v souladu s prognózou na toto období. Převážně domácí analytici oslovení v rámci červencového IOFT v ročním horizontu předpokládali slabší kurz (24,6 CZK/EUR), než implikuje prognóza ČNB (24,2 CZK/EUR). Převážně zahraniční analytici oslovení v rámci šetření FECF předpokládali v ročním horizontu ještě slabší kurz na úrovni 24,9 CZK/EUR.

Měnový kurz však v posledních dnech prudce posílil. Aktuálně se pohybuje kolem 24,7 CZK/EUR. Analytici v této situaci rychle opouštějí svá ještě donedávna prezentovaná očekávání ohledně relativně stabilního budoucího kurzového vývoje a začínají se „předhánět“ v prognózách silnějšího kurzu.³ Tento vývoj tak **může komplikovat měnověpolitické rozhodování a následnou komunikaci** přijatého rozhodnutí.

ČNB se ale v nedávné minulosti několikrát vyplatilo nedbat na **krátkodobou volatilitu kurzu**, dočasné „trendy“ a psychologii trhů. Často došlo k tomu, že se kurzový vývoj následně otočil a korigoval své předchozí vychýlení. Jistou míru komfortu navíc v případě stávající prognózy poskytuje skutečnost, že ta pro další čtvrtletí počítá se znatelným posilováním kurzu, když pro 4Q10 je se základním scénářem konzistentní kurz na hladině 24,9 CZK/EUR, a kurz pak postupně dále posiluje až pod 24 CZK/EUR na konci roku 2012. Za tím stojí působení prognózovaného kladného úrokového diferenciálu a příznivý vývoj výkonové bilance v podmínkách výhledu postupného obnovení reálné konvergence ČR směrem k vyspělým ekonomikám a zvolna klesající rizikové prémie země. Pokud by toto prognózované posílení kurzu pouze nastalo o něco dříve, ale v delším výhledu se kurz neodchýlil od prognózy, nemuselo by to pro vývoj inflace na horizontu měnové politiky představovat zásadní riziko.

Na druhou stranu samozřejmě nelze tvrdit, že neexistuje riziko, že se kurz začíná vzdalovat od prognózované trajektorie, což může vést k nižší budoucí inflaci a potřebě nižších úrokových sazeb. Doporučujeme proto **aktuální vývoj kurzu komunikovat jako významné protiinflační riziko prognózy**, na které je ČNB připravena reagovat, pokud by tento vývoj pokračoval.

³ V tomto přehodnocení postoje analytiků se vedle psychologických faktorů zřejmě zrcadlí i slibně se vyvíjející jednání nové vlády ohledně jejich rozpočtových plánů na příští roky a relativně dobrá pozice ČR mezi ostatními zeměmi našeho regionu odrážející se v jejím lepším ratingu. Na urychlení kurzového posilování pak rovněž krátkodobě působí technické faktory, jako realizace automatických stop-lossů či údajné zavírání carry-trades vůči maďarskému forintu.

b) Tržní výhledy **zahraničních úrokových sazeb** byly oproti minulé prognóze posunuty ve směru pozvolnějšího a dále do budoucna odloženého nárůstu sazeb 3M EURIBOR. Tento faktor sehrál významnou roli ve snížení implikované trajektorie domácích úrokových sazeb na delším konci horizontu oproti minulé prognóze. Za posunem výhledu zahraničních sazeb zřejmě stojí snížení tržního vnímání ohledně intenzity střednědobých inflačních tlaků v eurozóně oproti tomu, co se trhy domnívaly doposud. Tyto budoucí tlaky jsou v očích trhů patrně tlumeny obavami z důsledků řecké krize a z protirůstových dopadů plánovaného zpřísnění fiskálních politik v zemích EU. Ve stejném směru pak může působit i aktuálně se zhoršující sentiment ohledně budoucího ekonomického vývoje v USA. Tržní výhled zahraničních sazeb tak ani na konci horizontu prognózy (4Q12) zdaleka nedosahuje předpokládané úrovně politicky neutrální sazby v eurozóně, která činí přibližně 4 %. Je tedy na místě úvaha, zda nejsou očekávání zahraničních trhů až příliš „dovish“ a zda pod dojmem nahromaděných negativních zpráv nedošlo k přehodnocení tržních výhledů sazeb v delším horizontu příliš směrem dolů. Vzhledem k úzké provázanosti domácích úrokových sazeb se zahraničními vyvstala potřeba kvantifikovat dopad případné budoucí korekce tohoto tržního výhledu na domácí ekonomiku. Po konzultaci s bankovní radou byl proto vypracován citlivostní scénář, který počítá s rychlejším nárůstem zahraničních sazeb od 3Q11 oproti hladině sazeb v základním scénáři. Při navyšování zahraničních sazeb domácí úrokové sazby intuitivně reagují nárůstem při pouze malém vlivu na inflaci a při současně slabším měnovém kurzu v porovnání se základním scénářem. V našem uvažování přitom nepředstavuje popsany scénář riziko pro aktuální měnověpolitické rozhodování. Jedná se spíše o střednědobější úvahu ohledně rychlosti a časování nárůstu zahraničních i domácích sazeb k jejich politicky neutrálním hodnotám.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **červnovém zasedání** (23.6.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na úrovni 0,75 %. Rozhodnutí bankovní rady bylo všeobecně očekáváno. Z *dotazníků IOFT* (16.6.) vyplývalo, že na červnovém zasedání BR ČNB všech deset analytiků předpokládalo 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.) vyplývalo, že na červnovém zasedání BR ČNB všech sedmnáct analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu byla 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 činilo 0,75 až 1,75 % (medián 1,25 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla jednomyslně. Guvernér uvedl, že od posledního jednání nedošlo k zásadním změnám, které by změnily vyznění stávající prognózy a rizik. Rizika byla označena za zhruba vyrovnaná, jdoucí oběma směry, přičemž se však nejedná o výrazná rizika ani v jednom směru. Protiinflačními riziky byly vývoj v zahraničí, především vývoj sazeb EURIBOR, a nové informace z reálné ekonomiky a trhu práce. Proinflačně naopak působily slabší kurz koruny a mírně vyšší inflace. Dále guvernér prohlásil, že pro nejbližší období je nejpravděpodobnější stabilita úrokových sazeb.

Během července se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Tato komunikace naznačovala stabilitu základních sazeb ČNB v nejbližším období.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR stagnovaly, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA se mírně snížily, především ve vzdálenějších splatnostech. Tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR se pohybuje v celém horizontu mírně nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem nové prognózy (viz Graf 4). Důvodem je pravděpodobně nepatrně vyšší výhled 2T repo sazby i fakt, že tržní sazby jsou založeny na aktuální výši rizikové prémie (3M PRIBOR – 2T repo) a nikoliv na prognózou předpokládaném pozvolném poklesu až na hodnotu 0,3 procentního bodu ve 2Q11.

Sazby IRS od posledního zasedání BR zaznamenaly nepatrný pokles. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 1,0 p.b., spread 10R-1R činí 1,6 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (16.7.) vyplývá, že na srpnovém zasedání BR ČNB všech čtrnáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 1,00 až 1,75 % (medián 1,25 %).

Ze šetření agentury Reuters (30.7.) vyplývá, že na srpnovém zasedání BR ČNB všech sedmáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: zvýšení ve 3Q10 (1 analytik), zvýšení ve 4Q10 (3 analytici), zvýšení v 1Q11 (6 analytiků), zvýšení ve 2Q11 (4 analytici), zvýšení v 1H11 (2 analytici), zvýšení v 2012 (1 analytik). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,75 až 1,75 % (medián 1,25 %).

Analytici v rámci červencového šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 24,6 CZK/EUR, tj. o 2,5 % vzhledem k průměru za 3Q10 do 3.8. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 1,4 % na 24,9 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 3Q11 kurz na úrovni 24,2 CZK/EUR.

Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

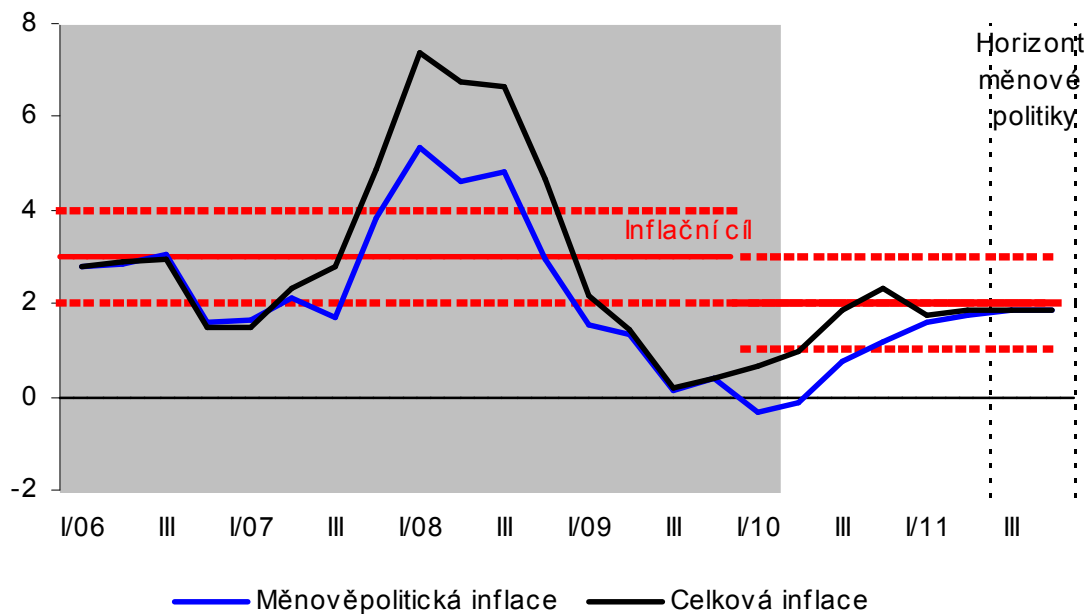
30.6.	K. Janáček (E15)	Záleží na vývoji inflace a růstu ekonomiky, pak bude potřeba reagovat. Změní-li se podmínky, je potřeba změnit chování. A momentální stabilita není na závadu. To říkám i proto, že znám trh z druhé strany (na dotaz, kdy půjdou sazby nahoru).
2.7.	M.Hampl (chorvatský časopis Banka Magazine)	A few months ago it looked like the CNB's monetary policy was heading for a relatively smooth return (with just a small and short dent this year) to long-term levels of inflation and interest rates. Since then, however, new growth-hurting and inflation-decreasing developments, or at least new sources of uncertainty, have emerged especially in the euro area. In this environment, I think the CNB is likely to stick to the current fairly low levels of interest rates for longer than I had previously thought.
8.7.	M. Singer (Reuters)	Existuje dosti slušná šance, že tu současné sazby zůstanou déle, než se myslelo...Ptáte-li se mě osobně, tak vzhledem k tomu, jak se věci vyvíjejí, nevidím žádný důvod pro náhlou změnu.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

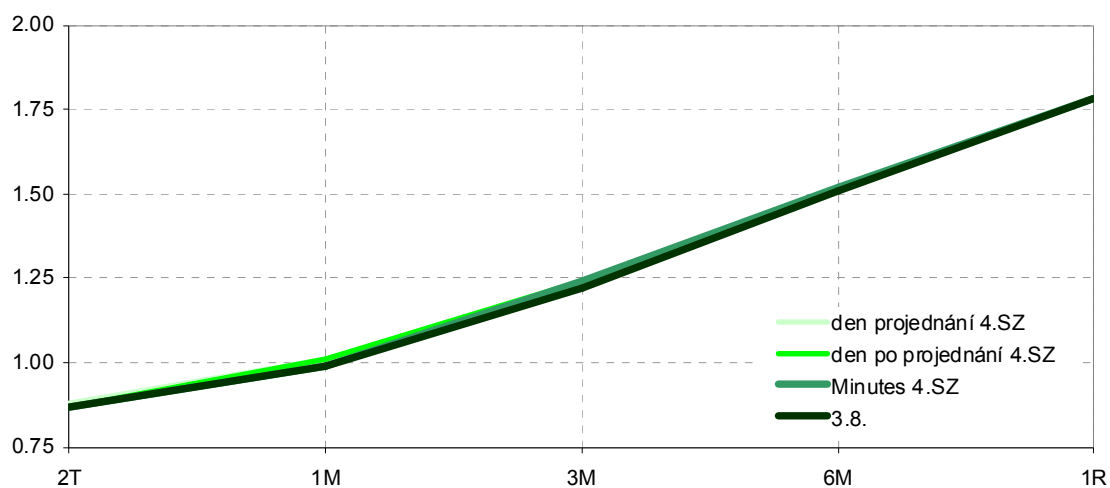
SMS doporučuje na srpnovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady **ponechat úrokové sazby na stávající úrovni.**

Současně doporučujeme komunikovat, že aktuální tempo posilování kurzu koruny je významným protiinflačním rizikem prognózy a že k takto rychlému posilování kurzu neexistuje fundamentální důvod. Dále doporučujeme sdělit, že pokud by tento vývoj kurzu pokračoval, musela by na něj ČNB adekvátně reagovat.

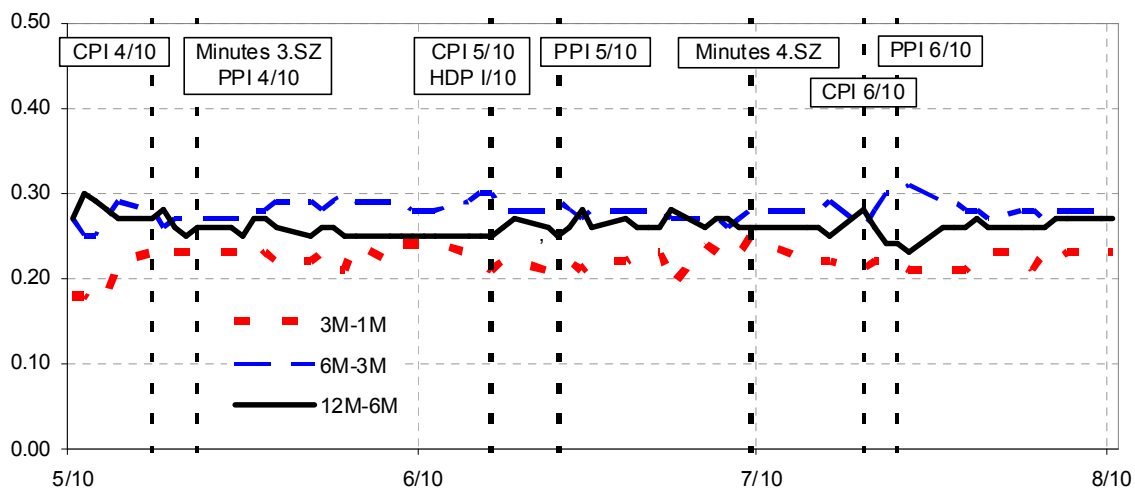
Graf 1: Prognóza inflace z 5. SZ 2010 a cílové pásmo



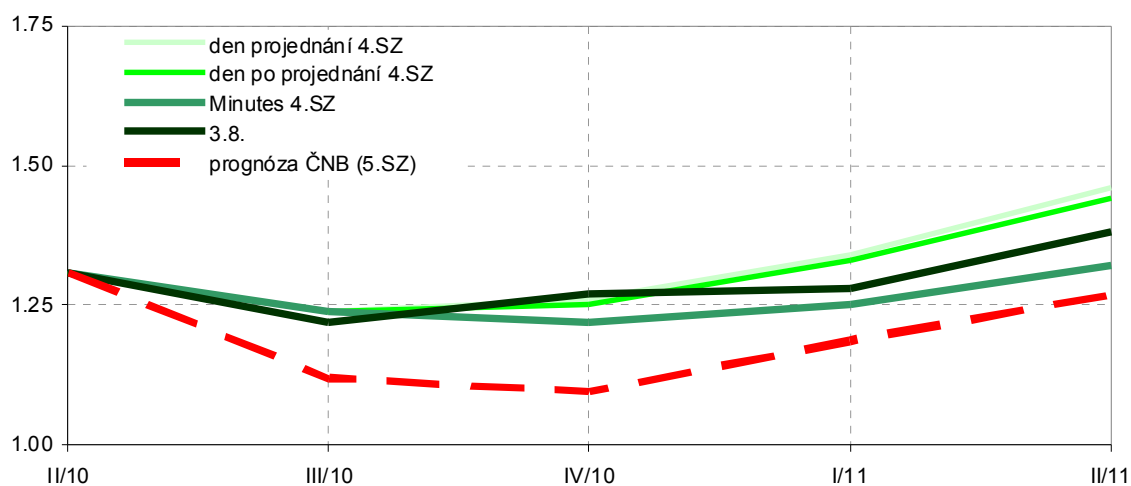
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



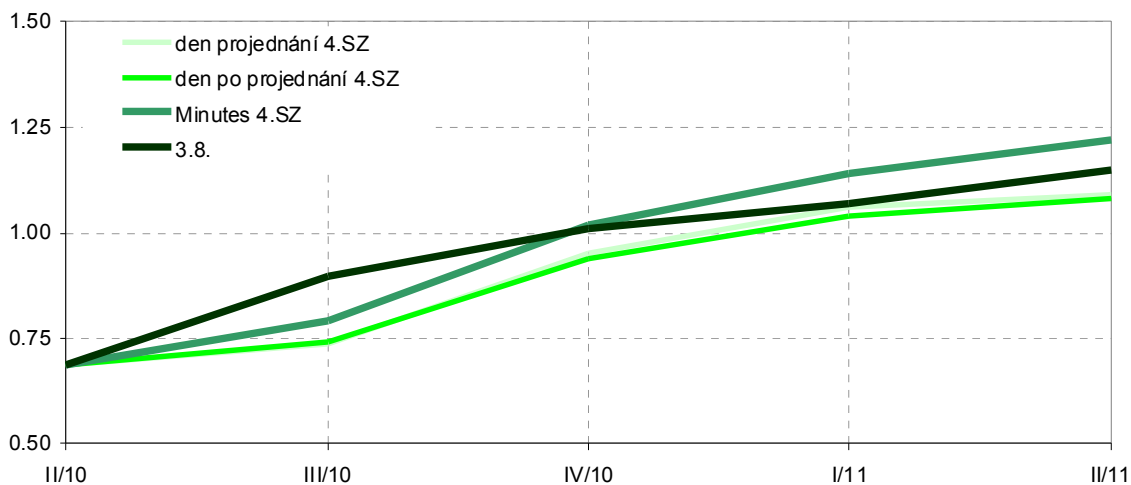
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



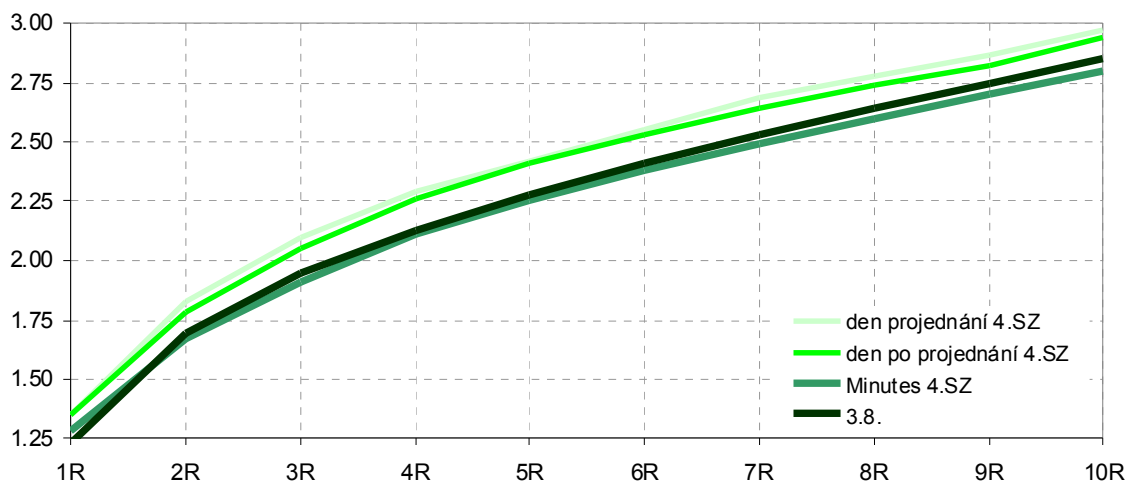
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



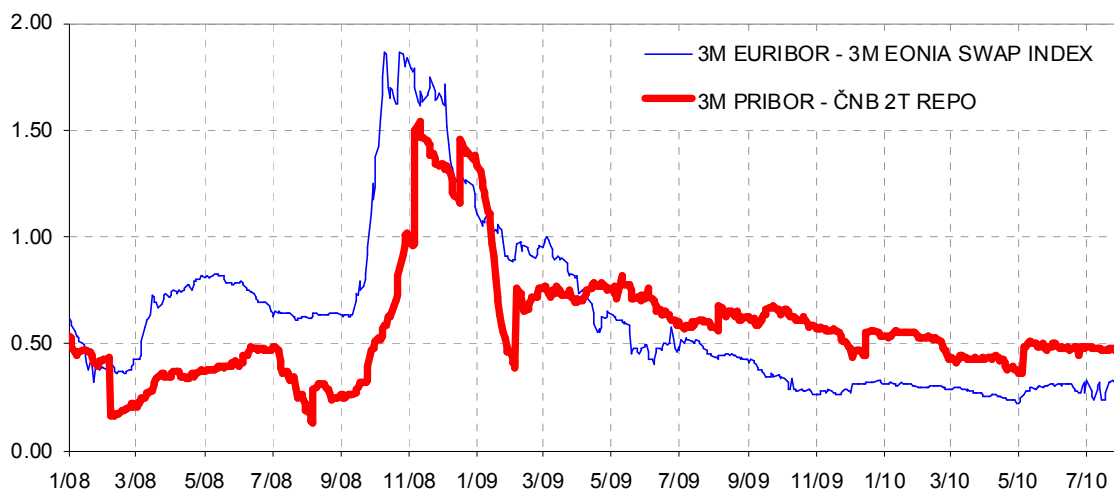
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



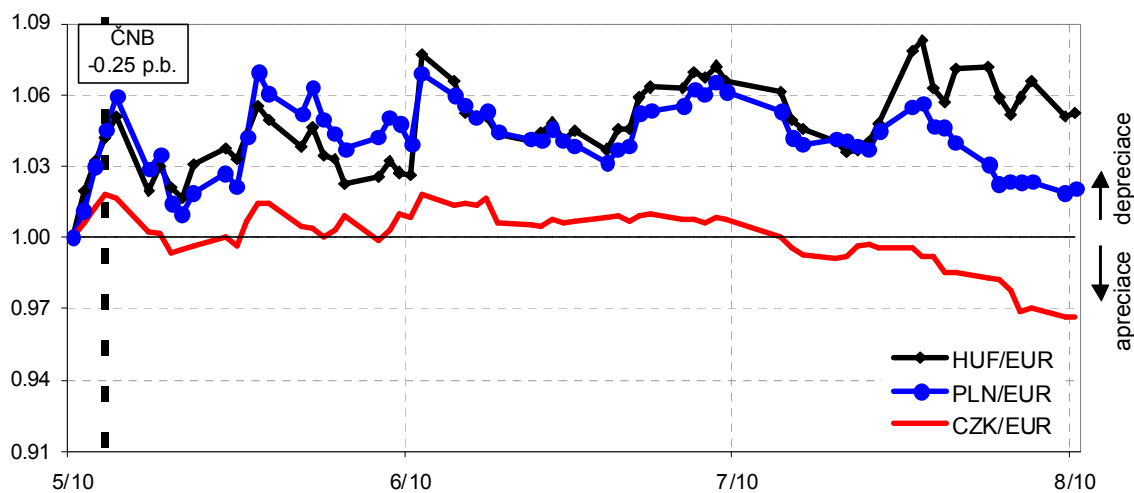
Graf 6: IRS CZK



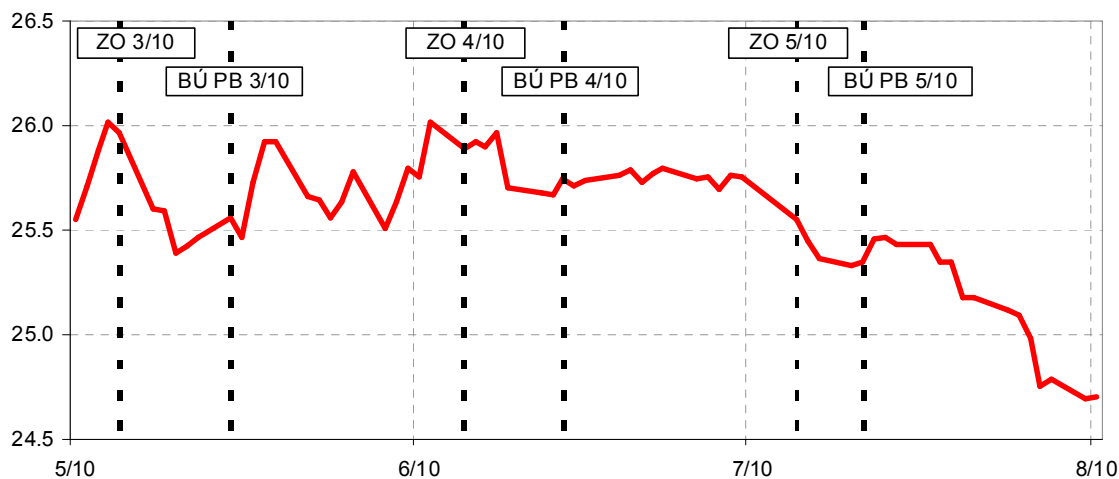
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



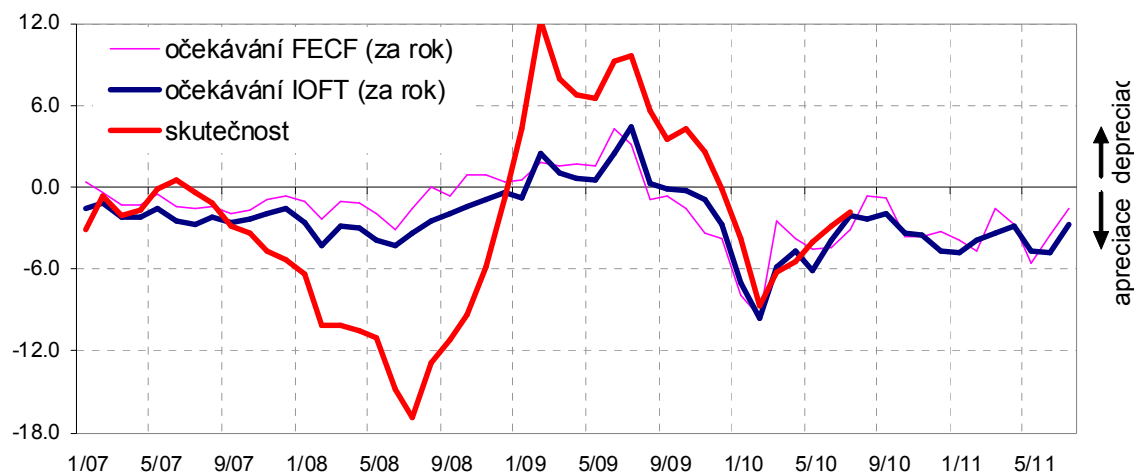
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.5. = 1.0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

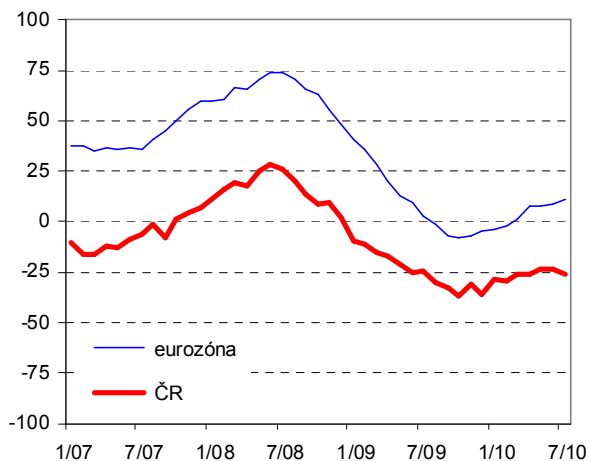


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

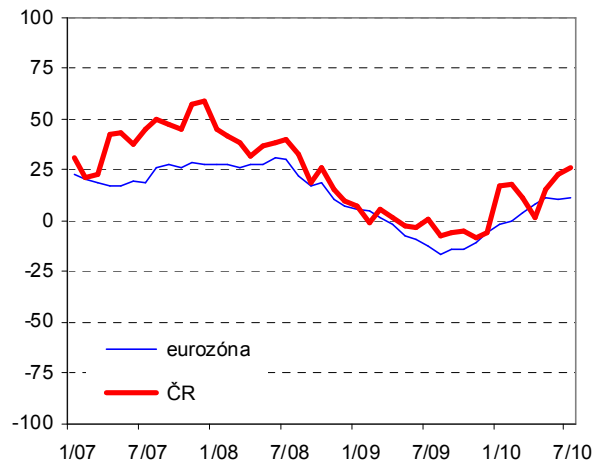


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

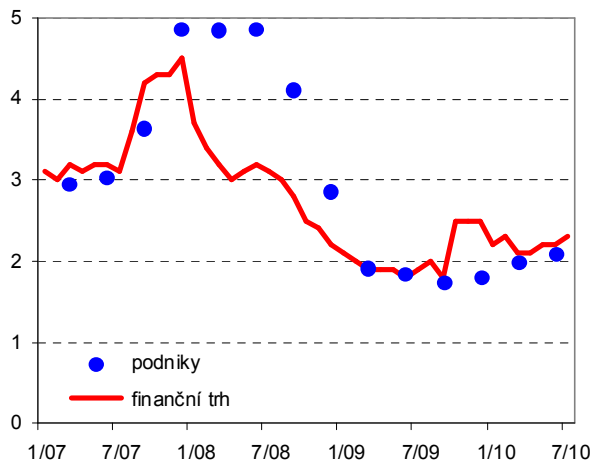


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

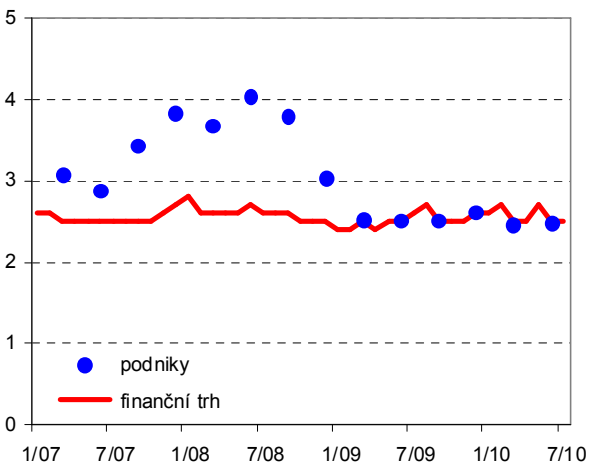


Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

