

Měnověpolitické doporučení pro 7. SZ 2010

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy ze 7. SZ 2010

Východiskem pro listopadové měnověpolitické rozhodování je *nová makroekonomická prognóza ze 7. SZ 2010*. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji současný ekonomický vývoj a jeho prognózu.

Ekonomická aktivita se bude ve zbývající části letošního roku nadále zotavovat z hospodářské recese a pokračovat ve zrychlujícím meziročním růstu. Inflační tlaky z domácí ekonomiky nejsou v současnosti patrné. Dovošní nákladové tlaky v sektoru spotřebitelských statků jsou v důsledku nedávné apreciacie kurzu aktuálně nepatrně protiinflační (v proinflačním směru působí pouze ceny komodit). Ziskové marže výrobců zůstávají nadále stlačené, jejich postupný růst k rovnovážné úrovni bude na prognóze přispívat k návratu měnověpolitické inflace na cíl.

Nová prognóza předpokládá pro letošní rok růst efektivní ekonomické aktivity v eurozóně o 2,6 %, v letech 2011 a 2012 je pak očekáván růst kolem 2 %. Růst v letošním roce je tažen zejména vývojem u našich nejvýznamnějších obchodních partnerů, tj. Německa a Slovenska. V příštích dvou letech však bude růst v zahraničí brzděn fiskální konsolidací. Spotřebitelské ceny v eurozóně porostou v letošním roce o 1,3 %, v dalších dvou letech se pak očekává mírné zrychlení růstu k necelým 2 %. Ceny průmyslových výrobců v eurozóně by se letos měly v průměru zvýšit o 2,1 %, v dalších dvou letech pak shodně o 2,5 %. Sazba 3M EURIBOR by se měla zvyšovat jen velmi pozvolna ze současné hodnoty 1,0 % na 1,2 % na konci roku 2011 a 1,5 % koncem roku 2012. To ukazuje na postupný a v čase opět oddálený nárůst eurových sazeb.

Nová prognóza předpovídá, že domácí ekonomická aktivita poroste v letošním roce o 2,3 %, v příštím roce dojde ke zpomalení tempa růstu na 1,2 % a v roce 2012 pak růst HDP opět zrychlí na 2,5 %. Růst HDP v letošním roce stimuluje zejména hrubá tvorba kapitálu díky investicím do zásob a fotovoltaických elektráren. K růstu HDP začala překvapivě přispívat i spotřeba domácností, v této oblasti však existuje výrazná datová nejistota. Příspěvky ostatních složek HDP k růstu ekonomické aktivity budou rovněž kladné, avšak jen mírně. Ke zpomalení tempa růstu HDP v příštím roce přispějí všechny jeho složky v důsledku fiskální konsolidace¹, zpomalení růstu zahraniční poptávky a odeznění vlivu obnovy zásob i investic do fotovoltaických elektráren.

Podle nové prognózy se celková domácí inflace bude v celém horizontu prognózy nacházet v blízkosti inflačního cíle. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, na prognóze dále poroste a k inflačnímu cíli se přiblíží v první polovině roku 2011. V nejbližším období přispějí k jejímu návratu na cíl regulované ceny a ceny potravin, ve vzdálenějším horizontu pak postupné ožívování tlaků z domácí ekonomiky

¹ Celkový dopad plánovaných fiskálních opatření do růstu HDP v roce 2011 je kvantifikován ve výši -0,8 p.b.

a odeznění protiinflačního působení dovozních cen spotřebních statků. Na horizontu měnové politiky se měnověpolitická inflace bude shodovat s celkovou inflací (Graf 1).²

S novou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem na delším konci prognózy. Ve 4Q10 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout cca 1,2 %. Průměr za dosavadní průběh čtvrtletí a aktuální hodnota ke dni 27.10. jsou s touto prognózou v souladu. Průměrnou hodnotu rozpětí mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo předpokládá základní scénář pro 4Q10 ve výši 0,45 p.b., což odpovídá průměru tohoto rozpětí za dosavadní průběh čtvrtletí i jeho aktuální hodnotě k 2.11. V prognóze pak pro 4Q10 dosahuje průměrná hodnota 2T repo sazby úrovně 0,7 %.

Sekce měnová a statistiky hodnotí **rizika základního scénáře** jako vyrovnaná. V průběhu zpracování prognózy nebylo identifikováno žádné riziko, které by vedlo ke zpracování alternativního scénáře. Byl však zpracován standardní citlivostní scénář kurzu, a dále pak citlivostní scénáře vyššího vlivu cen komodit na domácí inflaci a zvýšení snížené sazby DPH v roce 2012. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem nové prognózy, a další měnověpolitické úvahy.

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

Při zpracování prognózy byly registrovány některé signály o rostoucích světových cenách energetických, neenergetických a potravinářských surovin, které by mohly mít vliv na domácí cenové okruhy včetně spotřebitelské inflace nad rámec – již tak výrazného – dopadu zachyceného v základním scénáři prognózy. Riziko možného silnějšího vlivu světových **cen surovin a cen zemědělských výrobců** na domácí ekonomiku je proto popsáno zpracovaným citlivostním scénářem vyšších cen komodit. Tento scénář je simulován pomocí vyššího mezičtvrtletního růstu cen zahraničních průmyslových výrobců ve 4Q10 o 1 p.b. Zároveň scénář předpokládá vyšší čistou inflaci pro stejné čtvrtletí z důvodu o 0,6 p.b. vyšších domácích cen potravin. Uvedený souběh šoků vede v nejbližších čtyřech čtvrtletích k vyšší domácí inflaci (o 0,2 – 0,3 p.b.), vyšším úrokovým sazbám (o 0,1 – 0,3 p.b.) a silnějšímu měnovému kurzu (o 0,1 – 0,2 CZK) oproti hodnotám ze základního scénáře. Křivky futures kontraktů pro světové ceny komodit se však v poslední době otáčejí směrem k jejich budoucímu poklesu. To zřejmě souvisí s množícími se obavami, že globální ekonomický růst může být nižší, než se ještě donedávna očekávalo. Mnoho zemí bude muset přistoupit k fiskální konsolidaci, která může významně přibrzdit ekonomické oživení (viz též část 4 tohoto MPD), panují obavy ohledně udržitelnosti oživení v USA, zpomalení čeká Čínu, kde začala tamní centrální banka zvyšovat úrokové sazby, aby zabránila přehřívání ekonomiky apod. To

² Již realizované změny nepřímých daní budou ovlivňovat meziroční inflaci až do začátku roku 2011.

se zřejmě dotkne světových cen komodit. Zde popisované proinflační riziko tak vnímáme jako poměrně mírné.

4. Další měnověpolitické úvahy

a) Vláda avizovala, že jedním z dodatečných fiskálních opatření směřujících ke konsolidaci veřejných financí a/nebo jednou ze součástí penzijní reformy může být **zvýšení snížené sazby DPH**. Toto riziko popisuje citlivostní scénář, který předpokládá nárůst snížené sazby DPH z 10 % na 14 %, a to od počátku roku 2012.³ Podle tohoto scénáře se celková inflace zvýší o 1 p.b. Primární dopady změn nepřímých daní nejsou součástí měnověpolitické inflace, a proto vyšší sazba DPH nemá v simulaci přímý dopad na úrokové sazby. Ty reagují pouze na mírný pokles měnověpolitické inflace vlivem zpomalení růstu HDP, a to nepatrným snížením oproti základnímu scénáři ve druhé polovině roku 2012.

b) V čase prudce narůstá podíl elektřiny vyráběné ve fotovoltaických elektrárnách. Rostoucí ceny elektrické energie, plynoucí z podpory tohoto způsobu produkce, znatelně ovlivňují očekávaný růst regulovaných cen a celkové cenové hladiny na horizontu prognózy. V této souvislosti je otázkou, zda by cenový nárůst z důvodu rozšiřování fotovoltaických elektráren – jakožto jednorázový a státem vyvolaný cenový šok svým charakterem připomínající spíše uvalení kvazi-daně než deregulaci cen – neměl být výjimekován při měnověpolitickém rozhodování.⁴ Proto byl zpracován měnověpolitický experiment, který simuluje situaci, kdy by **na očekávané budoucí cenové dopady** tohoto fenoménu (0,35 p.b. do CPI v roce 2011) **byl aplikován institut výjimek**, podobně jako v případě nepřímých daní. Simulace ukazuje, že měnověpolitická inflace by v průběhu roku 2011 byla nižší o 0,2 – 0,4 p.b. oproti základnímu scénáři. Tomu odpovídá i nižší hladina úrokových sazeb (o 0,1 – 0,2 p.b.).

c) Námi prognózované znatelné zpomalení růstu HDP v příštím roce je z velké míry (0,8 p.b.) dáno **očekávaným restriktivním působením plánované fiskální konsolidace**, a to i přes zpracování pozitivních efektů na nabídkovou stranu ekonomiky a vliv uvolněnější měnové politiky. V této situaci stojí za povšimnutí, že v odhadovaném tempu hospodářského růstu na rok 2011 (a implicitně v předpokládaných dopadech fiskální konsolidace na ekonomickou aktivitu) se názory různých institucí a pracovišť věnujících se makroekonomické analýze a prognóze dosti liší.⁵ V prognóze ČNB je restriktivní působení plánovaných rozpočtových opatření zachyceno analogicky tomu, jak byly v minulosti do prognózy HDP a jeho složek

³ Tyto parametry citlivostního scénáře byly zvoleny víceméně arbitrárně na základě různých neoficiálních odhadů a výroků v médiích. Dle našich informací MFČR se zvýšením snížené sazby DPH v dohledné době nepočítá a toto opatření není součástí jeho podzimní makroekonomické prognózy.

⁴ Jak bylo konstatováno v minulém MPD, jedná se v tomto případě o důsledek v minulosti přijatého diskrečního politického rozhodnutí, jehož cílem bylo ovlivnit alokaci ekonomických zdrojů při výrobě elektrické energie. Svoji podstatou přitom mají poplatky zaměřené na zvýšení podílu obnovitelných zdrojů energie charakter quasi nepřímé daně. Touto „daní“ stát zatěžuje spotřebu vybrané komodity (elektrické energie z konvenčních zdrojů) za účelem profinancování své politické priority, tj. výkupu elektrické energie z obnovitelných zdrojů. Nabízí se zde tedy analogie k primárním dopadům změn nepřímých daní, na něž je standardně uplatňována výjimka z reakce měnové politiky (jsou vylučovány při výpočtu měnověpolitické inflace).

⁵ Kupříkladu převážně čeští analytici oslovení ČNB v rámci šetření IOFT očekávají pro příští rok růst HDP o 2,1 %, MF ČR má ve své podzimní prognóze růst o 2 % a OECD dokonce o 3,1 %. Přitom dle ČNB poroste ekonomika v příštím roce „jen“ o 1,2 %, ČMKOS čeká dle vyjádření svého ekonoma M. Fassmana v HN zvýšení ekonomického výkonu o zhruba 1 %, L. Lízal z CERGE-EI očekává dle svého vyjádření v HN růst HDP o 1,5 % a poměrně skeptičtí jsou podle anekdotické evidence i podnikoví manažeři.

zapracovány podobné objemově významné fiskální balíčky.⁶ Z tohoto pohledu tedy vnímáme naši prognózu jako nevyčýlenou.⁷ Nicméně skutečně realizovaná fiskální konsolidace a/nebo její dopady mohou mít pochopitelně z různých důvodů nakonec menší (ale naopak i větší) dopady, než se nyní domníváme. V případě mírnějšího zpomalení HDP (v souladu s očekáváním některých jiných pracovišť) by z toho vyplývalo riziko ve směru vyšší inflace a vyšších úrokových sazeb. Případné výraznější zpomalení ekonomiky by mělo přirozeně přesně opačný dopad. Stejně tak je otázkou, **nakolik jsou současná očekávání budoucího růstu ekonomické aktivity v eurozóně konzistentní s plánovanou fiskální konsolidací** v těchto zemích. Pokud zde vnímáme nějaké riziko, pak zřejmě ve směru nižšího růstu HDP v eurozóně ve srovnání se současným konsensem trhu, a to právě z důvodu nedoceneného restriktivního působení fiskální politiky. Implikace pro ekonomický vývoj v ČR a trajektorii úrokových sazeb by pak byly závislé na tom, zda by převážil poptávkový kanál (protiinflační působení domácí ekonomiky v souladu s nižší ekonomickou aktivitou brzděnou poklesem exportů) podpořený poklesem světových cen komodit a nižšími zahraničními úrokovými sazbami, nebo naopak kanál kurzový (proinflační riziko vyplývající z oslabení koruny vlivem zhoršení výkonové bilance ČR dané poklesem poptávky po našich exportech).

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **zářijovém zasedání** (23.9.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,75 %. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno. Z *dotazníků IOFT* (16.9.) vyplývalo, že na zářijovém 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 Thomson Reuters* (17.9.) vyplývalo, že na zářijovém zasedání BR ČNB všech šestnáct analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu byla rozložena takto: zvýšení ve 4Q10 (3 analytici), zvýšení v 1Q11 (5 analytiků), zvýšení ve 2Q11 (4 analytici), zvýšení v 1H11 (2 analytici), zvýšení ve 3Q11 (1 analytik), zvýšení ve 4Q11 (1 analytik). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0,75 až 2,25 % (medián 1,25 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že pro stabilitu základních sazeb hlasovalo šest členů BR, jeden člen navrhoval zvýšení o 0,25 p.b. Poté uvedl, že stávající prognóza se v zásadě naplňuje, její rizika byla označena za vyrovnaná. Protiinflační rizika představují fiskální konsolidace a kurz koruny. Proinflačně naopak působí nové informace z reálné ekonomiky a trhu práce a budoucí vývoj domácí inflace. Guvernér připustil, že podle některých členů BR právě tato proinflační rizika převažují. Na druhou stranu guvernér uvedl, že fiskální konsolidace bude zřejmě restriktivnější, než ČNB očekávala, a ceteris paribus měnová politika by proto v budoucnu mohla být uvolněnější.

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

⁶ Např. tzv. „rozpočtový batoh“ Topolánkovy vlády z roku 2006, protikrizový balíček opatření NERVu doplněný o návrhy ČSSD pro rok 2009 a tzv. „Janotův“ úsporný balíček ovlivňující rok letošní. .

⁷ Zapracování vlivu veřejných rozpočtů do prognózy HDP je v čase konzistentní, když s krátkodobým expanzivním/restriktivním vlivem fiskálu na poptávku v ekonomice pracujeme symetricky skrze odhadnutý souhrnný multiplikátor a jednotlivé složky poptávky.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR stagnovaly, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA se lehce zvýšily, především ve vzdálenějších splatnostech. Tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR se pohybuje v celém horizontu nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem nové prognózy, přičemž s prodlužujícím se horizontem se odchylka zvyšuje (viz Graf 4). Pravděpodobným důvodem je zejména trhem očekávaný vyšší výhled repo sazby.

Také sazby IRS s delší splatností od posledního zasedání BR zaznamenaly mírný nárůst. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,9 p.b., spread 10R-1R činí 1,3 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (15.10.) vyplývá, že na listopadovém zasedání BR ČNB dvanáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb ČNB, jeden analytik očekává jejich zvýšení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 0,75 až 1,75 % (medián 1,25 %).

Ze šetření agentury Reuters (29.10.) vyplývá, že na listopadovém zasedání BR ČNB sedmnáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb, jeden analytik očekává jejich zvýšení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: zvýšení ve 4Q10 (3 analytici), zvýšení v 1Q11 (5 analytiků), zvýšení ve 2Q11 (5 analytiků), zvýšení v 1H11 (2 analytici), zvýšení ve 4Q11 (2 analytici), zvýšení ve 2Q12 (1 analytik). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,75 až 1,75 % (medián 1,50 %).

Analytici v rámci říjnového šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 24,1 CZK/EUR, tj. o 1,7 % vzhledem k průměru za 4Q10 do 2.11. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 0,7 % na 24,4 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 4Q11 kurz na úrovni 24,1 CZK/EUR.

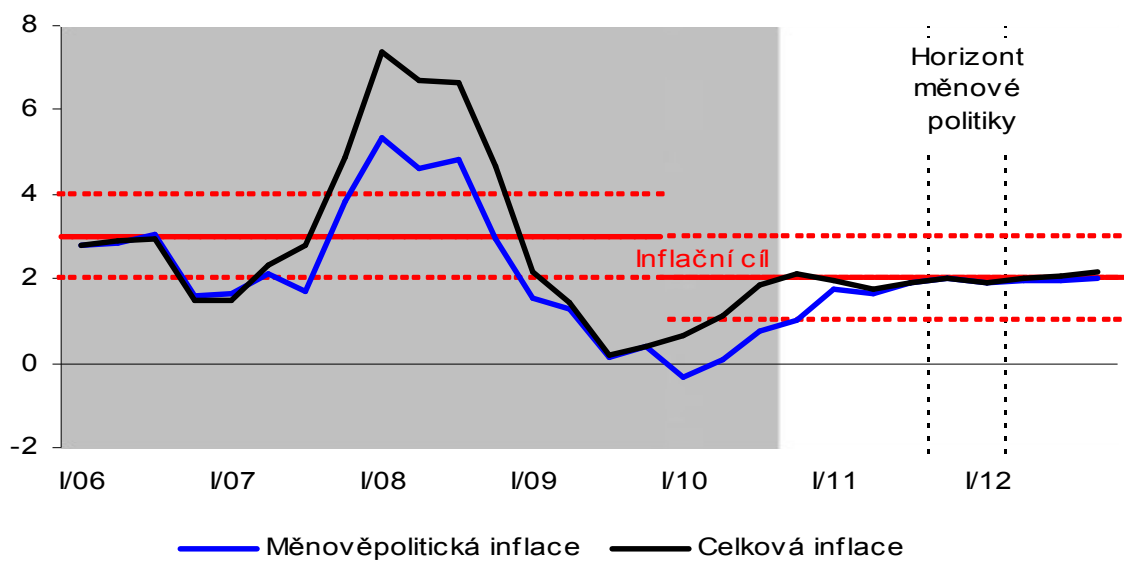
Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

| | | |
|--------|--|---|
| 11.10. | M. Singer (ČTK) | Její (základní úrokové sazby) zvyšování lze předpokládat, pokud se objeví signály budoucích inflačních tlaků. Zatím je ale v nejbližších měsících neočekávám. |
| 12.10. | K. Janáček (středoevropský investiční summit pořádaný Reuters ve Vídni) | Je jasné, že pokud bude oživení českého vývozu probíhat rychleji, budeme jistě připraveni zvednout sazby také rychleji. Ale samozřejmě nikoli v tomto roce. Není to případ tohoto roku. |
| 18.10. | P. Řežábek (Reuters) | I still feel that rates are too low. But I want our economy to get on firmer ground which can be done in an easier way, without significant changes in rates. |
| 21.10. | M. Hampl (Reuters) | Není dlouhodobě udržitelné nastavení sazeb, jak nyní jsou. Situace oproti poslednímu měnovému zasedání se pro mě zásadně nevyvíjí žádným směrem. Jsou silná rizika na obě strany, která se do značné míry kompenzují. |

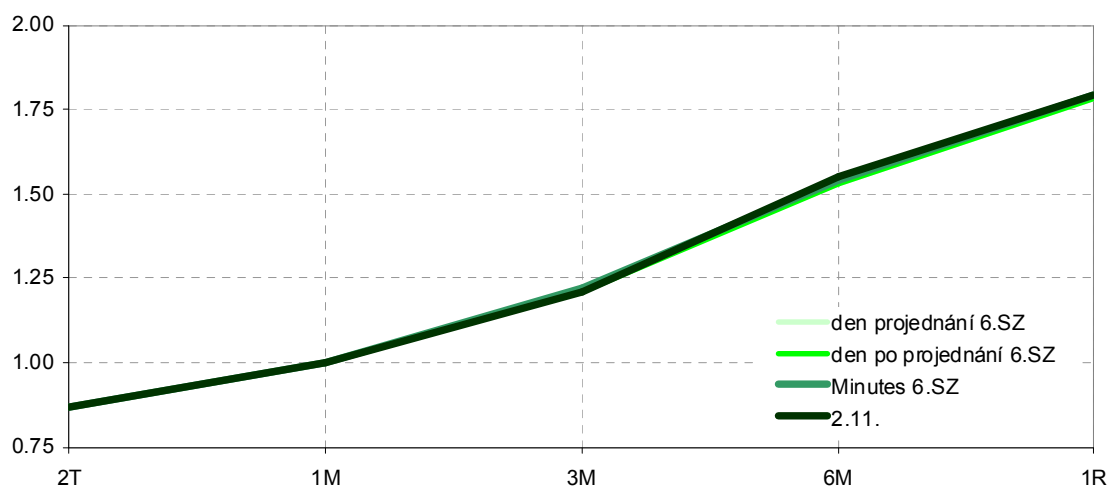
6. Měnověpolitické doporučení SMS

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

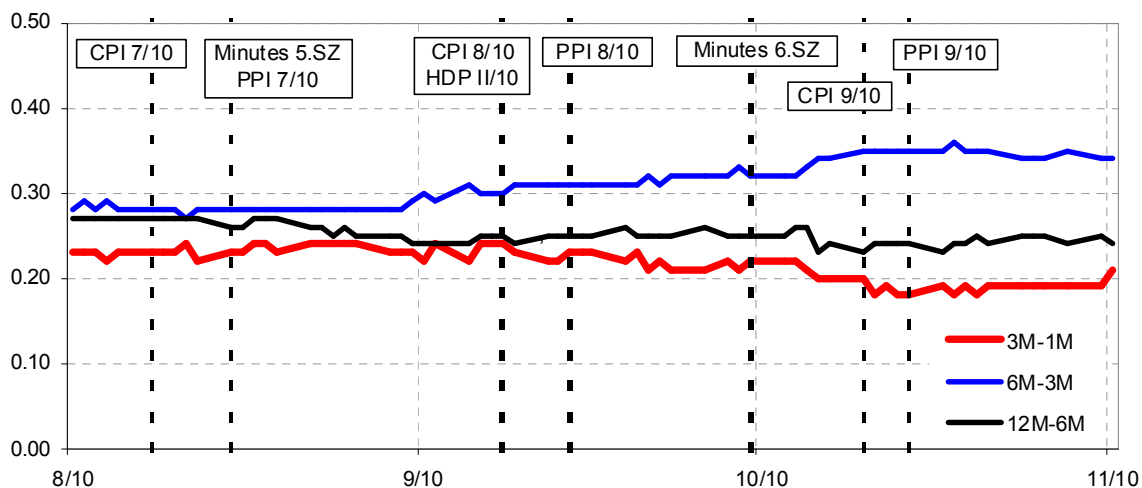
Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2010 a cílové pásmo



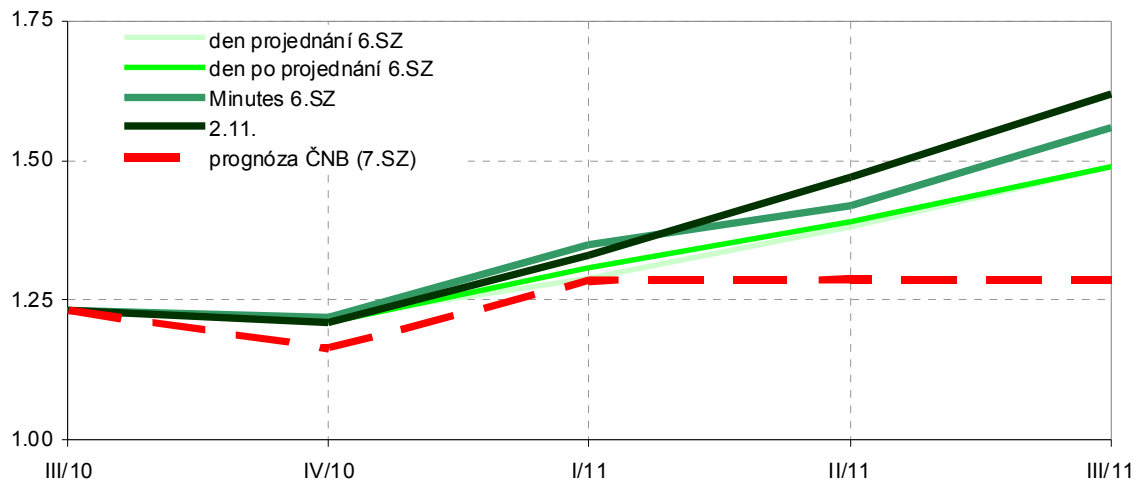
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



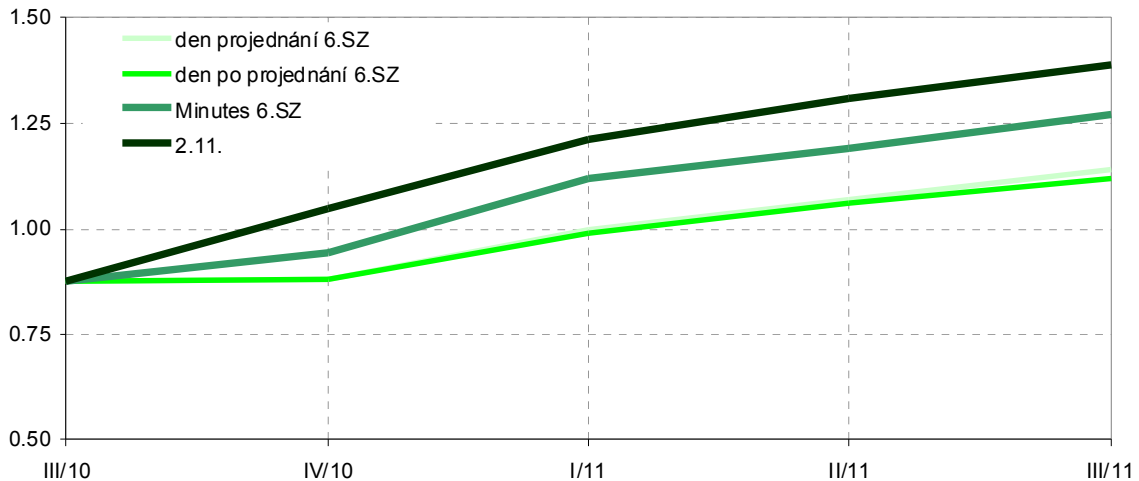
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



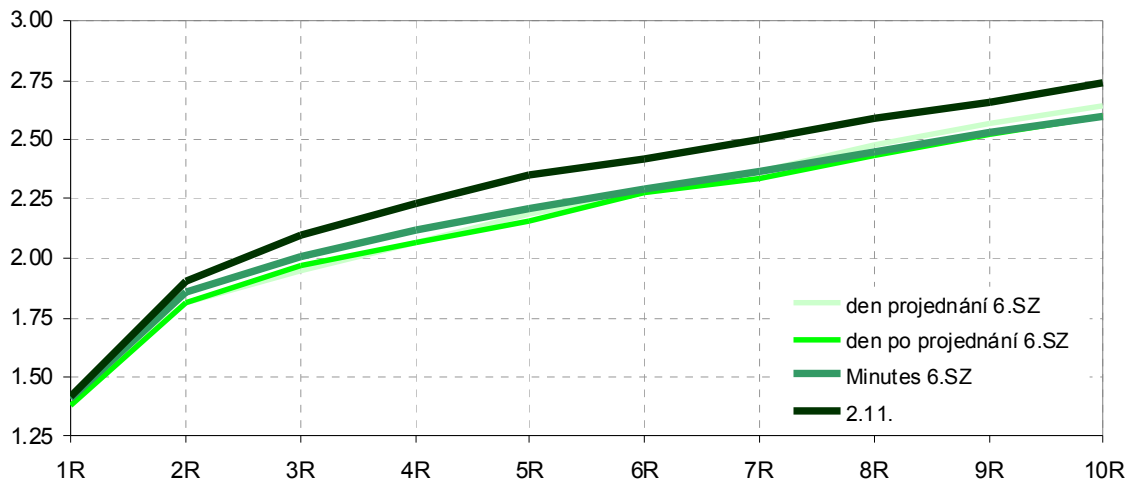
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



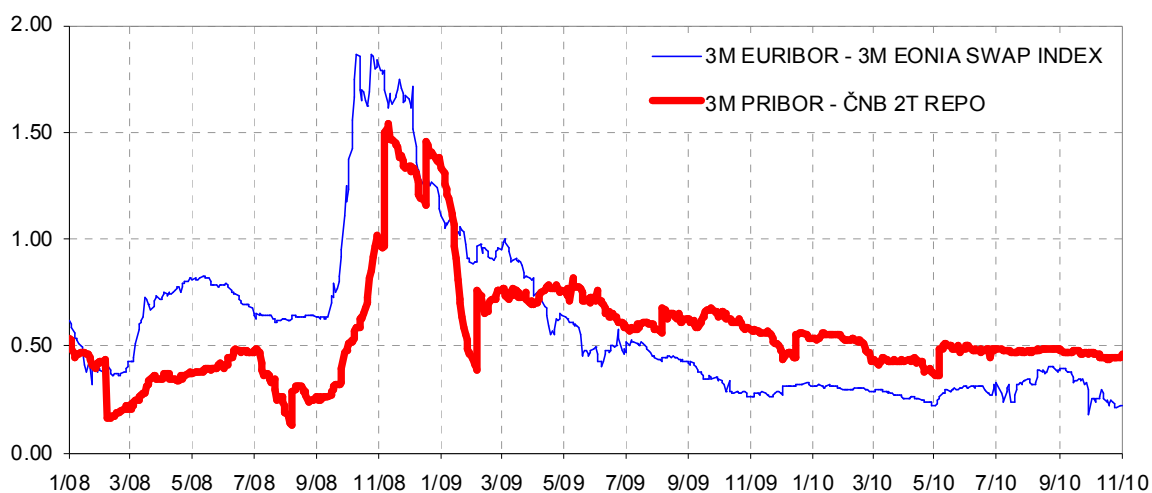
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



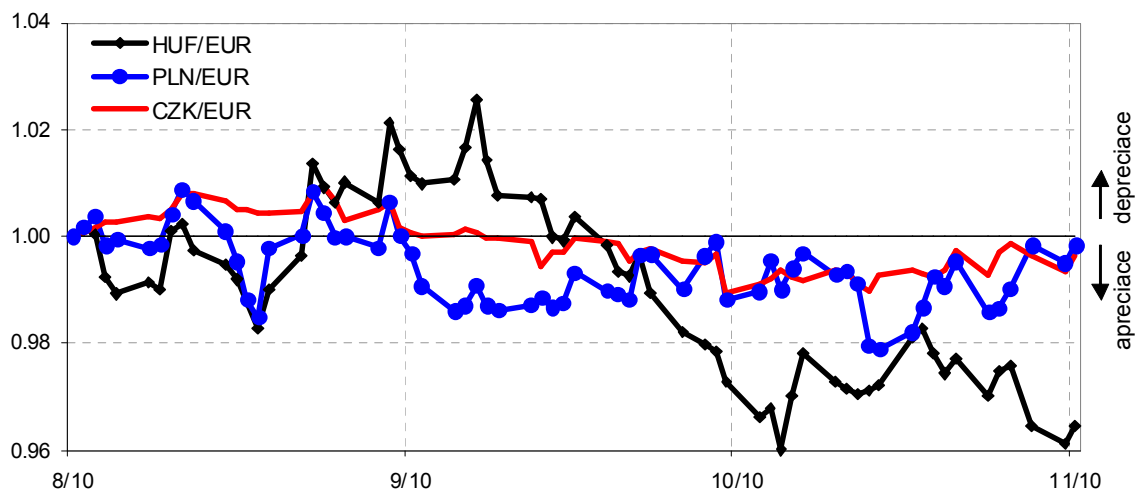
Graf 6: IRS CZK



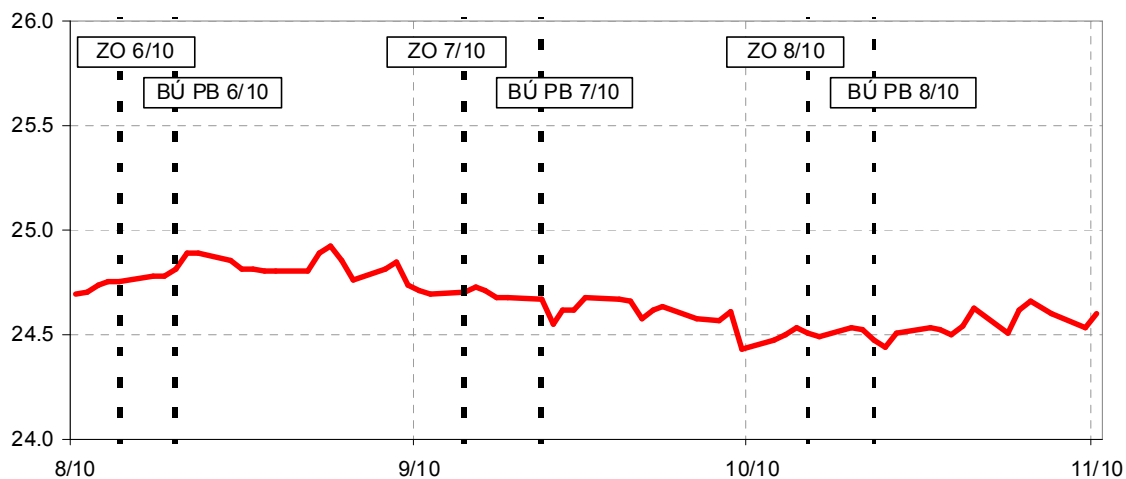
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



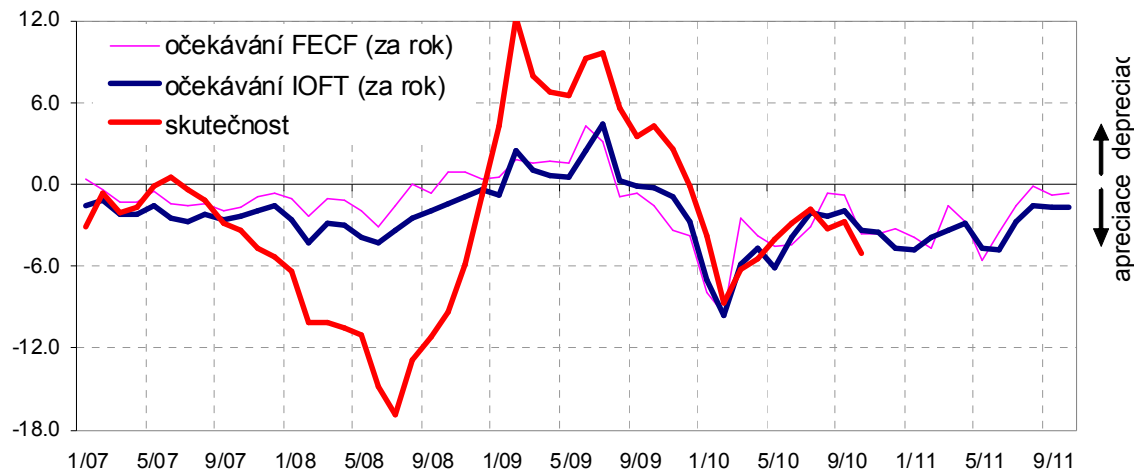
Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.8. = 1.0)



Graf 9: Kurz CZK/EUR

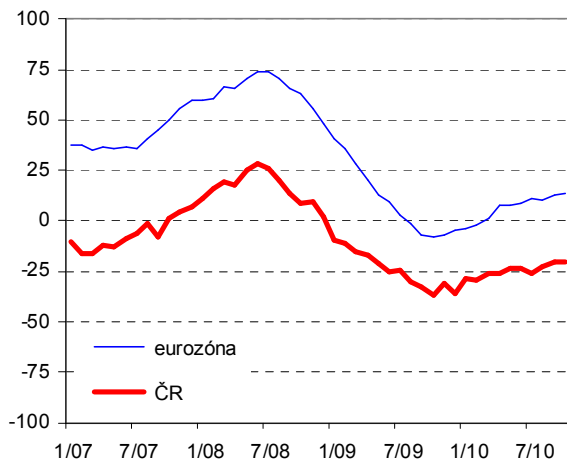


Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

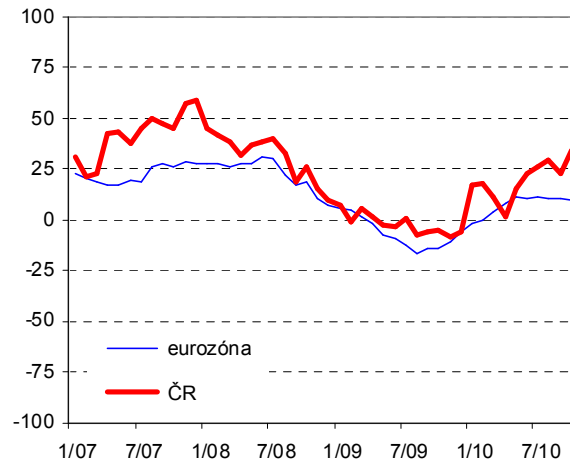


Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

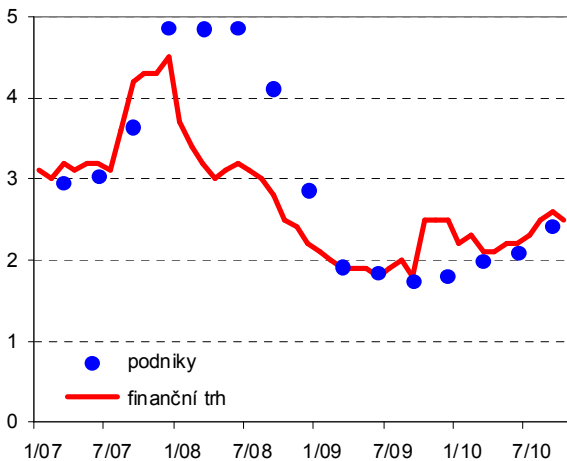


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

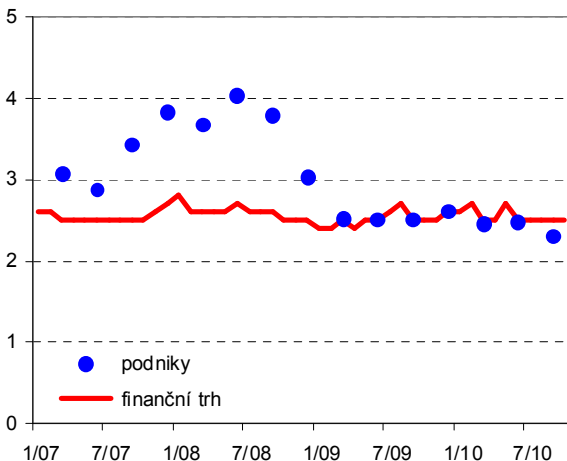


Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

