

Měnověpolitické doporučení pro 2. SZ 2011

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 1. SZ 2011

Východiskem pro březnové měnověpolitické rozhodování je *makroekonomická prognóza z 1. SZ 2011* a nové informace získané od jejího zpracování. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury stávající prognózy.

Oživení české ekonomiky pokračuje zejména zásluhou investic. Celková inflace je tažena vlivem rostoucích světových cen komodit, zatímco inflační tlaky z domácí ekonomiky jsou nepatrné a růst dovozních cen statků s vyšším stupněm zpracování zůstává utlumený. Měnověpolitická inflace je nadále pod cílem. Ziskové marže zůstávají stlačené a postupný návrat na jejich rovnovážnou úroveň nastane zřejmě od 2Q11 prostřednictvím vyšší dynamiky tržních cen i pomalého růstu nákladů v podnikové sféře.

Stávající prognóza předpokládá pro rok 2011 zpomalení růstu efektivní ekonomické aktivity v eurozóně v průměru na hodnoty kolem 2 %. Tahounem tohoto růstu nadále bude především německá ekonomika. Dynamika růstu se přitom koncentruje do první poloviny letošního roku, poté se do výsledků ekonomické aktivity již naplno promítne fiskální konsolidace v jednotlivých členských státech eurozóny. Po přechodném zpomalení v letošním roce hospodářský růst v eurozóně v roce 2012 mírně zrychlí. Spotřebitelské ceny v efektivní eurozóně porostou v letošním i příštím roce o zhruba 2 %. U cen průmyslových výrobců se pak v důsledku pozorovaného zvýšení cen komodit očekává růst na úrovni 2,9 % v letošním roce, v roce 2012 na úrovni 2,3 %. Sazba 3M EURIBOR roste v referenčním scénáři stávající prognózy v průběhu letošního roku ještě umírněně, ale v jeho závěru se v souvislosti s aktuálním nárůstem inflace očekává její znatelné zvýšení a na konci roku 2012 by tříměsíční sazba měla dosáhnout 1,9 %.

V letošním roce očekává stávající prognóza snížení tempa domácího ekonomického růstu na 1,6 % v důsledku souběhu několika faktorů. Ke zpomalení ekonomického růstu přispějí spotřeba domácností a spotřeba vlády, které zpomalí svůj růst, resp. poklesnou z důvodu předpokládaného restriktivního dopadu konsolidace veřejných rozpočtů. Zároveň odezní přechodný vliv investic do zásob a do solárních elektráren z roku 2010. Dynamika vývozu zvolní v reakci na zpomalení růstu zahraniční poptávky. Čistý vývoz bude vlivem výpadku dovozně náročných komponent domácí poptávky (zejména fixních investic a zásob) přispívat k růstu HDP neutrálně. V příštím roce tempo růstu HDP znatelně zrychlí na 3 % díky zrychlení zahraniční poptávky při postupném oživení domácí poptávky.

Podle stávající prognózy se celková inflace bude na celém horizontu prognózy nacházet poblíž inflačního cíle. Na jednu stranu z ní již v 1Q11 z velké části odezní dopady změn nepřímých daní. Na druhou stranu měnověpolitická inflace na prognóze dále vzroste a bude se spolu s celkovou inflací pohybovat poblíž cíle. K tomu mají přispívat postupně silící tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním v současnosti nízkého mzdového růstu a postupným zvyšováním marží. Tyto tlaky budou v prognóze částečně kompenzovány posilováním měnového kurzu, které z hlediska dovozních cen převáží nad vlivem růstu cen v zahraničí. Dovozní ceny proto budou až do konce roku 2011 celkově působit směrem k nižší

inflaci. V roce 2012 očekává prognóza další nárůst domácích nákladových tlaků v důsledku zrychlujícího růstu mezd i ekonomické aktivity.

S prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od konce roku 2011. V 1Q11 i ve 2Q11 (kam převážně dopadne březnové měnověpolitické rozhodnutí o nastavení sazeb) by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 1,3 %. Průměr za dosavadní průběh 1Q11 a aktuální hodnota ke dni 22. 3. dosáhly shodně úrovně 1,2 %. Průměrnou hodnotu rozpětí mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo předpokládá základní scénář pro 1Q11 i 2Q11 ve výši 0,45 p.b., což odpovídá průměru tohoto rozpětí za dosavadní průběh čtvrtletí i jeho aktuální hodnotě k 22. 3. V prognóze pak tomu pro 1Q11 i 2Q11 odpovídá průměrná hodnota 2T repo sazby na úrovni 0,8 %.

Sekce měnová a statistiky hodnotí v 2. SZ **celkovou bilanci rizik stávající prognózy měnověpolitické inflace** jako **zhruba vyrovnanou**, u **celkové inflace** jsou s ohledem na očekávaný růst DPH **rizika proinflační**. Dále 2. SZ konstatuje, že **rizika trajektorie úrokových sazeb míří směrem nahoru** zejména s ohledem na aktuálně vyšší výhled úrokových sazeb v eurozóně odrážející světové ceny komodit. 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

a) Důvodem pro mírně nižší úrokové sazby oproti prognóze mohou být slabší inflační tlaky z domácí ekonomiky. To může být signalizováno jak dosavadním vývojem **ekonomické aktivity a trhu práce** v závěru loňského roku, tak **pozorovaným vývojem inflace** za dosavadní průběh 1Q11. Nová data národních účtů za 4Q10 znamenají zmírnění dosud plynule zrychlujícího meziročního růstu HDP. Ten v posledním čtvrtletí loňského roku dosáhl 2,6 %, což bylo o 0,9 p.b. méně, než očekávala prognóza. Ve srovnání s predikcí ve čtvrtém čtvrtletí 2010 zřetelně zpomalil růst mezd v podnikatelské (2,1 % proti 3,3 %), resp. se prohloubil pokles v nepodnikatelské sféře (-3,9 % proti -2,5 %). Hodnota celkové meziroční inflace za první dva měsíce prvního čtvrtletí letošního roku je oproti prognóze z 1.SZ o 0,3 p.b. nižší. Oproti prognóze jsou nižší všechny složky inflace, dominantní byla nicméně odchylka u cen potravin. Utlumené inflační tlaky z reálné ekonomiky a trhu práce snižují riziko průsaku aktuálně vysokých světových cen komodit do inflačních očekávání, mzdového růstu a spotřebitelské inflace.

b) Ve směru nižších úrokových sazeb může působit také dosavadní vývoj **měnového kurzu**. Prognóza předpokládá pro 1Q11 kurz na úrovni 24,5 CZK/EUR, dosavadní průměr za 1Q11 činí 24,36 CZK/EUR. Při přípravě stávající prognózy byl zpracován obvyklý **kurzový citlivostní scénář**. Podle tohoto scénáře by posílení koruny v 1Q11 na průměrnou hodnotu 23,8 CZK/EUR (což lze nyní prakticky vyloučit) vedlo v průběhu roku 2011 k poklesu inflace o 0,1 – 0,2 p.b. oproti základnímu scénáři. Implikované úrokové sazby by oproti základnímu scénáři ležely v průběhu tohoto roku o 0,3 – 0,4 p.b. níže, následně by se v průběhu 1H 2012 vracely k sazbám ze základního scénáře prognózy. Podobně jako v minulém MPD nejsme schopni rozlišit, zda je kurzová odchylka dána krátkodobými změnami sentimentu na trzích, či je naopak spíš příznakem naplňování alternativního scénáře „německá lokomotiva“. Vzhledem k tomu, že se kurz v posledních týdnech přiblížil zpět k prognóze, je implikace pro

nastavení úrokových sazeb v nejbližších obdobích zanedbatelná, a to v zásadě bez ohledu na to, které z uvedených dvou alternativních vysvětlení je blíže pravdě.

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

Argumentem v tomto směru je bezesporu poslední vývoj **světových cen komodit** a související zvýšení očekávaných budoucích **zahraničních úrokových sazeb**. Z toho vyplývající znatelné riziko pro domácí úrokové sazby je signalizováno příslušným bodem v GRIPu v 2. SZ, který odráží výsledek modelové simulace vlivu nového výhledu zahraničních veličin dle únorové publikace *Consensus Forecasts (CF)* a tehdejších tržních výhledů. Březnový CF a aktualizované tržní výhledy, které jsme obdrželi až po uzavěrcce prací na 2. SZ, na našem vnímání uvedeného rizika nic podstatného nezměnily.¹ Dosavadní vývoj napovídá o vykročení ve směru alternativního scénáře vyšších cen komodit, který byl zpracován při přípravě minulé SZ.² Okolo dalšího růstu cen komodit a růstu sazeb v eurozóně však existují nadále velké nejistoty, proto se tomuto riziku v širších souvislostech věnujeme v další části tohoto MPD.

4. Další měnověpolitické úvahy

a) Pozorovaný **ekonomický vývoj v zahraničí a jeho aktuální výhled** jsou samy o sobě natolik očividným a výrazným rizikem ve směru vyšších domácích úrokových sazeb oproti prognóze, že jsou zanedbatelným argumentem pro to, aby měnověpolitické doporučení vyústilo do návrhu zvýšit úrokové sazby již na březnovém zasedání bankovní rady. To by případně znamenalo poměrně výrazné odchylení od doposud komunikované očekávané stability sazeb do závěru roku 2011. Vyšší světové ceny komodit, resp. příslušný alternativní scénář, byly přitom jedním ze tří výrazných rizik, která byla komunikována při zveřejnění poslední prognózy. V tomto alternativním scénáři byly domácí tržní úrokové sazby 3M PRIBOR vyšší o 0,2 p.b. pro 1Q11 a o 0,4 p.b. pro 2Q11, a to pod vlivem nárůstu světových cen všech podstatných komoditních skupin o 20 % oproti základnímu scénáři na dobu 4 let, na který reagovaly zahraniční úrokové sazby okamžitým nárůstem. Relevance uvedeného alternativního scénáře včetně jeho měnověpolitických implikací je bytostně závislá na tom, zda pozorované „nakročení ve směru scénáře“ je signálem skutečné budoucí realizace příběhu tohoto scénáře ve všech jeho aspektech, či nikoliv.

Zde je s ohledem na převažující vysokou nejistotu nutno připustit, že aktuální **tržní výhledy světových cen ropy** mohou být vychýleny směrem vzhůru dočasnými a spíše

¹ Očekávaná trajektorie 3M Euribor dle aktuálních tržních výhledů je oproti referenčnímu scénáři stávající prognózy vyšší na horizontu prognózy v průměru o 0,6 p.b. Pro rok 2011 je v nejnovějším, tj. březnovém CF oproti referenčnímu scénáři stávající prognózy výrazně vyšší odhad růstu cen výrobců i spotřebitelských cen. Očekávaný růst HDP eurozóny pro rok 2011 je o 0,1 p.b. vyšší, tempo ekonomického růstu v roce 2012 se shoduje s předpoklady prognózy. Aktuální výhled ceny ropy Brent na rok 2011 byl oproti lednovému výhledu zvýšen z 96 USD/b až k úrovni 110 USD/b, přičemž na této hladině by se měla ropa Brent udržet až do konce roku 2012. Na základě aktuálního výhledu lze oproti lednovému scénáři pozorovat výrazněji slabší kurz amerického dolaru vůči euru oproti původním 1,32 USD/EUR na očekávaných 1,36 USD/EUR na celém horizontu prognózy.

² O nastoupení ve směru tohoto scénáře svědčí vedle námi standardně sledovaných zahraničních veličin přímo vstupujících do prognózy i to, že dle vyjádření analytiků oslovených v rámci CF lze očekávat zvýšení základní sazby ECB již v polovině roku 2011 (ještě únorový CF předpokládal zvýšení sazeb ECB až ve 4. čtvrtletí 2011).

psychologickými faktory, resp. událostmi (konflikt v Libyi, zemětřesení v Japonsku). Vliv těchto faktorů přitom může poměrně záhy zeslábnout či zcela pominout, k odeznění „ropného šoku“ potom může dojít rychleji, než si v současnosti trhy myslí, a k naplnění našeho alternativního scénáře v jeho plné síle nemusí dojít.³ Aktuálně také dochází k posilování koruny vůči dolaru, které tlumí efektivní dopad zvýšených světových dolarových cen surovin do domácích cenových okruhů. Navíc se výhled cen kovů a potravin – narozdíl od ropy a dalších energetických surovin – od zpracování prognózy neposunul, ceny těchto surovin mají naopak tendenci stagnovat nebo klesat. To se rovněž vymyká z předpokladů alternativního scénáře, který počítal s plošným nárůstem cen všech hlavních komoditních skupin.

Stejně tak je možno relativizovat aktuální **tržní výhled zahraničních úrokových sazeb**, v němž se předpokládá výrazně vyšší a strmější budoucí trajektorie sazeb 3M EURIBOR, a to s poukazem na možné přestřelení ze strany trhů. Tržní výhled byl přitom v ročním horizontu o téměř jeden procentní bod vyšší než očekávání analytiků oslovených v rámci únorového CF. Dle březnového CF došlo sice k posunu výhledu analytiků směrem k tržnímu výhledu, když analytici zvýšili očekávání sazeb 3M EURIBOR v ročním horizontu z 1,5 % (v únoru) na 1,9 % v březnu, ale i tak analytici nečekají tak výrazný nárůst sazeb v nejbližších 12 měsících jako trhy (na 2,2 %). Názor analytiků více konvenuje pohledu SMS, když tržní výhled sazeb považujeme za vychýlený směrem vzhůru. V této souvislosti si myslíme, že ani nedávno započatou (pochopitelně poněkud více „jestřábí“) komunikaci ECB nelze vykládat jako jednoznačnou předzvěst nástupu cyklu razantního zvyšování měnověpolitických sazeb v eurozóně, i když ke zvýšení sazeb na jednom ze dvou nejbližších zasedání ECB nejspíš dojde. Proto tuto část příběhu alternativního scénáře, popř. simulace nově dostupných údajů v GRIPu (jež jsou si navzájem hodně podobné), považujeme sice v souhrnu za jasné a neoddiskutovatelné riziko ve směru vyšších domácích úrokových sazeb, ale prozatím v menší míře, než indikuje příslušný bod GRIPu či alternativní scénář vyšších cen komodit.

V neposlední řadě je třeba vzít v úvahu fakt, že případné dopady alternativního scénáře vyšších cen komodit, dojde-li přes všechna výše uvedená „ale“ k jeho naplnění, do domácí inflace se budou případně odehrávat v patrně **méně proinflačním prostředí v domácí ekonomice**, než jsme si doposud mysleli. Tento argument byl sice již uveden v části 2 tohoto doporučení, ale zatím nebylo možno zcela ohodnotit vliv nově dostupných údajů o ekonomické aktivitě, trhu práce a inflaci na velikost fundamentálních inflačních tlaků v domácí ekonomice. Nejistota je zde přitom podle všeho vychýlena směrem k více protiinflačnímu působení domácí ekonomiky oproti tomu, s čím počítala stávající prognóza, i patrně vůči tomu, na čem je založena simulace v GRIPu.

Výše uvedenou diskusi je možno zakončit stejně jako v minulém MPD úvahou, co je v aktuální situaci **potenciálně větší měnověpolitickou chybou**. V případě nedocení rizika naplnění alternativního scénáře vyšších cen komodit (a ponechání sazeb na hodnotách implikovaných poslední prognózou) může dojít ke zpřísnění měnové politiky příliš pozdě a domácí inflace může, i skrze oslabení kurzu koruny vůči euru po zvýšení zahraničních sazeb, vyrůst velmi rychle poměrně vysoko. Opačná chyba může nastat, pokud je současný vývoj ve světě jen krátkodobým výkyvem a nástup fáze zpřísnování domácí měnové politiky by byl předčasný. V takovém případě hrozí neadekvátní posílení kurzu, větší než očekávané

³ Text 2. SZ k tomu poznamenává, že „...cenová křivka termínovaných ropných kontraktů přešla z tvaru mírného „contanga“ (postupný růst ceny s rostoucí dobou dodání ropy) do tvaru „backwardation“ (což znamená, že aktuální ceny jsou nejvýše a s rostoucí dobou dodání klesají). To naznačuje, že trh považuje současnou napjatou situaci přinejmenším do jisté míry za dočasnou a po uklidnění by mělo dojít k postupnému poklesu ceny.“

zpomalení hospodářského růstu (možná ještě ve více protiinflačním výchozím prostředí, než jsme si doposud mysleli) a podstřelení inflačního cíle.

b) Oproti minulému MPD, ve kterém zcela dominovaly úvahy spojené s riziky vyplývajícími ze zahraničního ekonomického vývoje, je toto MPD bohatší o diskusi dvou navýsost domácích nově dostupných informací.⁴ První z nich je ohlášený (snad definitivní) plán na zvýšení snížené sazby DPH od roku 2012 z 10 na 14 % a následné sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % od roku 2013. Realizace tohoto opatření by znamenala tlak na vyšší celkovou inflaci. SMS zatím předběžně odhadla primární dopady uvedených změn DPH. Navrhované úpravy by měly na počátku roku 2012 významný vliv na zvýšení cen potravin a regulovaných cen. Naproti tomu v roce 2013 by převážilo snížení sazby DPH u nepotravinářského zboží a služeb a primární dopady sjednocení obou sazeb DPH by byly mírně záporné. V souhrnu za oba roky by tak primární vliv změn DPH do spotřebitelské inflace nepřekročil jeden procentní bod (viz Tabulka 1).

Tabulka 1 Primární dopady aktuálně navrhovaných změn DPH (příspěvky do inflace v p.b.)

	Od 1.1.2012	Od 1.1.2013			Celkem 2012 a 2013
	Snížená sazba: z 10% na 14%	Snížená sazba: z 14% na 17.5%	Základní sazba DPH: z 20% na 17.5%	Celkem 2013	
Inflace celkem	1.06	0.89	-1.08	-0.19	0.87
Regulované ceny	0.25	0.21	-0.12	0.09	0.34
Potraviny	0.64	0.54	0.00	0.54	1.18
Obchodovatelné ostatní	0.05	0.04	-0.51	-0.46	-0.41
Neobchodovatelné ostatní	0.12	0.10	-0.46	-0.36	-0.24

Celkové dopady uvedených opatření a jejich měnověpolitické implikace je v současnosti těžké odhadnout. Pokud nedojde spolu se změnou DPH od roku 2012 k žádnému dalšímu (kompenzačnímu) rozpočtovému opatření, což je však málo pravděpodobné, pak je vhodnou výchozí kvantifikací dopadů takového vývoje „citlivostní scénář DPH“ zpracovaný v 7. SZ 2010 (publikovaný v ZoI IV/2010). V něm byl simulován dopad zvýšení snížené sazby DPH právě z 10 na 14 % od roku 2012 s primárními cenovými dopady tak, jak jsou uvedeny v tabulce výše.⁵ V simulaci byl na tyto dopady uplatněn institut výjimek a reakce sazeb ve směru jejich nepatrného snížení v průběhu roku 2012 oproti tehdejšímu základnímu scénáři pak odrážela mírně nižší výhled měnověpolitické inflace. V současnosti je však na rozdíl od předpokladů citlivostního scénáře pravděpodobné přijetí dalších fiskálních opatření na příjmové a/nebo výdajové straně veřejných rozpočtů od roku 2012, které zřejmě budou výslednou reakci klíčových endogenních veličin modifikovat. Pro rok 2013, který je zatím za horizontem měnové politiky, se pak nad rámec změny DPH počítá se spuštěním důchodové a dle nejčerstvějších informací i daňové reformy. Obě reformy (obzvláště pak ta důchodová)

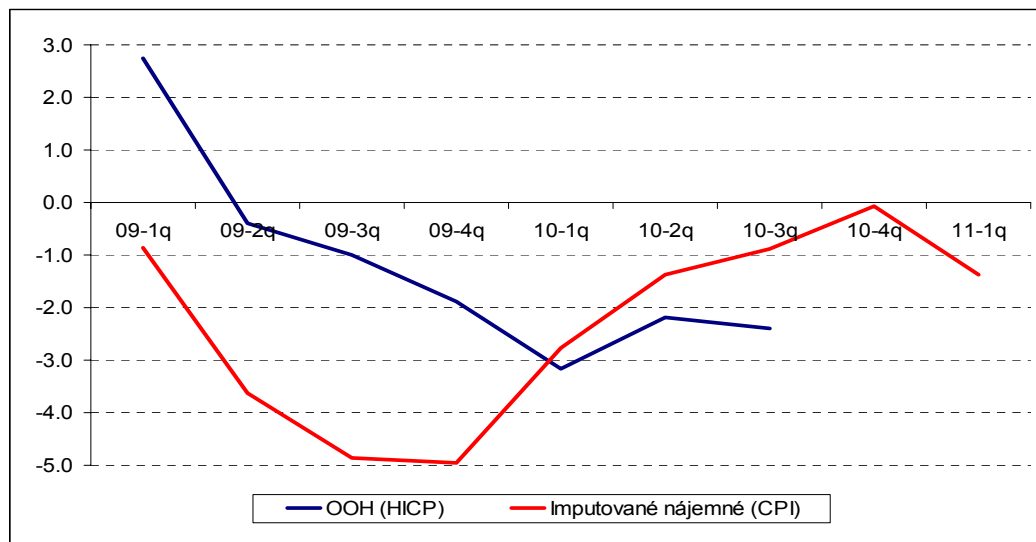
⁴ Alternativní scénář prohloubení dluhové krize v eurozóně, který byl součástí našich úvah v minulém MPD, podle nás od té doby poněkud ztratil na relevanci, neboť se zdá, že fiskální problémy některých periferních zemí eurozóny ustupují, alespoň tedy z hlediska výhledu měnové politiky ECB, do pozadí.

⁵ Primární dopad simulovaného zvýšení sazby DPH na počátku roku 2012 byl tlumen negativním poptávkovým (fiskálním) impulsem v podobě snížení reálného disponibilního důchodu domácností. Z hlediska měnověpolitické inflace a v důsledku toho i výhledu úrokových sazeb se tak jednalo o faktor působící mírně směrem dolů.

budou patrně znamenat změnu v mnoha parametrech fungování nejen veřejných financí, ale celé ekonomiky. Současné kontury reformy penzí jsou zatím stále dosti nejasné a nejisté (daňová reforma je na stole teprve pár dní) a ke schválení obou reforem v definitivní podobě teprve dojde. Předpokládáme, že v příštích čtvrtletních prognózách (v 5. SZ se přepíná prognostický horizont do roku 2013) uvedené změny zapracujeme.

c) V diskusi o adekvátní měnověpolitické reakci na současný a zejména očekávaný budoucí vývoj inflace a celé domácí ekonomiky se v poslední době objevovaly i hlasy varující před možným vznikem budoucí finanční nestability pramenící z neadekvátně nízkých stávajících úrokových sazeb. Aniž bychom v SMS měli ambici suplovat tuto část agendy ČNB, nabízíme do případného pokračování v této diskusi novou, doposud neznámou informaci. Od roku 2011 začal ČSÚ do ČNB a do Eurostatu zasílat experimentální časovou řadu „**imputovaného nájemného (OOH) získaného metodou čistého akvizičního přístupu**“. Ta by v budoucnu, v souladu s pozicí ČNB (viz podklad a prezentace SMS na poradu bankovní rady s experty v lednu 2010), měla na národní úrovni nahradit dosavadní přístup při výpočtu cenových změn v tomto důležitém segmentu spotřebitelského koše a navíc se stát součástí harmonizovaného evropského HICP.⁶ Dostupná časová řada cen OOH pokrývající období od 1Q08 po 3Q10 svědčí o pokračujícím meziročním poklesu cen v tomto segmentu v průběhu roku 2010 na úrovních kolem 2 – 3 % (viz Tabulka 3 na konci MPD). Jen málo odlišný vývoj naznačuje paralelní *Index cen nakupovaných obydlí* (v Tabulce 3 označený *Purchases of Dwellings* častěji však nazývaný *House Price Index*), který se oproti OOH liší zejména tím, že zahrnuje ceny pozemků a nákupy nemovitostí určených k bydlení mezi domácnostmi na sekundárním trhu. Srovnání OOH (pro účely HICP) s vývojem imputovaného nájemného v současném domácím CPI (počítaného metodou „rental equivalence approach“) přináší Graf 1. Z něj vyplývá, že hypotetické nahrazení stávajícího imputovaného nájemného v CPI novým OOH konceptem by po většinu roku 2010 vedlo k celkově nepatrně nižší inflaci.

Graf 1 Srovnání vývoje OOH (v dostupné časové řadě) a imputovaného nájemného (mzr. v %)



⁶ Tím by mělo dojít k tomu, že cílový cenový index bude obsahovat ceny statků a služeb spojené s nákupem bytů a domů sektorem domácností a další související peněžní vydání. Tím by se zprostředkovaně do měnověpolitické reakce měl konzistentním a evolučním způsobem včlenit finančně stabilizační aspekt, v kterém se běžně operuje v linii vazeb jdoucích od měnověpolitických úrokových sazeb, přes objemy a ceny úvěrů, k poptávce po nemovitostech a jejich cenách, zadluženosti subjektů, rizikovosti jim poskytnutých úvěrů a výsledným implikacím pro stabilitu jak bankovního sektoru, tak sektoru domácností.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **únorovém zasedání** (3.2.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,75 %. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno. Z *dotazníků IOFT* (14.1.) vyplývalo, že na únorovém zasedání BR ČNB všech dvanáct 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* (28.1.) vyplývalo, že na únorovém zasedání BR ČNB všech osmnáct analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu byla rozložena takto: zvýšení ve 2Q11 (10 analytiků), zvýšení ve 3Q11 (6 analytiků), zvýšení ve 4Q11 (2 analytici). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 1,00 až 1,75 % (medián 1,25 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že bankovní rada rozhodla většinou hlasů; pro stabilitu základních sazeb hlasovali čtyři členové BR, tři členové navrhovali zvýšení o 0,25 p.b. Poté guvernér představil novou makroekonomickou prognózu s tím, že se příliš neodlišuje od minulé prognózy. Rizika prognózy byla vyhodnocena jako významná, spojená se zahraničním vývojem, mířící oběma směry a v souhrnu vyrovnaná. Oproti nedávné minulosti, kdy byla rizika hodnocena jako protiinflační, tak došlo podle guvernéra k posunu vnímání rizik bankovní radou směrem k neutrální bilanci. Proinflační riziko představují vyšší ceny komodit, naopak protiinflačním rizikem je aktuální posílení kurzu koruny. Guvernér uvedl, že s prognózou je konzistentní nejprve stabilita tržních úrokových sazeb poblíž stávající úrovně, následovaná jejich pozvolným růstem od konce roku 2011. Podle guvernéra pozvolný růst úrokových sazeb odráží postupné posilování kurzu koruny, přičemž v současnosti je kurz nepatrně silnější.

Během února a března se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka 2). Převažovala vyjádření jdoucí ve směru budoucího zvyšování základních sazeb ČNB.

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

Sazby IRS se od posledního zasedání BR příliš nezměnily. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 1,3 p.b., spread 10R-1R činí 1,7 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z *dotazníků IOFT* (14.3.) vyplývá, že na březnovém zasedání BR ČNB očekává jeden analytik zvýšení základních úrokových sazeb, zbývajících dvanáct oslovených analytiků předpokládá stabilitu sazeb. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 1,25 až 1,75 % (medián 1,50 %), přičemž došlo k posunu spodní hranice tohoto intervalu o 0,25 p.b. výše.

Ze šetření *agentury Thomson Reuters* (18.3.) vyplývá, že na březnovém zasedání BR ČNB devatenáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb, jeden analytik očekává jejich zvýšení. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: zvýšení ve 2Q11 (11 analytiků), zvýšení ve 3Q11 (5 analytiků), zvýšení ve 4Q11 (2 analytici), zvýšení v 1Q12 (1 analytik).

Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 1,00 až 2,25 % (medián 1,50 %).

Analytici v rámci březnového šetření IOFT i v rámci šetření FECF očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 23,8 CZK/EUR, tj. o 2,3 % vzhledem k průměru za 1Q11 do 22,3 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 1Q12 kurz na úrovni 23,9 CZK/EUR.

Tabulka 2: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

28.2.	M. Singer (Profit)	... námi pozorované inflační tlaky jsou zatím v ekonomice slabé. Vidíme oživení, ale zatím nedosáhlo patřičných limitů. Dlouhodobě tyto úrokové sazby nejsou únosné. V tuto chvíli ovšem fungují. Inflation je na dvou procentech, náš současný výhled je, že u této úrovně po nějakou dobu zůstane.... Z hlediska rozhodování o měnové politice nás nezajímá primární dopad daňových úprav. Jakmile bychom však získali pocit, že to nějak dramaticky hýbe ekonomikou, zasáhli bychom.
14.3.	K. Janáček (Reuters)	Já tam cítím výrazně silné nebezpečí zrychlení inflace, a proto si myslím, že je oprávněné zvýšit sazby o 25 základních bodů... Můj názor je, že efekt vysokých cen komodit bude trvat bohužel déle než německá lokomotiva. V tomto případě bychom se sazbami nešli tak rychle nahoru, abychom nedusili růst... Hospodářský pokles je za námi, dnes jsme v období růstu, sice pomalého, ale evidentního růstu, a já si myslím, že bychom se měli navracet k normální úrovni úrokových sazeb, to znamená k tomu, aby reálné úrokové sazby nebyly příliš negativní.
14.3.	E. Zamrazilová (Dow Jones Newswires)	My attitude [on interest rates] hasn't changed since the last meeting and I really see no time to wait... Moreover I feel that Czech exports are jumping on the bandwagon of the German [export] locomotive which is heading to Asia... The growth is accompanied by some threatening inflationary pressures and those are tied not only to food prices [but also] second-round effects of energy prices, metal prices
15.3.	P. Řežábek (Bloomberg)	I would expect a slight monetary-policy tightening earlier than indicated in our latest forecast I'm prepared for a hike, because I don't find such low rates favorable for overall longer-term economic stability... For me, demand pressures are the main risks in terms of inflation, and since there are no such risks visible in the near term, the question is when to tighten the monetary conditions...The market appears to be thinking we will automatically follow the ECB. The relation between the ECB and Czech monetary policy is not that automatic. The Czech economy is in a different situation than the euro zone ... The Czech Republic is registering increased demand from abroad but that doesn't have to mean a significant increase in inflation. I'm not worried that increased demand pressures, generating demand-driven inflation, will emerge in a relatively near-term period.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

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

Situaci hodnotíme v souhrnu jako poměrně obtížnou pro rozhodování, když argumenty pro zvýšení sazeb již na březnovém měnověpolitickém zasedání jsou silné. Vykročení ve směru zvyšování sazeb by bylo režimově čisté a konzistentní s hodnocením rizik stávající prognózy na základě nově dostupných informací a posouzení jejich vlivu na předpokládaný posun v příští prognóze.

Musíme však na druhou stranu připustit, že nejistoty obestírající nejdůležitější nově dostupné informace jsou dosti vysoké. Z výše prezentovaných argumentů považujeme za důležité zejména ty, které relativizují udržitelnost současných zvýšených výhledů světových cen komodit a rychlost nárůstu zahraničních úrokových sazeb.

Ve formulovaném doporučení se tak sváří na jedné straně naše pochybnost, zda jsou aktuální výhledy světových cen ropy a zahraničních úrokových sazeb skutečně nevyhýleným odhadem jejich budoucího vývoje, který by vedl k implikacím popsaným simulací v GRIPu či v alternativním scénáři cen komodit z minulé SZ. Na druhou miskou vah pak klademe úvahu, zda do zpracování příští prognózy může dojít k natolik významné korekci těchto výhledů, aby to nevedlo k tomu, že s novou prognózou bude konzistentní nárůst domácích úrokových sazeb (3M PRIBORu i 2T repo sazby) již pro 2Q11. Nedojde-li k takové korekci, bude započítí fáze zvyšování sazeb již na příštím měnověpolitickém zasedání naprosto na místě. S výhodou zpětného pohledu se v takovém případě bude možno ptát, proč jsme se zvyšováním sazeb nezačali již v březnu (co se od té doby změnilo?).

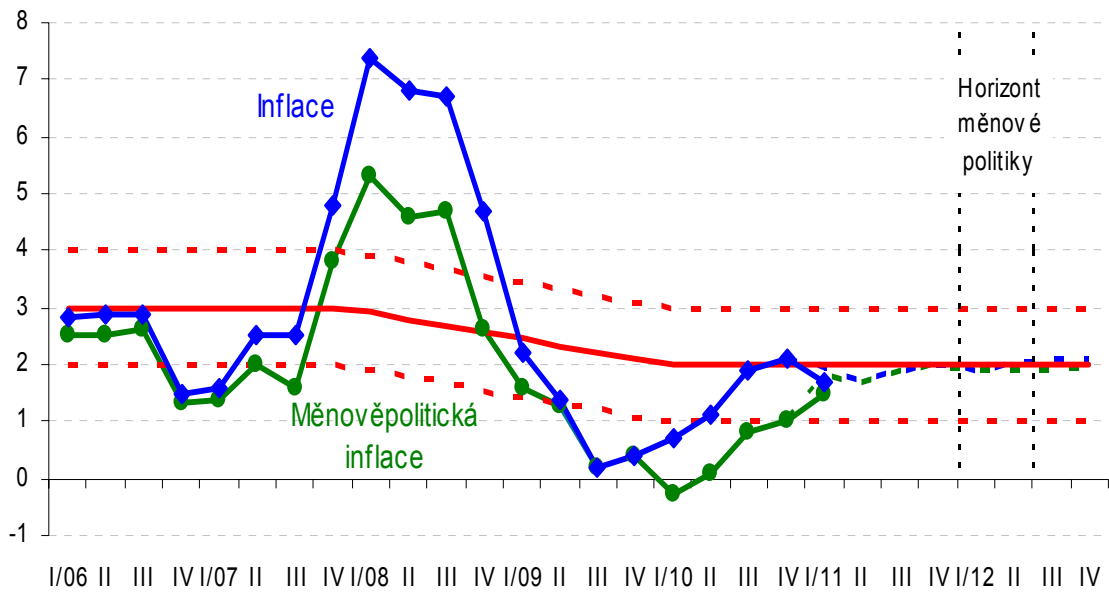
Ve výsledku v našem doporučení nakonec slabě převážila preference počkat na potvrzení robustnosti změněných výhledů zahraničního vývoje, tj. zejména na další vývoj cen komodit a příští zasedání Governing Councilu ECB počátkem dubna. U něj přitom může důležitější roli než samotné rozhodnutí sehrát doprovodná komunikace, která objasní, zda bude zvýšení sazeb ECB pouze osamocenou událostí, či zda je naopak dobré ho chápat jako začátek fáze normalizace sazeb.

Jinými slovy řečeno, eventuelní měnověpolitickou chybu spočívající v případném zahájení zvyšování úrokových sazeb až v dalším čtvrtletí považujeme za marginálně menší než chybu vyplývající z dřívějšího zpřísnění domácí měnové politiky.

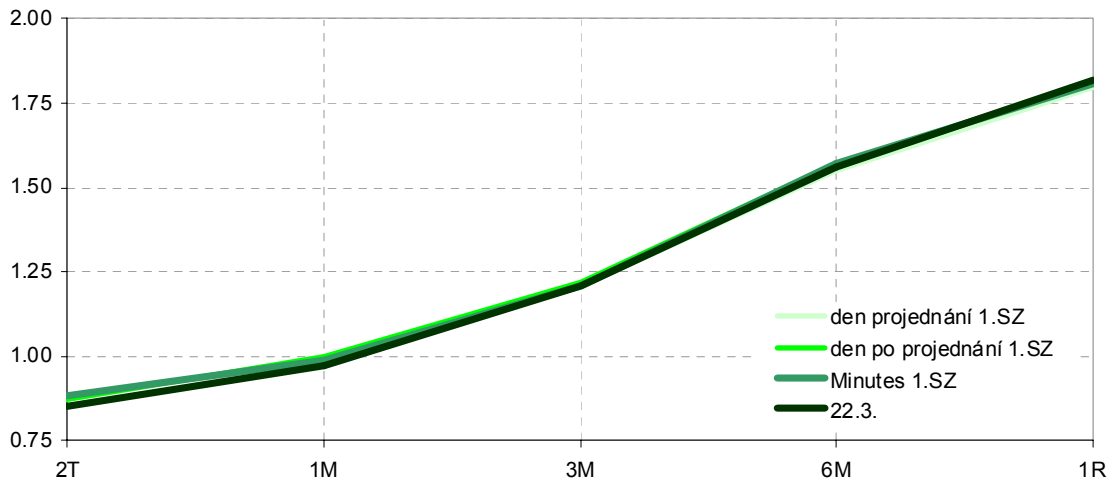
Komunikační doporučení:

Začátek fáze zvyšování domácích úrokových sazeb je pravděpodobně blíže, než jak vyplývalo z poslední prognózy ČNB, a to vlivem vývoje v zahraničí. Ten překvapuje razantností růstu světových cen energetických surovin a výrazně zvýšenými výhledy budoucích zahraničních úrokových sazeb. Převažuje tak nad vlivem domácích ekonomických veličin, které se vesměs ve srovnání s prognózou vyvíjejí mírně protiinflačním směrem.

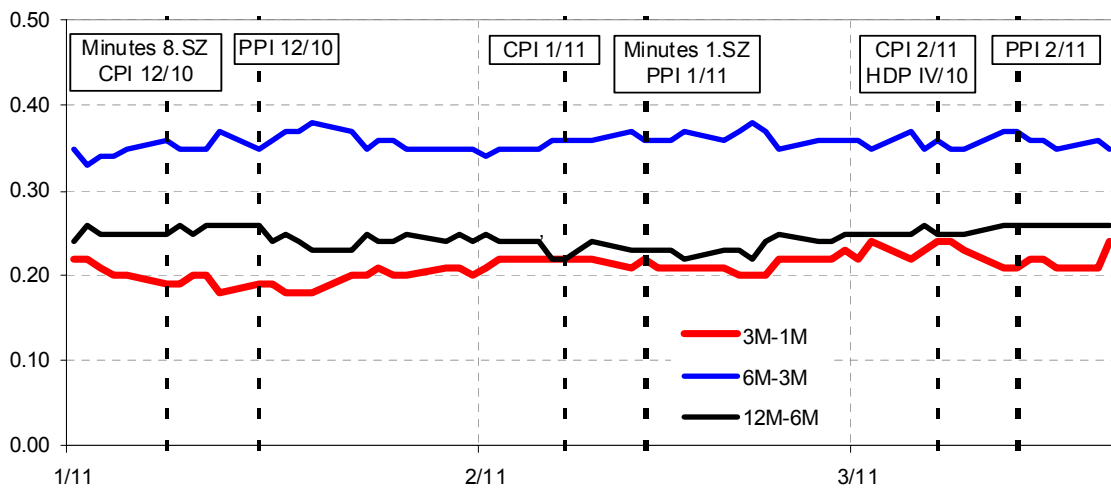
Graf 2: Prognóza inflace z 1. SZ 2011 a cílové pásmo



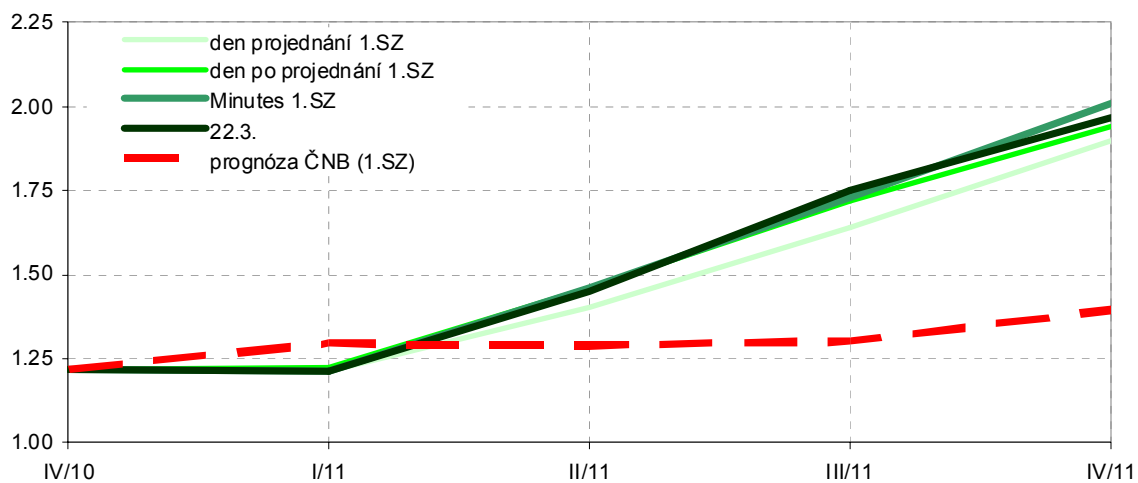
Graf 3: Výnosové křivky PRIBOR



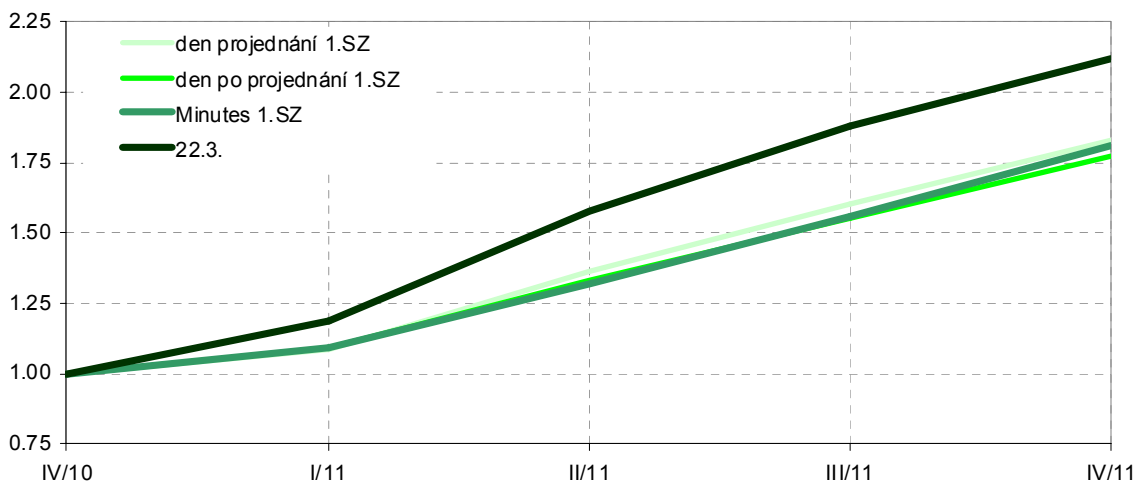
Graf 4: Úroková rozpětí – PRIBOR



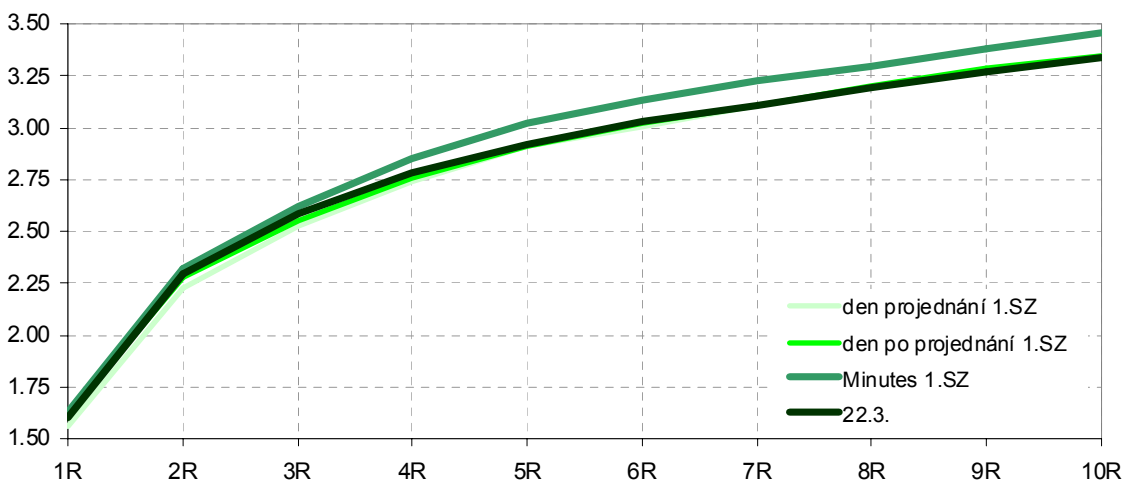
Graf 5: 3M PRIBOR, FRA



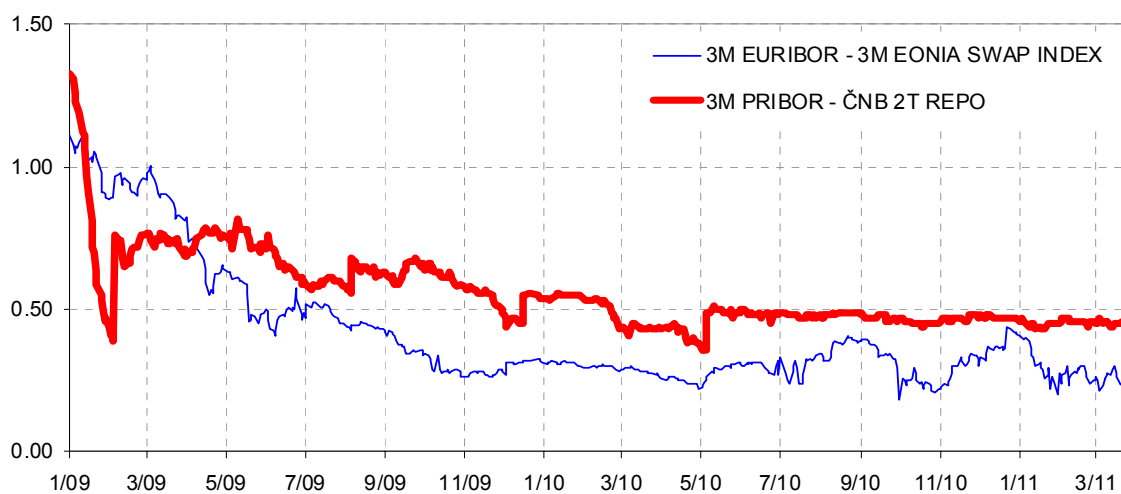
Graf 6: 3M EURIBOR, FRA



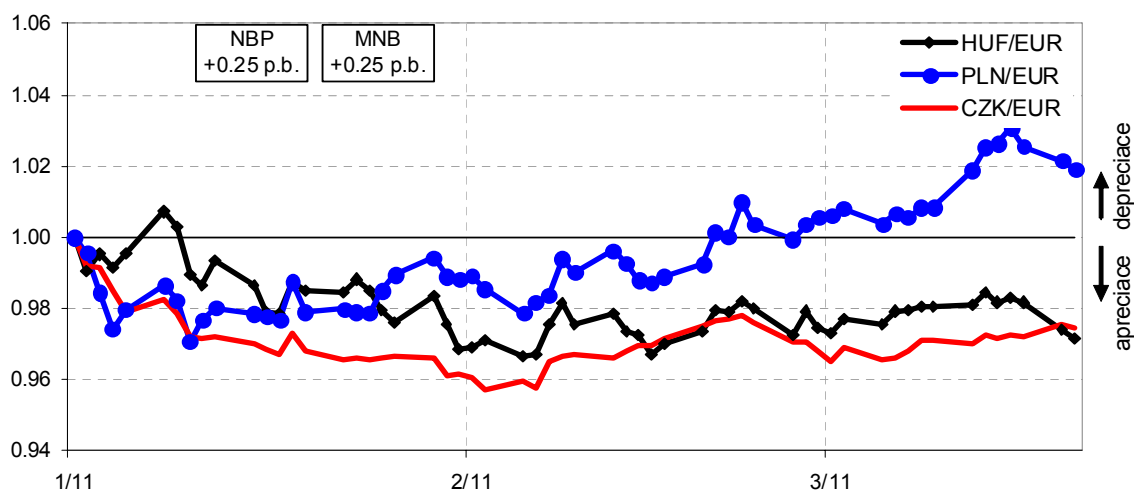
Graf 7: IRS CZK



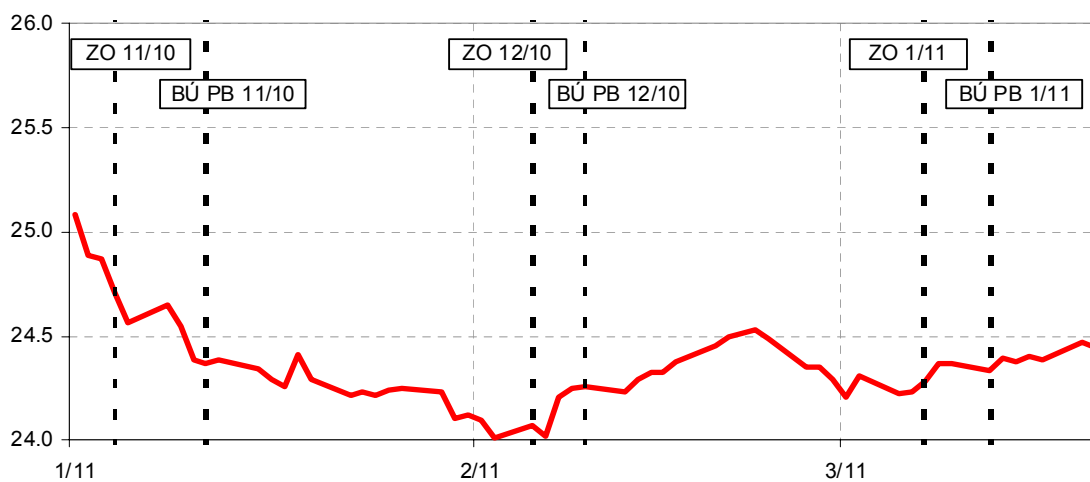
Graf 8: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



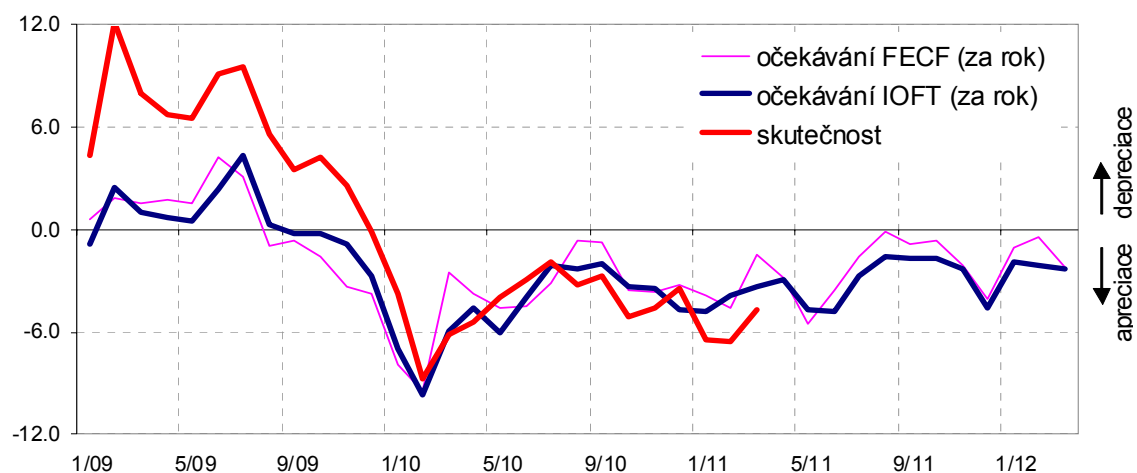
Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.1. = 1.0)



Graf 10: Kurz CZK/EUR

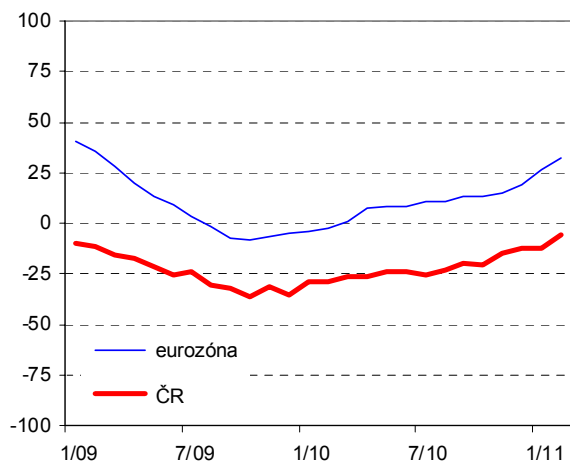


Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

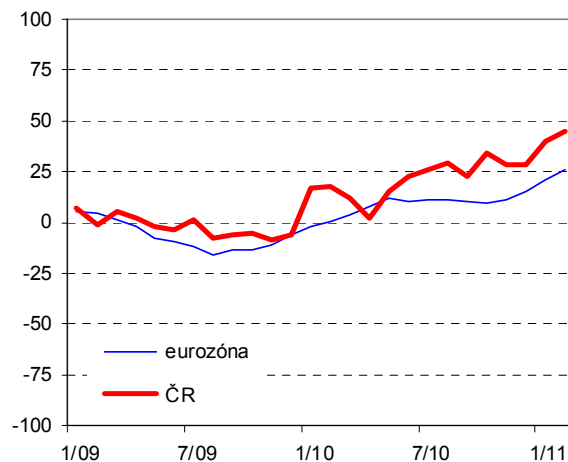


Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

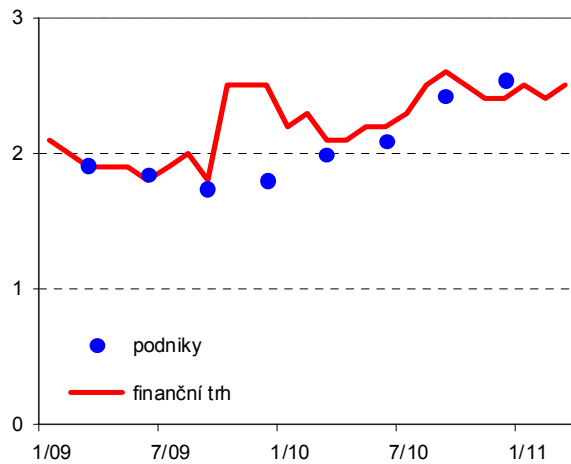


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

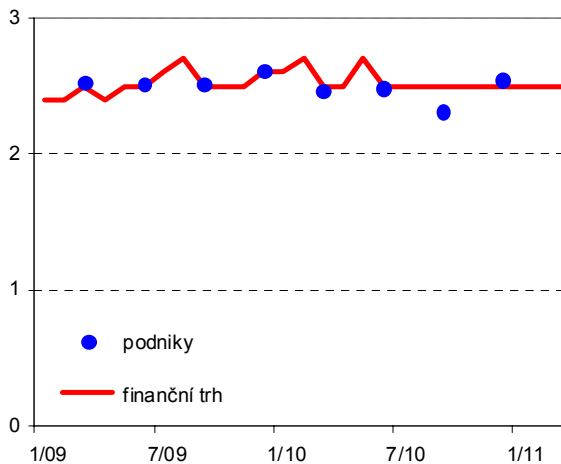


Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

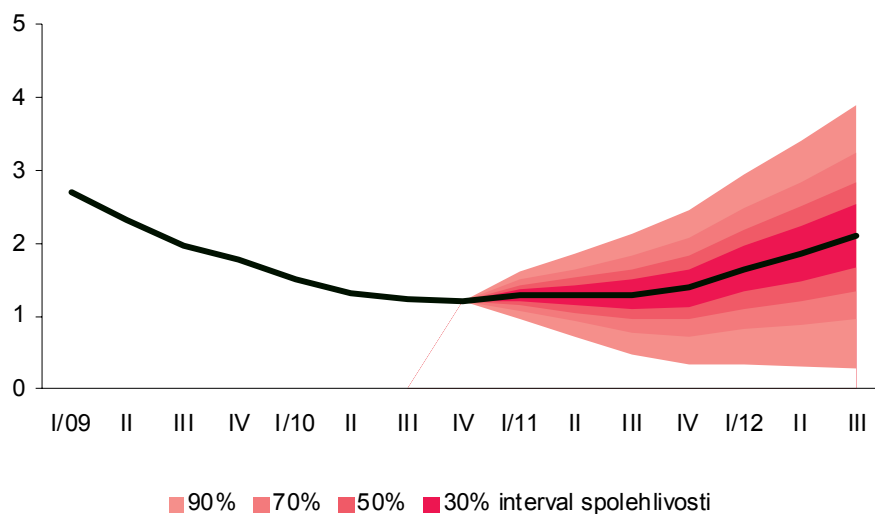
Inflační očekávání v horizontu 1R



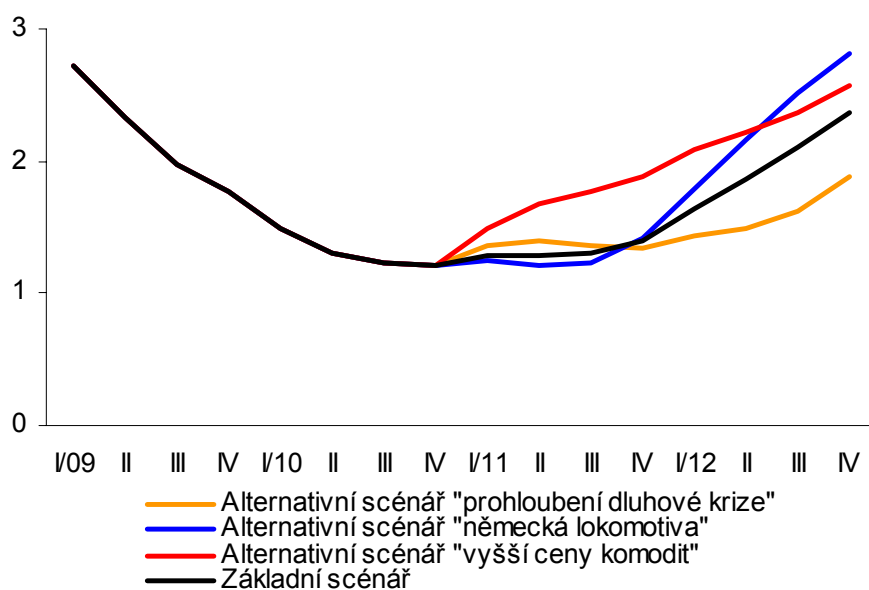
Inflační očekávání v horizontu 3R



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



Graf 15: Alternativní scénáře úrokových sazeb (3M PRIBOR v %)



Tabulka 3 Vývoj cen výdajů spojených s pořízením bydlení

IDX 2009 = 100		wghts rel 2009	IDX 2009 = 100										
			08-1q	08-2q	08-3q	08-4q	09-1q	09-2q	09-3q	09-4q	10-1q	10-2q	10-3q
R1	OOH EXPENDITURES	1000.0000	98.5	100.8	100.8	100.5	101.2	100.4	99.8	98.6	98.0	98.2	97.4
	<i>y-o-y changes in %</i>						2.7	-0.4	-1.0	-1.9	-3.2	-2.2	-2.4
R11	ACQUISITIONS OF DWELLINGS	1000.0000	98.5	100.8	100.8	100.5	101.2	100.4	99.8	98.6	98.0	98.2	97.4
R111	New dwellings	919.1116	98.0	100.2	99.9	99.7	100.8	100.5	99.9	98.8	98.2	98.5	97.7
R1111	Purchases of new dwelling	466.7787	93.3	96.8	96.6	98.2	100.4	100.4	100.2	99.0	98.2	99.2	97.6
R1112	Self built and major renovations	452.3329	102.8	103.6	103.3	101.3	101.2	100.5	99.6	98.7	98.2	97.7	97.8
R112	Existing dwellings new to households	0.0000	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
R113	Other costs related to the acquisitions of dwellin	80.8884	103.8	108.5	110.8	108.9	105.4	100.1	97.9	96.6	95.8	94.9	93.8
R12	OWNERSHIP OF DWELLINGS	0.0000	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
R121	Major repairs and maintenance	0.0000	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
H1	PURCHASES OF DWELLINGS	1000.0000	99.9	104.0	105.4	104.4	103.2	99.9	98.8	98.1	97.5	97.3	96.2
	<i>y-o-y changes in %</i>						3.3	-3.9	-6.3	-6.0	-5.5	-2.6	-2.6
H11	Purchase of new dwelling incl land	218.6619	93.4	96.7	96.5	97.9	100.3	100.4	100.3	99.1	98.4	99.4	98.1
H12	Purchase from other households	781.3381	101.8	106.0	107.9	106.2	104.1	99.7	98.4	97.8	97.3	96.7	95.7