

# Měnověpolitické doporučení pro 4. SZ 2011

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář prognózy ze 3. SZ 2011

Východiskem pro červnové měnověpolitické rozhodování je *makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2011* a nové informace získané od jejího zpracování. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury stávající prognózy.

Prognóza předpokládala, že česká ekonomika bude pozvolna zpomalovat svůj růst, který byl v předchozích čtvrtletích tažen zejména investicemi do zásob. Zdrojem inflace měly být především ceny komodit, když zahraniční cenový vývoj je z pohledu dopadů do domácích cenových okruhů zčásti tlumen zhodnoceným kurzem. Slabá domácí poptávka i nízký růst mezd vedly k závěru, že domácí inflační tlaky nejsou v současnosti patrné. Ziskové marže v sektoru spotřebitelských statků jsou již jen mírně stlačené pod svou rovnovážnou úroveň, a nepředstavují tak již výrazný proinflační faktor do budoucna.

Stávající prognóza předpokládá pro letošní i příští rok zpomalení růstu efektivní ekonomické aktivity v eurozóně směrem ke 2 %. Tahounem tohoto růstu nadále bude především německá ekonomika, brzdou naopak země „jižního křídla“ a Irsko. Zpomalení tempa růstu ekonomické aktivity přitom mělo dle předpokladů prognózy nastat již v první polovině roku 2011, a to vlivem kulminace restriktivního vlivu rozpočtové konsolidace v jednotlivých členských státech eurozóny. Spotřebitelské ceny v efektivní eurozóně porostou v letošním roce o 2,4 % a v příštím roce o 2,1 %. Růst cen průmyslových výrobců se vlivem vysokých cen komodit letos očekává na úrovni 4,7 %. V roce 2012 by měl růst výrobních cen zvolnit na 2,5 %. Trajektorie sazeb 3M EURIBOR byla ve 3. SZ nadále rostoucí, a to poměrně strmě, když pro 4Q12 byl očekávána sazba ve výši téměř 3 %.

V letošním roce očekává stávající prognóza snížení tempa ekonomického růstu v ČR na 1,5 % v důsledku zpomalení domácí poptávky i snížení tempa ekonomického růstu v zahraničí. Ke zpomalení domácí poptávky přispějí dle prognózy spotřeba domácností a spotřeba vlády, které zmírní svůj růst, resp. poklesnou z důvodu předpokládaného restriktivního dopadu konsolidace veřejných rozpočtů. Zároveň se v roce 2011 očekává odeznění vlivu investic do zásob. Dynamika zahraničního obchodu zvolní v reakci na zpomalení růstu zahraniční poptávky a v případě dovozu i na útlum poptávky domácí. Ve výsledku přitom bude čistý vývoz v roce 2011 kladně přispívat k růstu HDP. V příštím roce tempo růstu HDP zřejmě zrychlí na 2,8 %, přičemž nejvýznamněji k němu přispěje spotřeba domácností v důsledku zrychlení růstu mezd a tvorba hrubého kapitálu v souvislosti s oživením fixních investic.

Podle stávající prognózy se celková inflace bude na celém horizontu prognózy nacházet poblíž inflačního cíle. Vzhledem k malému dopadu změn nepřímých daní zapracovaných do základního scénáře prognózy (jde pouze o vyprchávací minulé, resp. pro rok 2012 očekávané dopady změn spotřební daně z cigaret) se i měnověpolitická inflace bude pohybovat poblíž cíle. K tomu budou přispívat na prognóze postupně sílící inflační tlaky z domácí ekonomiky spojené se zrychlováním mzdového růstu. Nárůst domácích inflačních tlaků bude od poloviny roku 2011 částečně kompenzován postupným posilováním měnového kurzu, jenž z hlediska dopadů do čisté inflace převáží nad vlivem růstu cen v zahraničí. Nárůst domácích nákladových tlaků by měl pokračovat i v roce 2012 v souvislosti

s opětovným oživením zahraniční poptávky i české ekonomiky a se zrychlujícím růstem mezd.

S prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich postupný růst počínaje 4Q 2011, čemuž odpovídá hodnota tržních úrokových sazeb 3M PRIBOR pro 2Q11 ve výši 1,2 %. Průměr uvedené sazby za dosavadní průběh 2Q11 a aktuální hodnota ke dni 21. 6. dosáhly shodně úrovně 1,2 %. Průměrnou hodnotu rozpětí mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo předpokládá základní scénář pro 2Q11 ve výši 0,45 p.b., což se shoduje s průměrem tohoto rozpětí za dosavadní průběh čtvrtletí i jeho aktuální hodnotou k 21. 6. V prognóze pak tomu pro 2Q11 odpovídá průměrná hodnota 2T repo sazby na úrovni 0,8 %, tj. její ponechání na stávající úrovni. Pro 3Q11, kam převážně dopadne červnové rozhodnutí o sazbách, je se stávající prognózou konzistentní hodnota sazby 3M PRIBOR na nezměněné úrovni 1,2 %.

Sekce měnová a statistiky hodnotí ve 4. SZ **celkovou bilanci rizik měnověpolitické inflace** jako **vyrovnanou**. Bilance rizik prognózy celkové inflace je hodnocena jako proinflační, a to z důvodu plánovaných změn DPH. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem prognózy, a další měnověpolitické úvahy.

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

**a)** Riziko tímto směrem vyplývá z vývoje vnějšího prostředí, k aktualizaci jehož výhledu došlo při zpracování 4. SZ na základě květnového vydání publikace Consensus Forecast a souvisejících tržních výhledů. U očekávané trajektorie sazeb **3M EURIBOR** došlo po předchozích posunech vzhůru ke korekci, když komunikace ECB utlumila očekávání trhů ohledně dalšího rychlého zvyšování sazeb v eurozóně. Výhled tak sice zůstává rostoucí, ale posunul se směrem dolů s tím, že tato odchylka pro vzdálenější konec prognózy postupně narůstá. Ze zbývajících zahraničních veličin došlo k nejvýraznějšímu posunu vůči předpokladům stávající prognózy u výhledu růstu cen průmyslových výrobců v eurozóně, který se pro nejbližší období zřetelně zvýšil. V souhrnu má nový zahraniční výhled dopad do znatelného snížení trajektorie domácích úrokových sazeb, jak ukazuje simulace bodu zahraničí v GRIPu ve 4. SZ. Zahrnutí červnového CF a posledních tržních výhledů, které byly k dispozici až po uzavření prací na 4. SZ, dále poněkud prohlubuje uvedené riziko ve směru nižších domácích úrokových sazeb z důvodu dalšího mírného posunu celého výhledu sazeb 3M EURIBOR směrem dolů.

**b)** Vedle rizika uvedeného v předchozím bodě, které vyplývá spíše z běžné volatility vývoje a prognóz, stále přetrvává již v minulosti identifikované fundamentální riziko týkající se vnějšího prostředí, jehož naplnění by mimo jiné rovněž znamenalo nižší výhled sazeb 3M EURIBOR. Tímto rizikem je případná **eskalace dluhových problémů** některých zemí eurozóny, zejména Řecka, jehož realizace (stále těžko říci nakolik pravděpodobná ve smyslu možných následků popsaných níže) by měla dalekosáhlé následky. Podle posledních zpráv Řecko nezvládá plnit podmínky mezinárodní pomoci od MMF a zemí eurozóny a jeho návrat na kapitálové trhy je prakticky nemožný. Proto pro něj připravují zástupci MMF, ECB i eurozóny nový ekonomický plán, který by měl zahrnovat další vládní úspory a urychlení privatizace. Bankrot Řecka, popřípadě jeho stupňující se hrozba, by přitom mohly vynutit rychlejší fiskální konsolidaci i v jiných v zemích EU a zároveň negativně ovlivnit rozhodování a chování ekonomických subjektů i v zemích nepostižených fiskálními

problémy. Podobně jako v období, které následovalo po pádu Lehman Brothers, by i nyní v takovém případě mohla propadnout důvěra spotřebitelů a podniků a výrazně se snížit jejich spotřebitelský a investiční apetit. Z toho potenciálně plynoucí útlum domácí poptávky v eurozóně jako celku by velmi negativně ovlivnil exportně orientované země v jejím sousedství, včetně České republiky. Útlum ekonomického růstu eurozóny z důvodu prohloubení dluhové krize byl v podobě alternativního scénáře zpracován již v 1. SZ 2011.<sup>1</sup> Z něj vyplýval tlak na nižší úrokové sazby v eurozóně a v delším horizontu též v České republice ve srovnání s tehdejšími základními scénáři. Závěry tohoto scénáře lze pro ilustraci diskutovaného rizika využít podobně jako v předchozích MPD i nyní. Uvedený scénář přitom nepokrýval rizika možného nespojitého vývoje na finančních trzích, kde by mohlo dojít k rychlým obousměrným změnám sentimentu vůči zemím jako je ČR s dopady do vývoje měnového kurzu, výnosů vládních dluhopisů, platební bilance a dalších veličin.

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

a) Hodnota celkové meziroční **inlace** za květen letošního roku byla oproti prognóze ze 3. SZ o 0,3 p.b. vyšší. Dominantním zdrojem této odchylky je vývoj cen potravin, a to vlivem skokového růstu cen především u pekárenských výrobků v květnu. Ceny potravin tak se zpožděním odrážejí rostoucí ceny zemědělských komodit, které samy rostou rychleji, než se čekalo. SMS se na jednu stranu domnívá, že část uvedeného jednorázového zvýšení cen potravin bude vykompenzována jejich pomalejším růstem v příštích měsících. Na druhou stranu je však třeba počítat s tím, že v červenci 2011 zřejmě dojde ke zvýšení cen zemního plynu pro domácnosti, s nímž prognóza původně počítala již na duben letošního roku, takže zmizí faktor, který v květnu zčásti kompenzoval proinflační odchylku od prognózy u cen potravin.

b) Možným rizikem v tomto směru zůstává již od minulého MPD případné **méně protiinflační působení domácí ekonomiky** na počátku prognózy, a to i přesto, že bod počáteční podmínky v GRIPu ve 4. SZ leží blízko průsečíku os.<sup>2</sup> Nově dostupné údaje z reálné ekonomiky a trhu práce je možno v souhrnu interpretovat jako jdoucí ve směru poněkud rychlejšího než očekávaného ožívování ekonomiky. Oproti prognóze byl rychlejší růst HDP v 1Q11 v meziročním i mezičtvrtletním vyjádření, zejména v důsledku vyšší hrubé tvorby zásob. To je v souladu s vyšším než očekávaným hospodářským růstem v 1Q11 v Německu, který se odrazil ve zvýšení výhledu růstu HDP v efektivní eurozóně pro letošní rok v červnovém CF oproti předpokladům prognózy (ze 2,4 % na 2,7 %). Tento vývoj nemusí mít bezprostřední implikace pro aktuální nastavení měnové politiky, neboť proinflační vliv vyšší poptávky může být kompenzován rychlejším budoucím posilováním kurzu koruny, v delším výhledu by však mohl vytvářet tlak na rychlejší růst domácích úrokových sazeb (viz alternativní scénář „německá lokomotiva“ ze ZoI I/2011). Zároveň mzda v podnikatelské

---

<sup>1</sup> Případný o 1 p.b. nižší celoroční růst zahraniční ekonomické aktivity by vedl k poklesu zahraničních sazeb v roce 2011 o 0,1–0,3 p.b. a ovlivňoval by 3M PRIBOR, nejprve jeho mírným zvýšením (vlivem slabšího kurzu koruny) a následně od konce roku 2011 poklesem o 0,1–0,5 p.b. vůči základnímu scénáři z 1.SZ 2011. Tempo růstu domácího HDP by výrazně pokleslo v letošním i příštím roce. Domácí inflace se naopak oproti základnímu scénáři téměř nezměnila, neboť nižší poptávkové tlaky byly kompenzovány oslabením měnového kurzu.

<sup>2</sup> Výsledek simulace v GRIPu odráží více protiinflační strukturu HDP vyplývající z nově dostupných a revidovaných dat o HDP a jeho složkách, která kompenzuje vyšší než očekávaný celkový růst HDP a mezd v podnikatelské sféře v 1Q11. Výsledek simulace je nutno brát jako první aproximaci vlivu nových dat na stávající prognózu, přičemž plnohodnotné promítnutí celé množiny nových informací bude provedeno při zpracování nové prognózy.

sféře v prvním čtvrtletí letošního roku zrychlila tempo svého meziročního růstu na 3 %<sup>3</sup>. Po sezónním očištění růst průměrné mzdy v podnikatelském sektoru dosáhl hodnoty 2,6 %, což je hodnota o 0,5 p.b. vyšší, než očekávala stávající prognóza. Objevují se zároveň náznaky mírného oživení na trhu práce (rychlejší než očekávaný pokles registrované míry nezaměstnanosti, lehké zvýšení počtu volných pracovních míst).

#### 4. Další měnověpolitické úvahy

Alternativní scénář **zvýšení sazby DPH** zpracovaný ve 3. SZ popisuje plánovaný posun snížené sazby DPH z 10 % na 14 % s platností od 1. ledna 2012. Tento návrh prošel dne 7.6. t.r. prvním čtením v PSP ČR. Primární dopady této změny do celkové inflace činí 1,1 p.b. a nejvíce se projeví v cenách potravin a regulovaných cenách. Nicméně vzhledem k tomu, že primární dopady změn nepřímých daní nejsou součástí měnověpolitické inflace, nemají přímý dopad na úrokové sazby. Zároveň alternativní scénář – v souladu s minulými zkušenostmi a nadále utlumenou ekonomickou aktivitou – nepředpokládá výrazné sekundární dopady zvýšení sazby DPH do inflace. Měnověpolitické implikace tak má v tomto scénáři zejména restriktivní dopad vyšší sazby daně na ekonomickou aktivitu spojený s pomalejším růstem reálných spotřebních výdajů domácností.<sup>4</sup> Ten tlačí na mírný pokles měnověpolitické inflace, na což úrokové sazby reagují od 2Q12 poklesem vůči základnímu scénáři, jehož rozsah je však nepatrný. Předpokládáme, že v další čtvrtletní prognóze zapracujeme – v případě vysoké míry pravděpodobnosti schválení – uvedenou změnu sazby DPH do základního scénáře. Stejně tak tomu bude v případě druhého kroku v této oblasti – sloučení obou sazeb DPH na 17,5 % od roku 2013 (v 5. SZ se přepíná prognostický horizont do roku 2013).<sup>5</sup>

#### 5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **květnovém zasedání** (5. 5.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,75 %. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno. Z *dotazníků IOFT* (15.4.) vyplývalo, že na květnovém zasedání BR ČNB sedm analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb ČNB, dva analytici očekávali jejich zvýšení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 1,25 až 2,25 % (medián 1,50 %). Ze šetření *agentury Thomson Reuters* (29.4.) vyplývalo, že na květnovém zasedání BR ČNB devatenáct analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb, tři analytici očekávali jejich zvýšení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu byla rozložena takto: zvýšení ve 2Q11 (9 analytiků – z toho 3 na květnovém zasedání a 6 na červnovém zasedání), zvýšení ve 3Q11 (11 analytiků), zvýšení ve 4Q11 (1 analytik), zvýšení v 1Q12 (1 analytik). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 1,25 až 2,25 % (medián 1,50 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že bankovní rada rozhodla většinou hlasů; pro stabilitu základních sazeb hlasovalo pět členů BR, dva členové navrhovali zvýšení o 0,25 p.b. Poté guvernér představil novou makroekonomickou prognózu, která se podle jeho slov od minulé prognózy příliš neliší.

<sup>3</sup> Na tomto růstu se podílelo jak meziroční zvýšení počtu odpracovaných hodin v rámci přesčasů, tak i výplata bonusů z výsledků minulého roku v některých oborech.

<sup>4</sup> V roce 2012 je růst spotřeby domácností oproti základnímu scénáři nižší v rozmezí 0,4 až 1,5 p.b. Růst HDP se ve stejném roce ve srovnání se základním scénářem snižuje o 0,2 až 0,5 p.b.

<sup>5</sup> Bude rovněž nutno zvážit, v jakém okamžiku do prognózy případně zapracovat dopady navrhované daňové i penzijní reformy. Navrhované reformy jsou těsně po nebo právě v meziresortním připomínkovém řízení.

Celková i měnověpolitická inflace by se měly pohybovat poblíž inflačního cíle. Guvernér uvedl, že s prognózou je konzistentní přibližná stabilita tržních úrokových sazeb v nejbližším období a jejich postupný růst počínaje čtvrtým čtvrtletím 2011. K tomu dodal, že vývoj v zahraničí nepatrně přiblížil růst sazeb (v porovnání s minulou prognózou). Rizika prognózy měnověpolitické inflace jsou podle guvernéra vyrovnaná. Proinflačním rizikem je méně protiinflační působení domácí ekonomiky, opačným směrem by mohlo působit prohloubení dluhových problémů některých zemí eurozóny. Kromě základního scénáře prognózy ČNB zpracovala alternativní scénář zachycující efekty plánované úpravy snížené sazby DPH z 10 % na 14 % s platností od 1.1.2012. Primární dopad do inflace činí cca 1,1 p.b.; na primární dopady změn nepřímých daní však měnová politika ČNB nereaguje.

Během května a června se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky s tím, že převažovaly názory ve prospěch stability úrokových sazeb v nejbližším období (viz Tabulka).

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR stagnovaly, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA se lehce snížily, především v delším horizontu. Tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR se pohybuje poblíž trajektorie sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy (viz Graf 4).

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

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (13.6.) vyplývá, že na červnovém 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 1,25 až 2,25 % (medián 1,50 %).

Ze šetření agentury Thomson Reuters (17. 6.) vyplývá, že na červnovém zasedání BR ČNB všichni analytici předpokládají stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: zvýšení o 0,25 p.b. ve 3Q11 (16 analytiků – z toho 7 analytiků obecně ve 3Q11, 3 na srpnovém zasedání a 6 na zářijovém zasedání), zvýšení ve 4Q11 (1 analytik), zvýšení v lednu 2012 (1 analytik). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 1,00 až 2,25 % (medián 1,50 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 23,7 CZK/EUR, tj. o 2,6 % vzhledem k průměru za 2Q11 do 21.6. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 2,3 % na 23,8 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 2Q12 kurz na úrovni 23,5 CZK/EUR.

#### **Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích**

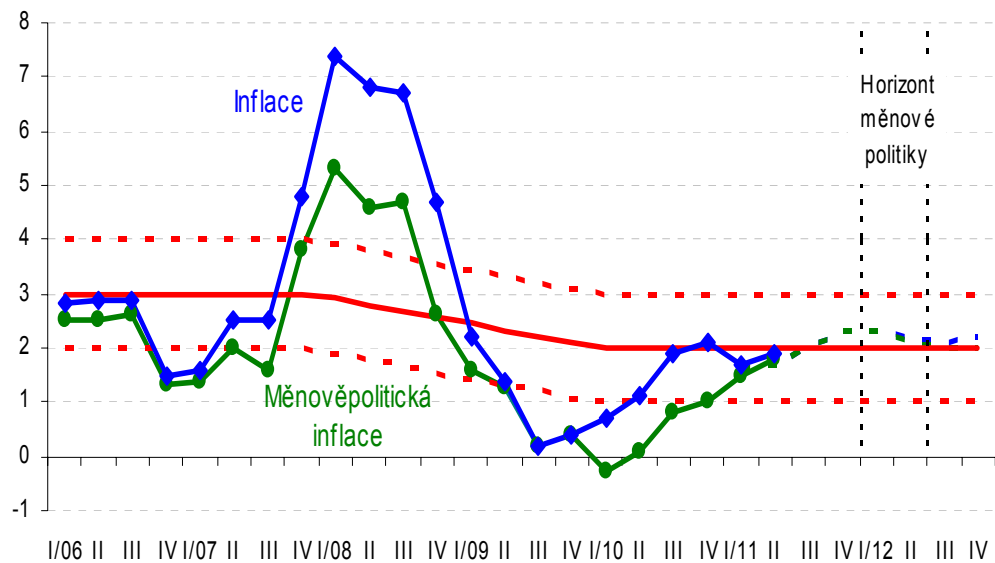
17.5.	L. Lízal (Bloomberg, obdobně Dow-Jones a Reuters)	For now, I'm comfortable with the assumption in the forecast. Unless inflation pressures are clearly visible, the flaw of keeping rates lower may be smaller than if there is a premature increase that would constrain the economy... Everybody perceives signals from the economy in a different way when the economic cycle is changing. For me, a signal would be when price pressures are clearly visible, that means that it's not just a sign of a revival, but there is pressure on prices and inflation.
18.5.	M. Hampl (on-line rozhovor pro iHNED.cz)	Pokud jde o sazby, tak se podívejte na poslední prognózu ČNB na našem webu, ta ukazuje nejpravděpodobnější okamžik růstu sazeb. S prognózou souzním. Nicméně vždy nás mohou překvapit rizika a nejistoty. Nakonec proto se jim říká nejistoty.

23.5.	L. Lízal (ČRo Rádio Česko)	V tuto chvíli, pokud budu vycházet z prognózy naší instituce, tak vlastně ano, na podzim by měl být ten čas, kdy patrně dojde ke zvýšení sazeb. Ale to je prostě postaveno na současně informaci.
28.5.	M. Singer (Dow-Jones)	I see no dramatic change since the last decision, there is some deviation from the scenario--the exchange rate is a bit possibly weaker and the euro-zone debt crisis is escalating, which is a major anti-inflationary risk, but these are roughly balanced. ... We may be raising [interest rates] sooner than previously forecast not due to the value-added tax effect but as there are small signals that the economy is picking up, producing demand-side pressure on inflation. ... I think there's too much fixation on the ECB's rates. We are not especially concerned with the ECB [rates], but we are factoring it in [nevertheless].

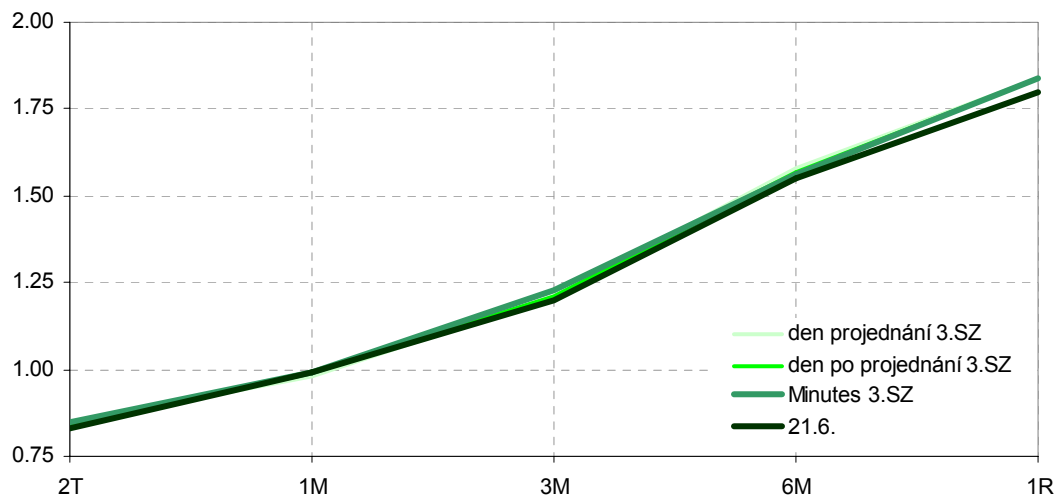
## 6. Měnověpolitické doporučení SMS

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

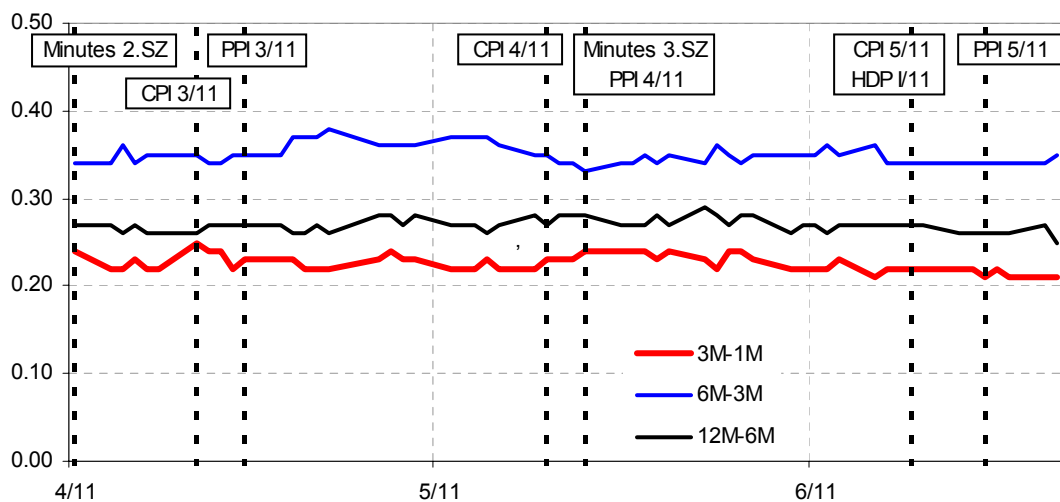
**Graf 1: Prognóza inflace ze 3. SZ 2011 a cíl ČNB**



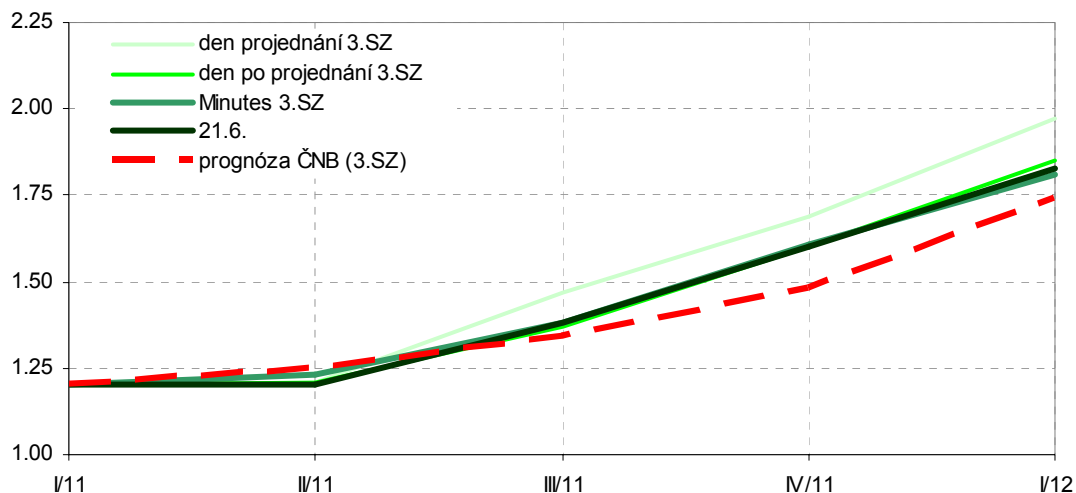
**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**



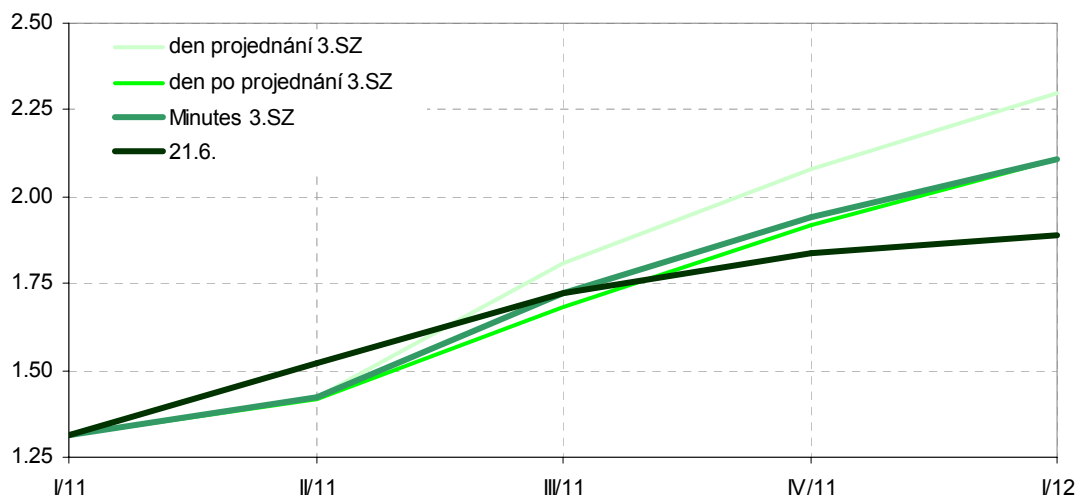
**Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR**



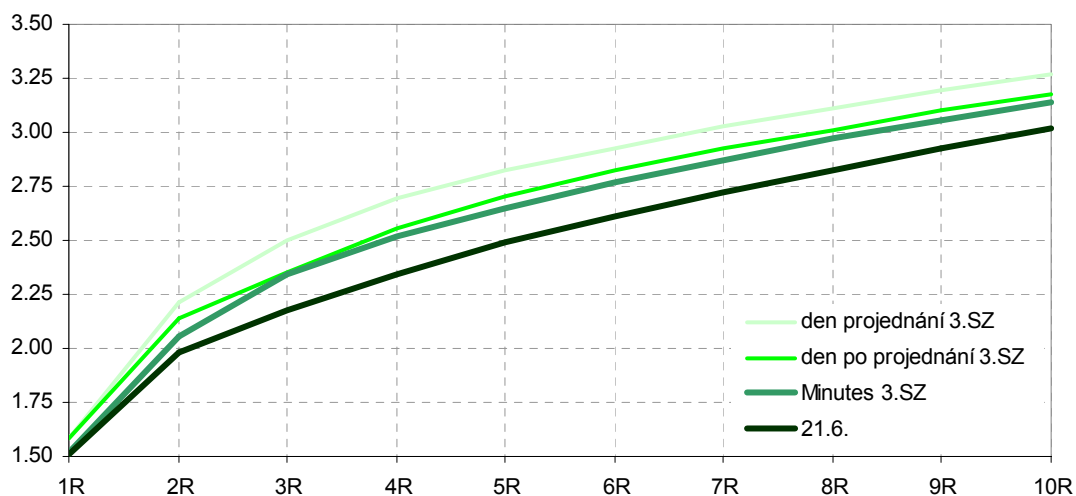
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



**Graf 5: 3M EURIBOR, FRA**

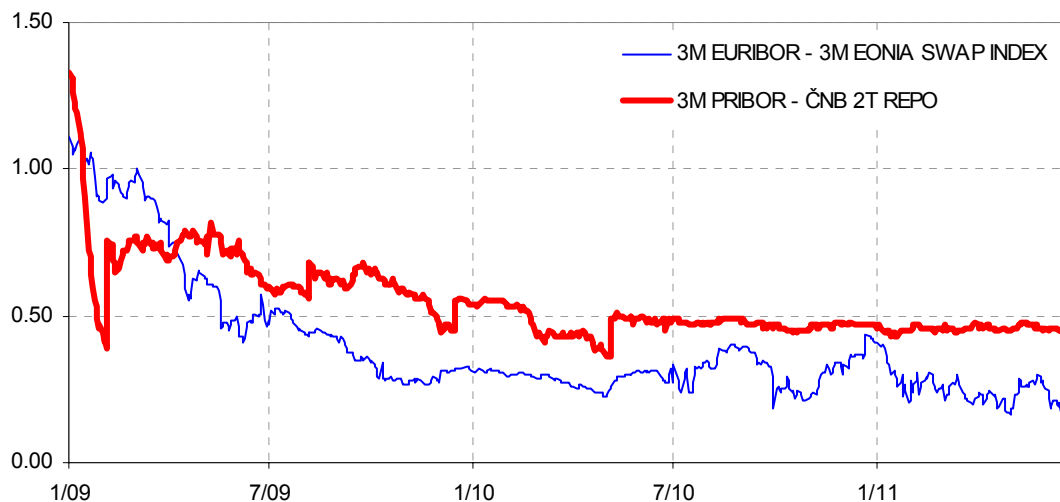


**Graf 6: IRS CZK**

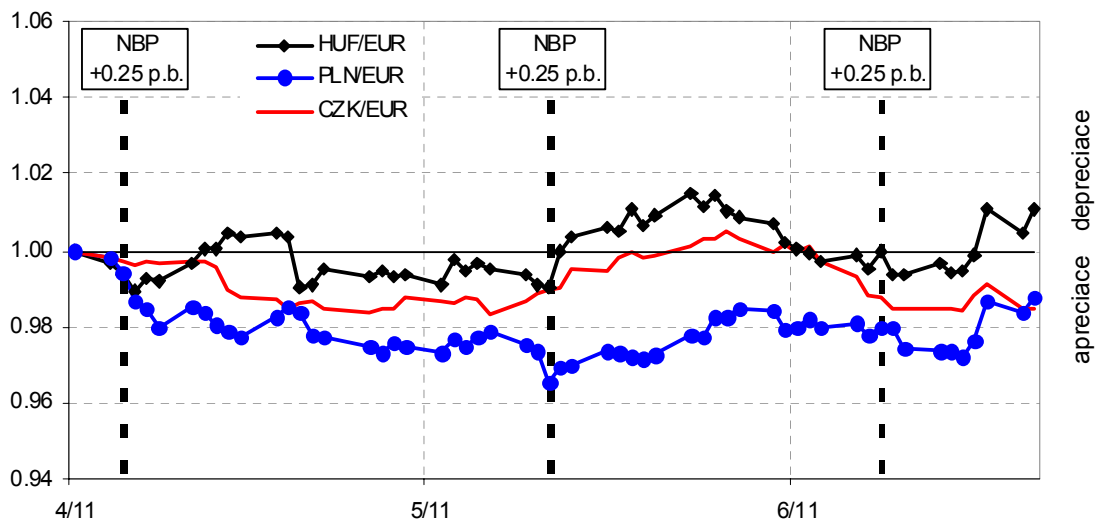




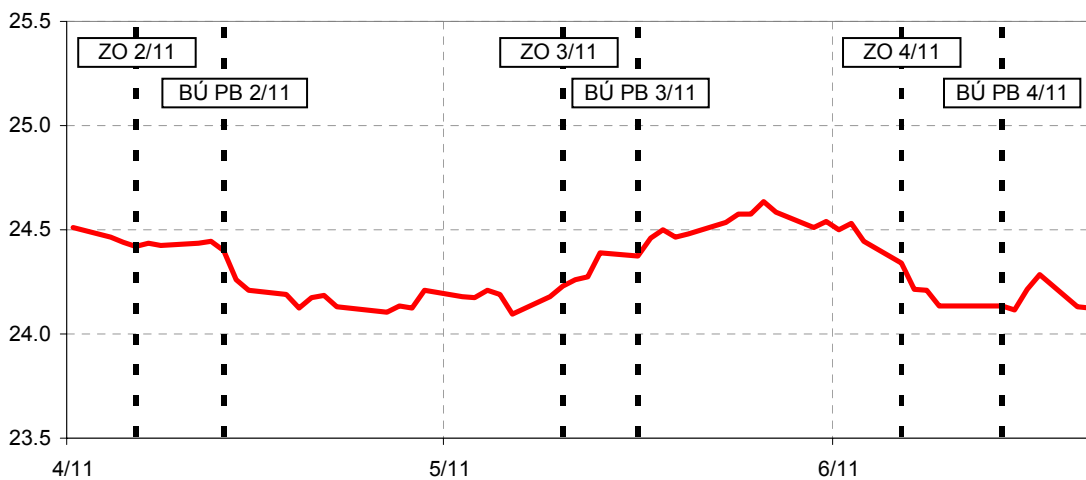
**Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně**



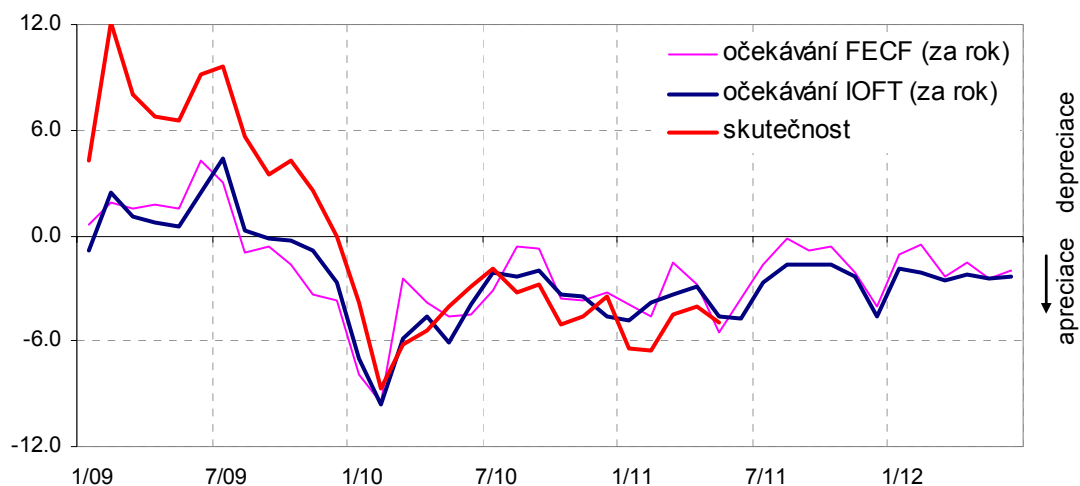
**Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.4. = 1.0)**



**Graf 9: Kurz CZK/EUR**

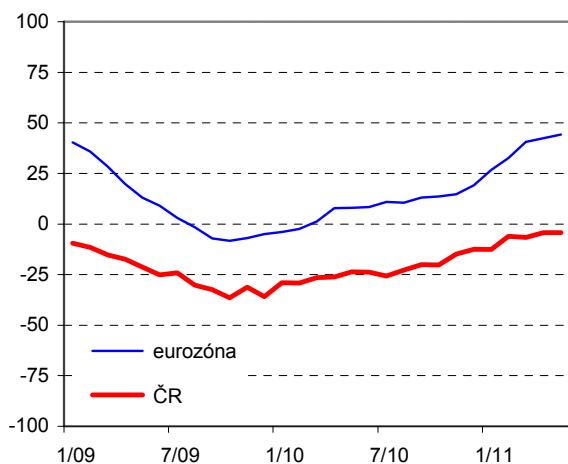


**Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %**

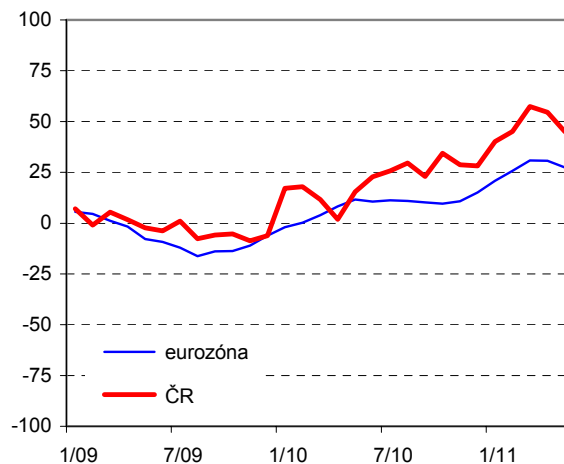


**Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)**

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

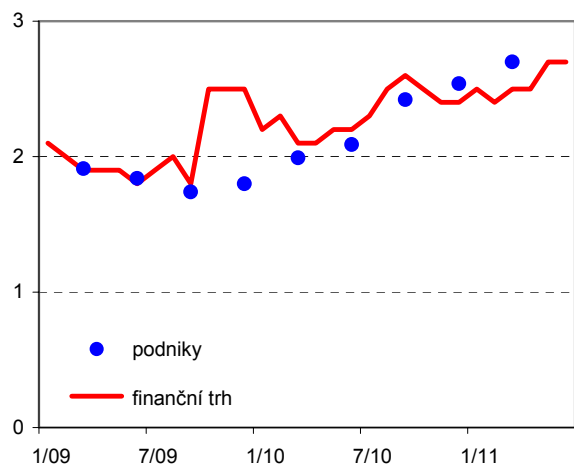


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

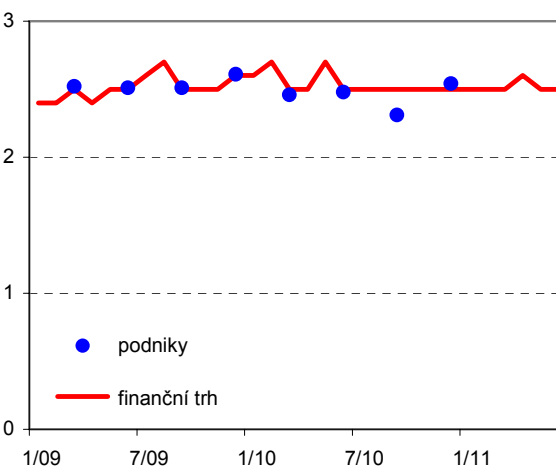


**Graf 12: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %**

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

