

# Měnověpolitické doporučení pro 8. SZ 2011

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář prognózy ze 7. SZ 2011

Východiskem pro prosincové měnověpolitické rozhodování je *makroekonomická prognóza ze 7. SZ 2011*. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury této prognózy.

Česká ekonomika zpomaluje svůj růst, který byl doposud tažen zejména čistým vývozem. Zdrojem inflace zůstávají především světové ceny komodit, ceny potravin a regulované ceny. Inflační tlaky z domácí ekonomiky nejsou patrné. Tempa růstu celkového vývozu i dovozu výrazně zpomalují, odeznívá prorůstový vliv obnovy zásob, soukromá i vládní spotřeba klesají.

Ekonomický růst v eurozóně začal ve druhém čtvrtletí 2011 zpomalovat a ve zbytku letošního roku, resp. v příštím roce by se jeho dynamika měla dále znatelně snížit. Prohlubující se dluhová krize v eurozóně vedla k výraznému přehodnocení tržního výhledu zahraničních sazeb 3M EURIBOR směrem dolů. Očekával se tak nejprve pokles a posléze poměrně dlouhá stagnace těchto sazeb. Předpokládalo se pokračující oslabování eura vůči dolaru a zpomalení inflace v efektivní eurozóně z aktuálních zvýšených hodnot ovlivněných předchozím růstem cen komodit. Světové ceny nerostných surovin budou ze svých současných vysokých hodnot v delším období pozvolně klesat.

Prognóza počítá se zvýšením snížené sazby DPH z 10 % na 14 % od ledna 2012, přičemž primární dopad této změny do inflace lze odhadnout na cca 1,1 procentního bodu. Ponechán byl rovněž předpoklad o sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % od roku 2013, jehož souhrnný primární dopad do inflace bude činit cca -0,2 procentního bodu. Dopady těchto daňových úprav do inflačních očekávání a mzdového vývoje jsou očekávány malé. Do prognózy byl nově začleněn vliv penzijní reformy, jejíž spuštění je plánováno na rok 2013, avšak i zde byl předpokládán zanedbatelný střednědobý dopad na vývoj ekonomiky (resp. spotřeby domácností).

Stávající prognóza předpovídá, že česká ekonomika v letošním roce celkově zpomalí svůj růst na 2 %, v roce 2012 potom dojde ke zpomalení na 1,2 %. V následujícím roce by mělo dojít k oživení a reálná ekonomická aktivita by měla vzrůst o 2,7 %. Celková inflace se v důsledku zvýšení DPH v roce 2012 dočasně dostane těsně pod 3 %, od začátku roku 2013 se sníží pod inflační cíl. Měnověpolitická inflace se na celém horizontu prognózy bude pohybovat mírně pod cílem.

Prognóza předpokládá pro 4Q11 dočasné oslabení měnového kurzu na 24,8 CZK/EUR a poté jeho (zpočátku poměrně rychlou) korekci a posilování v důsledku očekávané nízké úrovně zahraničních úrokových sazeb a v delším horizontu též obnovení reálné konvergence. V opačném směru na vývoj kurzu působí útlum zahraniční poptávky. Ten však lze dle předpokladů základního scénáře prognózy považovat spíše za krátkodobé zakolísání růstu než za novou vlnu krize, takže tento vliv je ve srovnání s výše uvedenými apreciačními faktory slabý.

S prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich stabilita až do přelomu let 2012 a 2013. Konkrétně pro 4Q11 z prognózy vyplývá hodnota sazby 3M PRIBOR na úrovni 1 %, přičemž její průměr za dosavadní průběh čtvrtletí činí 1,2 %. Rozpětí sazeb 3M PRIBOR - 2T repo by mělo být stabilní na současné úrovni 0,43 procentního bodu na celém horizontu prognózy. Pro 1Q12, kam převážně dopadne prosincové rozhodnutí bankovní rady, je s prognózou konzistentní sazba 3M PRIBOR na úrovni 0,9 %, čemuž odpovídá 2T repo sazba ve výši 0,5 %.

V 7. SZ byl zpracován alternativní scénář zohledňující riziko možného zhoršení zahraničního ekonomického vývoje v souvislosti s prohlubující se dluhovou krizí v eurozóně. Alternativní scénář vede k výraznějšímu ochlazení domácí ekonomické aktivity a slabší hladině kurzu koruny, na což měnová politika reaguje vyššími úrokovými sazbami oproti základnímu scénáři, tj. sazby v alternativě na začátku prognózy neklesají.

Sekce měnová a statistiky hodnotí v **8. SZ celkovou bilanci rizik** jako mírně proinflační, zejména v důsledku slabšího měnového kurzu, vyššího než očekávaného růstu cen potravin a zvýšeného výhledu růstu regulovaných cen. V opačném směru působí naopak nové údaje čtvrtletních národních účtů. Klíčovou obousměrnou nejistotou dle 8. SZ zůstává další průběh dluhové krize v eurozóně, přičemž zpráva uvádí, že k alternativnímu scénáři stávající prognózy zahraniční výhledy nakročily jen částečně.

Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším, úrokovým sazbám, oproti základnímu scénáři stávající prognózy, a další měnověpolitické úvahy.

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

Rizikem ve směru nižších sazeb je **aktuální i budoucí vývoj inflačních tlaků z domácí ekonomiky**. Oproti základnímu scénáři došlo ve 3Q k pomalejšímu růstu HDP a nižšímu růstu mezd v podnikatelské sféře (pro sezonně neočištěná data). Připomíná se tím argument vznesený v minulém MPD, který diskutoval riziko možného pomalejšího domácích nákladových tlaků ve srovnání se základním scénářem.<sup>1</sup> Nadcházející kolektivní vyjednávání se budou odehrávat v podmínkách mimořádně zvýšené nejistoty ohledně budoucího vývoje zahraniční poptávky, představitelé podnikové sféry v poslední době vyjadřují rovněž obavy ze zhoršeného přístupu k úvěrům. Lze tudíž předpokládat velmi opatrný přístup podniků – ale zřejmě i odborů – ke zvyšování mezd. Poslední prohlášení představitelů odborových svazů, která zazněla při setkání vedení ČNB s jejich delegací v polovině prosince, jsou s tímto rizikem v souladu. Odborová centrála z důvodu nejistoty ohledně budoucího ekonomického vývoje vůbec nevydala obvyklé celostátní doporučení pro výši mzdového růstu, kterou mají jednotlivé odborové svazy při nadcházejících kolektivních vyjednáváních na nižších úrovních požadovat a nechává strategii na rozhodnutí odborů na úrovni jednotlivých podniků.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> Předběžné analýzy provedené na revidovaných časových řadách HDP a nově dostupných datech o mzdách signalizují, že v příští prognóze bude – za jinak nezměněných okolností – proinflační působení mezd v rámci domácích nákladových tlaků nižší, než tomu bylo v minulé predikci. Z hlediska celkové inflace přitom bude tento vliv kompenzován pomalejším posilováním měnového kurzu.

<sup>2</sup> Podniková úroveň kolektivního vyjednávání je charakteristická těsnější vazbou mezi růstem produktivity práce a vývojem mezd, což může v podmínkách předpokládaného snižování růstu produktivity vlivem zpomalujícího ekonomického růstu znamenat nižší nákladové inflační tlaky, než kdyby měl mzdový růst odrážet z centra doporučenou minimální úroveň růstu mezd.

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

a) S vysokou nejistotou je spojen **vývoj měnového kurzu koruny**. Dosavadní průměr měnového kurzu za 4Q činí 25,2 CZK/EUR, a je tak oproti aktuální prognóze (24,80 CZK/EUR) o zhruba 0,4 CZK/EUR slabší. Kurz je poměrně volatilní a v posledním období kolísá zhruba mezi 25,30 a 25,70 CZK/EUR, tj. na slabších hodnotách oproti průměru. Pro ošetření kurzové nejistoty lze využít standardně zpracovaný citlivostní scénář. Ten ukazuje, že případné oslabení kurzu zlepší cenovou konkurenceschopnost vývozců a prostřednictvím vyššího čistého vývozu povede na začátku prognózy k vyššímu růstu HDP oproti základnímu scénáři. Oslabení kurzu také povede k růstu dovozních cen a vyšším inflačním tlakům. Trajektorie tržních úrokových sazeb leží proto oproti základnímu scénáři výše. V reakci na přísnější nastavení měnové politiky a korekci kurzového vývoje však tempo růstu HDP následně mírně zpomaluje a na konci horizontu prognózy se vrací k hodnotám základního scénáře. Z pohledu vývoje kurzu CZK/USD je pak dodatečným rizikem posílení dolaru vůči euru z důvodu eskalace dluhové krize v eurozóně.

b) Hodnota celkové meziroční **inflace** za listopad je oproti prognóze ze 7.SZ o 0,5 p.b. vyšší. Dominantní příčinou této odchylky je vývoj cen potravin. Je pravděpodobné, že se v cenách potravin v posledních dvou měsících začíná s předstihem projevat vliv zvýšení snížené sazby DPH, ke kterému dojde od ledna 2012. Podobně se daňové změny promítaly s předstihem do cen i v několika případech v minulosti. Tuto hypotézu podporuje plošný charakter růstu cen potravin v situaci nízkých poptávkových tlaků a načasování cenového růstu do listopadu – podobně tomu bylo i v roce 2007 před zvýšením snížené sazby DPH ve stejném rozsahu (byť v jiné fázi ekonomického cyklu). Je-li tomu tak i nyní, pak by došlo ke kompenzaci dosavadního rychlejšího než očekávaného růstu cen potravin začátkem příštího roku, kdy by inflace z titulu změny sazby DPH již nezaznamenala skokový nárůst, jak se doposud očekávalo. Dopad do střednědobého výhledu inflace a úrokových sazeb by v takovém případě nebyl významný. Je-li růst cen potravin naopak dán jinými, tj. fundamentálními faktory (např. intenzivnějším promítáním nedávného vysokého růstu cen světových zemědělských a potravinářských komodit či cen energií), je zde riziko, že může mít delší a výraznější dopad do inflace a úrokových sazeb. Současně dojde v příští prognóze ke zvýšení výhledu regulovaných cen v oblasti regulovaného nájemného a cen energií.

### 4. Další měnověpolitické úvahy

a) Nejistoty přetrvávají v oblasti **domácí fiskální politiky**. V minulém MPD bylo diskutováno riziko hlubších deficitů veřejných rozpočtů v případě horšího vývoje domácí ekonomické aktivity v duchu alternativního scénáře prognózy a nejistota spojená s případnou reakcí vlády na takový vývoj.<sup>3</sup> Vývoj na domácí i evropské scéně od minulého zasedání bankovní rady potvrdil, resp. zesílil naše očekávání, že pravděpodobnou a vyžadovanou reakcí v nastalé situaci bude (procyklická) domácí fiskální restrikce. Ta by dále přibrzdila ekonomickou aktivitu s cílem kompenzovat předpokládaný poměrně výrazný výpadek daňových příjmů, nárůst cyklicky senzitivních veřejných výdajů, včetně případného zvýšení nákladů na obsluhu vládního dluhu vlivem nárůstu výnosů českých vládních dluhopisů

---

<sup>3</sup> Pokles HDP v roce 2012 a jeho pomalejší nárůst ze snížené úrovně v roce 2013 v souladu s alternativou by dle našich propočtů vedl k prohloubení schodku vládního sektoru až na téměř 5 % v roce 2013.

v podmínkách eskalující dluhové krize v eurozóně.<sup>4</sup> Fiskální restrikce a související makroekonomické dopady horšího rozpočtového vývoje by zřejmě vedly k tlaku na nižší domácí úrokové sazby, než vyplývá z alternativního scénáře. Potřeba takové restrikce by na druhou stranu mohla být snižována odsunutím spuštění penzijní reformy (zavedení druhého pilíře) na rok 2014 či 2015, které je dle dosavadního vývoje politických jednání pravděpodobné. Pozdější výpadek pojistného na sociální zabezpečení (dle našich odhadů ve výši cca 15 mld., tj. 0,4 % HDP), by vytvořil příslušný prostor pro absorpci nižšího daňového inkasa v důsledku negativního ekonomického vývoje v letech 2013 (a 2014), aniž by se nutně musela přijímat kompenzační příjmová či výdajová rozpočtová opatření v rozsahu odpovídajícím daňovému výpadku.

**b)** Prosincová situační zpráva je založena na listopadovém vydání publikace Consensus Forecasts (CF) a tržních výhledech z 5. prosince. **Prosincový CF a nejaktuálnější tržní výhledy** získané po uzavření 8. SZ signalizují výraznější nakročení ve směru alternativního scénáře zejména vlivem poměrně významného snížení výhledu HDP v efektivní eurozóně pro rok 2012. Vzhledem k protisměrnému působení kurzového a poptávkového kanálu na domácí inflaci a mírnému snížení výhledu zahraničních úrokových sazeb (s nímž nepočítá základní ani alternativní scénář prognózy) není dopad do inflace i trajektorie domácích úrokových sazeb významně odlišný od toho, co říká zhruba neutrální poloha příslušného bodu v GRIPu v 8. SZ.

## 5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **listopadovém zasedání** (3.11.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,75 %. Toto rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno. Z *dotazníků IOFT* (14.10.) vyplývalo, že na listopadovém zasedání BR ČNB všichni analytici předpokládali stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 0,75 až 1,00 % (medián 0,75 %). Ze šetření *agentury Thomson Reuters* (27.10.) vyplývalo, že na listopadovém zasedání BR ČNB všech dvacet analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu byla značně různorodá a byla rozložena takto: snížení v 1Q12 (1 analytik), snížení ve 2Q12 (1 analytik), zvýšení ve 2Q12 (2 analytici), zvýšení ve 3Q12 (4 analytici), zvýšení ve 4Q12 (3 analytici), zvýšení ve 2H12 (1 analytik), zvýšení v 1Q13 (4 analytici), zvýšení ve 2013 (1 analytik), žádná změna (3 analytici). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0,50 až 1,25 % (medián 0,75 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že bankovní rada rozhodla většinou šesti hlasů, jeden člen BR hlasoval pro snížení repo sazby o 0,25 p.b. Poté guvernér představil novou prognózu a uvedl, že s prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich stabilita až do přelomu let 2012 a 2013.

---

<sup>4</sup> Restrikce by vedle škrtů na výdajové straně mohla mít i podobu dřívějšího (než od roku 2013) sjednocení obou sazeb DPH, a to na vyšší než dosud uvažované hladině. Tyto úvahy se opakovaně vracejí, a pro ilustraci jejich dopadů lze využít měnověpolitický experiment, který SMS zpracovala v rámci přípravy MPD k 5.SZ (předpoklad sjednocení DPH na 19 % již od ledna 2012 s několika uvažovanými výjimkami). Experiment ukázal, že vliv takového opatření (jehož primární dopad do CPI činí zhruba 0,8 p.b.) na měnověpolitickou inflaci je oproti základnímu scénáři mírně tlumící (v důsledku restriktivního dopadu na spotřebu), nicméně odchylka úrokových sazeb od základního scénáře je zanedbatelná (podrobněji viz Měnověpolitické doporučení k 5.SZ).

Kromě základního scénáře byl zpracován i alternativní scénář „stagnace eurozóny“. Motivací pro jeho zpracování byla obava z možné nekonzistence mezi výhledem zahraniční ekonomické aktivity a výhledem zahraničních úrokových sazeb.

Rizika nové prognózy jsou podle guvernéra vychýlena směrem ke stabilitě úrokových sazeb v duchu alternativního scénáře „stagnace eurozóny“. Rizika přitom výrazně zesílila na obou stranách. Protiinflační rizika představují pomalejší růst mezd, výrazné zhoršení očekávaného zahraničního ekonomického růstu a další pokles výhledu světových cen komodit a sazeb 3M EURIBOR. Naopak proinflačně by působilo naplnění alternativního scénáře prognózy „stagnace eurozóny“, který znamená fundamentálně slabší kurz koruny při nižším HDP, či slabší kurz koruny vlivem nálady na trzích.

Hlasování většiny členů BR bylo podle vyjádření guvernéra ovlivněno alternativním scénářem prognózy. K vývoji úrokových sazeb ČNB pak guvernér uvedl, že si dokáže představit pohyb sazeb oběma směry tak, aby byla zachována cenová stabilita.

Během listopadu a prosince se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Převažovaly názory, že v nejbližším období není pravděpodobná úprava úrokových sazeb. Většina výroků rovněž dávala do souvislosti rozhodování o měnové politice s budoucím vývojem měnového kurzu.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR stagnovaly, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). U sazeb FRA nedošlo k výraznějším změnám, vyšší je však jejich volatilita. Tržní trajektorie 3M sazeb je lehce klesající. Od počátku roku 2012 se pohybuje na mírně vyšší hladině než základní scénář, avšak níže než alternativní scénář (viz Graf 4).

Sazby IRS se od posledního zasedání BR také téměř nezměnily. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,6 p.b., spread 10R-1R činí 1,1 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (16.12.) vyplývá, že na prosincovém zasedání BR ČNB deset 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 0,50 až 1,00 % (medián 0,75 %).

Ze šetření agentury Thomson Reuters (16.12.) vyplývá, že na prosincovém zasedání BR ČNB všech osmnáct analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu jsou značně různorodá a jsou rozložena takto: snížení v 1Q12 (2 analytici), snížení ve 2Q12 (3 analytici), zvýšení ve 2Q12 (1 analytik), zvýšení ve 4Q12 (3 analytici), zvýšení ve 2H12 (1 analytik), zvýšení v 1Q13 (5 analytiků), zvýšení ve 2013 (1 analytik), zvýšení v 1Q14 (1 analytik), žádná změna (1 analytik). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,50 až 1,00 % (medián 0,75 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 24,2 CZK/EUR, tj. o 4,1 % vzhledem k průměru za 4Q11 do 19.12. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 3,6 % na 24,3 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 4Q12 kurz na úrovni 22,7 CZK/EUR, alternativní scénář na úrovni 24,0 CZK/EUR.

## Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

14.11.	L. Lízal (MF Dnes)	Je otázkou, zda Česko bude vnímáno jako region, který je na tom lépe než zbytek Evropy. Pak koruna bude posilovat, což vede ke zpřísnění měnových podmínek a při pokračující recesi by mohlo dojít ke snížení základní úrokové sazby. Nebo naopak převáží názor, že když je Evropa na tom tak špatně, tak u nás musí být ještě hůř. Pak by koruna mohla rychle oslavit, což může být zase inflačním nebezpečím.
1.12.	M. Singer (Rock+Pop)	Když bude koruna dál oslabovat, lze zvážit, zda růst cen neutlumíme tím, že se zvednou sazby, které máme na rekordně nízké úrovni. Takže prostor je tam pořád velký.
5.12.	L. Lízal (Dow Jones Newswires)	The biggest threat to the inflation target is the weakening of the Czech currency. Since this is the only inflationary impasse that is seen, and if the weakness continues, then definitely it's going to affect prices and we should probably respond to that.
12.12.	M. Singer (ČTK)	Není příliš prostor, jak dál sazby snižovat. Ale centrální banka má mnoho dalších nástrojů jak reagovat.
12.12.	P. Řežábek (Dow Jones Newswires)	The currency weakening alone isn't an impetus for interest rate tightening. We have to study reasons behind the inflation reading.
12.12.	V. Tomšík (Reuters)	Stojí tady dva jasné signály. První je zpomalování české ekonomiky, zhoršující se výhledy evropské ekonomiky, pokračující vývoj ve finančním sektoru z pohledu deleveragingu a výše kapitálu. To jsou argumenty, které hovoří pro to, že budoucí vývoj půjde protiinflačním směrem...Co je pro mě dnes nového, je vývoj měnových podmínek. Koruna dělá práci za nás. Co převáží, se budu rozhodovat na místě.
13.12.	P. Řežábek (patria.cz)	Kurz koruny k euru a dolaru je sice jedním z důležitých faktorů ovlivňujících domácí měnové podmínky, jeho vliv však nelze vnímat izolovaně od ostatních faktorů, které mohou jeho dopad do inflace kompenzovat... Slabší koruna oproti listopadové prognóze pravděpodobně bude znamenat zvýšení nákladových inflačních tlaků. V případě, že bude nad rámec alternativního scénáře listopadové prognózy, který počítá se slabší korunou a se kterým je konzistentní stabilita úrokových sazeb, připouští prognóza zpřísnění měnové politiky... Inflace je zatím tažena nákladovými a nikoliv poptávkovými tlaky, což dává jistou volbu při rozhodování o měnové politice.
13.12.	E. Zamrazilová (Bloomberg)	At present, we need to think whether the development with the koruna isn't the factor that may push inflation outside the target corridor... A reduction of interest rates in the Czech Republic can't influence demand in our main trading partners, and I don't consider this to be a step that could lead to anything positive in the Czech economy... I've been thinking for a year and a half as to whether rates shouldn't be higher, and I'm constantly thinking about it. Only at the time of an escalating crisis in the euro zone did I think it wouldn't be appropriate to take measure in the tightening direction.

## 6. Měnověpolitické doporučení SMS

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

### Komunikační doporučení:

Doporučujeme i nadále komunikovat poměrně výrazná rizika základního scénáře prognózy u měnového kurzu, domácích úrokových sazeb a HDP v duchu alternativního scénáře. Nicméně vzhledem k celkové nejistotě doporučujeme u výhledu sazeb i nadále připouštět, že jejich budoucí změna může být v jakémkoliv směru.

## 7. Zvláštní dodatek k MP úvahám:

### Rekapitulace a aktualizace strategie ČNB pro případ dosažení „nulové hranice“ úrokových sazeb a použití nekonvenční MP

Po diskusi nad poslední makroekonomickou prognózou na listopadovém měnovém zasedání si bankovní rada vyžádala zpracování aktualizovaného pohledu SMS na postup ČNB v případě, že by okolnosti (zejména výhled inflace) implikovaly potřebu snižovat úrokové sazby směrem „k nule“, event. by bylo i poté třeba uvažovat o dalším uvolňování měnové politiky. Tato část MPD se uvedené problematice ve stručnosti věnuje.

Problematiku zevrubně a analyticky řešil [materiál z června 2009 Nekonvenční nástroje měnové politiky](#), resp. následný prakticky laděný Dodatek k němu, mající podobu jakéhosi manuálu pro případ potřeby, který bankovní rada schválila v září téhož roku. Ten řešil nejprve **úpravy všech tří úrokových sazeb** vyhlášených ČNB v případě potřeby snižovat sazby směrem „k nule“. I nadále navrhuje v případě repo sazby i diskontní postupovat dle následující tabulky, tj. při snížení repo sazby na 0,25 % snížit diskontní sazbu na 0,1 %<sup>5</sup>:

**Tabulka: Rozpětí měnověpolitických sazeb ČNB**

repo sazba	diskontní sazba	lombardní sazba
>1,0 %	repo sazba -1 p.b.	repo sazba +1 p.b.
1,0 % – 0,50 %	0,25 p.b.	repo sazba +1 p.b.
0,25 %	0,1 p.b.	repo sazba +1 p.b.

Doprovodným opatřením při poklesu úrokových sazeb může být **rozšíření spektra přijatelného kolaterálu** o některé další finanční instrumenty s dostatečně velkým trhem, např. o v minulosti zvažované hypoteční zástavní listy. Funkci dodávání likvidity již splňují dodávací repo operace se splatností 2T a kolaterálem v podobě státních dluhopisů, které nejsou momentálně využívány, nicméně jsou až do odvolání součástí našeho instrumentária. Rozšíření kolaterálu o hypoteční zástavní listy by tak mělo smysl pouze za účelem odstranění disproporcí mezi bankami v získávání likvidity (umožnit komerčním bankám přístup ke krátkodobému financování prostřednictvím repo operací, aniž by musely vlastnit státní dluhopisy).

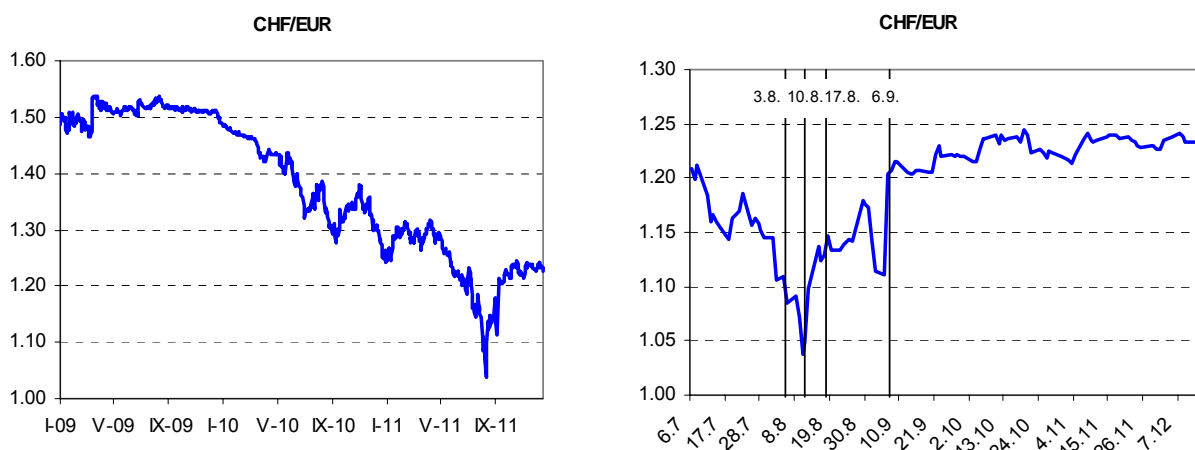
V případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky považujeme tedy i nadále repo sazbu ve výši 0,25 % za technickou nulovou hranici, a proto by v případě potřeby dalšího uvolnění měnové politiky bylo nutné přikročit k některému z nekonvenčních nástrojů. I tyto možnosti byly podrobně diskutovány v již zmiňovaných materiálech. V souladu s vyzněním těchto materiálů nadále doporučujeme nejprve **komunikovat závazek ČNB držet úrokové sazby na (téměř) nulové úrovni po delší dobu** (např. jednoho roku) nebo do doby nárůstu inflace nad určitou mez (viz např. nedávné prohlášení Fedu). Teprve v případě nutnosti pak doporučujeme přistoupit k intervencím na devizovém trhu či k nákupu státních dluhopisů.

<sup>5</sup> Jedním z důvodů je i fakt, že navzdory iniciativě ČNB z prosince 2009 (dopis guvernéra Z. Tůmy předsedovi legislativní rady vlády) nadále v některých právních předpisech zůstává zakomponována diskontní sazba ve formě násobku. V případě lombardní sazby lze zvážit pokles rozpětí vůči repo sazbě na méně než 1 p.b., význam tohoto kroku by ale byl v podstatě jen signální.

**Intervence na devizovém trhu** by byly vhodné zejména v situaci, kdyby koruna čelila tlakům na posílení, přičemž v současné chvíli koruna čelí opačným tlakům. Nutnou podmínkou intervencí je konzistence vyvolaných kurzových pohybů s plněním inflačního cíle.

Od konce léta 2009, kdy byly BR předloženy výše zmíněné materiály, je zajímavá zejména **zkušenost Švýcarska**. Postup SNB lze shrnout do třech navazujících kroků. (i) od března 2009 až do poloviny letošního roku prováděla přímé intervence na devizovém trhu ve snaze oslabit hodnotu franku, (ii) v srpnu 2011 začala provádět nepřímé intervence v podobě snížení rozpětí klíčových úrokových sazeb z 0-0,75 p.b. na 0-0,25 p.b. a dodávání zvýšené likvidity na peněžní trh (třikrát navýšila objem, 3.8. nejprve ze 30 mld. CHF na 80 mld., 10.8. na 120 mld. a 17.8. na 200 mld.) a využívání FX swapů, (iii) 6. září stanovila minimální výši měnového kurzu na úrovni 1,20 CHF/EUR. Zdá se, že teprve poslední krok se ukázal být účinným nástrojem v boji proti posilujícímu franku, viz graf. Zatímco v srpnu 2011 SNB intervenovala v objemu přibližně 100 mld. CHF, v září byl objem zhruba 24 mld. CHF a v říjnu dokonce poklesly devizové rezervy SNB o 43 mld. CHF.

**Graf měnového kurzu CHF/EUR historie od 1/2009 (levý graf). 2H 2011 (pravý graf)**



Před samotným zahájením případných intervencí doporučujeme, aby jim předcházelo **ukončení prodejů výnosů z devizových rezerv**, doprovázené dostatečnou komunikací<sup>6</sup> na veřejnosti. V případě nedostatečnosti tohoto kroku lze přistoupit k samotným intervencím s tím, že nejprve je možno využít v minulosti vyzkoušené formy a v případě jejich neúčinnosti lze zvážit přikročení k závazku udržet asymetrické cílové pásmo pro kurz, což se ukázalo jako účinné ve Švýcarsku. Tento krok však z hlediska dlouhodobého dopadu na kredibilitu režimu cílování inflace a obtížnosti exitu vnímáme jako „opatření poslední záchrany“.

Možnost **nákupu vládních cenných papírů** je omezena zákazem měnového financování.<sup>7</sup> Nicméně poté, co ECB (resp. eurosystém) sama nakupuje státní dluhopisy jednotlivých členských států ve značném objemu<sup>8</sup>, se toto formální omezení jeví jako méně svazující než

<sup>6</sup> Budoucí komunikace kolem případných devizových intervencí na oslabení kurzu (spočívajících v nákupu devizových rezerv) může být ovlivněna i skutečností, zda nakonec dojde či nedojde k poskytnutí půjčky MMF ze strany ČR, a to formou použití části devizových rezerv ČNB, resp. úpravou jejich současné struktury.

<sup>7</sup> Státní dluhopisy lze nakupovat na sekundárním trhu s limity pro objem nákupu a délku držení (viz již zmiňovaný materiál z června 2009 Nekonvenční nástroje měnové politiky, str. 18).

<sup>8</sup> Nakupování státních dluhopisů vybraných členských zemí eurozóny Evropskou centrální bankou probíhalo v květnu 2010 a bylo opětovně obnoveno v srpnu 2011 (Securities Market Programme). ECB odůvodňuje nakupování dluhopisů údajnou potřebou dodat likviditu do dysfunkčních tržních segmentů s cílem obnovit řádné fungování transmisního mechanismu měnové politiky. Začátkem října 2011 dosáhl objem dluhopisů držaných ECB v rámci tohoto programu 163 mld. EUR. Měnové dopady těchto intervencí jsou sterilizovány.

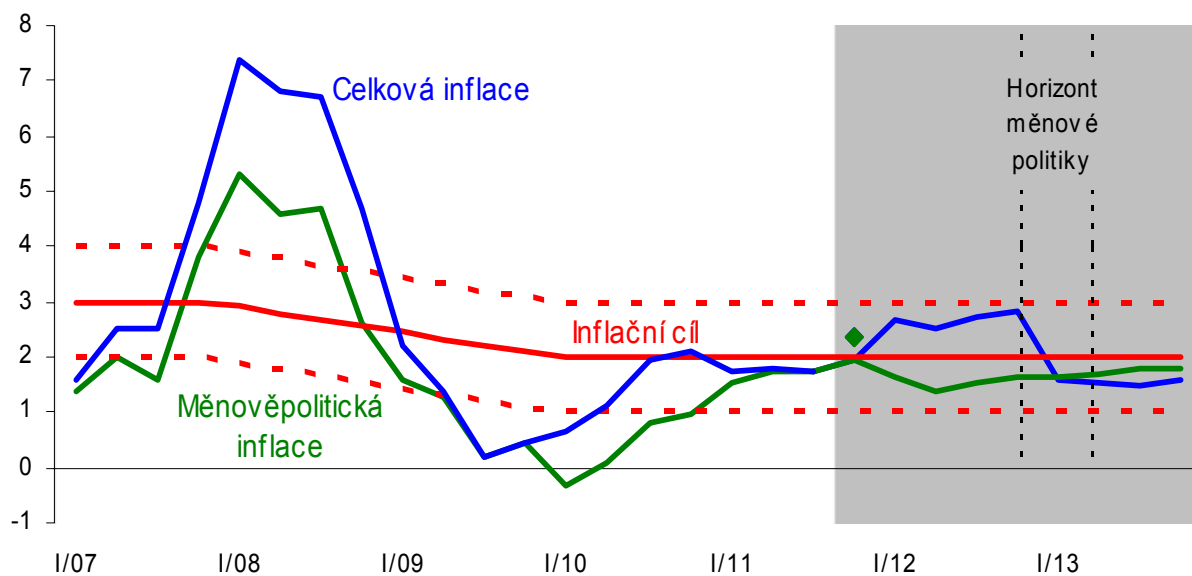
v době psaní materiálu Nekonvenční nástroje měnové politiky v roce 2009. Ani prováděné kroky ECB sice automaticky nezaručují, že by případné nákupy vládních dluhopisů ze strany ČNB nebyly interpretovány jako v rozporu se zákazem měnového financování, dávají ale přinejmenším návod ke komunikační strategii zmírňující toto riziko. Tj. tyto nákupy by měly být komunikovány jako nástroj pro zprůchodnění transmise měnové politiky, podobně jako k tomu přistoupila ECB.

Z věcného pohledu otázkou nicméně zůstává, zda by nákupy českých státních dluhopisů měly dlouhodobější a dostatečný **vliv na úrokové sazby v ekonomice** a zda by bylo dosaženo kýženého efektu uvolnění měnových podmínek. Ekonometrické analýzy provedené sekcí zhruba před rokem v souvislosti s výzkumem transmise měnové politiky a jejích změn v průběhu krize ukazují, že výnosy tuzemských vládních dluhopisů ovlivňují zejména úrokové sazby z hypoték s delší splatností. V této souvislosti jsme aktuálně provedli rychlou analýzu vývoje na evropském i tuzemském finančním trhu. Ta ukazuje, že korelace mezi tzv. asset-swap spreadem (rozpětím mezi výnosy 10tiletých vládních dluhopisů a sazeb IRS se stejnou splatností) a rozpětím mezi klientskými úrokovými sazbami z úvěrů a sazbami na mezibankovním trhu je v eurozóně i v ČR poměrně vysoká (korelační koeficient v obou případech přes 0,6) a statisticky významná zejména pro úvěry domácnostem. U úvěrů podnikům je v ČR, narozdíl od eurozóny, vazba znatelně slabší. Přitom asset-swap spread v posledních měsících v eurozóně i v ČR opět znatelně narostl, když se dostal již téměř na podobnou úroveň jaké dosáhl v první polovině roku 2009, a to v souvislosti s další eskalací dluhové krize v eurozóně v poslední době. Tento vliv případně posílený určitým nedostatkem dlouhodobých zdrojů pro financování hypoték může být důvodem, proč se pokles klientských sazeb z hypoték podle některých posledních signálů z trhu zastavuje.

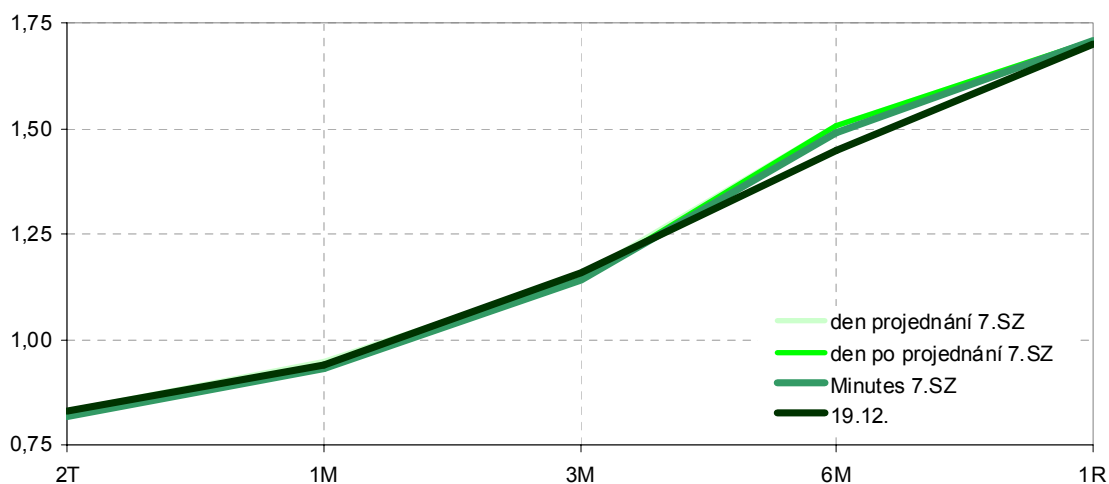
Z hlediska **dopadů na likviditní pozici bank** je situace jednodušší, když si i nadále myslíme, že by dodávání likvidity formou nákupu státních dluhopisů bylo v přebytkovém systému s dodávacími operacemi zbytečné. Současně nelze opominout hrozbu ztráty důvěry v nezávislost ČNB a její kredibilitu.

U všech opatření platí, že by jejich případné nasazení v konkrétních podmínkách mělo být posouzeno i z hlediska **finanční stability**.

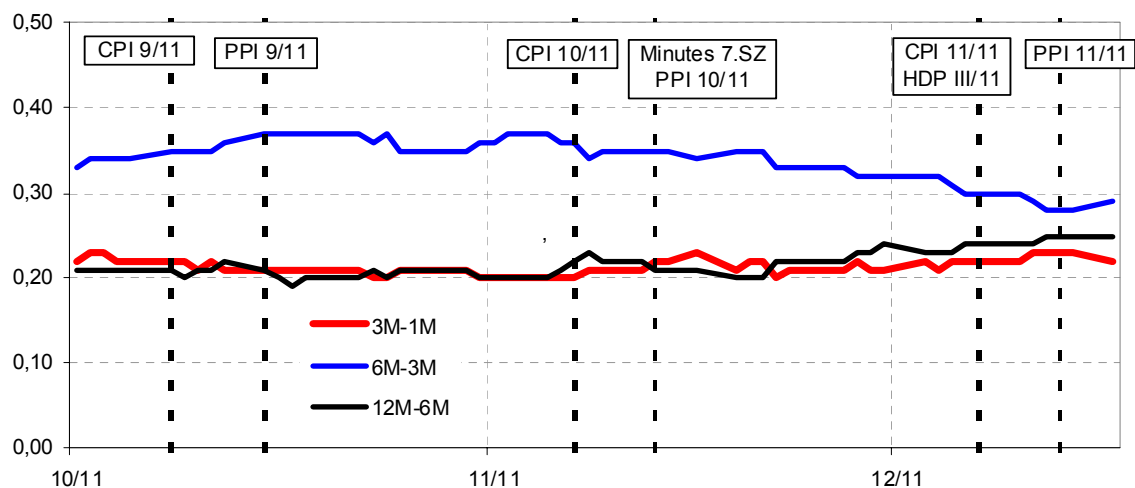
**Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2011 a cíl ČNB**



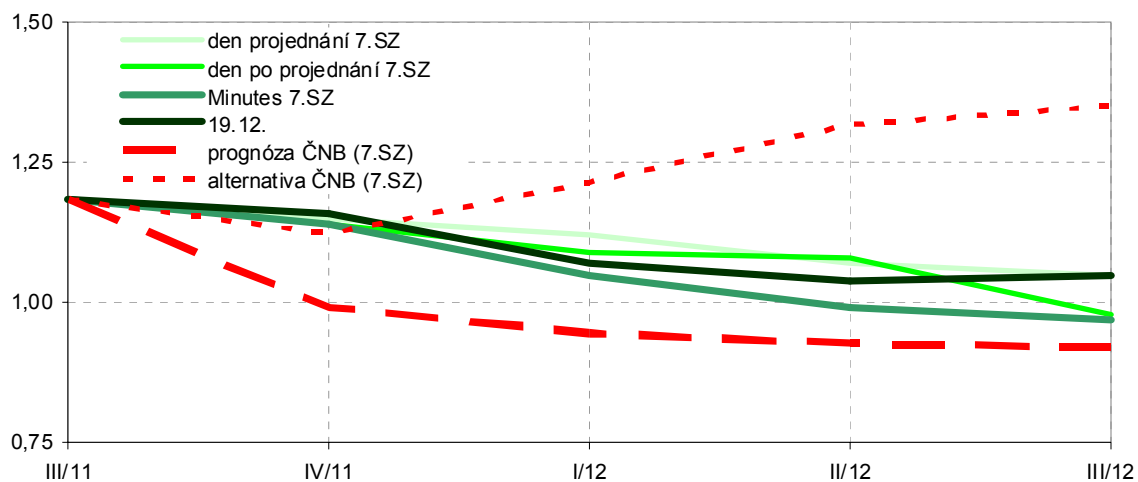
**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**



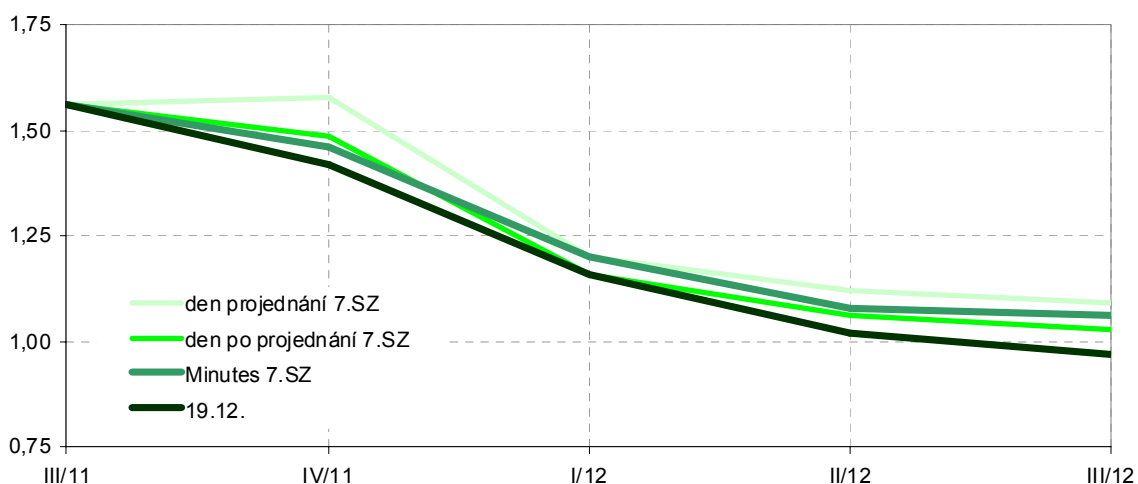
**Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR**



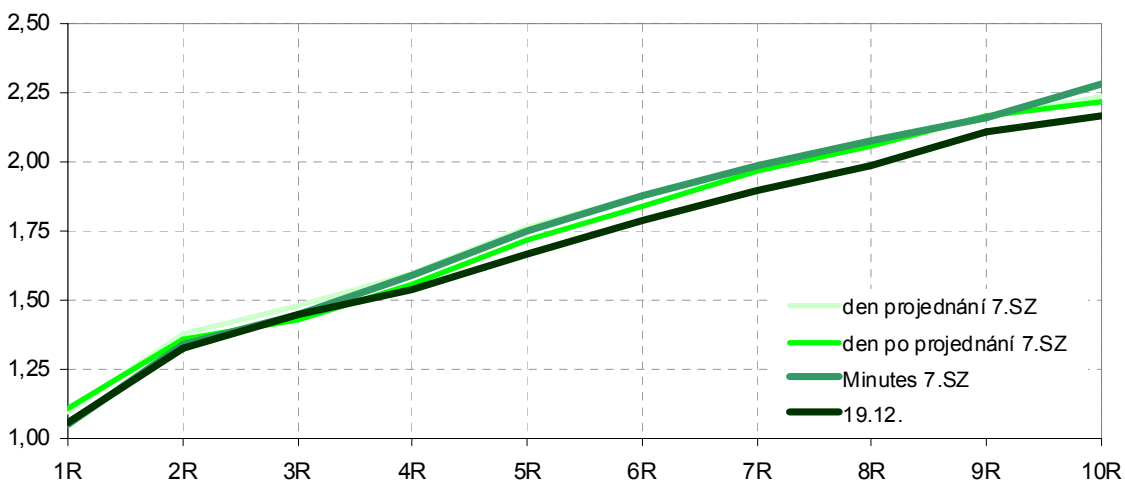
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



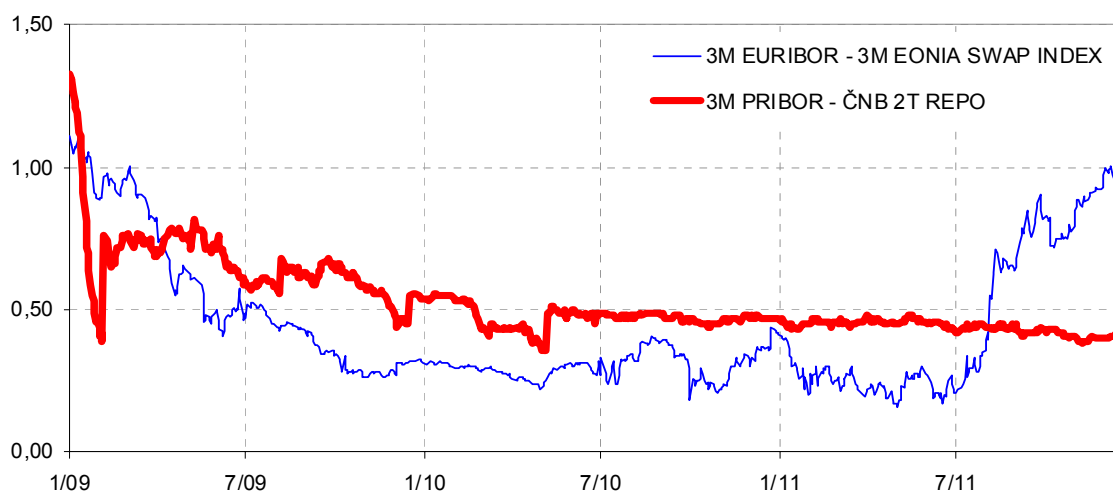
**Graf 5: 3M EURIBOR, FRA**



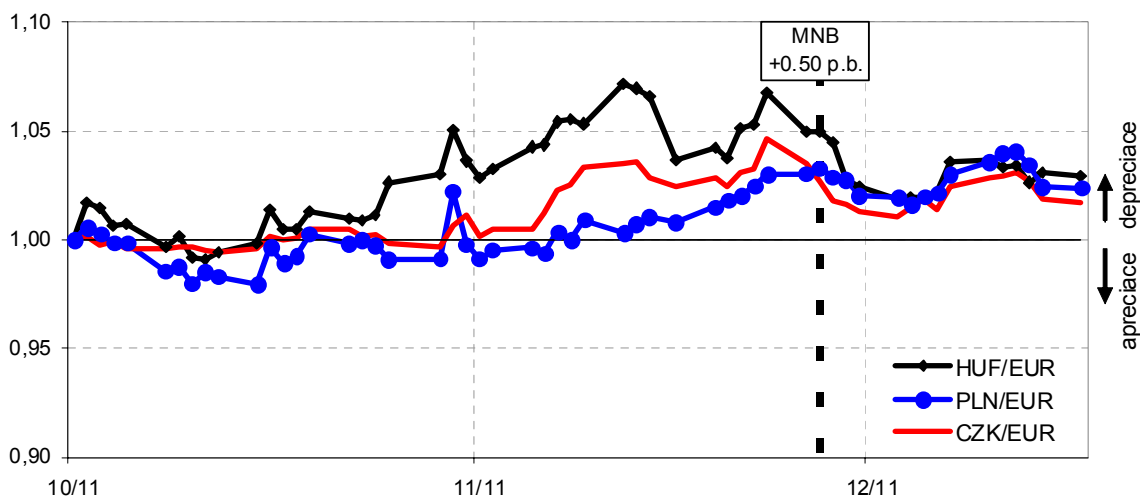
**Graf 6: IRS CZK**



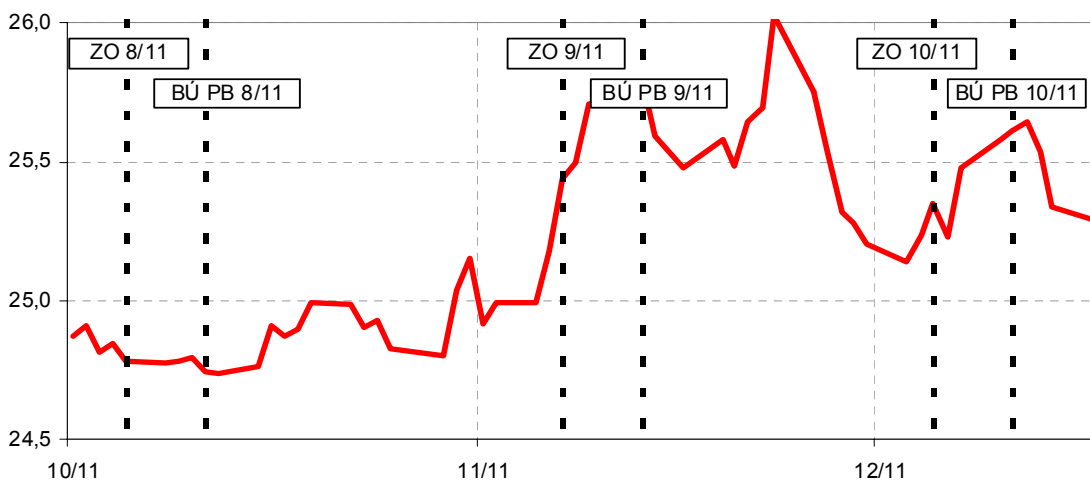
**Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně**



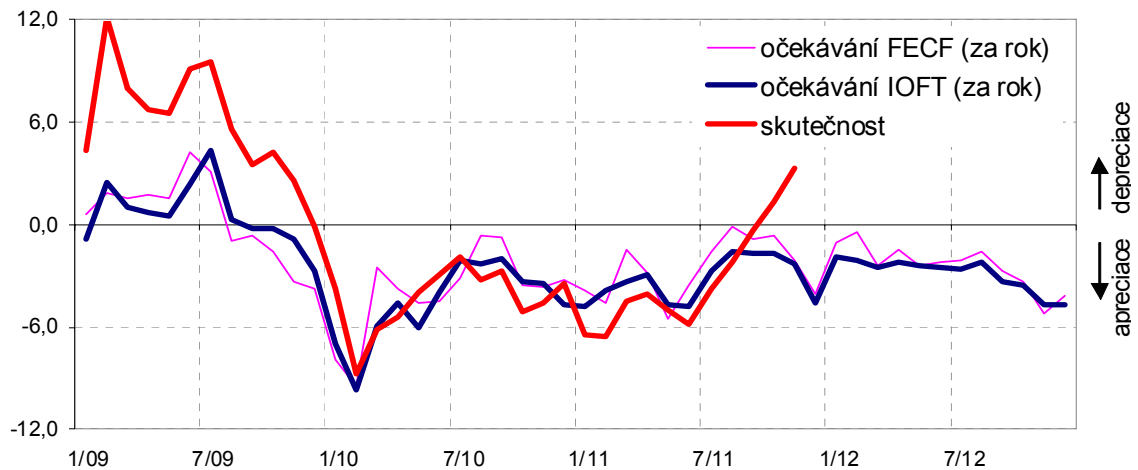
**Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.10. = 1.0)**



**Graf 9: Kurz CZK/EUR**

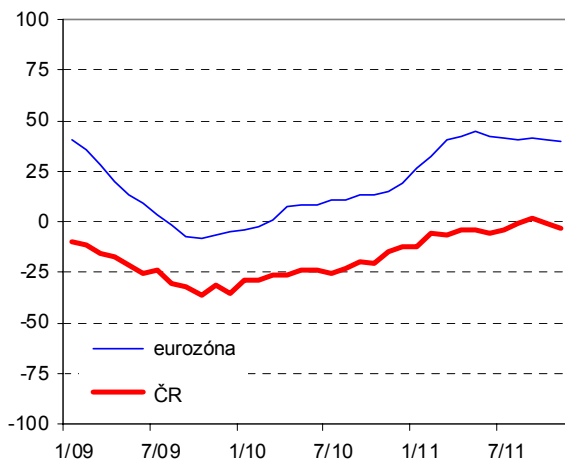


**Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %**

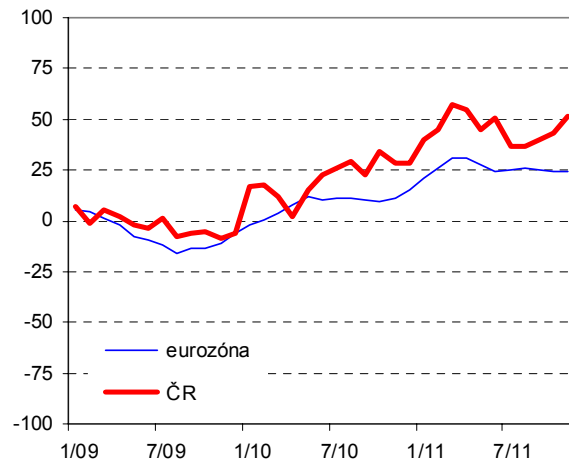


**Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)**

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

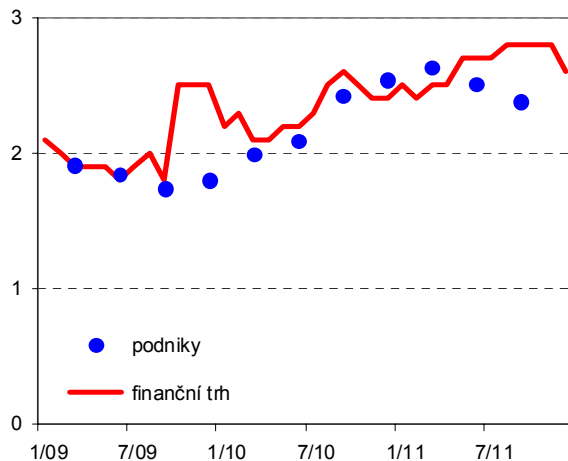


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



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

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R

