

# Měnověpolitické doporučení pro 1. SZ 2012

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář prognózy z 1. SZ 2012

Východiskem pro únorové měnověpolitické rozhodování je *nová makroekonomická prognóza z 1. SZ 2012*. Následující odstavce ve stručnosti shrnují počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury nové prognózy.

Česká ekonomika zpomalila svůj meziroční růst, který byl dosud tažen zejména čistým vývozem. Celková i měnověpolitická inflace se ve čtvrtém čtvrtletí 2011 zvýšily mírně nad cíl ČNB především vlivem růstu cen potravin, ve kterých se s předstihem promítla část dopadu změny DPH z ledna 2012. Zdrojem zvýšené inflace je také postupné prosakování oslabeného měnového kurzu do cen, naopak domácí faktory cenový vývoj tlumí.

Nová prognóza předpokládá další výrazné zpomalení hospodářského růstu v eurozóně v roce 2012; zrychlovat by měl začít až v příštím roce. Poptávku v zemích eurozóny bude tlumit fiskální konsolidace vynucená dluhovou krizí a s touto krizí spojená nejistota ekonomických subjektů. Efektivní inflace v eurozóně by se měla v letošním roce snížit do blízkosti 2 % a kolem této hodnoty se bude pohybovat i v roce 2013. Trajektorie očekávaných zahraničních úrokových sazeb 3M EURIBOR je na počátku prognózy klesající a pro letošní i příští rok se oproti minulé predikci posouvá dále směrem dolů, v čemž se projevuje zavedení programů ECB na dodávání dlouhodobé likvidity i nedávné dvojí snížení její měnověpolitické sazby. Prohloubení dluhové krize se promítá do slabšího kurzu eura vůči dolaru. Výhled cen ropy byl přehodnocen směrem nahoru, i nadále je však očekáván jejich pozvolný pokles.

Nová prognóza pracuje, stejně jako prognózy minulé, se zvýšením snížené sazby DPH z 10 % na 14 % od ledna letošního roku a s předpokladem sjednocení obou sazeb DPH na 17,5 % v roce 2013. Primární dopad zvýšení snížené sazby DPH v letošním roce je očekáván ve výši 1,1 procentního bodu, z čehož 0,6 procentního bodu připadá na nárůst cen potravin. Sjednocení sazeb DPH v příštím roce by pak mělo mít v souhrnu protiinflační primární vliv ve výši cca 0,2 procentního bodu. Nadále zakomponován je též vliv penzijní reformy, k jejímuž spuštění by mělo dojít v příštím roce. Důležitým faktorem nové prognózy je mimořádná revize čtvrtletních národních účtů, kterou ČSÚ zveřejnil v prosinci 2011 a která se týkala celé dostupné časové řady. Při revizi došlo k přehodnocení především ve struktuře výdajových složek HDP.

Nová prognóza předpokládá, že česká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí 2011 dále zpomalila svůj meziroční růst, který v souhrnu za celý rok 2011 dosáhne 1,7 %. V roce 2012 je očekávána stagnace hospodářství. K oživení by mělo dojít v roce 2013, kdy by ekonomická aktivita měla vzrůst o 1,9 %. Hlavním faktorem popsání vývoje HDP bude zahraniční poptávka. Celková inflace se bude po většinu roku 2012 nacházet vlivem daňových změn těsně nad 3 %, v roce 2013 klesne pod cíl. Měnověpolitická inflace se bude na celém výhledu pohybovat poblíž cíle.

Po oslabení měnového kurzu v prvním čtvrtletí 2012 na 25,5 CZK/EUR prognóza očekává pozvolné posilování koruny. S prognózou je konzistentní stabilita tržních úrokových sazeb

v nejbližším období a jejich následný mírný pokles. Stabilita sazeb 3M PRIBOR na začátku prognózy je výsledkem protisměrného působení zvýšené inflace včetně výhledu regulovaných cen a oslabení kurzu na jedné straně a nízké hladiny zahraničních úrokových sazeb spolu s utlumenými domácími inflačními tlaky na straně druhé. Úrokové sazby zároveň nereagují na očekávané dočasné zvýšení inflace nad cíl z titulu primárních dopadů změn nepřímých daní. S odezněním vlivu oslabeného kurzu a zvýšení regulovaných cen pak úrokové sazby mírně klesají. Pro první čtvrtletí 2012 vyplývá z prognózy hodnota sazby 3M PRIBOR na úrovni 1,2 %, přičemž její průměr za dosavadní průběh čtvrtletí k 31. lednu se nachází zhruba na téže hladině. Rozpětí 3M PRIBOR – 2T REPO by mělo být stabilní na úrovni 0,4 procentního bodu na celém horizontu prognózy. Výše uvedenému odpovídá stabilita repo sazby v první polovině letošního roku a následně jedno její snížení o 0,25 procentního bodu ve druhé polovině roku 2012.

Sekce měnová a statistiky hodnotí v 1. SZ **celkovou bilanci rizik** nové prognózy jako **vyrovnanou**. Následující dvě kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším úrokovým sazbám oproti základnímu scénáři nové prognózy, které jsou však tentokrát slabé. Kapitola 4 pak přináší další měnověpolitické úvahy spojené s obousměrnými či nejednoznačnými nejistotami a riziky prognózy.

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

Mírné riziko ve směru nižších sazeb představují případná **dodatečná fiskální konsolidační opatření** s potenciálním restriktivním dopadem na domácí poptávku, a to nad rámec těch, která jsou již zapracována v prognóze.<sup>1</sup> Nová prognóza explicitně obsahuje, vedle výše popsaných změn DPH, i námi očekávané dodatečné výdajové škrty snižující spotřebu vlády v roce 2013<sup>2</sup>, které budou dle našich očekávání vyvolány reakcí vlády na nepříznivý dopad ekonomického útlumu na vývoj veřejných rozpočtů. Ani tak však není v prognóze předpokládáno, že vláda dodrží svůj rozpočtový cíl na rok 2013, pro který z důvodu výpadku daňových příjmů předpokládáme deficit vládního sektoru ve výši 3,8 % HDP. S dosažením 3% hranice (závazek vyplývající z procedury při nadměrném schodku) přitom počítá i poslední aktualizace Konvergenčního programu ČR z jara 2011 a další vládní materiály z oblasti fiskální politiky. Z tohoto důvodu proto nelze vyloučit další fiskální konsolidační opatření<sup>3</sup>, která by zřejmě dále mírně prohloubila cyklický útlum ekonomiky, a vedla tak k tlaku na poněkud nižší domácí úrokové sazby, než vyplývá z prognózy. Platí však rovněž, že vláda má manévrovací prostor vyplývající z případného odložení penzijní reformy na rok 2014 nebo 2015, které je již beztak zvažováno, a to zejména z technických důvodů. Odklad reformy by

---

<sup>1</sup> Toto riziko bylo komunikováno vůči bankovní radě již v průběhu zpracování prognózy.

<sup>2</sup> Ministrem financí před pár dny avizované výdajové škrty v kompetenci vlády v letošním roce v rozsahu 20 mld. jsou v prognóze ČNB naproti tomu obsaženy implicitně, a to díky tomu, že několik složek vládní spotřeby je v prognóze standardně odvozeno od trendového růstu nominálního HDP. Nominální HDP v roce 2012 roste jen o 1,8 % a oproti minulé prognóze se jeho výhled ztlačil. To je hlavním důvodem, proč je nominální spotřeba vlády na letošní rok o více než 13 mld. nižší, než byla v minulé prognóze.

<sup>3</sup> Restrikce by vedle škrťů 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 2011. Experiment ukázal, že vliv takového opatření 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 2011). Vedle toho se objevují návrhy na další úpravy nepřímých daní (např. na zavedení spotřební daně na tzv. tichá vína od roku 2013).

dle našeho odhadu představoval vyšší rozpočtový příjem (resp. menší výpadek příspěvků na sociální zabezpečení) v roce 2013 v rozsahu cca 0,4 % HDP (15 mld. Kč).<sup>4</sup>

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

Významově nepříliš výrazným rizikem v tomto směru je případný rychlejší **růst cen potravin** oproti základnímu scénáři. Primární dopad zvýšení snížené sazby DPH do cen potravin je odhadován ve výši 0,6 procentního bodu, přičemž se podobně jako v předchozích prognózách i nadále očekává, že čtvrtina uvedeného dopadu bude krátkodobě vstřebána v maržích prodejců a projeví se růstem cen až v delším časovém horizontu. Nová prognóza nadto předpokládá, že ze zbývající části dopadu (tj. cca 0,4–0,5 procentního bodu) se 60 % již promítlo do cen potravin v závěru roku 2011 a 40 % by se mělo projevit začátkem roku 2012. Avšak v případě, že pozorované zvýšení cen potravin koncem roku 2011 bylo způsobeno – z větší části, než prognóza předpokládá – fundamentálními faktory (např. promítnutím nedávného růstu cen světových zemědělských a potravinářských komodit či cen energií), vyvstává riziko, že inflace může být z důvodu rychlejšího růstu cen potravin v letošním roce lehce vyšší, než je v prognóze očekáváno. Nelze sice vyloučit ani riziko v opačném gardu, s ohledem na neočekávané zvýšení inflace nad horní hranici tolerančního pásma inflačního cíle z důvodu změn nepřímých daní však může být riziko chyby směrem nahoru vnímáno z měnověpolitického pohledu jako závažnější.

### 4. Další měnověpolitické úvahy

a) Nejistoty existují rovněž v oblasti **zahraničního ekonomického vývoje**. Přetrvává riziko většího hospodářského útlumu z důvodu prohloubené dluhové krize v eurozóně. Toto riziko však není tak vyhraněné jako v minulé prognóze, kde vedlo ke zpracování alternativního scénáře. Převažují stále špatné zprávy (odebrání ratingu AAA některým zemím eurozóny a EFSF agenturou S&P<sup>5</sup>, údajná neschopnost Řecka uhradit nejbližší splátku dluhu a příchod některých dalších negativních konjunkturálních ukazatelů ze zemí eurozóny). Vedle toho se však objevují i některé pozitivní signály ohledně budoucího vývoje zejména v případě německého hospodářství, jako např. zlepšení konjunkturálního indikátoru PMI. Navíc i nadále platí, že dopad případného dalšího zhoršení zahraničního ekonomického výhledu by zřejmě neměl jednoznačné implikace pro domácí úrokové sazby. Důvodem je to, že by pravděpodobně opět došlo k protisměrnému vlivu silnějších protiinflačních tlaků z domácí ekonomiky na jednu straně a více oslabeného kurzu koruny na straně druhé.<sup>6</sup>

b) Rizikem prognózy v obou směrech je budoucí vývoj **kurzu koruny**. Ten v dosavadním průběhu 1Q12 zhruba odpovídá krátkodobé prognóze<sup>7</sup>, přetrvává však jeho vysoká kolísavost. Případný odklon vývoje kurzu od prognózy popisuje zpracovaný standardní citlivostní scénář kurzu. Z tohoto scénáře vyplývá, že v reakci na 3% oslabení (resp. posílení) kurzu oproti

<sup>4</sup> MFČR přitom výpadek příjmů ze sociálního pojištění vlivem penzijní reformy odhaduje o cca 10 mld. vyšší než ČNB.

<sup>5</sup> K podobnému kroku přistoupila koncem minulého týdne i agentura Fitch.

<sup>6</sup> S vývojem vnějšího poptávkového prostředí úzce souvisí i nejistota kolem dalšího vývoje světových cen ropy a dalších surovin, která je podrobně popsána v příslušné části textu 1. SZ 2012.

<sup>7</sup> Ani v případě předpokládaného obnovení postupného posilování kurzu v dalších čtvrtletích není pohled ČNB nijak dramaticky v rozporu s prognózami jiných institucí, když v ročním horizontu očekávají analytici dotázaní v rámci šetření IOFT kurz o 0,9 % silnější než čeká ČNB, zatímco analytici dotázaní v rámci šetření CF naopak kurz o 1,7 % slabší, než prognózuje ČNB.

prognóze v prvním čtvrtletí 2012 se úrokové sazby nacházejí v následujících čtvrtletích roku 2012 o 0,3 procentního bodu výše (resp. níže) ve srovnání se základním scénářem.

## 5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **prosincovém zasedání** (21.12.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,75 %. Rozhodnutí bankovní rady bylo očekáváno. Z dotazníků IOFT (16.12.) vyplývalo, že na prosincovém zasedání BR ČNB deset analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb ČNB, jeden analytik očekával jejich zvýšení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 0,50 až 1,00 % (medián 0,75 %). Ze šetření agentury Thomson Reuters (16.12.) vyplývalo, že na prosincovém zasedání BR ČNB všech osmnáct analytiků předpokládalo stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu byla značně různorodá a byla 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 činilo 0,50 až 1,00 % (medián 0,75 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že pro stabilitu sazeb hlasovalo všech sedm členů bankovní rady. Guvernér připomněl, že se stávající prognózou je konzistentní mírný pokles tržních úrokových sazeb na začátku prognózy a jejich stabilita až do přelomu let 2012 a 2013. Rizika této prognózy byla vyhodnocena jako mírně proinflační, resp. ve směru mírně vyšších úrokových sazeb ve srovnání se základním scénářem. Protiinflačním rizikem jsou aktuální a budoucí inflační tlaky z domácí ekonomiky. K proinflačním rizikům patří slabší kurz koruny a vyšší pozorovaná inflace včetně jejího krátkodobého výhledu. K tomu guvernér doplnil, že zesilují rizika ve směru nižšího HDP a slabšího kurzu koruny v duchu alternativního scénáře ze 7. SZ, ovšem zároveň se zvyšuje nejistota o budoucím vývoji. Příští pohyb úrokových sazeb je podle vyjádření guvernéra možný oběma směry, nepatrně pravděpodobnější je však jejich zvýšení.

Během ledna se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Většinový názor vyzníval ve prospěch stability základních úrokových sazeb v nejbližším období.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR stagnovaly, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR zůstává rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA se jen lehce posunuly výše, zároveň se mírně snížila jejich volatilita. Tržní trajektorie 3M sazeb naznačuje zhruba jejich očekávanou stabilitu. V nejbližším období je tak v souladu s prognózou ČNB, v delším horizontu se pohybuje na mírně vyšší hladině (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 1,0 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (12.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB všichni analytici předpokládají stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybuji v rozmezí 0,50 až 1,00 % (medián 0,75 %).

Ze šetření agentury Thomson Reuters (25.1.) vyplývá, že na únorovém zasedání BR ČNB všech dvacet analytiků předpokládá stabilitu základních sazeb. Očekávání v delším horizontu jsou nadále značně různorodá a jsou rozložena takto: snížení v 1Q12 (3 analytici), snížení

ve 2Q12 (1 analytik), snížení ve 3Q12 (1 analytik), zvýšení ve 2Q12 (1 analytik), zvýšení ve 4Q12 (2 analytici), zvýšení v 1Q13 (5 analytiků), zvýšení ve 2Q13 (1 analytik), zvýšení v 1H13 (1 analytik), zvýšení ve 3Q13 (1 analytik), zvýšení ve 4Q13 (1 analytik), zvýšení ve 2H13 (2 analytici), zvýšení v 1Q14 (1 analytik). Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0,25 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 5,3 % vzhledem k průměru za 1Q12 do 31.1. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 2,8 % na 24,8 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 1Q13 kurz na úrovni 24,4 CZK/EUR.

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

2.1.	M. Singer (Euro)	Z hlediska měnové politiky to však není v tuto chvíli žádné dramatické rozhodování. Vzhledem k slabšímu kurzu koruny se možnost snižovat sazby zmenšuje. Je to vše zejména komunikačně těžší. Je proto dobře, že jsme před dvěma lety začali zveřejňovat alternativní scénáře, což nám umožňuje srozumitelně komunikovat to, co si myslíme. Když trhy chápou, jak uvažujeme, dobře se jim naše kroky hodnotí, a proto nám více věří. A tím pádem toho nemusíme moc dělat. Když věří, že půjdeme se sazbami nahoru, bude-li reálná hrozba vyšší inflace, začnou podle toho hrát, a už jenom to limituje určitým způsobem pokles kurzu koruny.
18.1.	M. Singer (Reuters)	Současný směnný kurz koruny nám umožňuje ještě chvíli neměnit sazby.
19.1.	M. Singer (Bloomberg)	The central bank is moving closer to stability of rates for a longer period. In 2012, I'd be much more skeptical on any move (of interest rates), unless we get some surprise (referring to inflationary pressures that would stem from the domestic economy).
20.1.	P. Řežábek (Bloomberg)	Inflation expectations are well anchored in the Czech Republic and even the VAT increase hasn't changed that... Given the fact that inflation expectations are well anchored, there is no reason to react with monetary policy. I'm not in favor of a further loosening of monetary conditions because it is not necessary to act at the moment and also the market rates did not follow our previous moves all the way. Tightening monetary conditions doesn't seem warranted in the near term either, given the fact that demand pressures are curtailed by the economic situation abroad. I'm not concerned that more significant pressures would arise and spark an increase in interest rates in the near-term horizon.
24.1.	E. Zamrazilová (Reuters)	Vidím důvody zpřísnovat měnovou politiku. Inflace je nad dvouprocentním cílem ČNB a bude nad tímto cílem... Pokud bych byla na nejbližším zasedání bankovní rady v hlasování osamocena, pokud bych nepřesvědčila další členy bankovní rady, tak nevidím význam pro zvýšení hlasovat. Na tomto zasedání tedy ještě budu váhat, ale bude pro mě naprosto kruciólní číslo o inflaci za leden. Pokud bude lednové číslo nad konsensem trhu a očekáváním ČNB, pak již na dalším zasedání v březnu váhat nebudu. Pak by totiž historka, že jde o inflaci jen dočasnou, taženou zvýšením DPH, neseďela.
25.1.	K. Janáček (Dow Jones Newswires)	I would prefer no changes in rates at the Feb. 2 policy meeting.

## 6. Měnověpolitické doporučení SMS

Sekce měnová a statistiky doporučuje na únorovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady **ponechat úrokové sazby na stávající úrovni**.

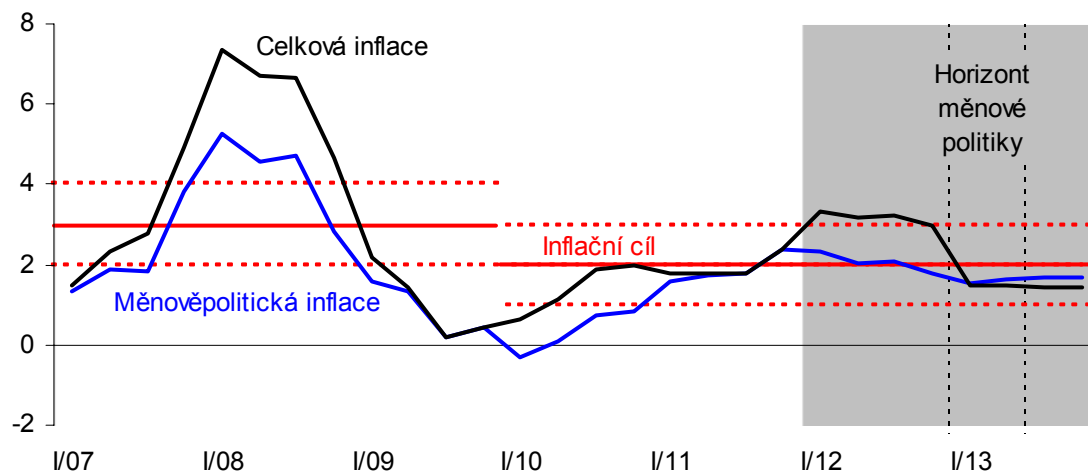
### Komunikační doporučení:

Doporučujeme komunikovat přetrvávající nejistotu kolem budoucího ekonomického vývoje v zahraničí. Přitom však doporučujeme uvádět, že nová prognóza již vstřebala velkou část rizik, která byla identifikována při minulé prognóze v této oblasti, a která vedla ke zpracování

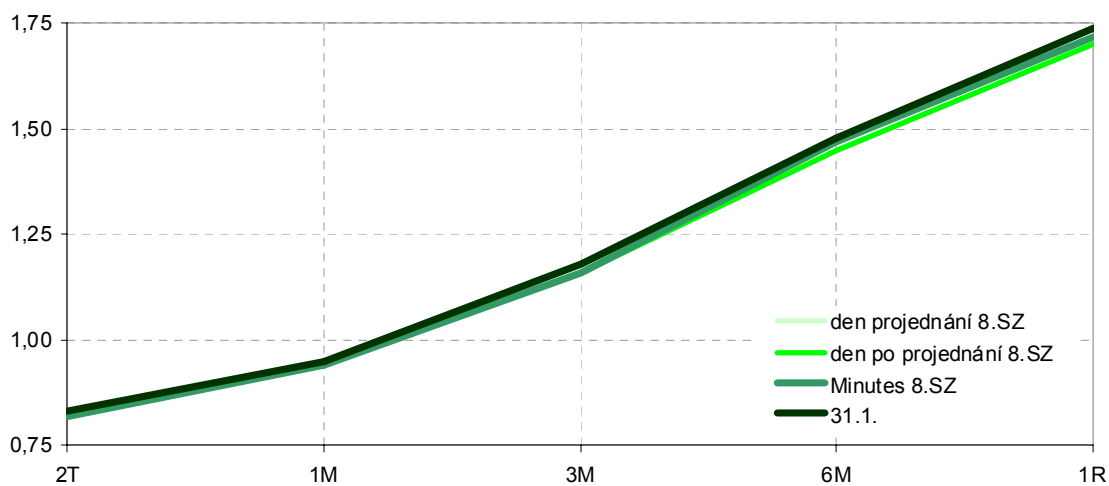
jejího alternativního scénáře. Nyní již bilanci rizik kolem budoucího vývoje vnějšího prostředí vnímáme méně asymetricky.

Pokud jde o výhled domácích úrokových sazeb, doporučujeme nadále komunikovat, že s ohledem na uvedené nejistoty nelze nadále vyloučit jejich budoucí pohyb v jakémkoli směru. Nová prognóza však jako mírně pravděpodobnější naznačuje jejich pokles ve druhém pololetí 2012, kdy po odeznění vlivu současného oslabeného měnového kurzu a vysokého nárůstu regulovaných cen převládnu faktory hovořící pro nižší úrokové sazby, tj. pozorovaná absence inflačních tlaků z domácí ekonomiky a nízký výhled úrokových sazeb v eurozóně.

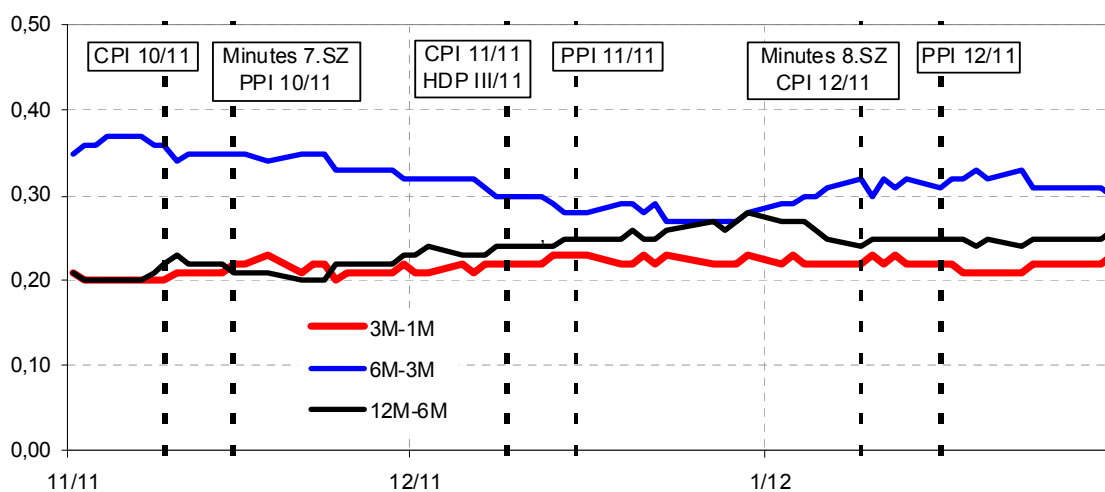
**Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2012 a cíl ČNB**



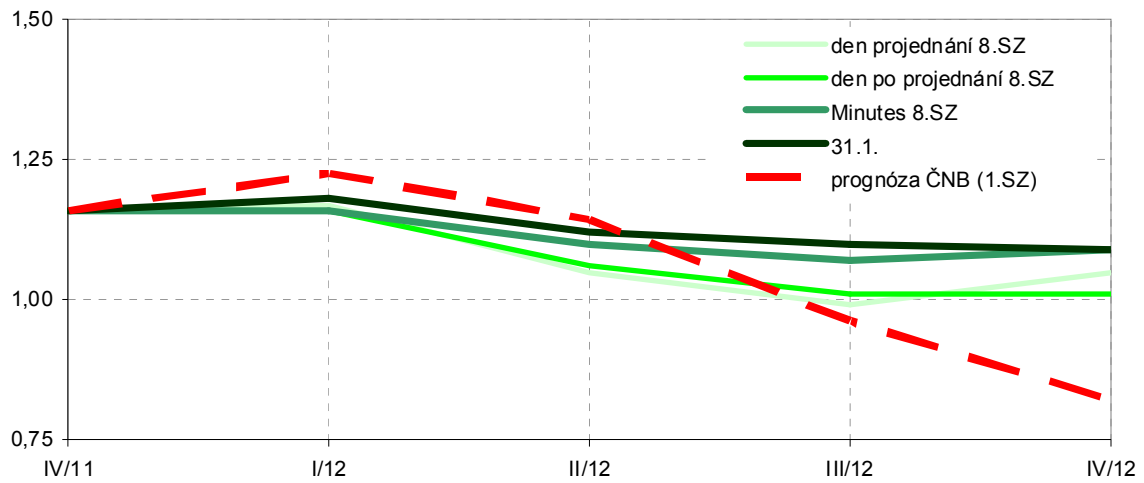
**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**



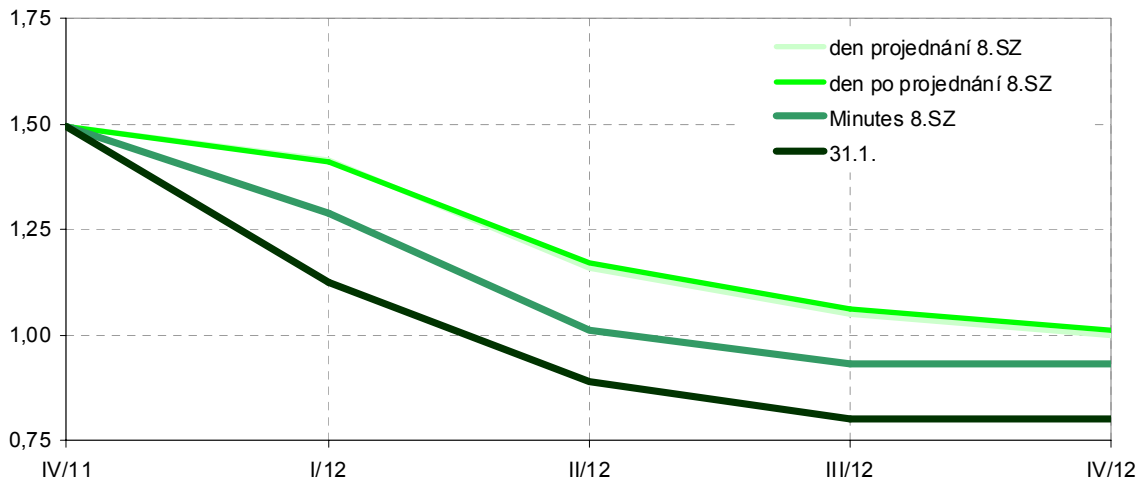
**Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR**



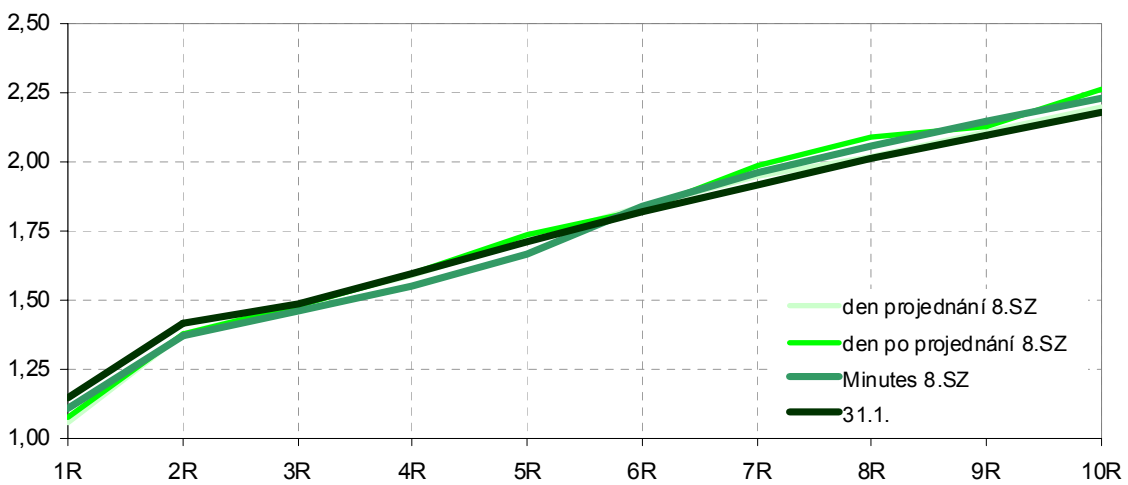
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



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

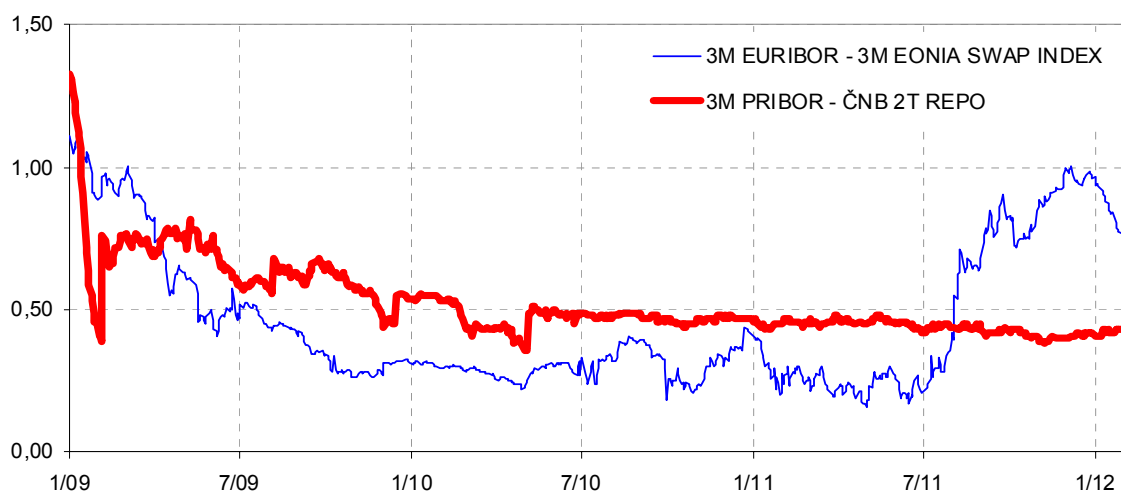


**Graf 6: IRS CZK**

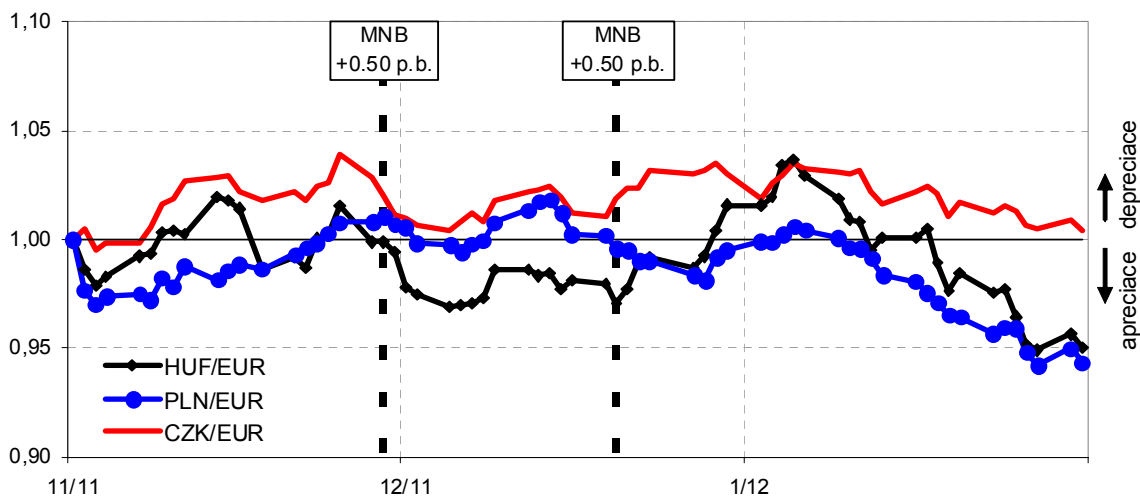




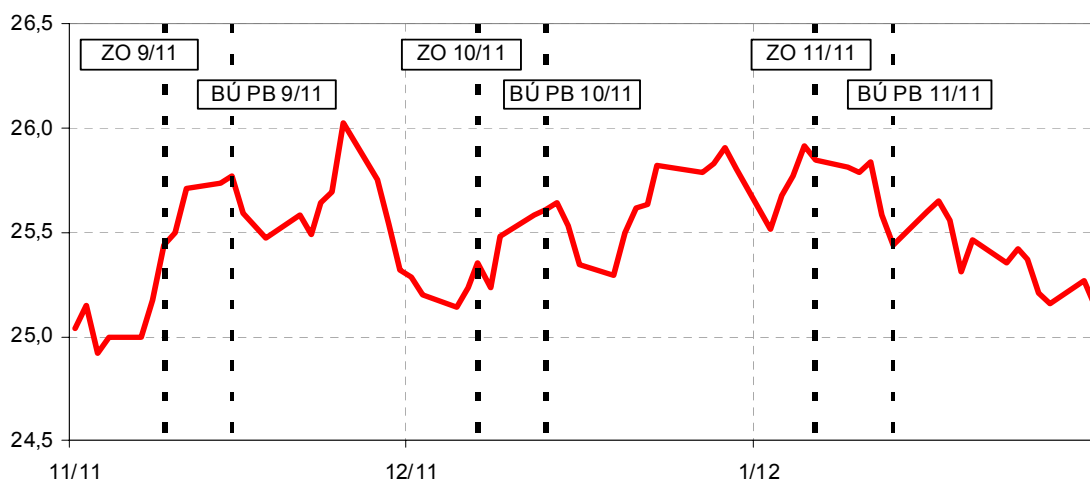
**Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně**



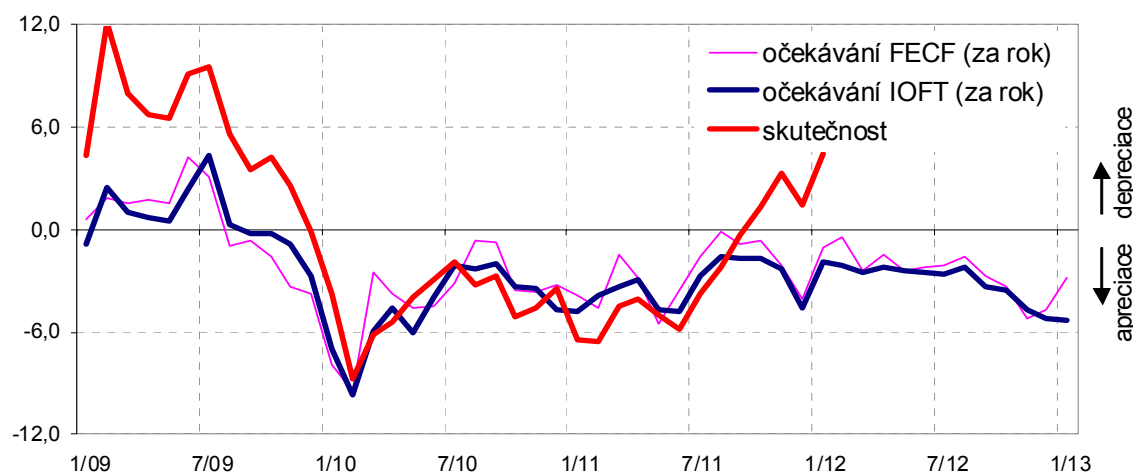
**Graf 8: Kurzy středoevropských měn (1.11. = 1.0)**



**Graf 9: Kurz CZK/EUR**

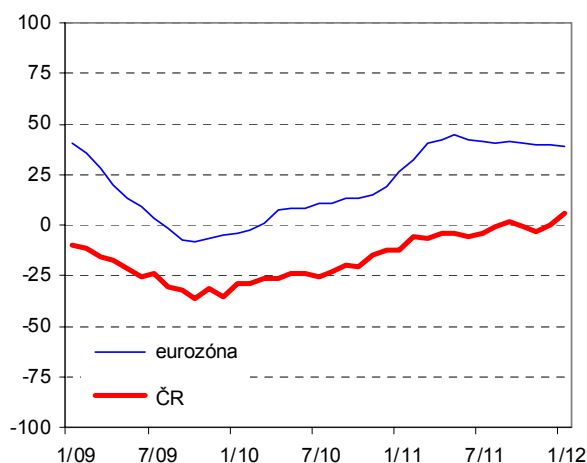


**Graf 10: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %**

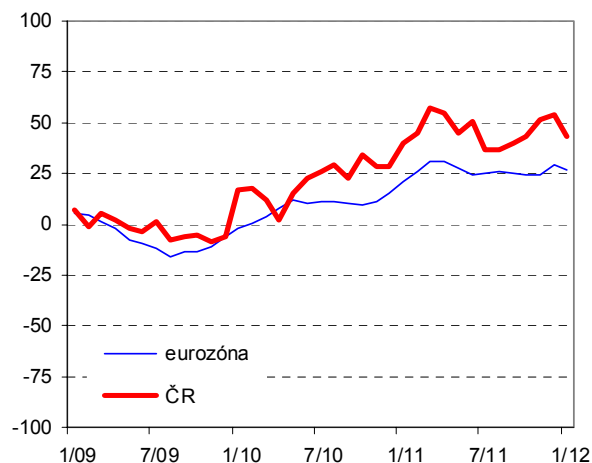


**Graf 11: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)**

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

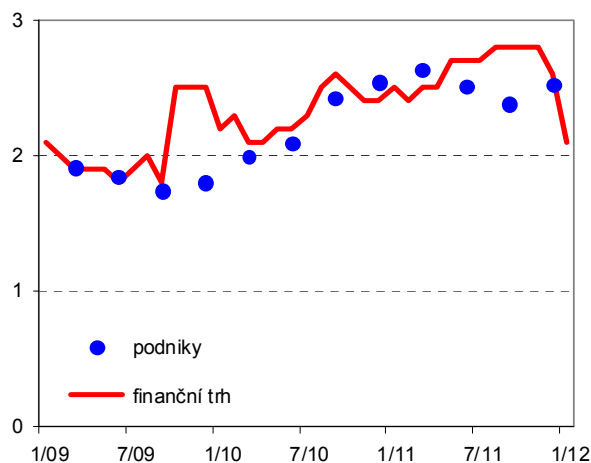


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



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

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R

