

Měnověpolitické doporučení pro 8. SZ 2012

Sekce měnová a statistiky

1. Prognóza ze 7. SZ 2012

Východiskem pro prosincové měnověpolitické rozhodování zůstává *makroekonomická prognóza ze 7. SZ 2012*. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a hlavní kontury této prognózy.

Česká ekonomika se nachází v recesi, když kladně přispívá ke změně ekonomické aktivity jen čistý vývoz, zatímco domácí poptávka se výrazně snižuje. Zdrojem inflace v letošním roce jsou daňové změny, růst cen potravin a postupně odeznívající růst dovozních cen. Vývoj domácí ekonomiky cenový růst naopak tlumí.

Stávající prognóza předpokládá ve zbytku letošního a na začátku příštího roku znatelné zpomalování ekonomického růstu v efektivní eurozóně, opětovné oživování růstu se očekává až od poloviny roku 2013. I přes zpomalování ekonomické aktivity se výhled efektivní inflace spotřebitelských cen v eurozóně v letošním roce pohybuje na úrovni 2,5 %, v roce 2013 a 2014 pak cenový růst dosáhne hodnot lehce nad 2 %. Zahraniční úrokové sazby 3M EURIBOR jsou aktuálně na hodnotách kolem 0,2 %. Jejich tržní výhled zohledňuje předpoklad pokračující uvolněné měnové politiky ECB. Pod hladinou 0,5 % by se proto měla trajektorie zahraničních úrokových sazeb pohybovat až téměř do konce roku 2014. To se spolu s pokračující dluhovou krizí v eurozóně odráží i ve výhledu kurzu eura vůči dolaru, který by měl opět oslabit z aktuálně silnější hodnoty. U cen ropy se předpokládala mírně klesající trajektorie ze zvýšené výchozí úrovně.

Prognóza domácího cenového vývoje předpokládá v souladu s plánem vlády zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod od ledna 2013, jehož souhrnný primární dopad do inflace dosáhne přibližně 0,7 procentního bodu. Souběžně je předpokládáno harmonizační zvýšení spotřební daně u cigaret s příspěvkem do inflace zhruba 0,1 procentního bodu. Prognóza předpokládá plné promítnutí uvedených změn do příslušných cen, naopak jejich druhotné dopady do inflačních očekávání a mezd jsou předpokládány nevýrazné.

Dle stávající prognózy se hrubý domácí produkt v letošním roce sníží v důsledku výrazného zpomalení zahraniční poptávky a celkově utlumené domácí poptávky v podmínkách pokračující fiskální konsolidace. V reakci na oživování zahraniční poptávky bude v příštím roce dle prognózy docházet k obnovování růstu domácí ekonomické aktivity, které však bude brzděno restriktivními dopady vládních rozpočtových opatření. HDP tak znatelně vzroste až v roce 2014. Celková inflace setrvá v příštím roce lehce nad cílem ČNB vlivem předpokládaných daňových změn; na přelomu let 2013 a 2014 (tj. na horizontu měnové politiky) klesne pod cíl. Měnověpolitická inflace se bude na celém horizontu prognózy pohybovat v dolní polovině tolerančního pásma inflačního cíle.

Prognóza očekávala, že kurz koruny vůči euru bude na celém výhledu zhruba stabilní na úrovni kolem 25 CZK/EUR či lehce nad ní.

S prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb a jejich růst až v roce 2014. Konkrétně pro 4Q12 prognóza očekává hodnotu sazby 3M PRIBOR na úrovni 0,5 %, pro 1Q13 pak ve výši 0,4 %. Průměr uvedené sazby za dosavadní průběh čtvrtého čtvrtletí se nachází na úrovni 0,6 %. Prognóza předpokládá stabilitu rozpětí 3M PRIBOR-2T repo v aktuální výši 0,45 procentního bodu do konce prvního čtvrtletí roku 2013, a dále jeho nepatrné snížení na 0,4 procentního bodu. Prognóze tak hypoteticky odpovídá jedno další snížení 2T repo sazby o čtvrt procentního bodu v první polovině roku 2013, což by znamenalo dosažení záporné úrovně repo sazby.

Celkově jsou **rizika stávající** prognózy hodnocena Sekcí měnovou a statistiky v prosincové malé situační zprávě jako **mírně protiinflační**. Následující dvě kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším tržním úrokovým sazbám oproti prognóze. Kapitola 4 přináší měnověpolitické úvahy spojené s obousměrnými či nejednoznačnými riziky a dále úvahy spojené s nulovým omezením pro úrokové sazby. Na závěr je zařazena mimořádná příloha věnovaná transmisi měnového kurzu do inflace a dalších klíčových veličin.

2. Argumenty pro nižší trajektorii úrokových sazeb oproti prognóze

a) Nové informace z **reálné ekonomiky a trhu práce** představují mírné protiinflační riziko, a to jak v důsledku slabšího růstu mezd, tak i hlubšího poklesu ekonomické aktivity. Sezonně očištěná průměrná mzda v podnikatelské sféře ve třetím čtvrtletí zpomalila na 2 % meziročně, což je menší růst, než očekávala predikce (2,3 %). Data národních účtů za 3Q12 naznačují, že se česká ekonomika nachází v hlubší recesi (-1,3 % meziročně), než předpokládala prognóza (-0,8 % meziročně).

b) Nová data o domácím **cenovém vývoji** jsou rovněž slabě protiinflační. Hodnota celkové meziroční inflace za listopad letošního roku je oproti prognóze ze 7.SZ o 0,3 p.b. nižší. Tento rozdíl je dán především nižší čistou inflací, když v rámci ní k záporné odchylce přispěly zhruba stejně ceny pohonných hmot a korigovaná inflace bez pohonných hmot. Oproti prognóze byl nižší i růst regulovaných cen. Výhled růstu regulovaných cen na rok 2013 se však nepatrně zvyšuje vlivem vyšších očekávaných cen dodávky plynu pro domácnosti.

c) Vývoj v **zahraničí**¹ působí oproti předpokladům prognózy mírně ve směru nižších domácích úrokových sazeb. Došlo k dalšímu mírnému snížení tržního výhledu úrokových sazeb 3M EURIBOR zejména na delším horizontu prognózy. V letošním i příštím roce je i nadále očekáváno pouze mírné tempo hospodářského růstu v efektivní eurozóně a ke znatelnějšímu oživení by mělo z celoročního pohledu dojít až v roce 2014. V současnosti přitom dochází k postupnému zhoršování výhledů růstu eurozóny a jejího hlavního tahouna Německa nejen ve výhledu zahraničních analytiků, ale i v prognózách některých významných institucí (EK, MMF, ECB a Bundesbanky), přičemž v některých případech jsou změny

¹ Zde popisujeme vliv nového výhledu zahraničních veličin na bázi aktuálních tržních výhledů a prosincového vydání publikace *Consensus Forecasts*, které bylo k dispozici až po dokončení 8. SZ.

poměrně významné.² Riziko pro domácí ekonomický vývoj pramenící ze zahraniční poptávky je tak vychýleno směrem dolů.

3. Argumenty pro vyšší trajektorii úrokových sazeb oproti prognóze

a) Ve směru nepatrně vyšších úrokových sazeb působí dosavadní vývoj **měnového kurzu**. Stávající prognóza předpokládá pro 4Q12 kurz na úrovni 24,9 CZK/EUR. Průměr kurzu za dosavadní průběh čtvrtletí k 17.12. činí 25,2 CZK/EUR a přibližně stejných hodnot dosahuje i jeho aktuální hodnota. Při přípravě prognózy pro 7. SZ byl zpracován obvyklý kurzový citlivostní scénář. Podle něj by hypotetické oslabení koruny v 1Q13 na průměrnou hodnotu 25,6 CZK/EUR vedlo v průběhu roku 2013 k růstu inflace o 0,1 – 0,2 p.b. oproti prognóze. Implikované úrokové sazby by oproti prognóze ležely na přelomu tohoto a příštího roku o 0,2 – 0,3 p.b. výše než očekává prognóza, následně by se na konci roku 2013 vrátily k sazbám ze stávající prognózy. Je pravděpodobné, že v aktuálních hodnotách měnového kurzu CZK/EUR se odráží komunikace BR ohledně možného použití devizových intervencí. Očekáváním tržních účastníků a jejich investičním strategiím na devizovém trhu je věnována část 4c) níže.

b) Slabé riziko ve směru vyšších úrokových sazeb pramení z aktuálního a očekávaného vývoje **světových cen zemědělských komodit**; ceny těchto komodit na světových trzích se v listopadu v porovnání s hodnotami v době zpracování 7. SZ zvýšily. Vývoj domácích cen zemědělských výrobců je podle údajů za listopad vyšší, než předpokládala 7.SZ, což se může promítat do poněkud vyššího než očekávaného růstu cen potravin.

4. Další měnověpolitické úvahy

a) Na základě nových makroekonomických dat aktualizovaná verze měnověpolitického experimentu (fixace měnověpolitických úrokových sazeb na nule) ukazuje na pokles měnověpolitické i celkové inflace v roce 2014 pod dolní hranici tolerančního pásma inflačního cíle ČNB zhruba ve stejném rozsahu, jako tomu bylo v původní verzi této simulace sestavené v rámci minulého prognostického cvičení. Kvantifikace ekonomického dopadu existence **nulové dolní hranice pro pohyb úrokových sazeb** tak stále avizuje potřebu dalšího uvolňování měnové politiky.

b) Aktualizace scénáře **devizových intervencí** prováděných za účelem dosažení požadovaného uvolnění měnové politiky pak vlivem nových dat implikuje o něco slabší trajektorii měnového kurzu ve srovnání s původní variantou tohoto scénáře. Požadovaný kurz, který uvolní měnové podmínky v takovém rozsahu, aby nebyl nutný hypotetický pokles repo sazby pod nulovou hranici, se nyní nachází v průběhu roku 2013 na hladinách kolem 25,5 – 25,6 CZK/EUR.

c) Aktuální **situace na devizovém trhu** poté, co bankovní rada ČNB v uplynulém období veřejně komunikovala, že devizové intervence na oslabení měnového kurzu mohou být

² Prosinčová predikce ECB na rok 2013 očekává pokles HDP eurozóny o 0,3 % (střed prognózy). Bundesbanka snížila svůj výhled růstu německé ekonomiky na letošní rok o 0,3 procentního bodu na 0,7 % a na rok příští z 1,6 % na 0,4 %.

vhodným nástrojem k případnému dalšímu uvolňování měnové politiky, vypadá dle vyjádření Sekce bankovních obchodů následovně. Trh jako celek je stále krátký v korunách, ovšem tyto krátké pozice již nejsou tak extrémní, jako např. před pár týdny. V uplynulém období k redukci pozic přispěl jednak fakt, že se nepodařilo výrazněji prolomit hranici 25,5 CZK/EUR, jednak očekávání, že se ČNB před koncem roku již do intervencí nepustí a spíše vyčká do příštího roku na novou prognózu. Opakovaná vyjádření členů BR nové informace ohledně intervencí také nepřinesla.³ S blížícím se koncem roku se dá předpokládat, že dojde k dalšímu poklesu již tak nízké obchodní aktivity a již jen drobným pohybům kurzu. Nízká likvidita však znamená potenciálně vyšší riziko prudkého pohybu kurzu, pokud by došlo k realizaci "většího" obchodu. Počátek roku naopak bývá volatilnější, když dochází k otvírání nových sázek na pohyb kurzu. Přestože trh je rozpolcen ohledně dalšího pohybu kurzu, dá se spíše předpokládat, že koruna bude i nadále pod vlivem "intervenčního příběhu". Přesto SBO vnímá krátkodobě mírné riziko spíše ve směru posílení koruny. Trh je stále krátký, a tak případné nákupy koruny mohou vést k realizaci stop-lossů z těchto pozic, což by vedlo ke skokovému posílení koruny do oblasti kolem 24,8 CZK/EUR. Případné další otevírání krátkých pozic v korunách (tj. prodeje korun) by naopak neměly být tak agresivní a vedly by pravděpodobně k pozvolnému oslabení kurzu k hranici 25,5 – 25,6 CZK/EUR.

d) Aktuální rizika a nejistoty ve **fiskální oblasti** identifikujeme jako obousměrná, přičemž jejich vliv na aktuální měnověpolitické rozhodování je malý. V oblasti daňových změn (zvýšení obou sazeb DPH o 1 procentní bod na 15 % a 21 %, zvýšení daně z příjmů fyzických osob aj.) došlo k posunu v rámci legislativního procesu, avšak k definitivnímu schválení v Parlamentu ČR zatím nedošlo. Jejich případné nepřijetí (implikující mj. sjednocení obou sazeb na hladině 17,5 %) představuje pro celkovou inflaci znatelné riziko směrem dolů.⁴ Vliv na měnověpolitickou inflaci by však byl spíše malý a v opačné směru, neboť nepřijetí uvedených opatření by vedlo k menší fiskální restrikci v příštím roce. I nadále pak vnímáme nejistotu ohledně výše tzv. fiskálního multiplikátoru, který může dosahovat v čase déletrvající fiskální restrikce, slabé zahraniční poptávky a výrazných nejistot o vývoji v eurozóně vyšších hodnot než obvykle (viz citlivostní scénář vyššího fiskálního multiplikátoru v 7.SZ⁵). Rizikem pro prognózu vládního deficitu na příští roky je případná nižší než námi dosud předpokládaná účast v zaváděném II. pilíři penzijního systému. To by však nemělo mít dopad do prognózovaného vývoje reálné ekonomiky, neboť zavedení druhého pilíře penzijního systému má v prognóze neutrální dopad na dynamiku spotřeby a HDP.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **listopadovém zasedání** (1.11.) BR snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,20 p.b. na 0,05 %. Zároveň rozhodla snížit lombardní sazbu o 0,50 p.b. na 0,25 % a diskontní sazbu o 0,05 p.b. na 0,05 %. Na této hranici budou dle komunikace BR sazby drženy v delším horizontu, dokud nedojde k výraznému nárůstu inflačních tlaků.

³ Je třeba si také uvědomit, že v prostředí velmi nízkých domácích úrokových sazeb je údržba krátkých korunových pozic velmi levná a strategií investoři nemusí spěchat s jejich zavíráním dokud nedosáhne výraznějších ztrát. Mnoho krátkých pozic navíc není proti EUR, ale proti regionálním měnám či izraelskému šekelu, které přináší poměrně vysoké výnosy prostřednictvím „carry tradů“.

⁴ Sjednocení obou sazeb by znamenalo snížení prognózy primárního cenového dopadu na příští rok o cca 1 p.b.

⁵ Zpracovaný citlivostní scénář ukazuje, že pokud by byl fiskální multiplikátor roven jedné (oproti standardně uvažované hodnotě 0,6), pak by měnová politika musela na restriktivnější ekonomické dopady rozpočtových opatření obsažených v prognóze reagovat výraznějším uvolněním měnových podmínek oproti prognóze, a to v ekvivalentu -0,1 až -0,3 p.b. do sazeb 3M PRIBOR v letech 2013 a 2014.

Rozhodnutí bankovní rady většina analytiků neočekávala. Z dotazníků IOFT (12.10.) vyplývalo, že na listopadovém zasedání BR ČNB třináct analytiků očekávalo stabilitu základních sazeb ČNB, jeden analytik očekával snížení 2T repo sazby o 0,15 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 0,05 až 0,50 % (medián 0,25 %). Ze šetření agentury Thomson Reuters (24.10.) vyplývalo, že na listopadovém zasedání BR ČNB čtrnáct analytiků předpokládalo stabilitu základních úrokových sazeb ČNB, čtyři analytici očekávali snížení 2T repo sazby o 0,15 p.b. a jeden její snížení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu byla nadále značně různorodá, přičemž rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 0 až 0,75 % (medián 0,25 %). Z dvaceti analytiků oslovených agenturou Bloomberg (29.10.) jich patnáct očekávalo na listopadovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady ČNB stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. Zbývajících pět analytiků předpokládalo snížení 2T repo sazby, z toho jeden analytik o 0,25 p.b., tři analytici o 0,15 p.b. a jeden analytik o 0,10 p.b.

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB M. Singer oznámil, že pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady, dva členové hlasovali pro ponechání úrokových sazeb beze změny. Poté guvernér představil novou prognózu. Podle ní by se celková inflace v příštím roce měla v důsledku daňových změn pohybovat lehce nad cílem ČNB, měnověpolitická inflace se bude na celém výhledu (tj. včetně horizontu měnové politiky) nacházet v dolní polovině tolerančního pásma cíle. Guvernér uvedl, že s prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb a jejich růst až v roce 2014. Prognóza předpokládá na celém svém horizontu zhruba stabilní kurz koruny k euru. Rizika nové prognózy byla vyhodnocena jako celkově vyrovnaná; vysoká nejistota panuje okolo podoby fiskálních konsolidačních opatření v příštím roce a jejich dopadů do vývoje ekonomiky. Bankovní rada současně rozhodla o přerušení programu prodeje části výnosů z investování devizových rezerv, neboť nelze vyloučit možný rozpor těchto operací s implementací měnové politiky v situaci, kdy jsou měnověpolitické úrokové sazby na technické nule. Guvernér zopakoval informaci z minulé tiskové konference, že devizové intervence by byly nejvhodnějším nástrojem (v případě použití dalších nástrojů měnové politiky), bližší debatu na toto téma však odmítl komentovat.

Během listopadu a prosince se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka 2). **Komunikace** potvrzovala dřívější vyjádření, že případné další uvolnění měnové politiky by probíhalo prostřednictvím devizových intervencí, ovšem možné intervence zároveň převážně umísťovala až do příštího roku.

Po snížení základních sazeb ČNB na technickou nulu se tržní úrokové sazby ve všech splatnostech posunuly na nová historická minima. Sklon výnosové křivky sazeb **PRIBOR** zůstává rostoucí (viz Graf 2). Tržní výhled 3M sazeb **FRA** je zhruba stabilní a odpovídá očekávání technicky nulových měnověpolitických sazeb při současné výši prémie na peněžním trhu. V celém horizontu se tak pohybuje mírně nad stávající prognózou ČNB, která implikuje pokles měnověpolitických sazeb do záporných hodnot (viz Graf 4).

Sazby **IRS** se také ještě mírně snížily. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R-1R dosahuje 0,4 p.b., spread 10R-1R činí 1,0 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (12.12.) vyplývá, že na prosincovém zasedání BR ČNB všech jedenáct analytiků očekává stabilitu základních sazeb ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 0,05 až 0,25 % (medián 0,05 %).

Ze šetření agentury *Thomson Reuters* (14.12.) vyplývá, že na prosincovém zasedání BR ČNB všech osmnáct analytiků předpokládá stabilitu základních úrokových sazeb ČNB. Očekávání v delším horizontu ukazuje Tabulka 1. Rozmezí očekávané úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 0 až 0,25 % (medián 0,05 %).

Tabulka 1: Očekávání analytiků ohledně směru, rozsahu a časování další změny 2T repo sazby dle Thomson Reuters (14.12.2012)

2012	2013				2014				2015
	1H13		2H13		1H14		2H14		1H15
					↑↑↑				
12/12	1Q13	2Q13	3Q13	4Q13	1Q14	2Q14	3Q14	4Q14	1Q15
				↑↑↑	↑↑↑	↑↑↑	↑		↑

Vysvětlivky:

- jedná se o další očekávanou změnu každého analytika, tzn. počet šipek se shoduje s počtem analytiků, kteří očekávají změnu v horizontu, který pokrývá tabulka
- z důvodu přehlednosti tmavé šipky označují očekávané snížení 2T repo sazby, světlé šipky její zvýšení
- očekávané změny dosahují výše 0,20 až 0,25 p.b.

Rovněž všech patnáct analytiků oslovených agenturou *Bloomberg* (14.12.) očekává stabilitu základních úrokových sazeb ČNB na prosincovém měnověpolitickém zasedání BR ČNB.

Analytici v rámci šetření *IOFT* očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 24,9 CZK/EUR, tj. o 0,9 % vzhledem k průměru za 4Q12 do 17.12. Analytici v rámci šetření *FECF* předpokládají ve stejném horizontu posílení o 0,4 % na 25,1 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 4Q13 kurz na úrovni 25,2 CZK/EUR. Podle průzkumu agentury *Thomson Reuters* třináct z oslovených osmnácti analytiků předpokládá devizové intervence, z toho jeden analytik již v prosinci, většina pak v 1Q13.

19.11.	M. Singer (E15)	Chceme být pro trhy srozumitelní. I když, jak se zdá, byly lehounce překvapené, že to, co říkáme, myslíme vážně. Ale uvědomily si, že v okamžiku, kdy jsme na technické nule, se další uvolňování měnové politiky, bude-li třeba, odehraje přes operace směřující k oslabení koruny... Nebudu se vyjadřovat k úrovním, koneckonců další uvolňování měnové politiky nemusí přijít bezprostředně. V tuto chvíli průběh teoretické negativní úrokové míry, kterou zveřejňujeme, signalizuje spíš do příštího roku.
5.12.	M. Singer (Aktuálně.cz)	...řekli jsme, že poté, co jsme na technické nule, už pod nulu dál nepůjdeme... kurzové operace vidíme jako náš další nástroj poté, co naše sazba klesla na technickou nulu. Rozhodování o takové akci nás teprve čeká, nicméně naše prognóza naznačuje, že hypotetické záporné sazby (respektive něco, co vykoná jejich práci) můžeme potřebovat v příštím roce.
5.12.	M. Hampl (Rádio Česko)	... v malé otevřené ekonomice, ekonomice našeho typu, která se nepodobá v tomto ani Spojeným státům, ani Británii, ani Japonsku, první další nástroj, který přichází v úvahu, je samozřejmě nástroj, který se jmenuje ovlivňování kurzu, chcete-li intervence...ekonomika je zdravá, její finanční sektor je zdravý, jinými slovy z toho pro mě vyplývá, že kvantitativní uvolňování jak doporučují bankéři této britské banky, prostě není potřebou této ekonomiky... Já myslím, že to opět zaznělo v komentáři Mirka Singera, který řekl, že úrokové sazby, úrokové sazby prostě budou na té technické nule tak dlouho, jak bude potřeba a já myslím, že to je konstatování, které je jasné.
10.12.	L. Lízal (Dow Jones)	...the natural question is what's next (when interest rates are close to zero). For a small, open economy like the Czech Republic, in current conditions foreign exchange (intervention) is the best second tool you have...Based on the latest prognosis from the central bank, it suggests

		further monetary easing in the middle of next year.
11.12.	K. Janáček (Bloomberg)	I consider the foreign-exchange channel to be a standard policy tool, and I won't have a problem if we use it, should the economic situation require further easing of monetary conditions. I believe that we will be ready to intervene if it's needed...But right now, I'm in a wait-and-see position, and a further relaxation of monetary policy does not look imminent. I have to wait and analyze the situation, inflation trends in the first quarter of next year will be an important factor in this respect.
12.12.	V. Tomšík (Ekonom)	Varianta snížení sazeb na 0 % byla také v ČNB již diskutována, ale z formálních důvodů nakonec bylo rozhodnuto stanovit základní repo sazbu na 0,05 %. Tím formálním důvodem je to, že repo sazba ČNB v několika případech vystupuje v některých předpisech jako činitel v součinu (např. pro výpočet penále)...A lze sazby snížit do záporných hodnot? Ano, lze. Praktické zkušenosti z jiných zemí (např. Dánsko a Švýcarsko) však ukazují, že to není optimální řešení. Ale nikdy neříkám nikdy... já jsem v zájmu naplnění inflačního cíle a stabilizace inflačních očekávání nikdy nevyločil použití jakéhokoliv prostředku a tudíž jsem připraven podpořit i devizové intervence. Tím však zároveň říkám, že jsem ani nikdy nevyločil použití dalších nástrojů měnové politiky, jako např. možnosti ovlivnění delšího konce výnosové křivky.
12.12.	E. Zamrazilová (Reuters)	Pokud analýzy kurzového transmisního kanálu prokážou posílení exportní výkonnosti, od níž se dále bude odvíjet růst investic a mezd, což dále podpoří domácí poptávku, a tento efekt bude významnější než efekt pouhého zvýšení dovozních cen, pak s intervencemi budu souhlasit.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

Sekce měnová a statistiky doporučuje na prosincovém měnovém zasedání bankovní rady **ponechat úrokové sazby beze změny.**

Odůvodnění:

Situaci hodnotíme tak, že v případě, kdy by ještě existoval prostor pro pokles úrokových sazeb, doporučovali bychom jejich další snížení o 0,25 p.b. Prostor je však vyčerpán a je otázkou, co dál.

Dle názoru sekce **čas na zahájení devizových intervencí na oslabení kurzu ještě nenazrál, přestože ho nové informace přibližují.** Stávající prognóza implikuje hypotetický pokles úrokových sazeb pod nulovou hranici v první polovině roku 2013 a bilance jejich rizik je mírně ve směru nižších úrokových sazeb (více uvolněné měnové politiky).⁶ Podle našeho názoru tak potřeba dalšího uvolnění měnové politiky zřejmě brzy přijde. Tuto potřebu ale nevnímáme v této chvíli ještě za natolik akutní a výraznou, aby nás vedla k doporučení vstoupit na trh ještě v tomto roce.

Případné zahájení devizových intervencí je významnou (téměř režimovou) a nespojitou změnou v provádění měnové politiky. K ní doporučujeme přistoupit až tehdy, bude-li implikovaný hypotetický pokles měnověpolitických sazeb pod nulu v bezprostředně následujícím období ještě poněkud výraznější, než jak to zatím pro první polovinu příštího roku implikuje simulace v pozadí GRIPu (-0,1 až -0,3 %).⁷ Stejně tak bude z procedurálního a komunikačního pohledu lepší učinit případné rozhodnutí o zahájení intervencí až na základě nové čtvrtletní prognózy, resp. všech tří plnohodnotně zpracovaných scénářů prognózy (volné

⁶ Nové informace nás vedou k očekávání, že i příští rok setrvá česká ekonomika pravděpodobně v recesi, zatímco podle stávající prognózy měla nepatrně růst.

⁷ Nebo pokud by kurz mezitím začal prudce posilovat.

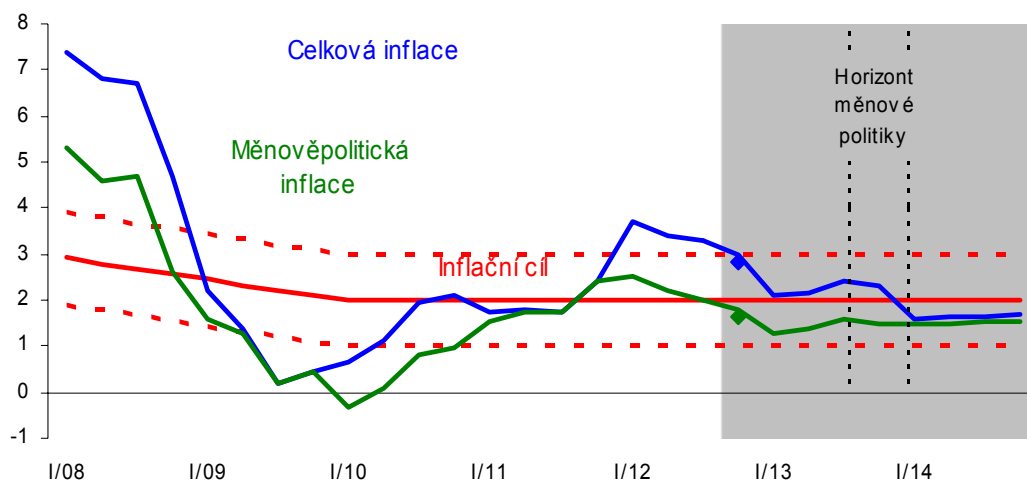
sazby, měnověpolitický experiment a devizový intervenční scénář). Postupovat se pak bude v souladu s „devizovým intervenčním manuálem“, který v podobě příslušného materiálu⁸ schválila bankovní rada v listopadu tohoto roku.

Komunikační doporučení:

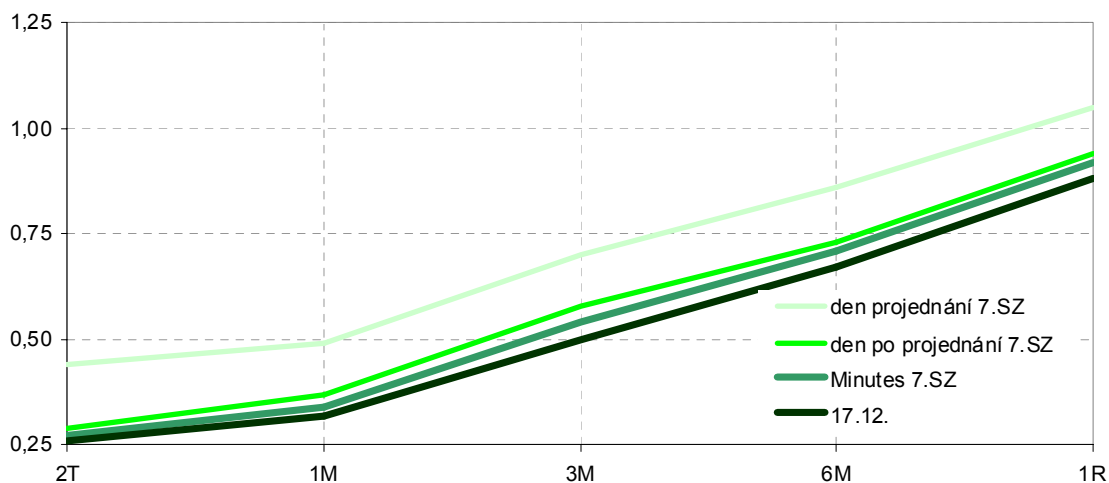
Doporučujeme **komunikovat bilanci rizik stávající prognózy jdoucí ve směru mírně uvolněnější měnové politiky oproti vyznění prognózy**, což je dáno kumulací mírných odchylek od prognózy převážně v tomto směru. Současně doporučujeme pokračovat v **komunikaci, že ČNB je připravena vyčerpaný prostor pro pokles sazeb v případě potřeby substituovat uvolňováním měnových podmínek na straně měnového kurzu**. Uvedená bilance rizik prognózy přitom znamená, že pravděpodobnost potřeby k intervencím skutečně sáhnout se zvyšuje.

⁸ „Proces tvorby, implementace a komunikace měnové politiky při používání devizových intervencí jako nástroje uvolňování měnových podmínek – upravená verze“.

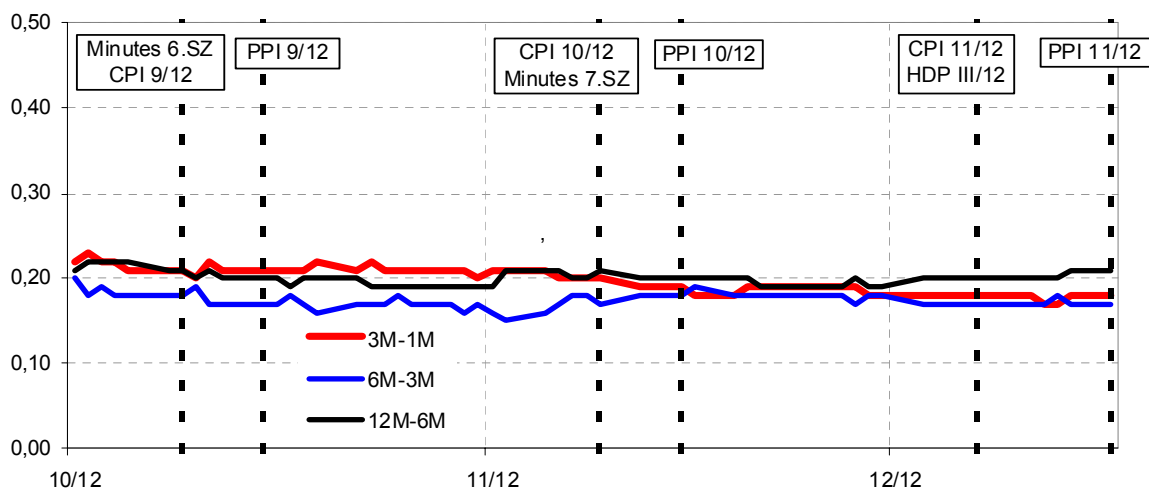
Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2012 a cíl ČNB



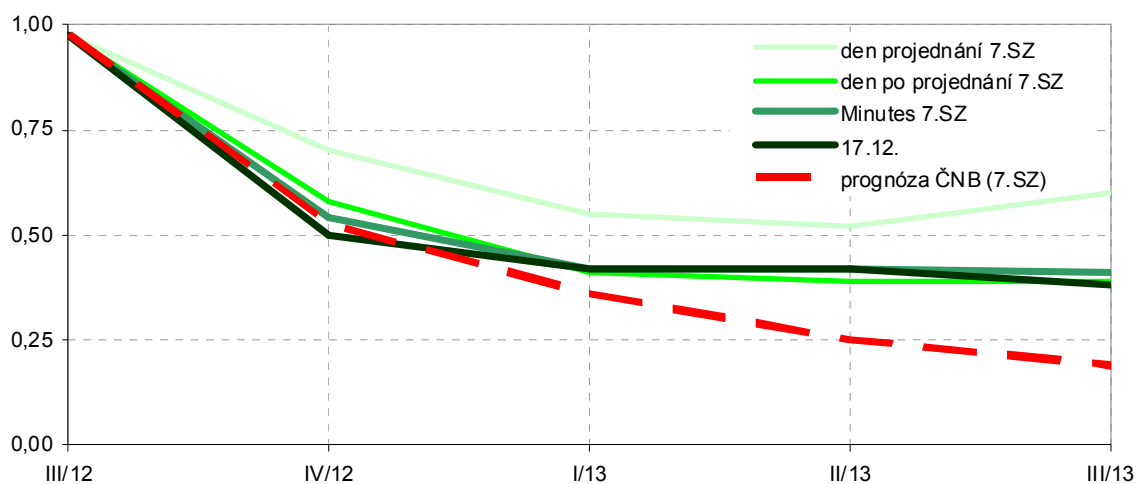
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



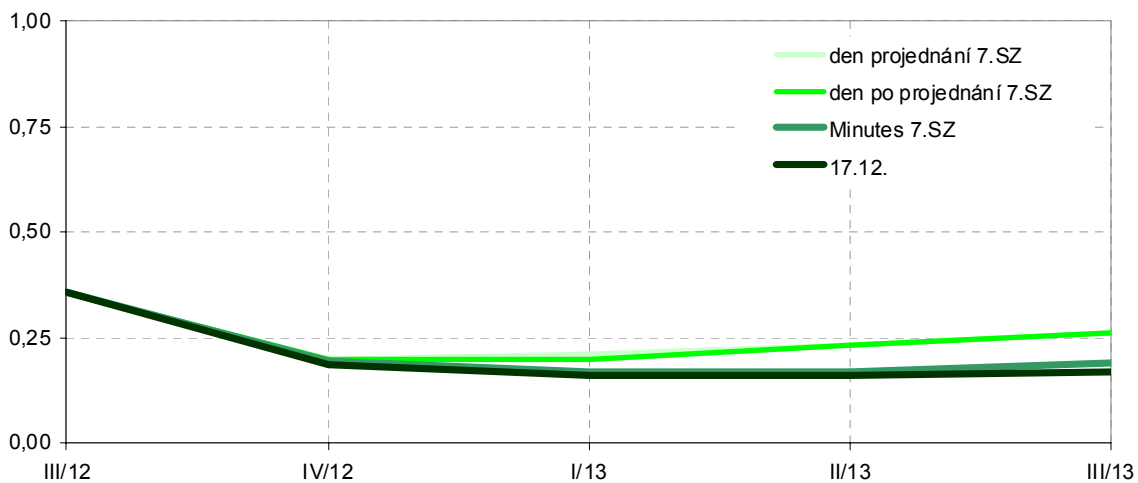
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



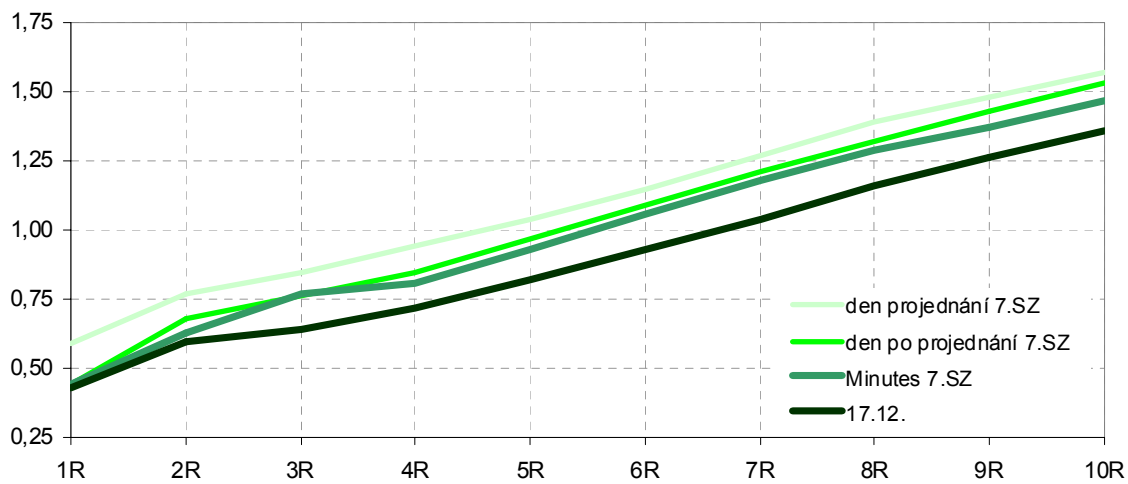
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



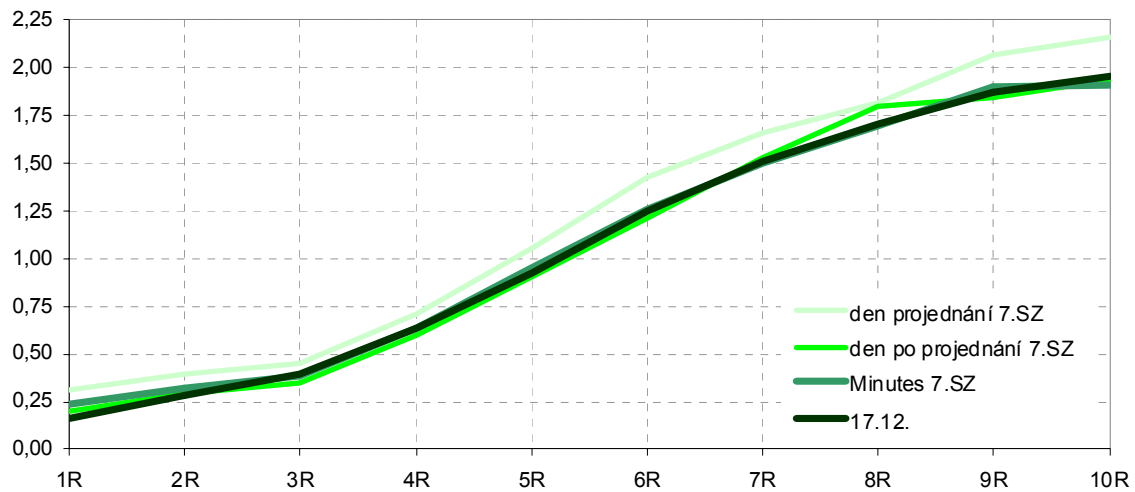
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



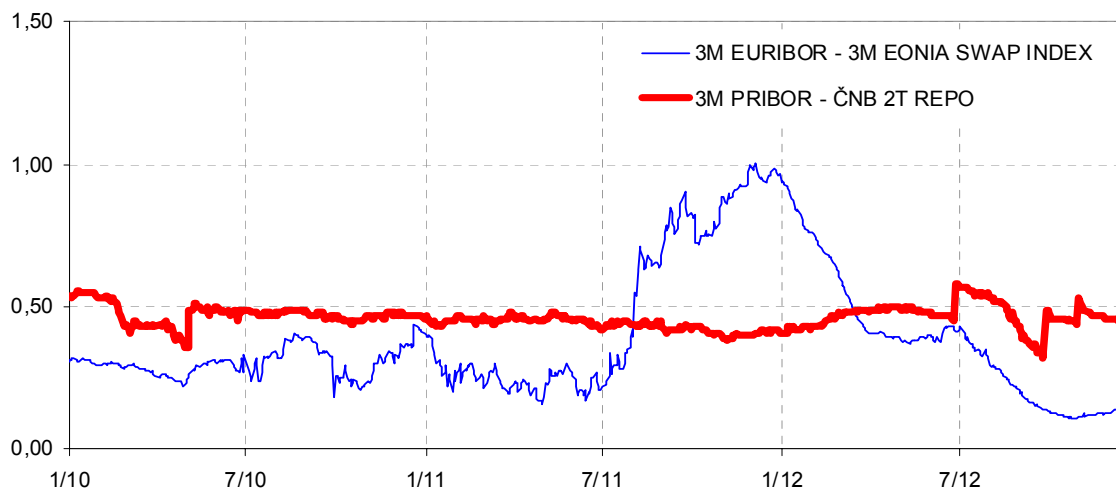
Graf 6: IRS CZK



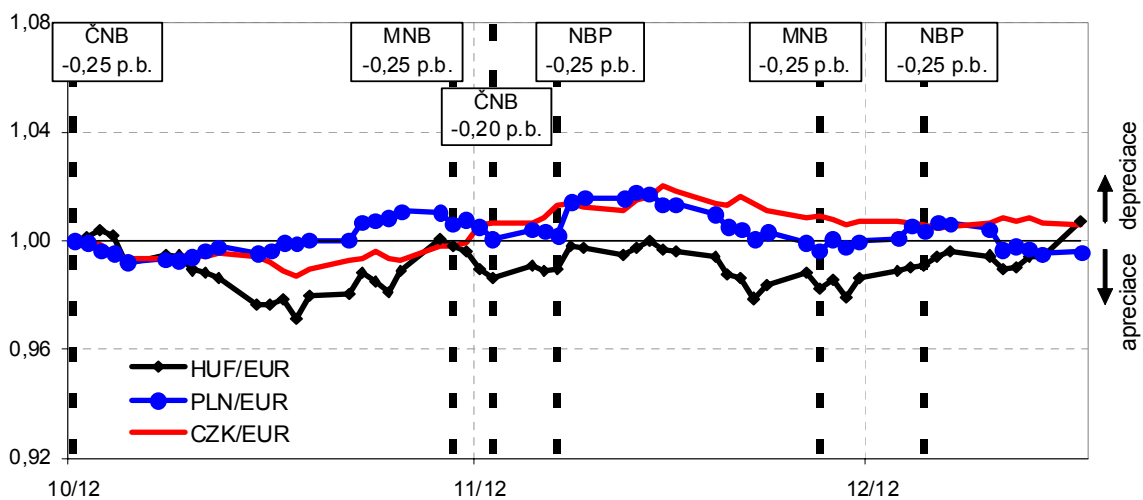
Graf 7: Výnosová křivka českých státních dluhopisů



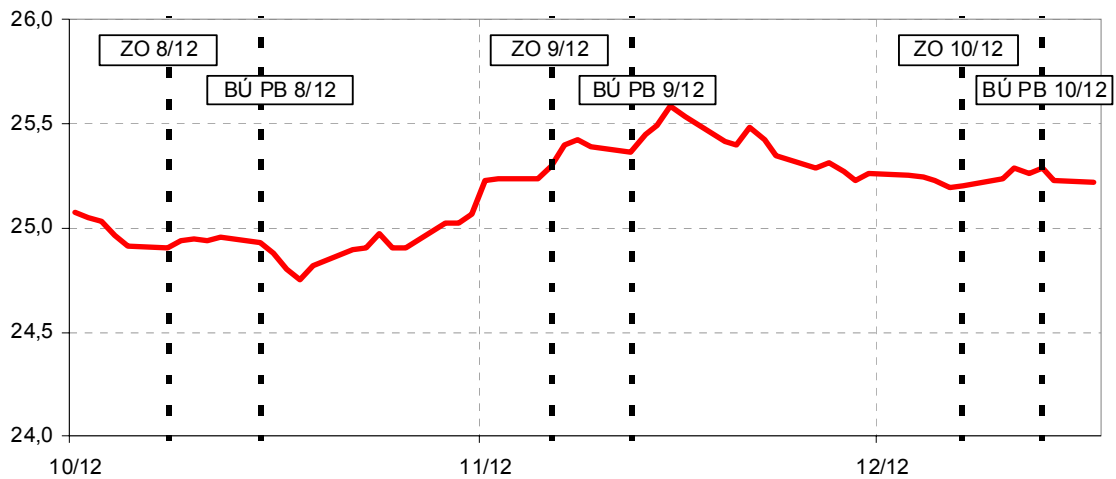
Graf 8: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



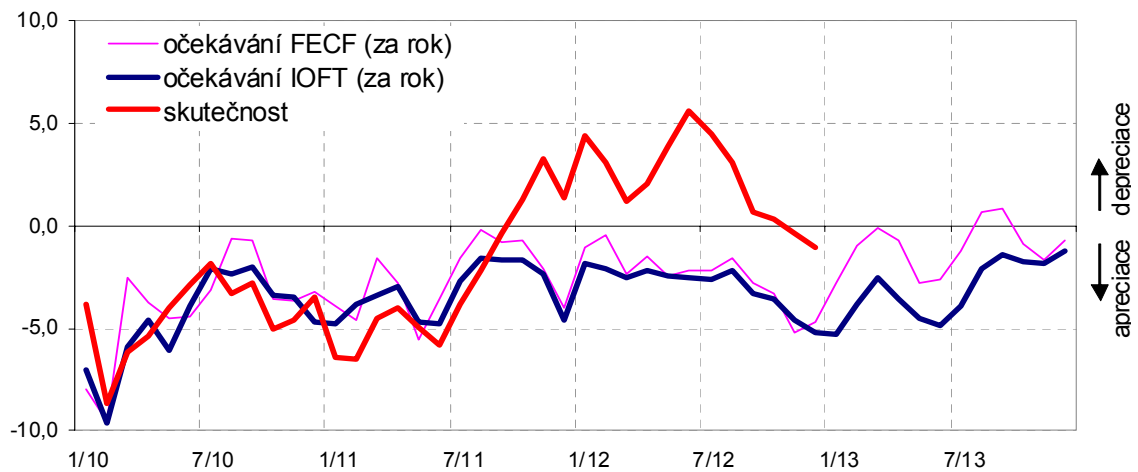
Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.10. = 1,0)



Graf 10: Kurz CZK/EUR

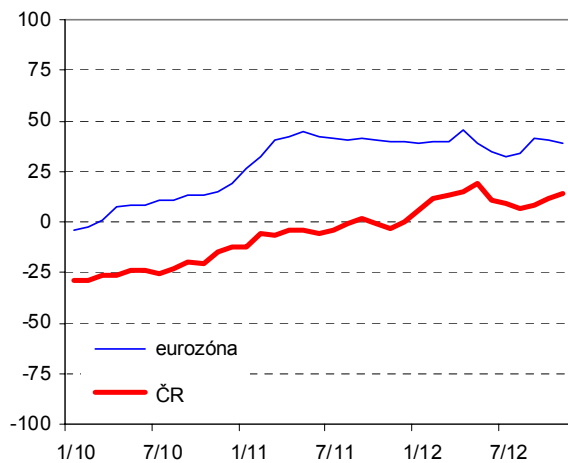


Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

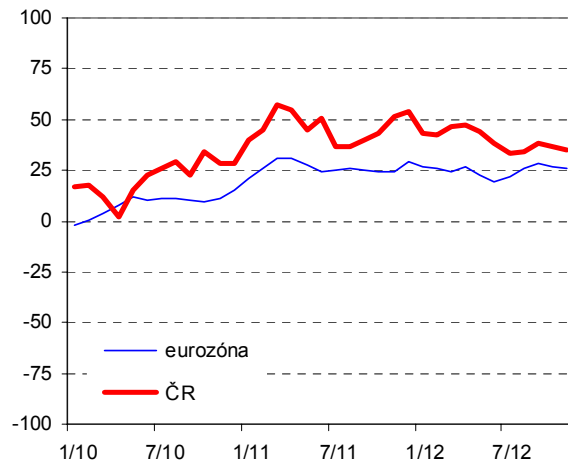


Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

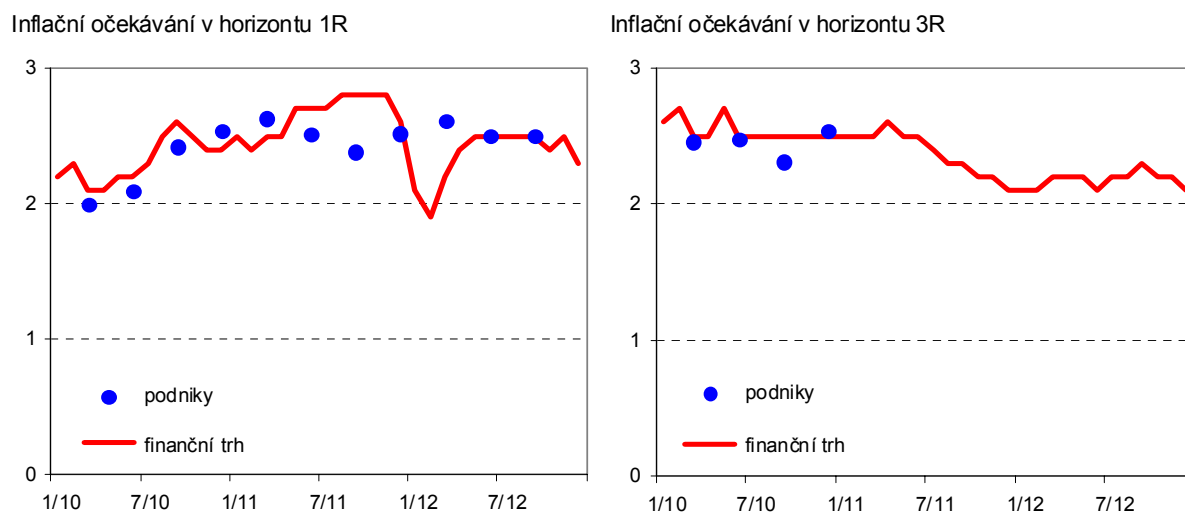
Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců



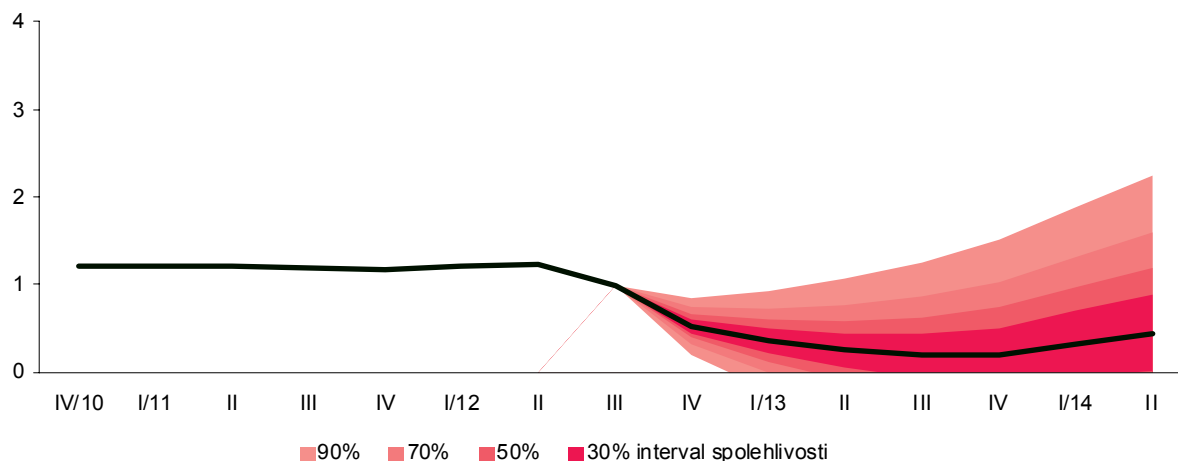
Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících



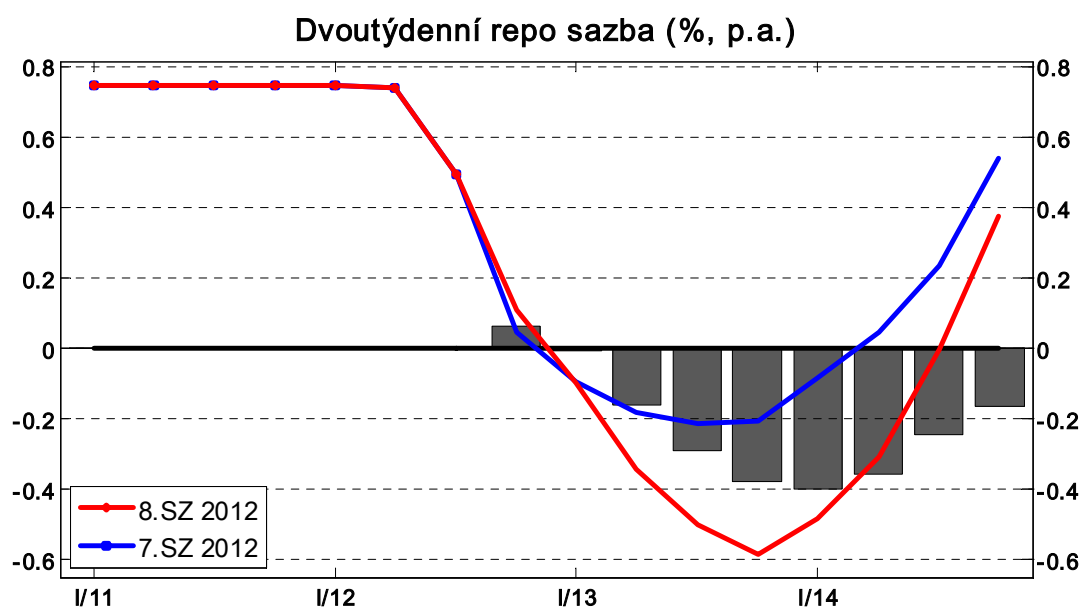
Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %



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



Graf 15: Prognóza úrokových sazeb



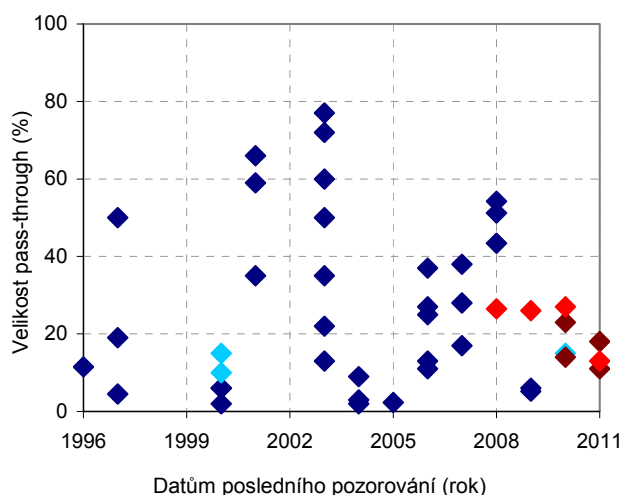
Příloha – Průsak měnového kurzu do inflace v České republice ve vazbě na zpracování devizového intervenčního scénáře prognózy

Cílem této přílohy je popsat promítání změn měnového kurzu do cenového vývoje v České republice. První část shrnuje empirické analýzy, které naznačují, že transmise kurzového šoku do inflace během posledního desetiletí mírně zeslabila, nicméně reakce cen na kurzový šok je stále hmatatelná a poměrně rychlá. Druhá část vysvětluje proč je v situaci dosažení nulové dolní hranice úrokových sazeb dopad kurzového šoku do inflace výrazně silnější než ve standardní situaci, kdy měnová politika dopad kurzového šoku tlumí reakcí úrokových sazeb.

1 Empirické analýzy transmise kurzového šoku do inflace v České republice

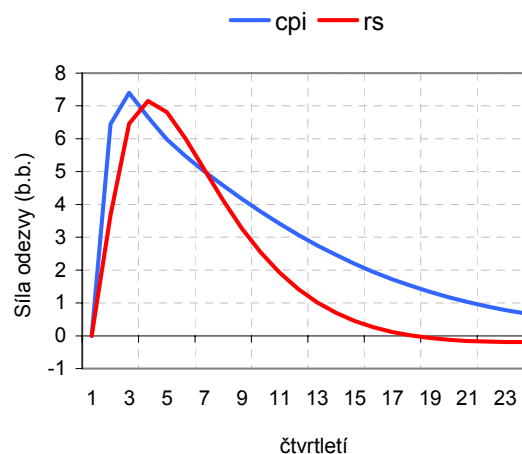
Výsledky empirických analýz transmise kurzového šoku do české inflace se nacházejí v poměrně širokém pásmu (od téměř 0 do necelých 80 %, viz Graf 1) a jsou obtížně srovnatelné v důsledku podstatných rozdílů v aplikovaných metodách, empirických specifikacích a délce časových řad. Zároveň je v průběhu posledního desetiletí patrná tendence mírného poklesu síly cenové reakce na kurzový šok. Impulsní odezva VAR modelu odhadnutého na čtvrtletních datech za období 1998Q1 – 2012Q3 zobrazená v Grafu 2 naznačuje průsak o velikosti necelých 8 %. Další odhady s využitím modelů BVAR a TVP VAR publikovaných v připravovaném ČNB Research and Policy Note se pohybují v rozpětí 13 - 26 %, viz červené body na Grafu 1. Reakce spotřebitelských cen na šok do měnového kurzu je zároveň poměrně rychlá: maximální promítnutí šoku do cen se odehrává po necelém roce (viz Graf 2).

Graf 1: Výsledky empirických analýz zkoumajících promítnutí kurzového šoku o velikosti 1 % do české inflace



Poznámka: Graf shrnuje 43 odhadů kurzového průsaku na českých datech z 22 článků publikovaných v letech 2001 – 2012. Tmavě modré body jsou přímo odhady průsaků z jednotlivých analýz, světle modré body jsou mediány publikovaných výsledků z modelů s časově proměnlivými parametry. Výsledky připravovaného ČNB Research and Policy Note jsou označeny bordó barvou (VAR, VECM) a červenou barvou (BVAR medián a TVP BVAR pro období 2008q1, 2009q1 a 2010q1).

Graf 2: Reakce cen a krátkodobé úrokové sazby na 1% oslabení české koruny



Poznámka: Impulsní odezva nezávisící na pořadí proměnných v modelu (tzv. generalized impulse response) je vypočítaná na základě vektorového autoregresního modelu, odhadnutého na čtvrtletních datech za období 1998Q1 – 2012Q3. Vektor endogenních proměnných obsahuje český HDP, index spotřebitelských cen (cpi), 3měsíční PRIBOR (rs), nominální efektivní kurz koruny a peněžní agregát M2. Světový komoditní index, HDP eurozóny a 3měsíční EONIA vstupují do modelů exogenně.

Zároveň analýzy provedené v ČNB naznačují, že síla odezvy cen na kurzový šok postupně klesá podél distribučního řetězce. Největší (v maximu více než 50%) průsak je zaznamenán do cen dovozu; transmise šoku do cen průmyslových výrobců a následně do spotřebitelských cen je řádově nižší. Nejednoznačné jsou výsledky analýz z hlediska odezvy reálné ekonomiky na kurzový šok. Zatímco dle některých studií dochází po neočekávaném zhodnocení měnového kurzu v souladu s intuicí k poklesu ekonomické aktivity (pro depreciační šok je to samozřejmě naopak), v jiných analýzách je nalezena opačná reakce; dle připravované ČNB RPN se může jednat o odraz dlouhodobé reálné konvergence.

Impulsní odezvy v popsáných empirických analýzách jsou kvantifikací dopadu neočekávaného kurzového šoku s endogenní reakcí měnové politiky, která dopad změn kurzu do inflace tlumí. To však není vhodná kvantifikace dopadu očekávaných intervencí substituujících nemožnost poklesu sazeb do záporu. Simulací průsaku kurzového šoku do inflace a dalších proměnných v případě dosažení nulové dolní hranice úrokových sazeb (NDH) se zabývá následující část této přílohy.

2 Průsak kurzu do ekonomiky v závislosti na stabilizační roli úrokových sazeb

Ve standardním režimu cílování inflace se kurzový šok promítá přes přímý (dovozní ceny) a nepřímý (ekonomická aktivita) kanál při endogenní odezvě všech dalších veličin včetně úrokových sazeb. Přes přímý kanál dovozních cen dochází k téměř okamžitému prosakování změn kurzu do spotřebitelských cen. Kurzové změny však neovlivňují jen ceny, ale se zpožděním i reálné objemy dovozů a vývozu, které následně vyvolají změnu růstu mezd a zaměstnanosti. Prostřednictvím změn na trhu práce pak dochází k nepřímému průsaku změny kurzu do spotřebitelských cen. Průsak změn kurzu do spotřebitelských cen je však tlumen reakcí úrokových sazeb. Ta vyvolá korekci nejenom v nominálním kurzu, ale změnou reálných úrokových sazeb působí stabilizačně i prostřednictvím investic a spotřeby domácností. V situaci, kdy měnová politika systematicky a transparentně reaguje na kurzové šoky, je průsak měnového kurzu do inflace často relativně malý. Standardní kurzový citlivostní scénář prezentovaný ve velkých Situačních zprávách je toho příkladem. Depreciační šok o velikosti 3 % má v jádrovém modelu po roce maximální dopad na inflaci ve výši jen cca 0,2 p.b., takže síla přenosu do inflace je menší než 10%. Uvedená kvantifikace pomocí modelového aparátu g3 se tak pohybuje na dolní hranici empirických výsledků z posledních let uvedených v části 1 této přílohy.

S dosažením nulové dolní hranice úrokových sazeb se však transmise kurzového šoku do ekonomiky výrazně mění⁹, a s tím i míra průsaku kurzových změn do inflace. Pro kvantifikaci změn v transmisi a síly pomítnutí kurzu do cen byly provedeny modelové simulace, které pro standardní 3% kurzový šok zachycují reakci ekonomiky při různé délce působení NDH. Jinými slovy, vliv 3% kurzového šoku na ekonomiku je zkoumán v závislosti na ekonomickými subjekty očekávané¹⁰ délce období ve kterém bude měnová politika operovat v režimu NDH. Byly provedeny modelové simulace pro NDH v délce dvou až pěti čtvrtletí, které jsou zachyceny v Grafu 3.

Výsledky simulací jednoznačně ukazují na postupně se zesilující průsak kurzových změn do inflace při rostoucí délce působení NDH. Relativně utlumený průsak ze standardního

⁹ Podobně se při dosažení NDH může zvyšovat i fiskální multiplikátor.

¹⁰ Očekávání jsou nastaveny identicky jako při MP experimentu ze 7. SZ, tj. měnověpolitické šoky jsou z 25 % očekávané a 75 % neočekávané.

kurzovního citlivostního scénáře se s délkou působení NDH postupně zvyšuje, při působení NDH po dobu pěti čtvrtletí dokonce na více než trojnásobek hodnoty z citlivostního scénáře. Důvodů pro výraznější působení kurzového kanálu do cen je přitom hned několik. Tím prvním je působení kurzu prostřednictvím dovozních cen, které při omezení stabilizující role úrokových sazeb působí více proinflačně. Další důležitý transmisní kanál působí prostřednictvím reálných úrokových sazeb. Při déletrvajícím stabilitě nominálních úrokových sazeb z důvodu působení NDH a postupně se zvyšující inflaci jsou reálné sazby nižší, a proto více stimulují reálnou ekonomickou aktivitu, především spotřebu domácností.¹¹ Významné je také působení kanálu očekávání. Simulace dokládají, že čím delší dobu budou ekonomické subjekty očekávat působení NDH, tím silnější je průsak kurzových změn nejenom do inflace ale i do reálné ekonomiky.^{12 13}

Dalším faktorem, který ve scénáři devizových intervencí umocňuje odezvu inflace na kurzový šok, je dlouhodobost tohoto šoku. Scénář totiž předpokládá, že trvalejší přítomnost ČNB na trhu zabrání rychlému návratu trajektorie kurzu směrem k neintervenci úrovni.¹⁴ Tím výrazně ovlivňuje trajektorie všech nominálních veličin.

Z uvedeného vyplývá, že v podmínkách devizového intervenčního scénáře je odchylka požadované hladiny kurzu od kurzové trajektorie v měnověpolitickém experimentu ceteris paribus menší, než by tomu bylo v případě, kdyby byla požadovaná hladina kurzu odvozována od síly a časového profilu reakce inflace a sazeb na změny kurzu dle citlivostního scénáře. Jinými slovy tak scénář devizových intervencí neimplikuje přehnaně oslabený kurz ve srovnání s tím, k čemu by vedlo použití výsledků empirických odhadů, ale právě naopak.

Pokud by navzdory výše uvedenému byly pochyby o tom, že transmise měnového kurzu bude ve skutečnosti (de facto v novém režimu provádění měnové politiky) slabší, než naznačuje trajektorie intervenčního scénáře, mělo by to dle našeho názoru vést by to k potřebě dosáhnout intervencemi slabšího než scénářem implikovaného kurzu, nikoliv k rozhodnutí intervence neprovádět.

¹¹ Ze simulace standardního citlivostního scénáře je vidět, že spotřeba domácností po kurzovém šoku poklesne z důvodu reakce MP a následného zvýšení reálných úrokových sazeb. Při prodlužující se absenci stabilizační role MP spotřeba domácností postupně narůstá, protože začíná převažovat působení záporných reálných úrokových sazeb.

¹² Při zvažovaném jednorázovém šoku se jedná o stimul do reálné ekonomiky působící v horizontu jednoho roku. V následujícím roce ekonomický růst střídá pokles dynamiky.

¹³ V dostatečně dlouhém horizontu bez reakce úrokových sazeb by se síla transmise kurzu blížila ke 100 %, neboť by v takovém případě přestal být inflační cíl a tomu odpovídající reakce úrokových sazeb determinantem vývoje cenové hladiny. Začínala by pak platit jednoduchá identita, že nominální změna kurzu se jedna k jedné promítá do vývoje domácí cenové hladiny, vedoucí ke stabilitě (trendu posilování) reálného (rovnovážného) kurzu.

¹⁴ Viz materiál „Další nástroje měnové politiky – září 2012“, který kvantifikoval dopady dvou variant intervencí: první varianta uvažovala déletrvajícím přítomností ČNB na devizovém trhu, druhá krátkodobější, avšak razantnější přítomnost. Výsledky simulací přitom vedli k jasné preferenci první varianty.

Graf 3: Transmise depreciačního kurzového šoku do ekonomiky při dosažení nulové dolní hranice úrokových sazeb (simulace jádrového predikčního modelu g3)

