

Měnověpolitické doporučení pro 11. SZ 2007

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář říjnové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *říjnová makroekonomická prognóza*. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji předpoklady, počáteční podmínky a vyznění této prognózy.

Říjnová prognóza předpokládá ekonomický růst v eurozóně v roce 2007 na úrovni 2,5 % a v letech 2008 a 2009 pak jeho mírné zpomalení. Růst zahraničních spotřebitelských cen je v letošním roce očekáván na úrovni 1,9 %, v letech 2008 a 2009 se zahraniční inflace nepatrně sníží. Prognóza dále pracuje s předpokladem průměrné roční sazby EURIBOR v letech 2008 a 2009 na úrovni 4,1 % a 4,4 %. Říjnová SZ zahrnuje všechna schválená fiskální reformní opatření, která podle odhadů ČNB povedou ke snížení schodku rozpočtu v příštím roce na 2,5 % HDP (ze 3,4 % v roce 2007).

Působení reálné ekonomiky na inflaci ve 3Q07 hodnotí říjnová prognóza jako mírně proinflační. Mezera reálných mezd se téměř uzavřela a její protiinflační působení vymizelo. Naopak nadále se mírně zvyšují proinflační tlaky plynoucí z rychlého růstu HDP přesahujícího růst potenciálního produktu. Růst reálné ekonomické aktivity je v posledních čtvrtletích tažen zejména spotřebitelskou poptávkou a hrubou tvorbou kapitálu. Nastavení reálných měnových podmínek bylo ve 3Q07 v souhrnu zhruba neutrální, když kurzová složka byla hodnocena jako mírně uvolněná, zatímco úroková složka jako mírně přísná.

Podle říjnové prognózy zůstane působení reálné ekonomiky ve 4Q07 proinflační, v průběhu roku 2008 se však změní v mírně protiinflační. Za tímto vývojem bude stát zejména uzavření mezery výstupu, kde se projeví vliv fiskální politiky, zatímco působení reálných mezd na inflaci zůstane zhruba neutrální až slabě protiinflační. Fiskální politika bude ovlivňovat i strukturu hospodářského růstu, a to zejména vývoj spotřeby domácností a investic. Vývoj inflace ovlivní zejména zvýšení snížené sazby DPH, změny spotřebních daní a zavedení ekologických daní. K růstu inflace budou též přispívat rostoucí inflační očekávání. Podle říjnové makroekonomické prognózy by se měla celková meziroční inflace pohybovat na horizontu měnové politiky (nyní říjen 2008 až duben 2009) nad horním okrajem tolerančního pásma postupně se snižujícího inflačního cíle.¹ Měnověpoliticky relevantní inflace, tj. inflace po očištění o primární dopady změn nepřímých daní, bude v tomto období poblíž horního okraje tolerančního pásma klesajícího cíle.

S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní růst nominálních úrokových sazeb. Ve 4Q07 by úroveň 3M PRIBORu měla dosáhnout 3,7 %, což je přibližně o 0,1 p.b. více, než odpovídá průměru za dosavadní průběh 4Q (ke dni 27.11.2007). Zvýšení úrokových sazeb ČNB o 0,25 p.b. na listopadovém zasedání bankovní rady (které je většinou účastníků trhu očekáváno viz část 5) by pravděpodobně vedlo k naplnění prognózy 3M PRIBORu ve 4Q07.

¹ Snižující se cíl je součástí předpokladů prognózy počínaje 4. SZ 2007, přičemž oficiálně je komunikován cíl ve výši 3 % platný až do konce roku 2009.

Listopadová situační zpráva hodnotí rizika říjnové prognózy jako mírně protiinflační. Tímto směrem bilanci rizik vychyluje zejména dosavadní vývoj měnového kurzu, zatímco nové údaje z oblasti cenového vývoje míří opačným směrem. Následující text shrnuje hlavní argumenty vedoucí k vyšším nebo nižším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní s říjnovou prognózou.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Vyšší než prognózovaná celková meziroční **inflace** za říjen 2007 (skutečnost 4,0 % oproti předpokladu prognózy 3,8 %) a nový výhled regulovaných cen implikují ve srovnání s prognózou vyšší inflaci na horizontu měnové politiky. Rozdíl jde přitom na vrub zejména vývoje cen potravin. Vzhledem k listopadovým údajům týdenních šetření cen potravin a dosavadnímu vývoji cen zemědělských výrobců a dovozních cen potravin lze konstatovat, že se u cen potravin zřejmě nejedná o nahodilý výkyv, ale že se v této oblasti konstituuje výrazné proinflační riziko říjnové prognózy. Aktualizovaný výhled regulovaných cen působí stejným směrem, ovšem v menším rozsahu, a to v souvislosti s nově dostupnými informacemi o cenových dopadech opatření v rámci reformy zdravotnictví. Informace od Energetického regulačního úřadu dostupné po vyhotovení 11. SZ naznačují rychlejší růst cen energií (elektřiny a tepla) ve srovnání s říjnovou prognózou s dopadem do zvýšení inflace v rozsahu cca 0,3 p.b. Podcenit nelze ani signály o výrazném růstu cen pohonných hmot v listopadu (a pravděpodobně i dalších měsících) v důsledku vývoje na světových trzích s ropou a ropnými produkty.
- b) Rizikem prognózy může být kumulace nákladových cenových šoků, administrativních a daňových změn, která může mít za následek **vyšší sekundární dopady těchto šoků a vyšší nárůst inflačních očekávání**, než by tomu bylo v případě izolovaných pohybů (podrobněji část 4).²

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Riziko **silnějšího kurzu** koruny ve srovnání s říjnovou prognózou přetrvává a je podpořeno jak aktuálním vývojem, tak očekávanými analytiků. Základní scénář prognózy předpokládá měnový kurz ve 4Q07 na úrovni 27,6 CZK/EUR, přičemž dosavadní průměr ke dni 27.11.2007 je o 1,9 % silnější. V horizontu jednoho roku předpokládá prognóza kurz na úrovni 27,3 CZK/EUR. Převážně domácí analytici oslovení v rámci šetření IOFT očekávají kurz v jednoročním horizontu na úrovni 26,5 CZK/EUR. Převážně zahraniční analytici očekávají podle šetření FECF kurz ve stejné době na úrovni 27,0 CZK/EUR. V nejbližším období nicméně analytici shodně očekávají korekci kurzového vývoje a oslabení kurzu z jeho současných hodnot. Standardní kurzová citlivostní analýza vypracovaná při přípravě říjnové prognózy předpokládá vychýlení kurzu v prvním čtvrtletí prognózy o ± 3 % při sazbách nastavených v souladu s prognózou. Simulované posílení koruny o 3 % vede ke stabilitě sazeb na úrovni 3,3 – 3,4 % bezmála na celém horizontu prognózy. Měnověpolitický experiment zpracovaný v souvislosti s 10. SZ potom ukazoval, že k tomu, aby bylo možné sazby ve 4Q07 ponechat beze změny, by za jinak stejných okolností kurz v aktuálním čtvrtletí musel dosáhnout průměrné hodnoty 26,6 CZK/EUR.

² Nelze na druhou stranu opomenout substituční a důchodové efekty spojené s výraznými cenovými nárůsty u položek denní spotřeby, které mohou do určité míry tlumit celkový nárůst inflace a ovlivnit i strukturu celkového cenového růstu. Nicméně se domníváme, že v souhrnu míří toto riziko proinflačním směrem.

- b) Rizikem prognózy úrokových sazeb je také nový **výhled zahraničního ekonomického vývoje**. Podle listopadového CF došlo oproti předpokladům prognózy ke snížení odhadu efektivního růstu HDP v eurozóně o 0,1 p.b., přičemž rizika nového výhledu jsou i nadále asymetricky vychýlena směrem k nižšímu růstu. Také nový výhled jednoročních sazeb EURIBOR signalizuje rizika ve směru nižší hladiny úrokových sazeb ve středně dlouhém období ve srovnání s předpoklady říjnové prognózy. Na finančních trzích přitom přetrvává značná nejistota související s „druhou vlnou dopadů krize na trhu rizikových hypoték“ a výrazně méně optimistickým výhledem ekonomického vývoje v USA.
- c) Nová data o vývoji **domácí reálné ekonomické aktivity a trhu práce** (produkce v průmyslu a ve stavebnictví, tržby v maloobchodě, mzdový vývoj v podnikatelské sféře) signalizují mírně nižší inflační tlaky z reálné ekonomiky ve 3Q07 ve srovnání s předpoklady počátečních podmínek říjnové prognózy.

4. Další měnověpolitické úvahy

Při rozhodování měnové politiky o nastavení sazeb je vedle frekvence a velikosti změn úrokových sazeb nutno hledět i na jejich úroveň, přičemž zde je základním kritériem pro posouzení adekvátnosti nastavení sazeb výše tzv. **politicky neutrální sazby**. Poté, co měnová politika několikerým zvýšením sazeb v letošním roce reflektovala nárůst měnověpolitické inflace k inflačnímu cíli, je jejím dalším úkolem nejen přispět ke stabilizaci této inflace poblíž současného cíle, ale i dosáhnout jejího postupného snížení k novému cíli. To při výhledu MP inflace nad inflačním cílem a v podmínkách kladné mezery výstupu vyvolává potřebu zvyšovat sazby nad jejich politicky neutrální úroveň. Politicky neutrální úroveň v současné době činí dle říjnové prognózy přibližně 4 %. Proto SMS považuje za rozumné přistoupit k dalšímu zvyšování úrokových sazeb i při převažující mírně protiinflační bilanci rizik prognózy.

Prognózovaný nárůst sazeb nad politicky neutrální úroveň je přitom v prognóze relativně pozvolný z důvodu silného vyhlazování v úrokovém pravidle, a proto počínaje horizontem měnové politiky dochází v říjnové prognóze k poměrně výraznému a dlouhotrvajícímu přestřelování klesajícího inflačního cíle. Vzhledem k tomuto SMS vnímá **silnější kurz** ve srovnání s prognózou nikoliv primárně jako argument proti dalšímu zvyšování úrokových sazeb, nýbrž jako faktor, který může pomoci měnové politice udržet měnověpolitickou inflaci v blízkosti cíle při pokračujícím růstu úrokových sazeb.

Za úvahu stojí rovněž riziko plnění inflačního cíle z titulu zvýšených **inflační očekávání** v důsledku kumulace nákladových šoků a daňových změn a jejich intenzivní medializace. Proběhlé i ohlášené cenové změny u konkrétních položek spotřebního koše a nárůst celkové inflace obecně začínají plnit první stránky novin. To může nalézt svůj odraz nejen v nárůstu ekonomickými subjekty vnímané inflace a jejich inflačních očekávání, ale rovněž v konkrétních rozhodnutích a preferencích těchto subjektů, jako jsou mzdová vyjednávání, spotřební chování atp. V této souvislosti stojí za pozornost, že v minulých měsících došlo k postupnému zvyšování inflačních očekávání analytiků finančního trhu v ročním horizontu, přičemž v posledním měsíci mírně (na 2,6 %) narostl i jejich výhled v horizontu tří let, který již obsahuje období po roce 2010, kdy dojde ke snížení inflačního cíle na 2 %. Měnová politika by v této situaci měla dostát svému závazku poskytovat kotvu pro inflační očekávání a vyslat jasné poselství, že je připravena hájit inflační cíl. Tento argument rovněž hovoří ve prospěch zvýšení úrokových sazeb.

Další výzvou pro měnovou politiku v nadcházejícím období bude **komunikace v prostředí (očekávaného) výrazného zvýšení inflace** v roce 2008. Doporučujeme pokračovat ve zdůrazňování jednorázového charakteru zvýšení cen pod vlivem zejména daňových změn a vnějších nákladových šoků (ceny potravin), stejně jako faktu, že nárůst inflace byl ze strany ČNB očekáván. V této souvislosti lze rovněž veřejnosti připomenout, že inflace, na kterou reaguje měnová politika, zůstane i v roce 2008 poblíž (oficiálního) inflačního cíle. Zároveň pro udržení ukotvených inflačních očekávání doporučujeme komunikovat, že po odeznění vlivu daňových změn se inflace postupně začne navracet k cíli, který bude mít od ledna 2010 hodnotu 2 %.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na říjnovém zasedání (25.10.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 3,25 %. Toto rozhodnutí bylo očekáváno většinou účastníků finančního trhu. Z dotazníků IOFT (11.10.) vyplývalo, že na říjnovém zasedání BR ČNB 3 analytici z 10 předpokládali zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,50 až 4,25 % (medián 3,75 %). Šetření agentury Reuters (15.10.) ukazovalo, že zvýšení základních sazeb na říjnovém zasedání BR ČNB předpokládalo 5 z 16 dotazovaných analytiků. Ostatní očekávali zpřísnění měnové politiky ještě během 4Q07 (7 analytiků) nebo 1Q08 (4 analytici). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 3,75 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 5:2, dva členové hlasovali pro zvýšení o 0,25 p.b. Guvernér uvedl, že BR považuje rizika nové inflační prognózy za vyvážená. Hlavní rizika prognózy představují sekundární dopady změn daní, rychlejší růst cen potravin, silnější kurz koruny a slabší ekonomický růst v zahraničí. Guvernér dále řekl, že s prognózou je konzistentní růst nominálních úrokových sazeb, jejich trajektorie však leží o něco níž než v červencové prognóze. Načasování dalšího zvyšování sazeb bude záviset na vývoji rizik prognózy. Hlavními argumenty pro ponechání sazeb beze změny na tomto zasedání BR byly podle guvernéra vývoj měnověpolitické inflace, dobře ukotvená inflační očekávání a kurz koruny. K výchozímu nastavení kurzu v prognóze guvernér uvedl, že prognóza počítá se slabší úrovní kurzu v porovnání s aktuálními hodnotami.

Během měsíce listopadu se několik členů BR vyjádřilo k možnému budoucímu vývoji základních sazeb ČNB (viz Tabulka 1). Tato komunikace odrážela rozdílné názory na potřebu zpřísnění měnové politiky ČNB v nejbližším období, především s ohledem na posilující korunu.

Sazby na peněžním trhu se po posledním zasedání BR mírně zvýšily v reakci na zesílená očekávání ohledně zvýšení základních sazeb ČNB. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR má pozitivní sklon (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se však od 1Q08 pohybuje pod trajektorií sazeb konzistentní s aktuální prognózou.

Sazby IRS také mírně vzrostly, na rozdíl od dlouhodobých sazeb v zahraničí, kde tyto sazby spíše klesají. Spread 5R – 1R dosahuje 0,2 p.b., spread 10R – 1R činí 0,4 p.b. (k 27.11.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (15.11.) vyplývá, že na listopadovém zasedání BR ČNB 8 analytiků z 12 předpokládalo zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,50 až 4,25 % (medián 3,75 %).

Ze šetření agentury Reuters (22.11.) vyplývá, že zvýšení základních sazeb na listopadovém zasedání BR ČNB předpokládá 9 ze 17 dotazovaných analytiků. Ostatní očekávají zpřísnění

měnové politiky takto: 12/07 (3 analytici), 1Q08 (4 analytici) a 1H08 (1 analytik). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 3,25 až 4,25 % (medián 3,75 %).

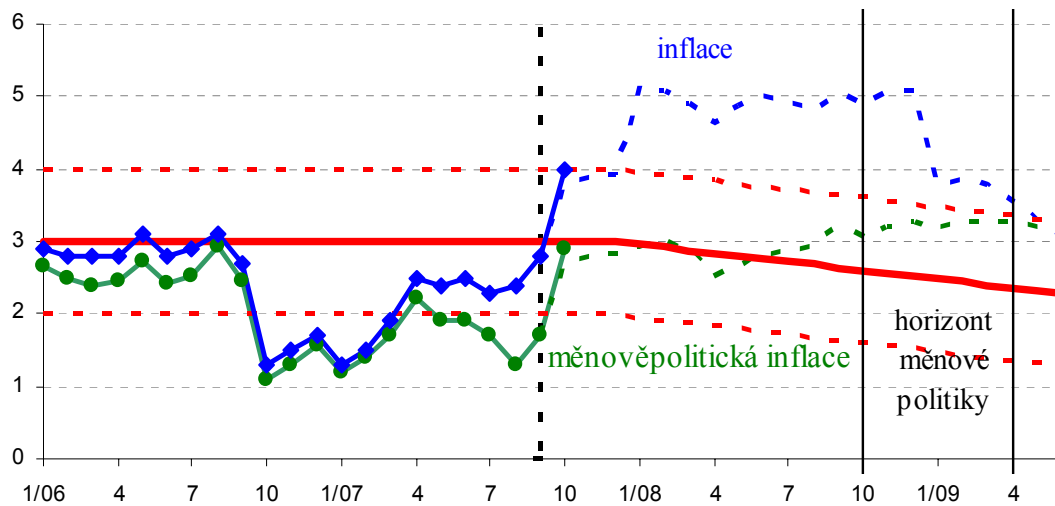
V horizontu 1R se i nadále očekává **apreciace kurzu**. Podle analytiků v rámci šetření IOFT by kurz měl posílit na 26,47 CZK/EUR (rozpětí 25,70 až 27,30), tj. o 2,3 % vzhledem k průměru za 4Q07 do 27.11. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají posílení kurzu na 26,98 CZK/EUR, tj. o 0,4 % (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 4Q08 kurz na úrovni 27,30 CZK/EUR.

26.10.	M. Singer (rozhovor pro Rádio Česko)	Zdá se, že ekonomika je poměrně blízko ekvilibriu, v nějaké fázi mírně nad potenciálem. To znamená, že rostou inflační tlaky, a my očekáváme, že budeme zpříšňovat měnovou politiku... Kurz koruny je silnější, než banka čekala, nicméně jde pouze o jeden z faktorů při rozhodování o měnové politice.
8.11.	L. Niedermayer (rozhovor pro Reuters)	Trvale silná koruna by mohla tlumit inflaci a znamenat, že úrokové sazby nebudou muset výrazněji stoupnout... Tempo růstu koruny mě překvapuje, zejména poté, co ČNB minulý měsíc ponechala sazby beze změny.
14.11.	M. Hampl (rozhovor pro Reuters)	Myslím, že stále nejsme se sazbami v základním táboře, v místě, ve kterém bychom se mohli pohodlně posadit do stanu a v klidu vyčkávat, jaké bude počasí. Na druhou stranu, ačkoliv v tom základním táboře nejsme, já už na obzoru vidím ten vrchol cyklu...Posilování měny představuje nedostatečný argument proti utahování měnové politiky; ČNB cíluje inflaci, nikoli směnný kurs.
14.11.	P. Řežábek (rozhovor pro Bloomberg)	Posilování české měny bude mít určitě vliv na to, jak budu hlasovat na příštím zasedání bankovní rady 30. listopadu. Hlavní úroková sazba by mohla zůstat na 3,25 % ještě několik měsíců...Dávám přednost opatrnému přístupu, protože dopad zvýšení sazeb by mohl být obrovský a my bychom potom měli velký problém vybalancovat to s měnovou politikou. Není to o zvyšování nebo nezvyšování sazeb. Otázka je, kdy se situace vyvine tak, abychom si mohli být jisti, že tímto krokem nezpůsobíme vznik nerovnováh.
14.11.	L.Niedermayer (rozhovor pro Thomson Finacial)	Skutečnost, že inflační prognóza potřebuje podporu ze strany utážení měnové politiky, je snad jasná. Pravděpodobnost, že v následujících měsících inflace přesáhne 5 % je nyní podstatně vyšší než před týdnem...Předpokládat, že za těchto ekonomických podmínek se inflace vyřeší sama od sebe by bylo poměrně optimistické, ne-li naivní... Silná měna bude mít na inflaci v následujících měsících jen omezený dopad. Koruna je mnohem pevnější, než v době, kdy jsme sestavovali novou prognózu. Považuji za pravděpodobné, že v krátkém období nebude měna schopna udržet růst cen a inflace bude vyšší, než na co jsme byli zvyklí v posledních letech.
17.11.	Z. Tůma (setkání centrálních bankéřů v Kapském městě)	Dokážu si těžko představit, že posilování koruny bude pokračovat. Považuji to za nepravděpodobné...Naše prognóza signalizuje nárůst úrokových sazeb v příštích měsících, tempo posilování však může snadno vést k opatrnějšímu přístupu.

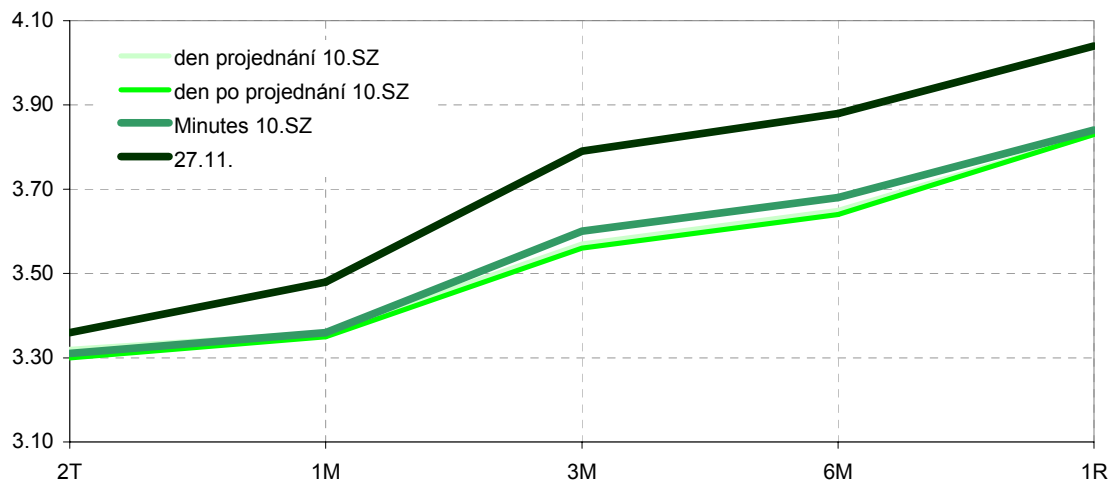
6. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje zvýšit měnověpolitické úrokové sazby o 0,25 p.b.

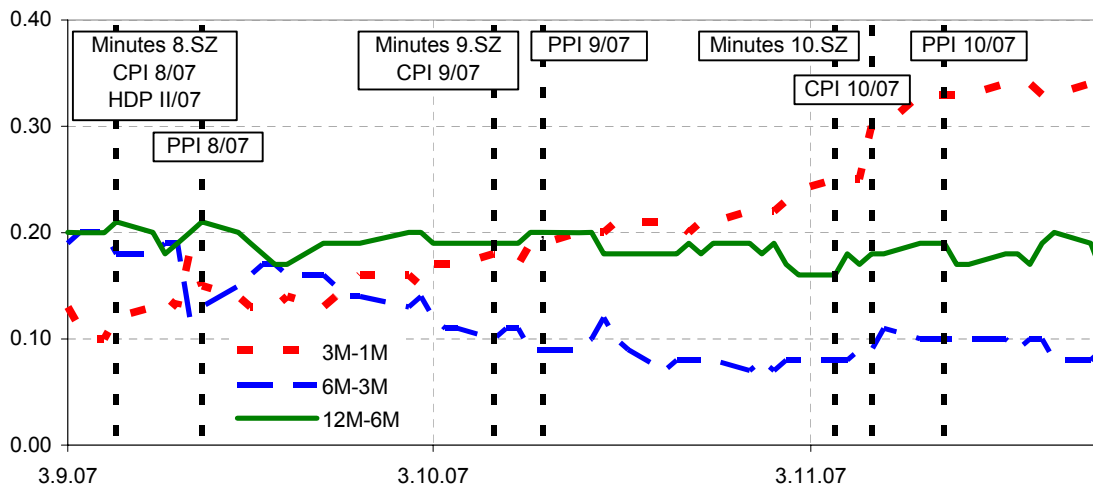
Graf 1: Prognóza inflace z 10. SZ 2007 a cílové pásmo



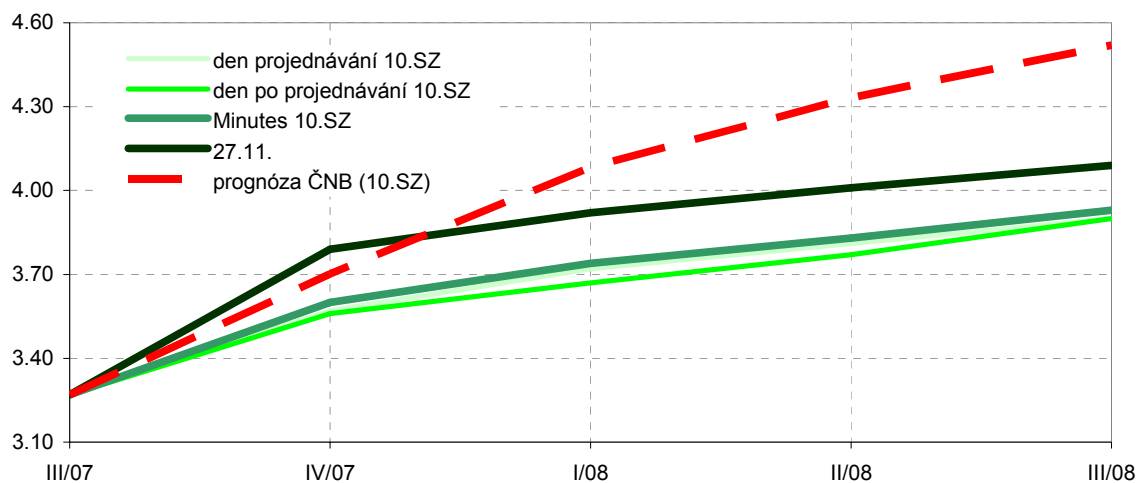
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



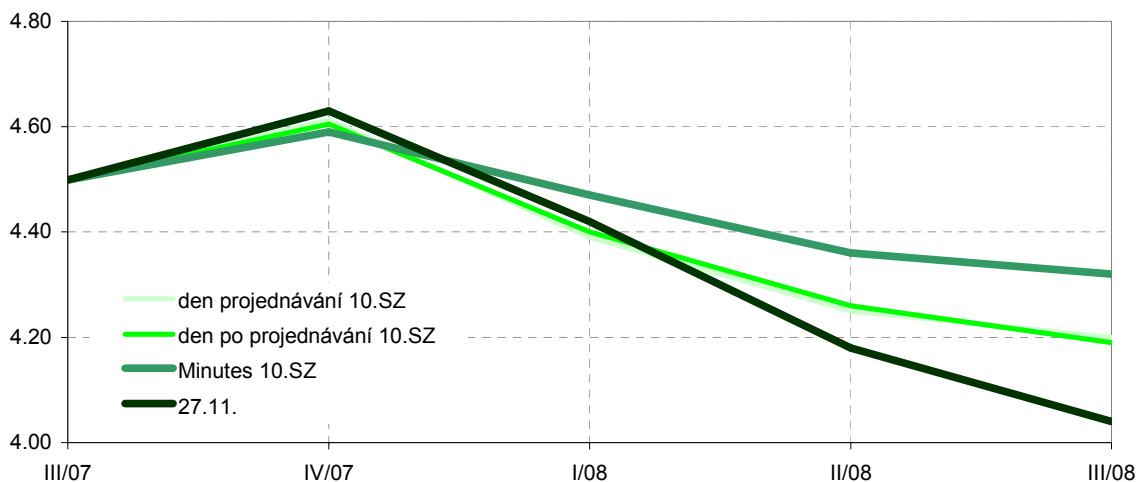
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



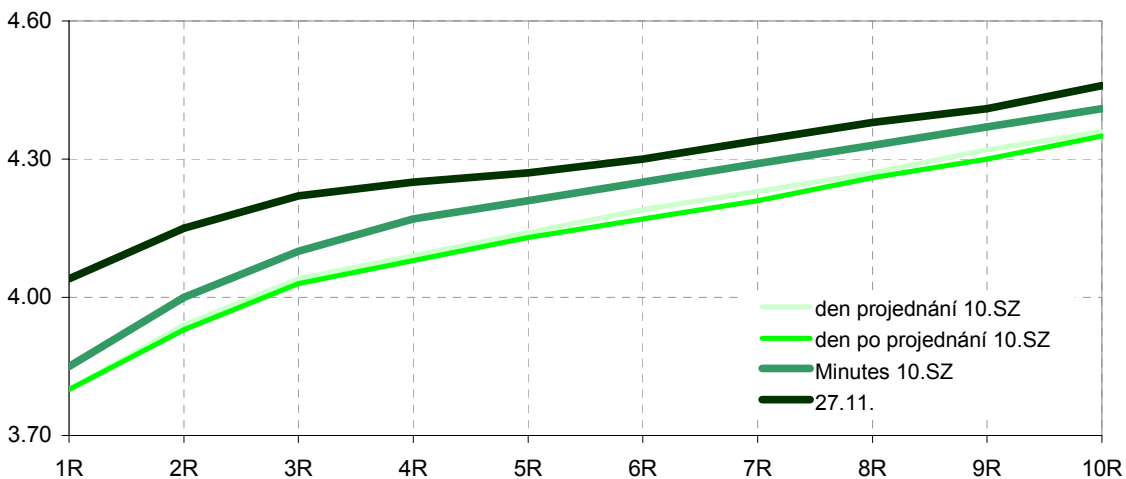
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



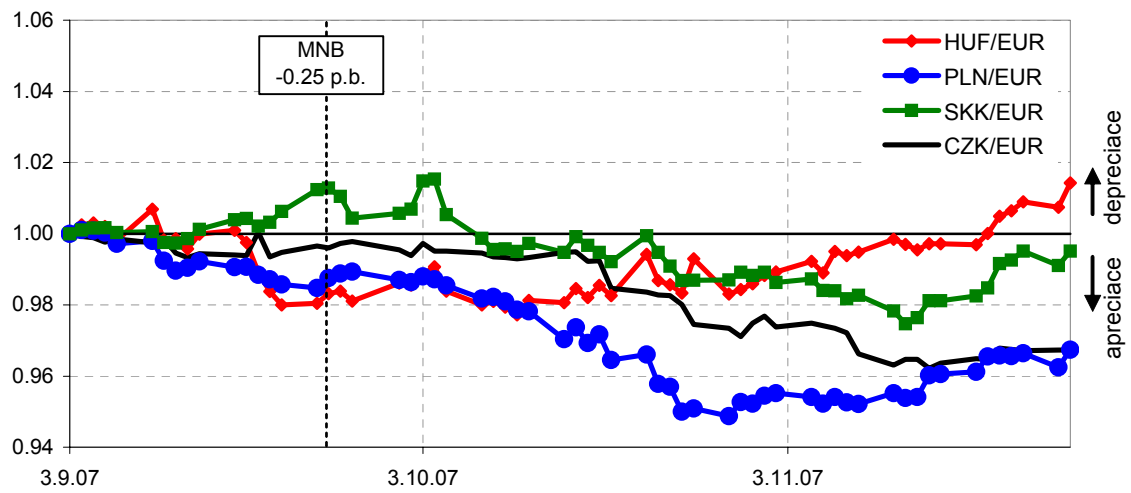
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



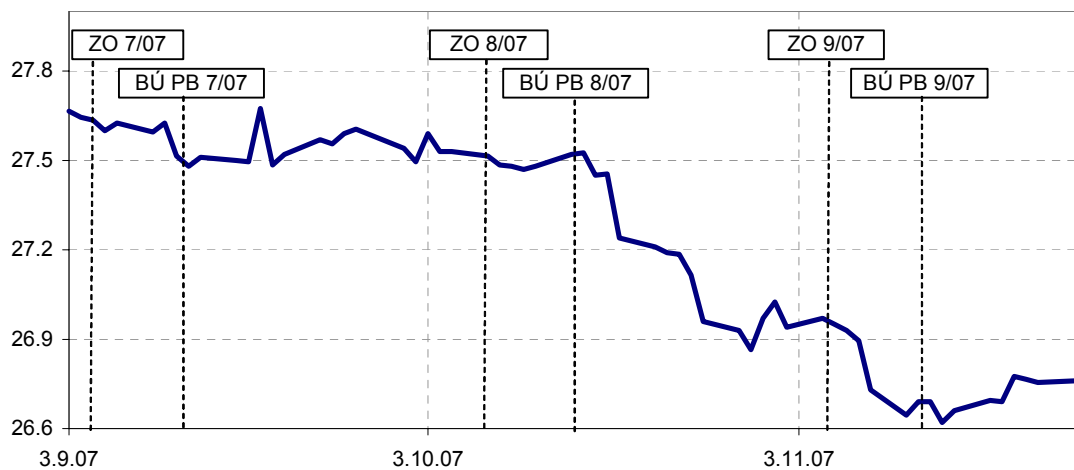
Graf 6: IRS CZK



Graf 7: Kurzy středoevropských měn (3.9. = 1.0)



Graf 8: Kurz CZK/EUR



Graf 9: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

