

Měnověpolitické doporučení pro 3. SZ 2009

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy ze 3. SZ 2009

Východiskem pro květnové měnověpolitické rozhodování je nová **makroekonomická prognóza ze 3. SZ 2009**. Následující odstavce ve stručnosti rekapituluji počáteční podmínky, předpoklady a vyznění této prognózy.

Nové údaje o ekonomické aktivitě (včetně revize časové řady HDP) ukazují, že domácí ekonomika v závěru loňského roku prudce zpomalila, přičemž obrat a následný sestup z vrcholu hospodářského cyklu nastal už počínaje polovinou roku 2007. Aktuální inflační tlaky jsou hodnoceny jako proinflační, zejména vlivem minulého znehodnocení měnového kurzu, které bylo jen částečně kompenzováno poklesem domácích nákladových tlaků.

Podle předpokladu nové prognózy poklesne ekonomická aktivita v efektivní eurozóně v letošním roce o 3,3 %, v roce 2010 je pak očekáván návrat k růstu ve výši 0,6 %. Předpoklad inflace spotřebitelských cen resp. cen výrobců v efektivní eurozóně je pro letošní rok na úrovni 1,0 %, resp. -1,6 %, v roce 2010 je pak očekáván růst spotřebitelských cen resp. cen výrobců o 1,5 %, resp. 1,3 %. Průměrné tříměsíční sazby EURIBOR¹ jsou dle prognózy očekávány v letošním roce na úrovni 1,3 %, v roce 2010 pak na 1,9 %.

Na základě nové prognózy poklesne domácí ekonomická aktivita v roce 2009 v průměru o 2,4 %. Za poklesem stojí zejména negativní vývoj zahraničního obchodu a propad investic. Pokles domácí ekonomické aktivity bude doprovázen snížením poptávky po práci projevujícím se v nárůstu míry nezaměstnanosti a ve výrazném zpomalení růstu nominálních mezd. V roce 2010 očekává nová prognóza návrat k růstu domácí ekonomické aktivity ve výši 1,4 %, který bude tažen zejména oživením zahraniční poptávky.

Dle nové prognózy by měla celková inflace v ČR v roce 2009 dále poklesnout až na 0,5 % ve 3Q09, tj. dostat se pod úroveň dolního okraje tolerančního pásma klesajícího inflačního cíle². Na horizontu měnové politiky (zhruba 2Q10 až 3Q10) bude inflace postupně narůstat, přičemž se bude nacházet ve spodní polovině tolerančního pásma 2% inflačního cíle platného od počátku roku 2010. Měnověpolitická inflace, tj. inflace očištěná o primární dopady změn nepřímých daní, se bude vyvíjet podobně jako celková inflace a od 3Q10 se bude shodovat s celkovou inflací (viz Graf 1).

S novou prognózou je konzistentní **pokles tržních úrokových sazeb** v letošním roce a poté jejich mírný růst v roce 2010. Ve 2Q09 by měla úroveň 3M PRIBORu podle základního scénáře dosáhnout 2,4 %. Jak průměr za dosavadní průběh 2Q09, tak i aktuální hodnota sazeb 3M PRIBOR dosahuje hodnoty 2,5 % (k 5.5.). Průměrnou hodnotu rozpětí mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo odhaduje základní scénář pro 2Q09 ve výši 0,6 p.b., přičemž průměr za dosavadní průběh druhého čtvrtletí dosahuje 0,8 p.b. při aktuální výši tohoto rozpětí

¹ Výhled tříměsíčních sazeb EURIBOR je v prognóze odvozen z tržního výhledu sazeb 3M EONIA Index Swap na základě expertního předpokladu o klesající kreditní prémii k nízké, v minulosti standardně pozorované, hodnotě v roce 2010.

² Snížující se cíl je součástí předpokladů prognózy počínaje 4. SZ 2007, přičemž oficiálně je komunikován cíl ve výši 3 % platný až do konce roku 2009.

přibližně na úrovni 0,7 p.b. (k 5.5). Prognózovaným hodnotám sazby 3M PRIBOR a rozpětí této sazby vůči 2T repo sazbě odpovídá dle základního scénáře výše 2T repo sazby v aktuálním čtvrtletí zhruba na stávající úrovni.

Nová situační zpráva hodnotí **rizika základního scénáře** prognózy z 3. SZ jako výrazná, nicméně vyrovnaná. Následující kapitoly shrnují hlavní argumenty vedoucí k nižším, resp. vyšším sazbám 3M PRIBOR, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem nové prognózy.

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

Rizikem působícím v protiinflačním směru patrně i nadále zůstává možnost **hlubšího a déletrvajícího propadu zahraniční ekonomické aktivity a nižších zahraničních úrokových sazeb**. Úpravy prognóz v posledních publikacích Consensus Forecasts byly prováděny systematicky ve směru zhoršování výhledů. Nelze tedy vyloučit, že „dna“ ekonomického propadu v těchto výhledech ještě nebylo dosaženo, zejména pokud jde o rychlost oživení v roce 2010. Nicméně v současnosti uvedené riziko vnímáme jako méně intenzivní než při přípravě prognózy k 1.SZ, kdy jsme ho kvantitativně popsali zpracováním alternativního scénáře (i když jen pro vnitřní potřeby ČNB). Signály přicházející ze světové ekonomiky jsou v poslední době smíšené, vedle negativních informací se objevují i některé náznaky stabilizace situace.

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

Ve směru vyšších sazeb působí riziko **menšího propadu růstu nominálních mezd** oproti základnímu scénáři prognózy, přičemž toto riziko je ve 3. SZ kvantitativně popsáno citlivostním scénářem vývoje mezd. Menší propad dynamiky mezd v nejbližších šesti čtvrtletích v průměru o 0,6 p.b. při vyšší produktivitě práce vede jak k vyšším úrokovým sazbám, tak k pevnějšímu měnovému kurzu. Úrokové sazby jsou ve 2Q09 a 3Q09 oproti základnímu scénáři vyšší o 0,1 p.b., resp. 0,2 p.b., na přelomu letošního a příštího roku dosahuje rozdíl 0,3 p.b. V dalších čtvrtletích pak zůstávají sazby přibližně o 0,2 p.b. vyšší než v základním scénáři prognózy. Měsíční data z průmyslu (za leden a únor) jsou však prozatím v souladu s výrazným zpomalením růstu mezd na počátku letošního roku předpokládaným v základním scénáři prognózy.

4. Další měnověpolitické úvahy

Rozpětí mezi sazbou 3M PRIBOR a repo sazbou zůstává i nadále vysoké. Trajektorii předpokládaného poklesu tohoto rozpětí odvozujeme stejně jako v minulé prognóze od předpokládaného poklesu rizikové prémie v zahraničí. Pro 2Q09 byl v základním scénáři průměrný spread nastaven na 0,6 p.b. V dosavadním průběhu druhého čtvrtletí dosáhl průměrný spread mezi sazbami 3M PRIBOR a 2T repo sazbou výše 0,8 p.b., při jeho aktuální hodnotě nacházející se přibližně na úrovni 0,7 p.b. (k 5.5.), což jsou hodnoty, kolem nichž toto rozpětí osciluje přibližně od začátku února. Vzhledem k tomu není možné vyloučit, že se rozpětí na nějakou dobu ustálí a jeho pokles nebude tak rychlý, jak předpokládáme v prognóze. To by vedlo k poněkud přísnějšímu nastavení sazeb 3M PRIBOR, než předpokládá

základní scénář prognózy, nejen v tomto ale zejména v dalších čtvrtletích a v návaznosti na to zřejmě k potřebě nižší 2T repo sazby.³ Nicméně i tak platí naše interpretace z minulých měnověpolitických doporučení, že úrokové sazby (2T repo) se nyní zřejmě nacházejí poblíže dna současné fáze uvolňování měnové politiky. Nepředpokládáme tudíž jejich pokles do blízkosti nulové spodní meze, k níž se dostala řada centrálních bank ve světě.

Základní scénář prognózy přihlíží k národohospodářským rizikům, která lze identifikovat v souvislosti s očekávaným **výrazným prohloubením schodku veřejných rozpočtů** vlivem působení automatických stabilizátorů i realizace protikrizových fiskálních opatření. V podmínkách hlubokého deficitu vládního sektoru (na roky 2009 a 2010 aktuálně očekáváme deficit ve výši 4,3 %, resp. 5,4 % HDP) je možné očekávat nejen formální kroky ze strany evropských institucí související s překročením 3% referenční hranice (tj. eventuelní uvalení procedury při nadměrném schodku na ČR), ale také možnou negativní tržní reakci vyvolanou zvýšenou potřebou dluhového financování. Mimo jiné v závislosti na způsobu financování rozpočtových deficitů (dluhopisy v domácí měně, eurobondy s kurzovým zajištěním či bez zajištění, retailové dluhopisy) nelze v budoucnosti vyloučit zhoršení hodnocení makroekonomické stability ČR z pohledu finančních trhů a relevantních institucí. To bylo v prognóze zohledněno dodatečnými tlaky na oslabení měnového kurzu skrze nárůst rizikové prémie ČR (resp. aktiv denominovaných v CZK), kterým měnová politika na prognóze čelí při rozhodování o nastavení sazeb. Skutečný vývoj však může být mnohem rozmanitější. Prognóza mimo jiné nezohledňuje skutečnost, že nárůst veřejného dluhu bude obecným jevem, který může ovlivnit rovnováhu na světových finančních trzích i sentiment vůči celému středoevropskému regionu.

Kurz koruny vůči euru se zatím pohybuje v blízkosti prognózy na druhé čtvrtletí. Průměr kurzu za dosavadní průběh čtvrtletí (26,7 CZK/EUR) je blízko prognózované hodnotě (26,6 CZK/EUR) a totéž platí i o aktuální hodnotě kurzu (26,5 CZK/EUR k 5.5.). Zároveň se poněkud snížila krátkodobá volatilita kurzu. Při ponechání sazeb na stávající úrovni však nelze vyloučit - vzhledem k mírně převažujícím očekáváním na jejich snížení v květnu (viz část 5) - následné mírné tlaky na apreciaci kurzu. Ty by samy o sobě neměly být natolik výrazné, aby podstatně ovlivnily vývoj koruny, ale mohou se zkombinovat s dalšími krátkodobými faktory působícími ve stejném směru (emisí vládních eurových dluhopisů v zahraničí, nebude-li dostatečně zajištěna proti kurzovému riziku; výsledky obchodní bilance za březen). Při úrokových sazbách pro 2Q09 v blízkosti prognózy by to kvalitativně evokovalo příběh citlivostního scénáře kurzu +/- 3 %, který je popsán v situační zprávě, s interpretací na apreciační straně.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **březnovém zasedání** (26.3.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 1,75 %. Většina účastníků finančního trhu toto rozhodnutí očekávala. Z *dotazníků IOFT* (13.3.) vyplývalo, že na březnovém zasedání BR ČNB 8 analytiků z 10 dotázaných předpokládalo stabilitu základních sazeb ČNB a 2 očekávali snížení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí

³ Podobně poněkud výše oproti předpokladům prognózy se zatím v průběhu 2Q09 nachází i zahraniční riziková prémie (měřená jako rozdíl 3M EONIA Index Swap minus 3M EURIBOR). Zde však podobně jednoznačnou interpretaci směrem k budoucím trajektoriím sazeb 3M EURIBOR resp. 1T repo sazby ECB nenabízíme, a to vzhledem k odlišnostem v provádění měnové politiky a v očekáváním dalšího vývoje sazeb v ČR a v eurozóně.

1,25 až 2,50 % (medián 1,75 %). Ze šetření *agentury Reuters* (19.3.) vyplývalo, že na březnovém zasedání BR ČNB 13 analytiků z 16 oslovených předpokládalo stabilitu základních sazeb a 3 analytici očekávali snížení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu byla rozložena takto: snížení ve 2Q09 (7 analytiků), snížení ve 3Q09 (2 analytici), zvýšení ve 4Q09-1Q10 (3 analytici), žádná změna (1 analytik). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činilo 1,25 až 2,25 % (medián 1,50 %).

Na tiskové konferenci po měnověpolitickém zasedání guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla jednomyslně poměrem hlasů 6:0. Guvernér uvedl, že rizika ekonomického vývoje jsou poměrně vyrovnaná. Protiinflačně sice působí vnější prostředí (výhled ekonomické aktivity, spotřebitelských cen a úrokových sazeb), a tím i výkon domácí ekonomiky, na druhé straně pozorovaná inflace v posledních měsících byla vyšší, než ČNB očekávala. U kurzu koruny byla pozorována neobvyklá volatilita, jeho rizika jdou oběma směry. Guvernér prohlásil, že nebude předjímat další pohyb úrokových sazeb, tím spíše ve stávající situaci, kdy nejistot je opravdu hodně.

Během dubna se několik členů BR vyjádřilo k budoucímu nastavení měnové politiky (viz Tabulka). Tato komunikace nenaznačovala jednoznačný směr pohybu základních úrokových sazeb ČNB, především s ohledem na vysokou nejistotu.

Sazby na peněžním trhu po posledním zasedání BR stagnovaly, sklon **výnosové křivky** sazeb PRIBOR je rostoucí (viz Graf 2). Sazby FRA se také téměř nezměnily. Tržní trajektorie sazeb 3M PRIBOR leží nad trajektorií sazeb konzistentní se základním scénářem aktuální prognózy, přičemž odchylka se v čase zvyšuje (viz Graf 4). Důvodem je pravděpodobně fakt, že tržní sazby jsou zřejmě založeny spíše na aktuální výši rizikové prémie než na prognózou předpokládaném poklesu této prémie k hodnotám kolem 0,2 p.b. již na konci roku 2009.

Sazby IRS se od posledního zasedání BR posunuly výše. Důvodem jsou obavy z nadměrné fiskální expanze, která by v delším horizontu mohla vést k navýšení objemu vládních dluhopisů a nárůstu inflace. Výnosová křivka sazeb IRS je rostoucí, spread 5R–1R dosahuje 0,7 p.b., spread 10R–1R činí 1,2 p.b.

Současná **očekávání budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (15.4.) vyplývá, že na květnovém zasedání BR ČNB 6 analytiků z 11 dotázaných předpokládá stabilitu základních sazeb ČNB a 5 očekává snížení o 0,25 p.b. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 1,25 až 2,25 % (medián 1,75 %).

Ze šetření *agentury Reuters* (30.4.) vyplývá, že na květnovém zasedání BR ČNB 7 analytiků z 16 oslovených předpokládá stabilitu základních sazeb a 9 analytiků očekává snížení o 0,25 p.b. Očekávání v delším horizontu jsou rozložena takto: snížení v červnu 2009 (3 analytici), snížení ve 3Q09 (4 analytici), zvýšení v 1Q10 (4 analytici), zvýšení ve 2Q10 (1 analytik), zvýšení ve 2H10 (1 analytik), žádná změna (3 analytici). Rozmezí úrovně 2T repo sazby v ročním horizontu činí 1,25 až 2,25 % (medián 1,50 %).

Analytici v rámci šetření IOFT očekávají, že **kurz** v horizontu 1R posílí na 25,52 CZK/EUR (rozpětí 24,50 až 26,80), tj. o 4,6 % vzhledem k průměru za 2Q09 do 5.5. Analytici v rámci šetření FECF předpokládají ve stejném horizontu posílení o 3,7 % na 25,75 CZK/EUR. Základní scénář prognózy očekává pro 2Q10 kurz na úrovni 25,90 CZK/EUR.

Tabulka: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

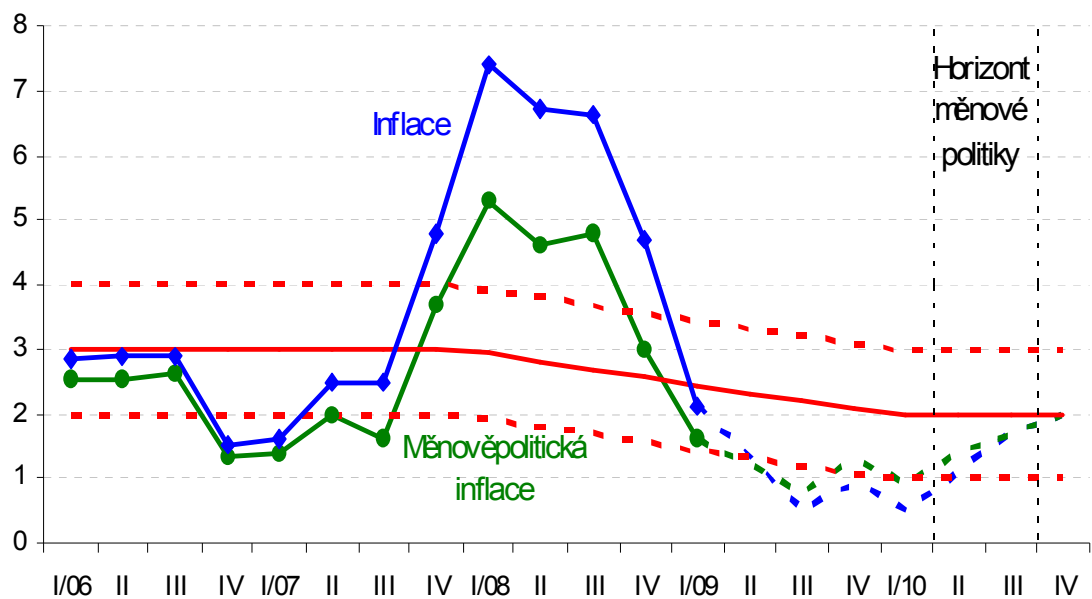
5.4.	M. Singer (ČT24)	My se díváme tak rok a půl dopředu, že jo, podle toho děláme měnovou politiku. Ale myslím, že teď jsme komentovali, že je ta situace plus minus vyrovnaná. Samozřejmě ona se prostě mění dramaticky rychleji než, než v těch klidných letech, který jsme zažívali před tím, ale zatím prostě ten prostor na to reagovat měnovou politikou je a zase, zaplat'pánbůh, na rozdíl od jiných můžeme, máme prostor nahoru i dolů, nemusíme jít prostě do něčeho extrémního, podle toho, jak se situace vyvine.
21.4.	P.Řežábek (finance.cz)	Já bych se nebál ještě trochu pokračovat v uvolněné měnové politice, samozřejmě má to hranici a ta hranice není až tak daleko. Důvod je prostý - v nejbližším časovém horizontu jednoho roku osobně až tak nevidím proinflační tlaky, které by v České republice mohly působit.
24.4.	M.Hampl (Reuters)	Rozhodování za obrovské nejistoty, a my nyní jsme v obrovské a neuvěřitelné nejistotě, je vždy trochu komplikovanější... Věřím, že kvůli tomu, že se zaměřujeme na střední a dlouhodobý horizont, to znamená, že ještě pořád máme nějaký manévrovací prostor.
27.4.	M. Singer (Podnikatel)	... naše politika musí stále směřovat k zajištění ústavního cíle, tedy cenové stability, kterou v souladu s praxí jiných centrálních bank interpretujeme jako velmi nízkou inflaci. Zajišťování levných peněz bez ohledu na další by nás k tomuto cíli nemuselo dovést.

6. Měnověpolitické doporučení SMS

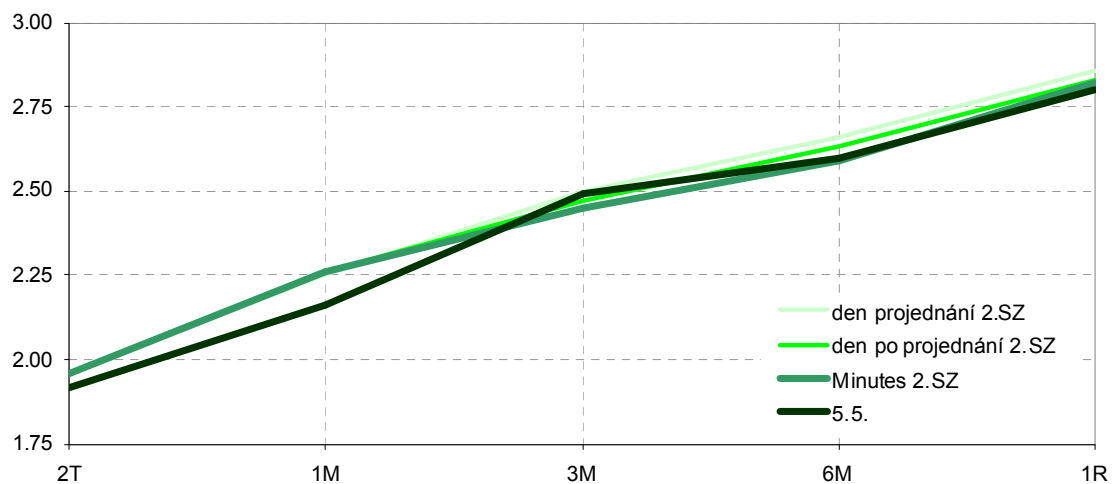
SMS doporučuje ponechat na květnovém měnověpolitickém zasedání bankovní rady limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni.

Doporučujeme pokračovat v komunikaci vpředhledícího charakteru měnověpolitického rozhodování a zdůrazňovat, že po letošní periodě s inflací výrazně pod cílem se inflace ve druhé polovině roku 2010 navrátí do blízkosti nového 2% cíle platného od začátku roku 2010. Rizika prognózy doporučujeme komunikovat jako vyrovnaná při přetrvávající výrazné nejistotě, která se však v některých ohledech poněkud snižuje (náznak stabilizace očekávání vývoje světové i domácí ekonomiky; snížení krátkodobé volatility měnového kurzu; předpoklad, že nejvýraznější propad ekonomické aktivity má již česká ekonomika zřejmě za sebou a nyní bude zhruba stagnovat na dosažené nižší úrovni apod.).

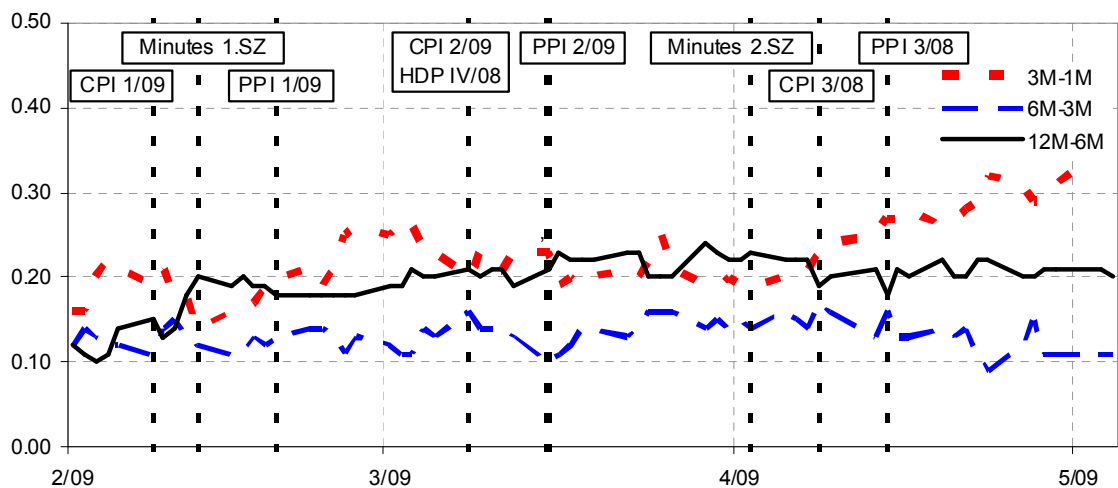
Graf 1: Prognóza inflace z 3. SZ 2009 a cílové pásmo



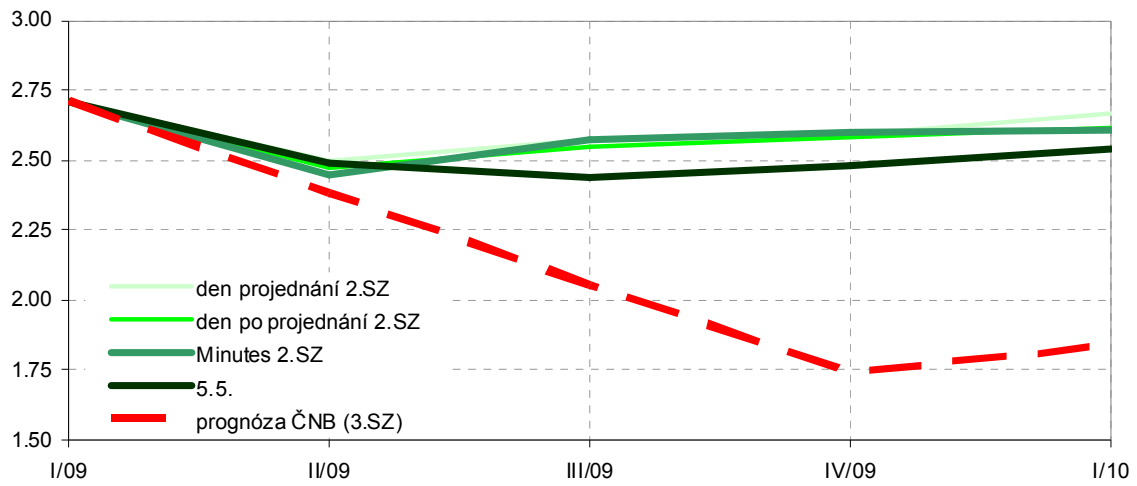
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



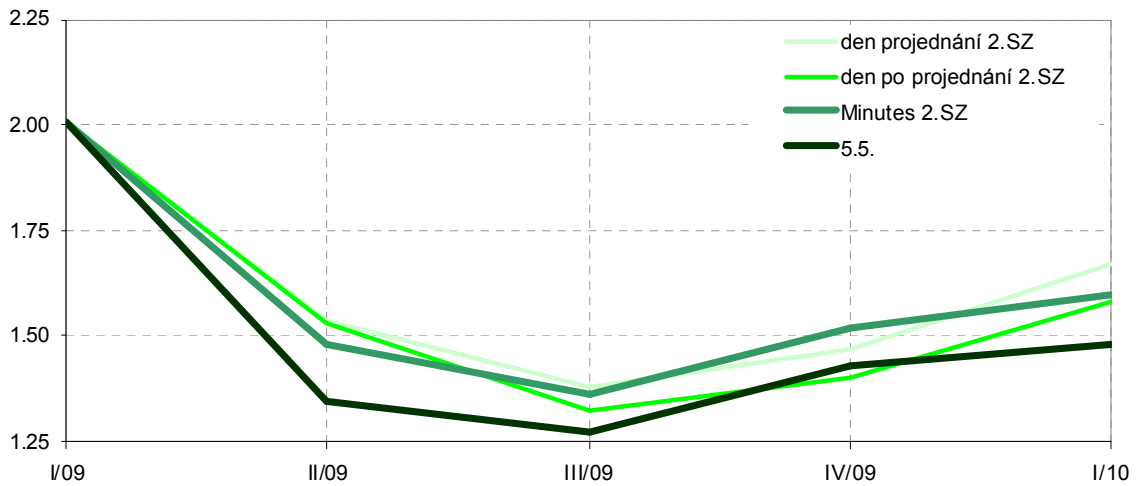
Graf 3: Úroková rozpětí – PRIBOR



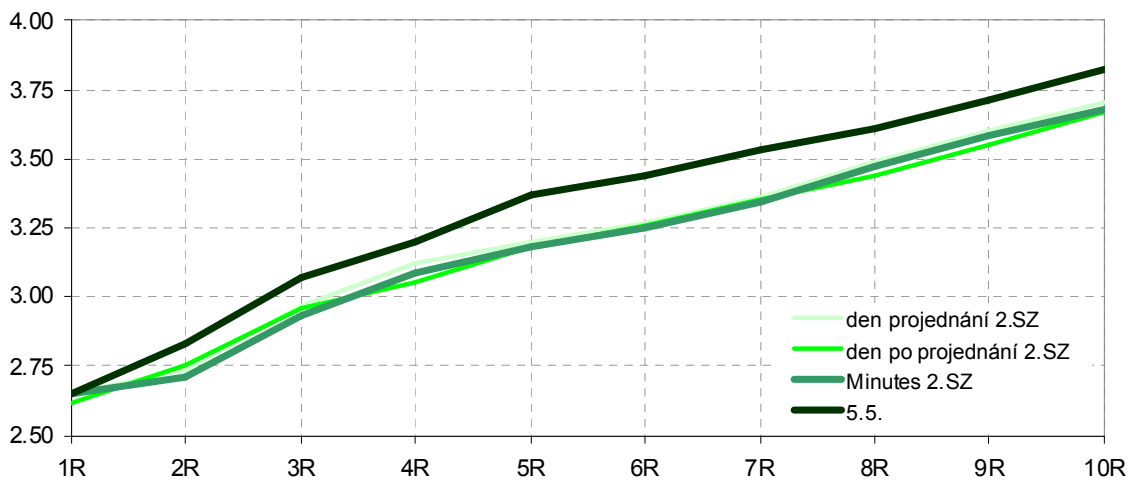
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



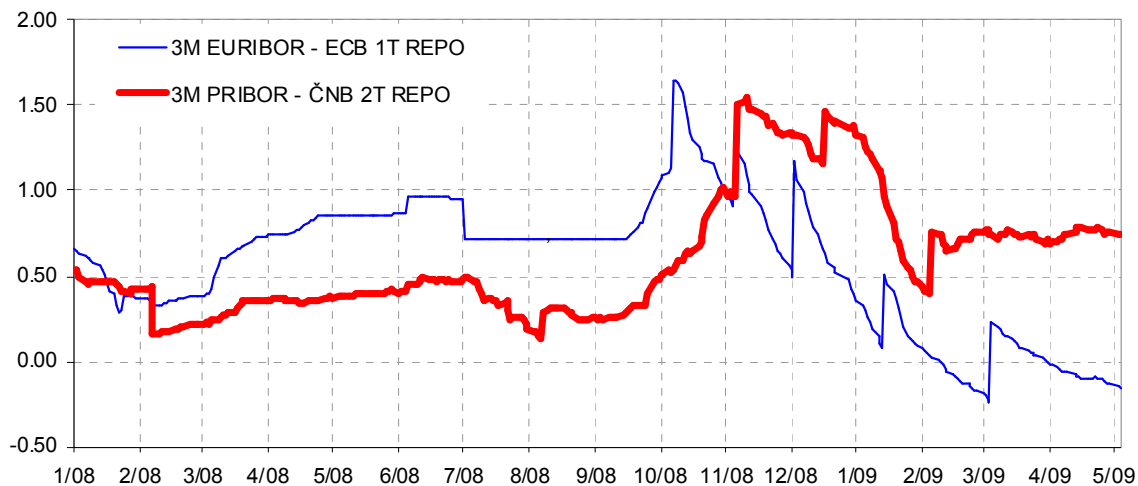
Graf 5: 3M EURIBOR, FRA



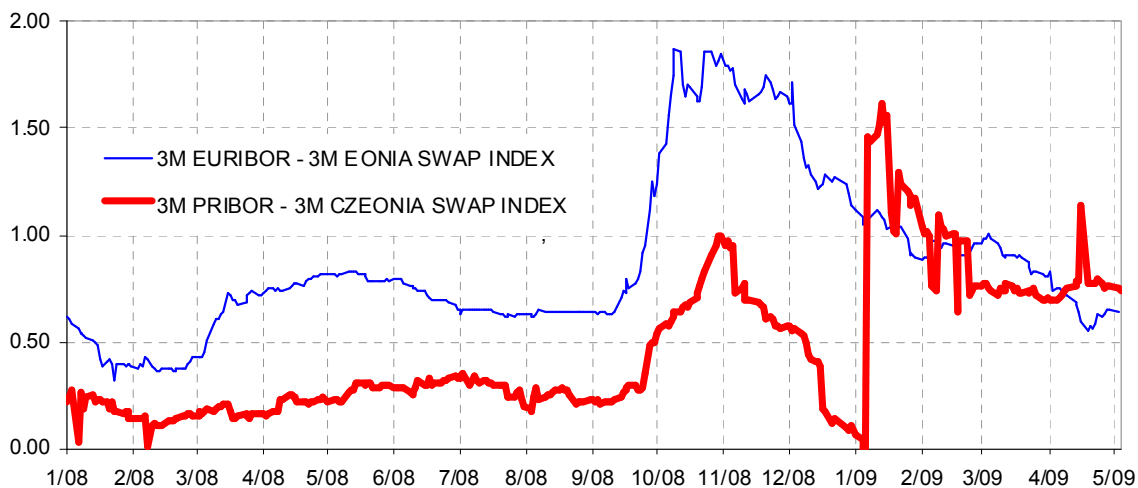
Graf 6: IRS CZK



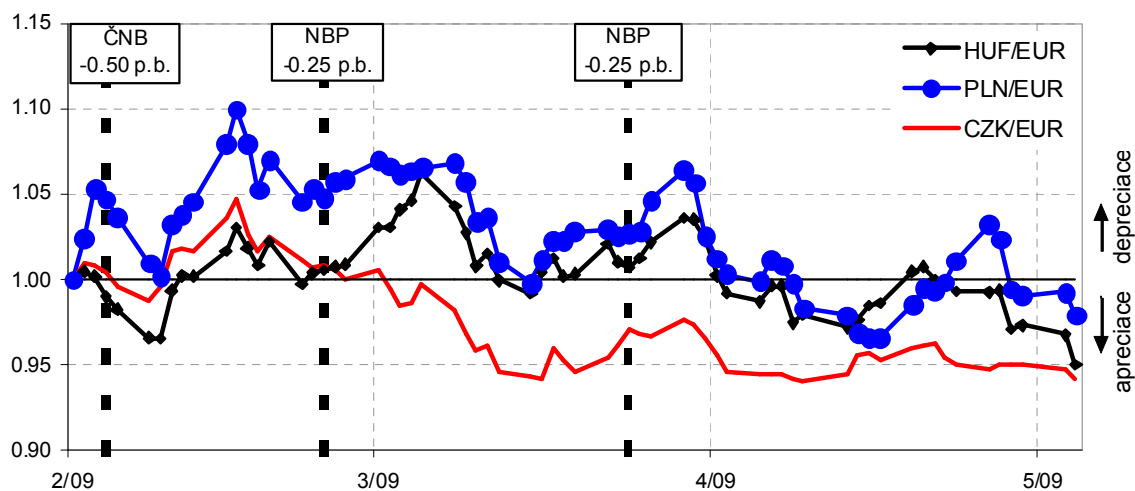
Graf 7: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



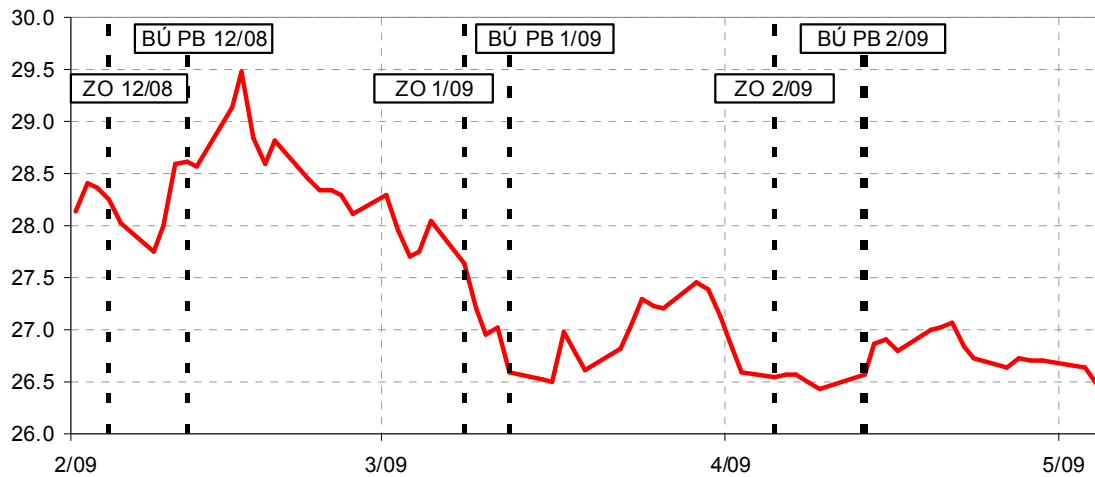
Graf 8: Úroková rozpětí v ČR a eurozóně



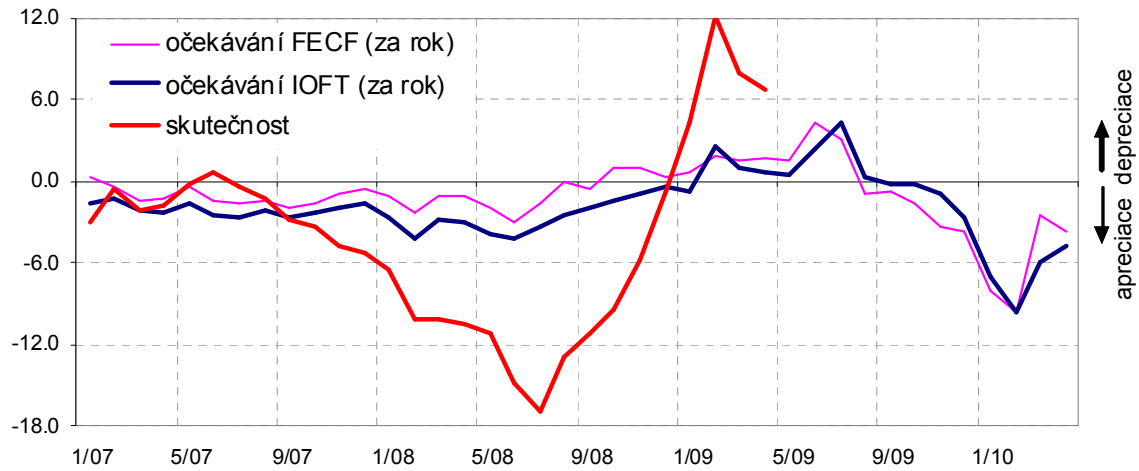
Graf 9: Kurzy středoevropských měn (1.2. = 1.0)



Graf 10: Kurz CZK/EUR

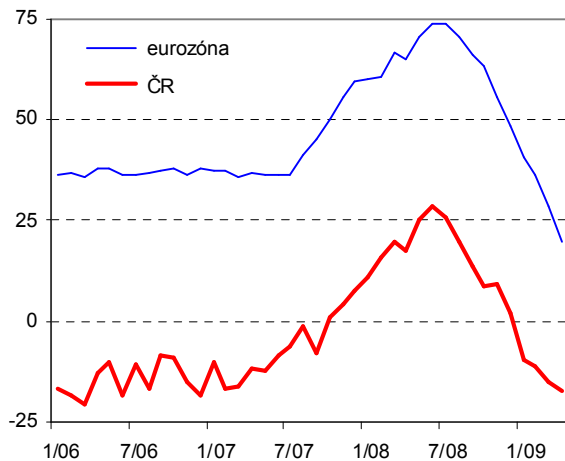


Graf 11: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

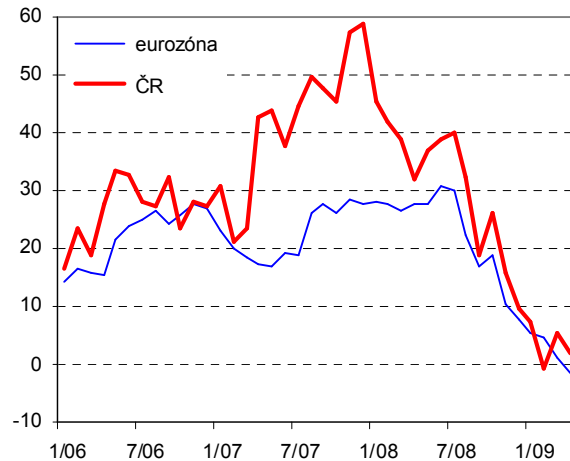


Graf 12: Inflační očekávání a vnímání inflace v případě domácností (mezinárodní srovnání)

Ukazatel inflace vnímané za uplynulých 12 měsíců

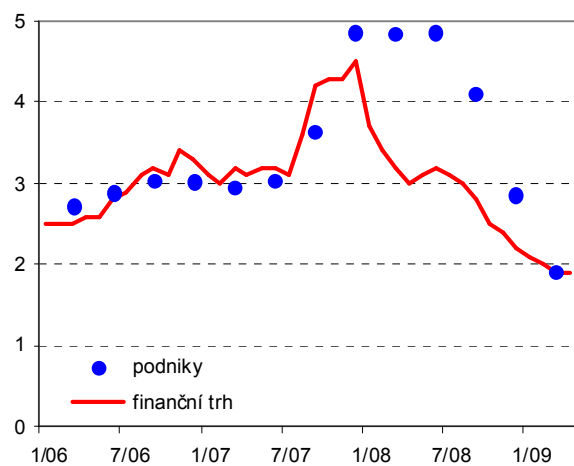


Ukazatel inflace očekávané v příštích 12 měsících

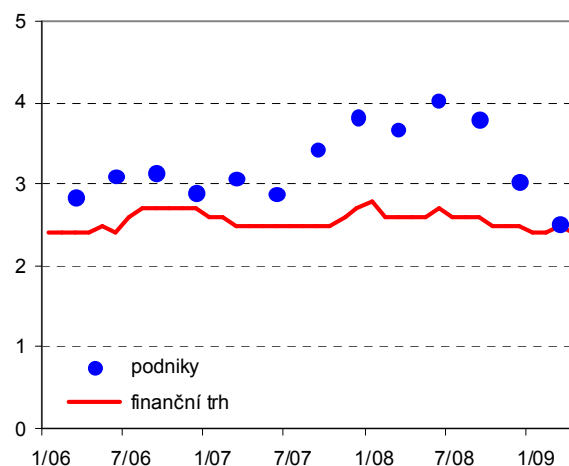


Graf 13: Inflační očekávání dalších subjektů v české ekonomice v %

Inflační očekávání v horizontu 1R



Inflační očekávání v horizontu 3R



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

