

Měnověpolitické doporučení pro 6. SZ 2005

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář dubnové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování zůstává *dubnová makroekonomická prognóza*. Podle základního scénáře této prognózy bude celková inflace v HMP (květen až říjen 2006) téměř o 1 p.b. nižší než cílová hodnota 3 %.

Se základním scénářem prognózy je konzistentní průměr úrokových sazeb ve 2Q05 na úrovni 1,9 %. Průměrná hodnota 3M PRIBORu za dosavadní průběh 2Q se pohybuje v blízkosti 1,9%, aktuální hodnota je mírně níže. *Za rozhodnutí konzistentní s prognózou lze nyní považovat ponechání sazeb na stávající úrovni.*

Aktuální situační zpráva hodnotí souhrnně rizika dubnové prognózy v HMP jako zhruba vyvážená. Následující text zvažuje argumenty podporující vyšší nebo nižší úrokové sazby vzhledem k sazbám konzistentním s dubnovou prognózou.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) **Inflace v květnu** dosáhla mírně vyšší než prognózované hodnoty (v celkové meziroční inflaci rozdíl 0,2 p.b., v čisté inflaci 0,4 p.b.). Jedná se především o důsledek rychleji rostoucích cen potravin a cen pohonných hmot (v důsledku vyšších než v prognóze předpokládaných světových cen ropy a posilování USD). Oba uvedené segmenty inflace se ovšem vyznačují značnou kolísavostí, takže pro měnovou politiku má zmíněný vývoj prozatím jen omezený význam.
- b) **Výhled cen ropy i kurzu EUR/USD** v CF06 je oproti referenčnímu scénáři obsaženému v dubnové prognóze vyšší. Obě tyto změny v očekávání působí na výhled domácí inflace a měnověpolitických úrokových sazeb směrem nahoru. Aktuální cena ropy je navíc na ještě vyšší úrovni, než předpokládá CF06.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Významně vzrostla pravděpodobnost **méně expanzivního scénáře fiskálního vývoje** (viz „dolní“ alternativa propočtená v dubnové SZ). Informace získané za poslední měsíc naznačují, že realisticky lze očekávat fiskální výdaje o cca 25 mld. nižší, než předpokládal dubnový základní scénář prognózy. Tento odhad vede oproti dubnové prognóze k méně prorůstovému fiskálnímu impulzu zejména pro letošní rok (snížení z 0,6 p.b. na 0,2 p.b.). Vývoj v této oblasti je však nadále obestřen velkou dávkou nejistoty.
- b) Směrem k potřebě nižších než prognózovaných domácích sazeb působí také opětovný posun dolů u **výhledu sazeb 1R EURIBOR**. Rozdíl skutečnosti za 2Q05 oproti RS04 činí cca 0,1 p.b. a v horizontu předpovědi dále narůstá až na cca 0,5 p.b. v 3Q06. To vytváří v modelové simulaci autonomní tlak na posílení koruny ve srovnání se základním

scénářem prognózy. Tlak na posílení kurzu by v logice predikčního aparátu měl být výrazně tlumen poklesem úrokových sazeb.

- c) Kurz CZK/EUR v průměru za dosavadní průběh 2Q (30,13 Kč za EUR) se sice prozatím pohybuje velmi mírně nad prognózou pro toto čtvrtletí (30,00 Kč za EUR), nicméně **nejistota ohledně prognózy vývoje kurzu je pravděpodobně vychýlena spíše směrem k větší apreciaci**, než se kterou pracuje základní scénář (prognóza ČNB pro 2Q06 je 30,30 Kč za EUR, zatímco průměr očekávaného kurzu za rok v rámci šetření IOFT činí 29,27 Kč za EUR). V souvislosti s rizikem vývoje kurzu lze zmínit též v dubnu diskutovanou hypotézu nižší rizikové prémie a rovnovážných reálných sazeb, než předpokládá stávající prognóza.

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **květnovém zasedání** (26.5.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni ve výši 1,75 %. Uvedené rozhodnutí bylo v souladu s očekáváním většiny analytiků. Z posledního šetření agentury Reuters (19.5.) vyplývalo, že pouze jeden analytik z 24 dotázaných připouštěl snížení sazeb s 50% pravděpodobností na tomto zasedání BR. Další dva analytici předpokládali snížení sazeb v průběhu roku. Většina analytiků však očekávala, že sazby zůstanou stabilní minimálně do konce tohoto roku. Poté se očekává zvýšení klíčových sazeb o 25 b.b. na 2 %. Pozdější tisková konference neobsahovala žádné nové informace, které by vedly ke změně sentimentu na trhu. Současný vývoj úrokových sazeb i kurzu koruny podle guvernéra Z. Tůmy zhruba odpovídá prognóze centrální banky a existující rizika jsou vyrovnaná. Směrem k vyšším sazbám působí nepatrně vyšší inflace za duben, naopak směrem dolů působí křehčí ekonomický růst v eurozóně. Rizikem zůstává nejistota ohledně vývoje veřejných financí.

Úrokové sazby na rozhodnutí bankovní rady ČNB a následný komentář téměř nereagovaly. Zveřejněné minutes ze zasedání BR potvrdily očekávání, že hlasování o ponechání sazeb bylo jednomyslné. Výnosová křivka **sazeb PRIBOR** je zhruba plochá (viz Graf 2), což (vzhledem k předpokládané termínové prémii) indikuje, že část trhu počítá s dalším mírným poklesem sazeb. Také kotace sazeb FRA s kratší splatností naznačují, že určitá část trhu ještě spekuluje na další snížení repo sazby. Tržní trajektorie 3M sazeb se téměř v celém horizontu pohybuje v blízkosti základního scénáře dubnové prognózy, který taktéž nevylučuje, že se úrokové sazby z nynější úrovně ještě velmi mírně sníží.

Sazby s delší splatností pokračovaly v mírném poklesu, který byl primárně reakcí na vývoj na zahraničních trzích. Sklon výnosové křivky IRS zůstává pozitivní. Spread 5R – 1R dosahuje 0,9 p.b., spread 10R – 1R 1,5 p.b. (k 28.6.).

Současná **tržní očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z posledního šetření agentury Reuters (23.6.) vyplývá, že pouze jeden analytik z 28 dotázaných připouští snížení sazeb s 60% pravděpodobností na červnovém zasedání BR. Další dva analytici předpokládají snížení sazeb v průběhu roku. Většina analytiků však očekává, že sazby zůstanou stabilní minimálně do konce tohoto roku. Poté se očekává zvýšení klíčových sazeb o 25 b.b. na 2 %.

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávají **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz posílit na 29,27 CZK/EUR, tj. o 2,5 % vzhledem k průměru za červen 2005 do 28.6. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 2Q06 kurz na úrovni 30,3 CZK/EUR.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích k dalšímu vývoji měnové politiky

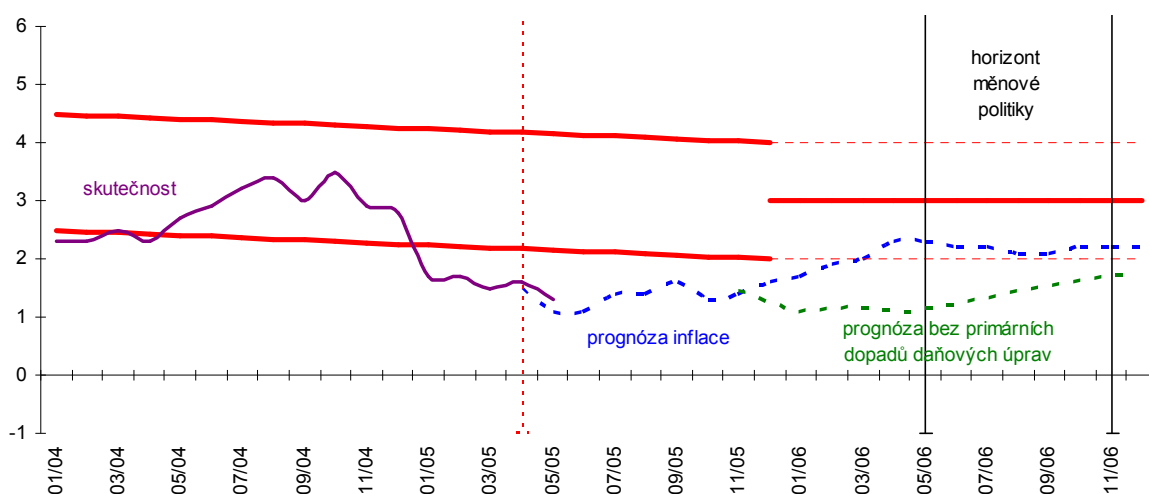
9.6.	L.Niedermayer (rozhovor pro BBC)	...pokud ekonomové říkají, že při tak nízkých sazbách už snižování není zas tak jasné a chtěli by mít nějaký robustní důvod pro to, tak já to cítím také. A tím samozřejmě opravdu neříkám, jak bych hlasoval za těch čtrnáct dní, hodně to záleží na tom, jak vnímáme ekonomickou situaci.
20.6.	L.Niedermayer (rozhovor pro Reuters)	Česká ekonomika se vyvíjí v souladu s očekáváním centrální banky, a proto se zdá, že úrokové sazby jsou na odpovídající úrovni. Z mého pohledu ekonomická data v poslední době celkem odpovídají tomu, co jsme očekávali...
21.6.	J.Frait (vyjádření pro Bloomberg)	...the risk of slowing economic growth in western Europe is offset by cost-push factors like record oil prices... A further rate cut would be imaginable only if the economy was hit by more serious shocks than we can see now, or if risks of slowing domestic demand accumulate... If the current economic performance continues, including negative tendencies in western Europe, interest rates could remain at the current levels for a long time... Signs of slower-than-assumed growth in Western Europe, such as a falling number of foreign orders, falling earnings of companies and a drop of business confidence, represent an argument against raising interest rates.

5. Měnověpolitické doporučení SMS

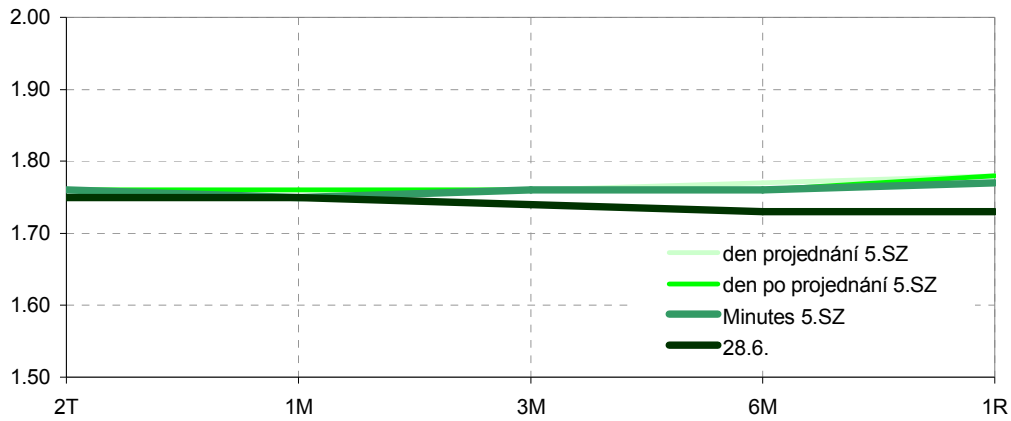
SMS doporučuje ponechat úrokové sazby na stávající úrovni.

6. Grafická příloha

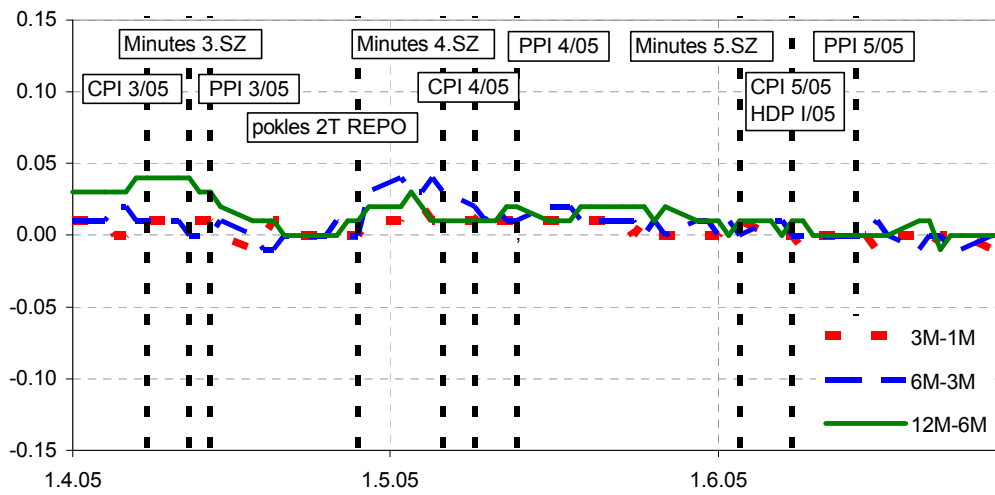
Graf 1: Prognóza inflace ze 4. SZ a cílové pásmo



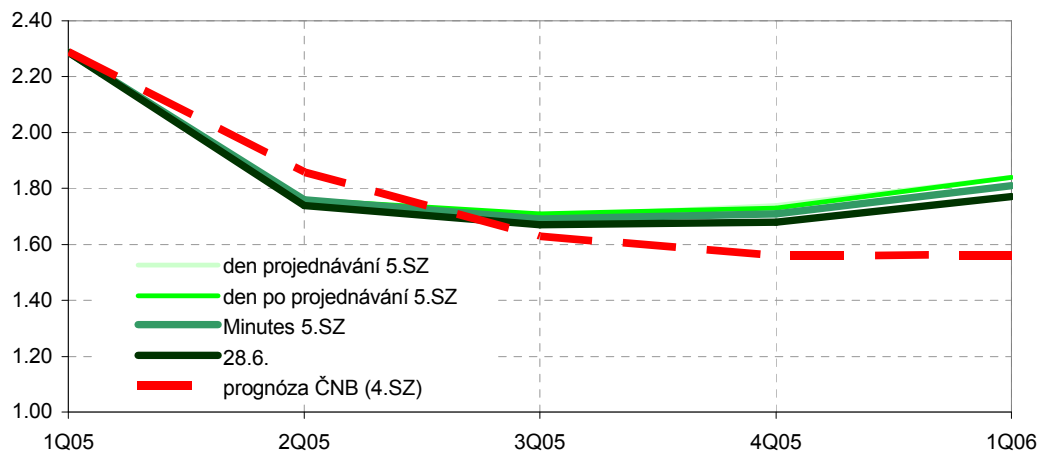
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



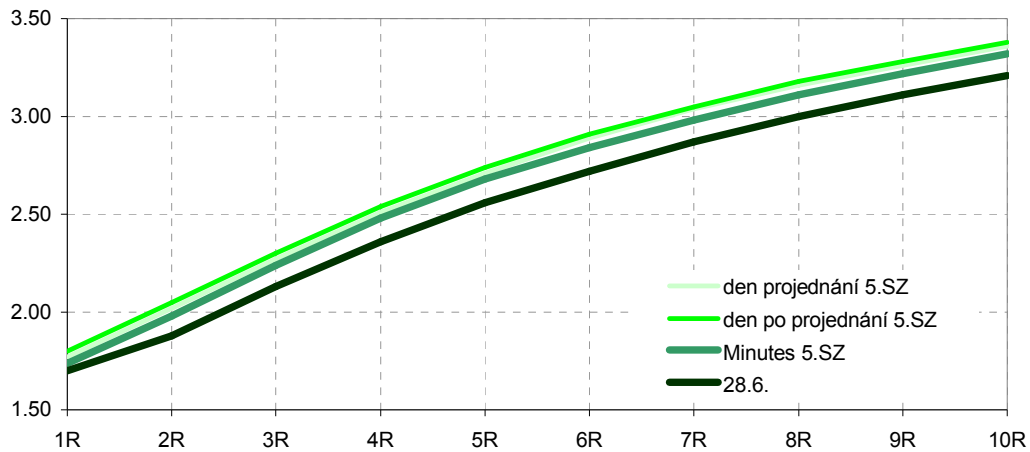
Graf 3: Úrokové spready - PRIBOR



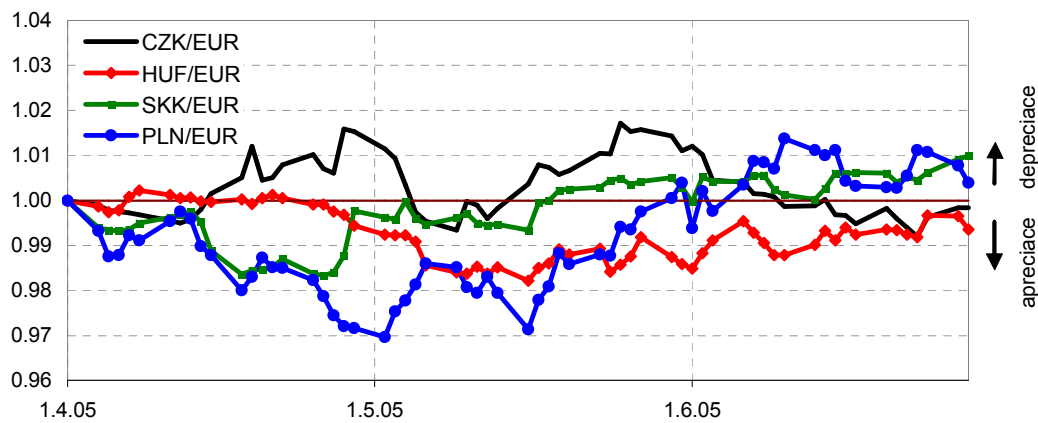
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



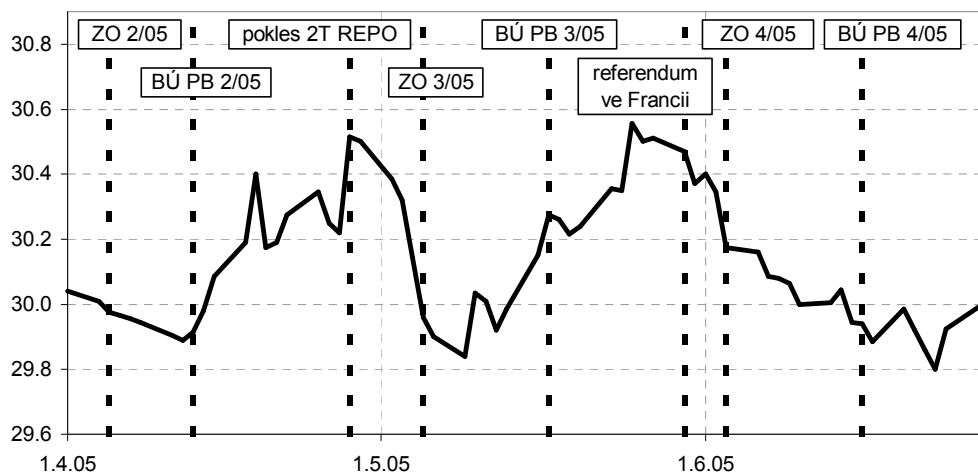
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.4. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



Graf 8: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %

