

Měnověpolitické doporučení pro 1. SZ 2006

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář lednové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *lednová makroekonomická prognóza*. Ve srovnání s prognózou z 10. SZ se zrychlilo uzavírání záporné mezery výstupu a k úplnému uzavření by mělo dojít kolem poloviny roku 2007 (v minulé prognóze to bylo až za horizontem roku 2007). Uzavřenější mezera výstupu a v 2H07 navíc také předpoklad vyšších úprav nepřímých daní působí směrem k vyšší inflaci. Trajektorie celkové inflace je tak vzestupná, přičemž po celý rok 2006 zůstává mírně pod cílovou hodnotou 3 % a v horizontu měnové politiky (HMP, 1Q07 až 2Q07) se nachází 0,1 až 0,3 p.b. nad inflačním cílem. Ačkoliv je prognóza inflace v HMP shodná s předchozí prognózou, trajektorie úrokových sazeb je mírně nižší. Důvodem je zejména přehodnocení reálné rovnovážné úrokové sazby. S prognózou je konzistentní postupný růst úrokových sazeb, i když v menší míře, než předpokládala minulé prognóza.

Situační zpráva hodnotí rizika lednové prognózy, identifikovaná v průběhu jejího zpracování, v HMP jako vyvážená oběma směry a avizuje jako potenciální asymetrické riziko apreciaci kurzu, jejíž očekávání převládá v externích prognózách. Aktuální kurzový vývoj svědčí prozatím ve prospěch tohoto rizika, a vychyluje tedy bilanci rizik prognózy zřetelně protiinflačním směrem. Následující text shrnuje hlavní argumenty vedoucí k vyšším nebo nižším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní s lednovou prognózou.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) V rámci zpracování prognózy byl zpracován **alternativní scénář s původními trajektoriemi dlouhodobých rovnovážných veličin** z říjnové prognózy. Alternativa je ve srovnání se základním scénářem charakteristická větší počáteční zápornou mezerou výstupu, jejím pomalejším uzavíráním, mírně nižší trajektorií inflace a pozvolnou depreciací nominálního kurzu CZK/EUR. Podle této alternativy by se měnověpolitické sazby ve srovnání se základním scénářem měly pohybovat na vyšších úrovních, přičemž však v prvních několika čtvrtletích prognózy se jedná o velice malý rozdíl.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Existuje riziko **silnějšího kurzu CZK/EUR** ve srovnání se základním scénářem. Relevanci tohoto rizika naznačuje skutečnost, že analytici v rámci šetření IOFT (viz dále) očekávají v ročním horizontu úroveň kurzu CZK/EUR na hladině kolem 28,30 CZK/EUR, která je oproti hodnotě základního scénáře pro 1Q07 (29,00 CZK/EUR) zhruba o cca 2,4 % silnější. Riziko apreciacie kurzu CZK/EUR bude posíleno také tehdy, jestliže se nenaplní předpoklady základního scénáře o růstu úrokových sazeb v eurozóně (viz následující odstavec). Ze standardní citlivostní analýzy popsané v SZ vyplývá, že posílení kurzu na průměrnou úroveň 28,00 CZK/EUR již v 1Q06 (při fixovaných úrokových

sazbách v 1Q06 na základním scénáři) by implikovalo následné zřetelné snižování úrokových sazeb a inflaci v HMP zhruba o 1 p.b. nižší. Aktuální kurz k 24.1. činí 28,58 CZK/EUR, průměr za dosavadní průběh ledna je 28,82 CZK/EUR (prognóza pracuje s hodnotou za 1Q06 ve výši 29,00 CZK/EUR).

- b) V rámci měnověpolitických experimentů byla provedena simulace **nižšího růstu eurových sazeb** ve srovnání s předpoklady prognózy. 1R EURIBOR byl zafixován na hodnotě 2,6 % v celém horizontu prognózy, zatímco referenční scénář předpokládá pro 1Q06 hodnotu 2,8 % a další pozvolný růst. Z výsledků experimentu vyplývá, že za této situace by měla být zachována současná úroveň domácích sazeb. Skutečnost je prozatím taková, že aktuální hodnota sazeb 1R EURIBOR se shoduje s úrovní předpokládanou referenčním scénářem pro 1Q06, implikované sazby pro rok 2007 jsou proti referenčnímu scénáři o zhruba 0,1 p.b. níže.
- c) Došlo k významné změně v odhadu vývoje **HDP v SRN** mezi prosincovým CF (který je východiskem pro lednovou prognózu) a lednovým CF. V důsledku změny sazby DPH z 16 % na 19 % od počátku roku 2007 by měl podle analytiků růst německého HDP v roce 2007 dosáhnout pouze 1,0 % (v CF12 to bylo 1,4 %), což by mělo v konečném důsledku vytvářet tlak na snížení české inflace. Růst spotřebitelských cen v SRN z titulu změny DPH by neměl ovlivnit dovozní ceny a neměl by vytvářet proinflační tlaky na českou cenovou hladinu.

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **prosincovém zasedání** (22. 12.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na úrovni 2 %. Uvedené rozhodnutí bylo v souladu s očekáváním analytiků. Z předchozího šetření agentury Reuters (14. 12.) vyplývalo, že žádný z 23 oslovených analytiků nepředpokládal změnu základních sazeb ČNB na prosincovém zasedání BR. 15 analytiků očekávalo další zvýšení sazeb o 0,25 p.b. v 1Q06. V ročním horizontu předpokládali úroveň 2T repo sazby na 2,50 %.

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma řekl, že ekonomický růst nerozdmýchává poptávkové tlaky na inflaci. Rizika pro inflační prognózu jsou podle něj protiinflační; důvody představují silná koruna, nižší aktuální inflace a pomalejší růst dovozních cen. Naopak proinflačním směrem působily vyšší zahraniční úrokové sazby a možnost vyššího růstu regulovaných cen v roce 2006. Podle guvernéra nejsou fundamentální důvody k rychlému posilování koruny. Prohlásil, že korekce na české koruně po předchozím rychlém růstu by nebyla překvapením.

Od posledního zasedání BR (22.12.) se úrokové sazby na peněžním trhu mírně snížily. Hlavním důvodem byla apreciacie kurzu koruny, která přispěla ke spekulacím finančního trhu, že tempo zvyšování základních úrokových sazeb ČNB bude pomalejší. Tyto spekulace zesílily počátkem ledna, kdy byla zveřejněna inflace za prosinec (nižší než očekávaná) a oba viceguvernéři ČNB ve svých komentářích připustili zpomalení prognózovaného tempa růstu základních úrokových sazeb nebo i jejich snižování. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR má v současnosti pozitivní sklon (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se v celém horizontu pohybuje mírně pod úrovní základního scénáře prognózy.

Sazby IRS také postupně klesaly, od posledního zasedání BR až o 0,3 p.b. v závislosti na splatnosti. Spread 5R – 1R dosahuje 0,7 p.b., spread 10R – 1R 1,1 p.b. (k 24.1.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z aktuálního šetření agentury Reuters (23.1.) vyplývá, že očekávání jsou tentokrát poměrně různorodá. Z 28 dotazovaných analytiků 2 očekávají pokles základních sazeb již na lednovém zasedání BR ČNB. Zbývající analytici naopak předpokládají zpřísnění měnové politiky, ale až

v delším období: 2 v 1Q06, 12 v 2Q06, 8 v 3Q06 a 4 v 4Q06. V ročním horizontu 13 analytiků předpokládá úroveň 2T repo sazby na 2,50 % a 11 na 2,25 %. Průměr očekávání analytiků v rámci šetření IOFT v ročním horizontu ohledně 2T repo sazby je 2,4 %.

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávají **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz posílit na 28,3 CZK/EUR, tj. o 1,9 % vzhledem k průměru za leden 2005 do 24.1. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 1Q07 kurz na úrovni 29 CZK/EUR.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

16.1.	M.Singer (rozhovor pro Reuters)	Posílení koruny a opadnutí ropného šoku přiblížily Českou národní banku do bodu, kdy by se mohlo stát snížení úrokových sazeb stejně pravděpodobné jako jejich zvýšení...Trh se může mýlit, pokud sází na to, že příští pohyb úrokových sazeb po jejich zvýšení loni v říjnu musí být opět směrem nahoru... Posílení koruny k euru na rekordní maxima z minulého týdne a očekávání, že zůstane i nadále silná a pomůže tlumit inflaci dovozních cen, snížilo potřebu růstu sazeb a naopak otevřelo otázku možného uvolnění měnové politiky ČNB... Úrokové sazby mohou zůstat delší čas stabilní nebo dokonce klesnout, pokud se vysoké ceny ropy nepřelíží do růstu spotřebitelských cen a fiskální výhled do roku 2007 nenaznačí nebezpečí nadměrného růstu domácí poptávky.
16.1.	L.Niedermayer (rozhovor pro Bloomberg)	Česká koruna v posledních dvou měsících posílila a ceny i mzdy rostou pomaleji, než se čekalo. Na rozdíl od října necítím potřebu takového významného zvýšení růstové trajektorie úrokových sazeb... Připouštím i možnost, že české úrokové sazby letos zůstanou pod úrovní v Evropské měnové unii.

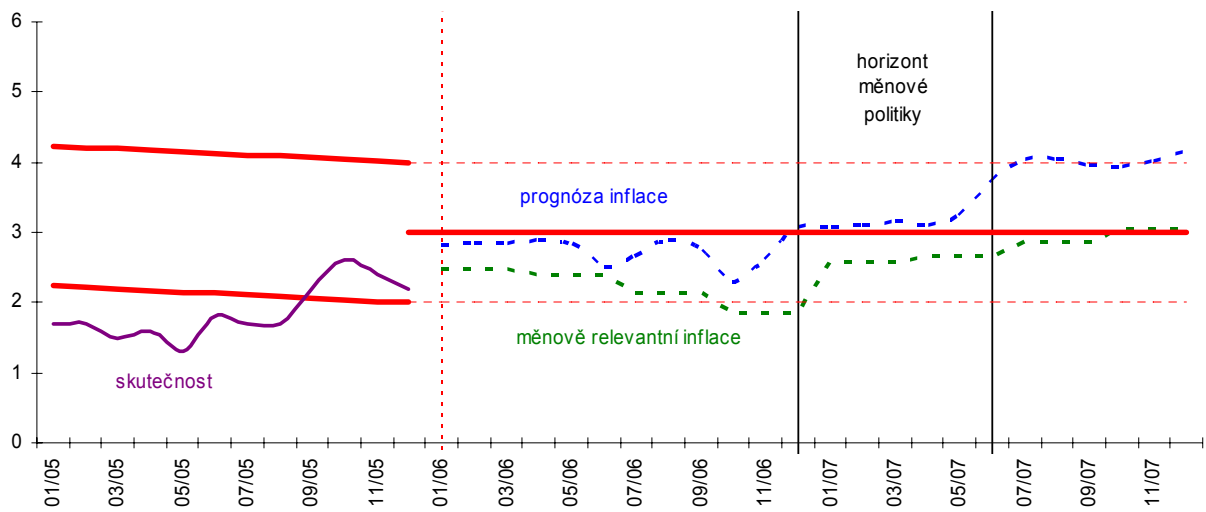
5. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje **ponechat** měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

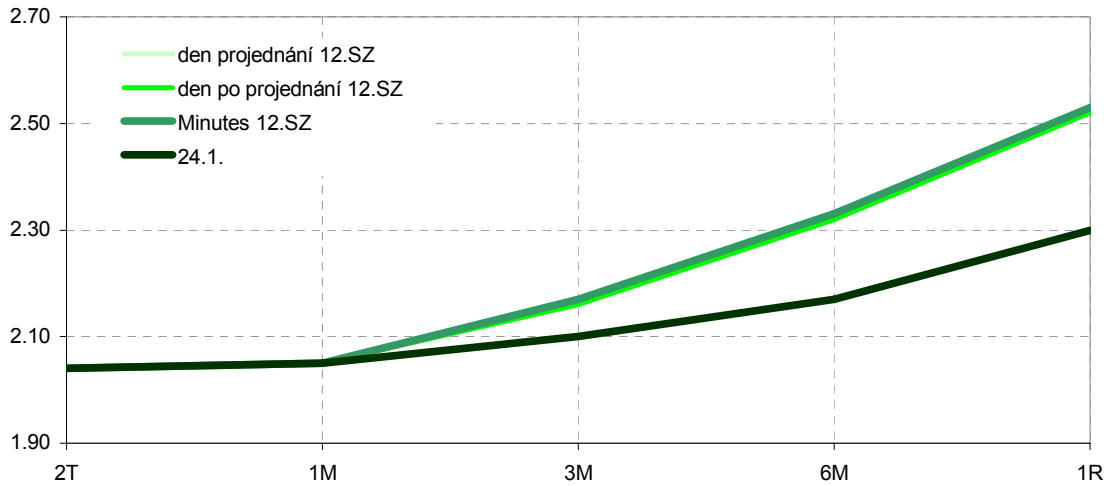
Doporučení ke komunikaci:

SMS doporučuje pokračovat v již započaté komunikaci v tom smyslu, že především vzhledem k aktuálnímu kurzovému vývoji je růst úrokových sazeb v současnosti velmi nepravděpodobný a že v závislosti na dalším vývoji situace není vyloučeno ani jejich snižování. V souladu s touto komunikací považuje SMS za vhodné formulovat komunikaci celkově tak, aby neutvrzovala finanční trhy v názoru, že nynější apreciacie je fundamentální a že kurz zůstane na aktuální úrovni zřetelně pod 29 CZK/EUR nebo že dále posílí.

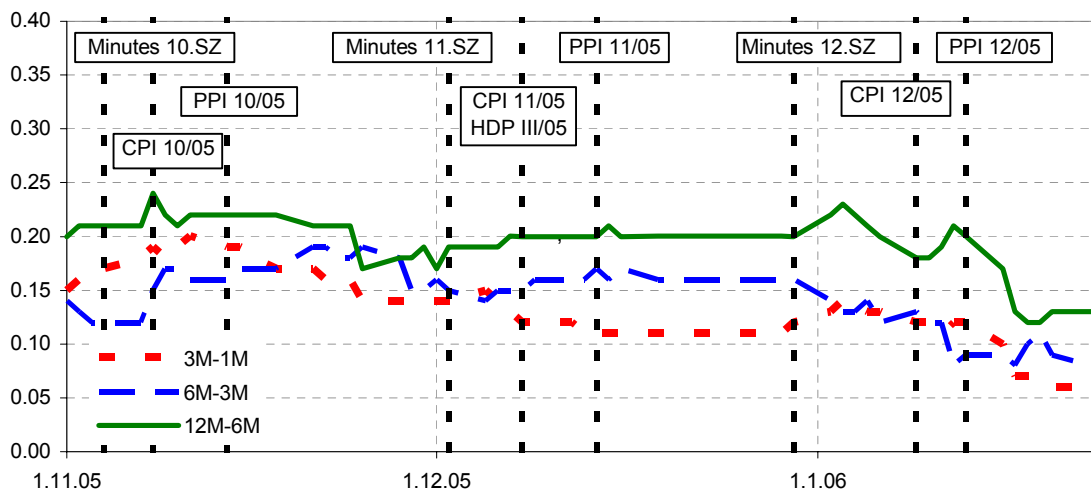
Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2006 a cílové pásmo



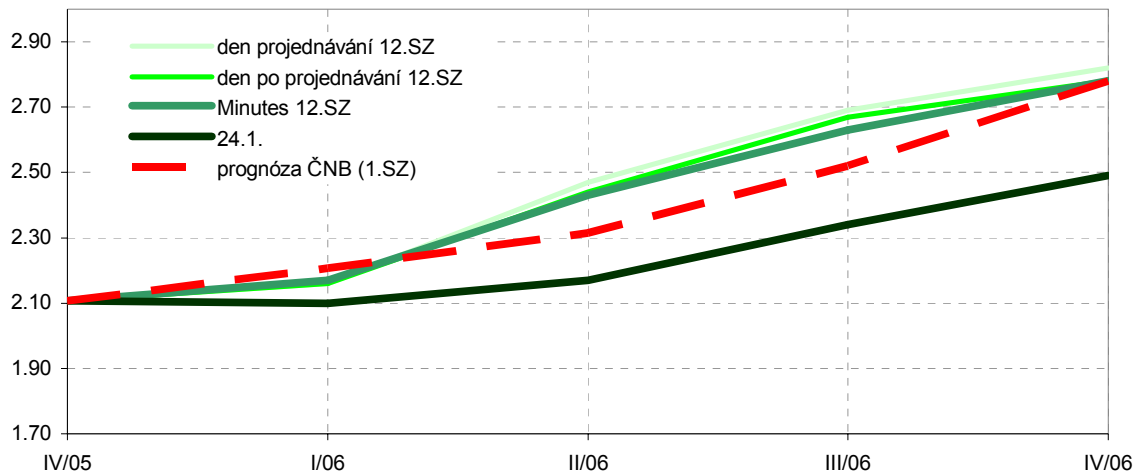
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



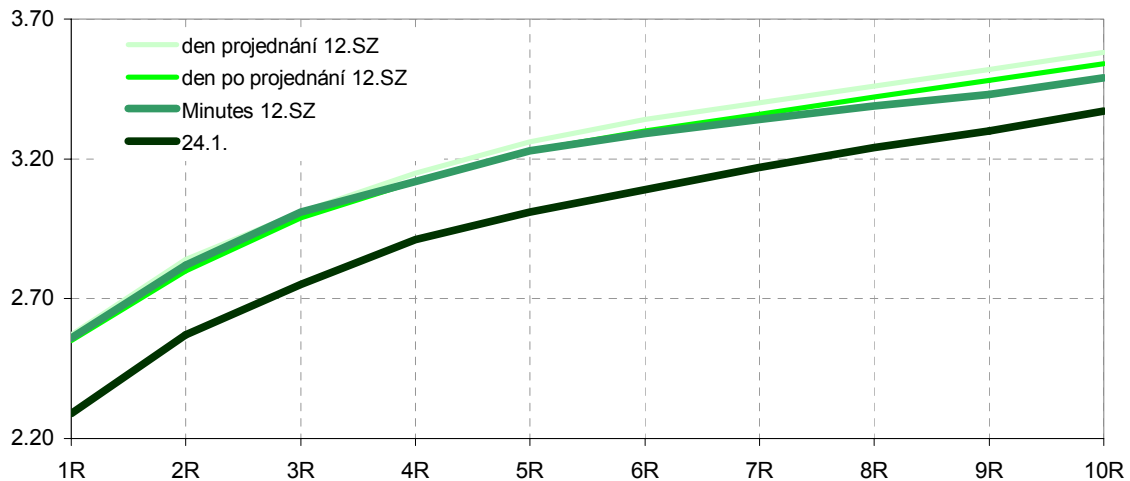
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



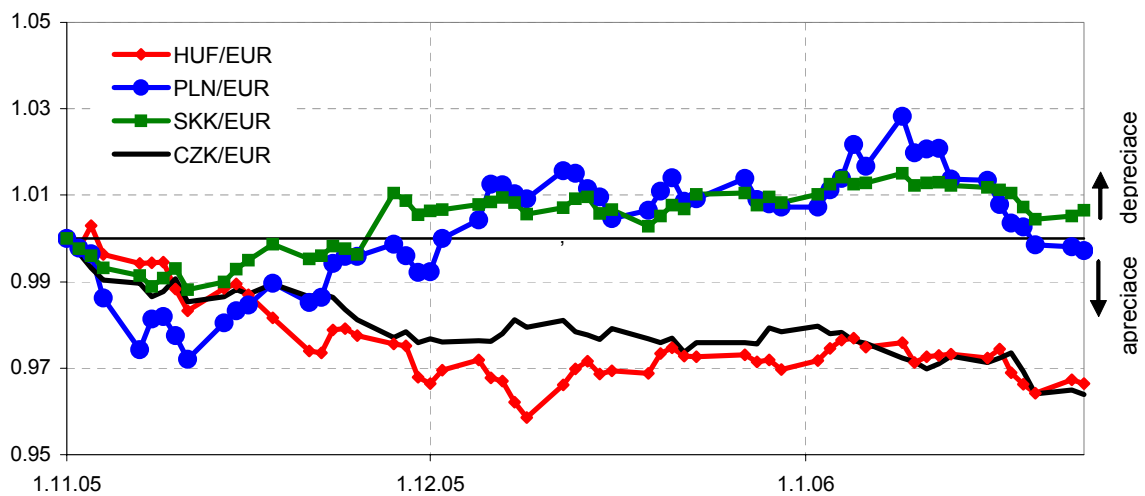
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



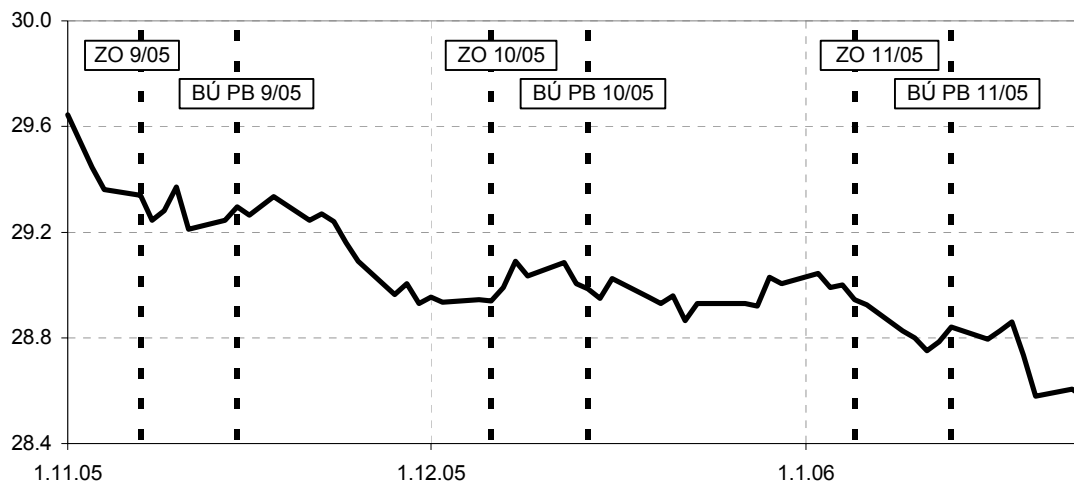
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.11. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

