Měnověpolitické doporučení pro 7. SZ 2005

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář červencové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je červencová *makroekonomická prognóza*. Tato prognóza oproti prognóze ze 4. SZ posouvá období uzavření záporné mezery výstupu o zhruba 2 čtvrtletí do budoucna (do 1Q07) a zároveň přehodnocuje mírně směrem nahoru trajektorii celkové inflace i úrokových sazeb. Podle základního scénáře bude celková inflace v HMP (3Q06 a 4Q06) zhruba o 0,4 p.b. nižší než cílová hodnota 3 %. Se základním scénářem prognózy je konzistentní průměr úrokových sazeb ve 3Q05 na úrovni zhruba 1,9 %, což znamená zachování současné úrovně sazeb. S prognózou konzistentní růst úrokových sazeb je přepokládán teprve v průběhu roku 2006.

Aktuální situační zpráva hodnotí souhrnně rizika červencové prognózy v HMP jako vyrovnaná oběma směry. Následující text shrnuje některé argumenty vedoucí k vyšším nebo nižším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní s červencovou prognózou.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

a) Existuje riziko, že **budoucí vývoj cen ropy** bude probíhat na vyšších hladinách, než předpokládá prognóza v souladu s CF06 (proti ceně 56 USD/b WTI v červnu 2005 pokles o cca 11 % do září 2005 a o cca 17% v horizontu 1 roku)**.** Alternativní scénář popsaný v SZ (ceny ropy v období 3Q05 – 2Q06 na úrovni o 30 % vyšší, než je úroveň předpokládaná v prognóze pro 3Q05) implikuje pro 3Q05 domácí úrokové sazby zhruba o 0,2 p.b. vyšší ve srovnání se základním scénářem. Tento směr rizika podpořil i posun ve výhledu CF07 oproti CF06 mírně směrem k vyšším budoucím cenám ropy (cca 2 USD/b v horizontu 1 roku) a silnějšímu dolaru (cca 3 centy v témže horizontu).

b) **Vyšší než očekávaný fiskální impulz.** Základní scénář uvažuje ve srovnání s dubnovou prognózou se snížením fiskálního impulzu v roce 2005 z 0,6 na 0,2 p.b. a v roce 2006 z 0,0 na -0,1 p.b. V rámci značné nejistoty ohledně dalšího fiskálního vývoje není vyloučeno jisté riziko směrem k větší expanzi.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

a) **Vyšší než dosud předpokládaný příspěvek administrativních vlivů do inflace** nahrává úvaze o možnosti použít výjimku a nereagovat vyššími úrokovými sazbami na jejich primární dopady. Vysoký příspěvek administrativních vlivů je však již v aktuální prognóze do značné míry zohledněn: měnová politika reaguje pouze na sekundární dopady růstu nepřímých daní. V případě regulovaných cen sice reaguje na jejich celkové dopady, příspěvek regulovaných cen se však dlouhodobě pohyboval pod normálem a nyní prognóza naznačuje pouze návrat tohoto příspěvku ke standardním hodnotám.

b) Nadále přetrvává riziko **rychlejší apreciace kurzu CZK/EUR ve srovnání s alternativním scénářem**. Relevanci tohoto rizika naznačuje skutečnost, že analytici v rámci šetření IOFT (viz dále) očekávají v ročním horizontu pohyb kurzu CZK/EUR na hladině kolem 29,30 CZK/EUR, která je oproti hodnotě základního scénáře pro 3Q06 zhruba o korunu (cca 3 %) silnější.

c) Zpracovaný měnověpolitický experiment ukázal, že případná snaha o **rychlejší dosažení inflačního cíle** (tj. inflace v HMP na úrovni 3%) by implikovala snížení sazeb v nejbližších měsících o cca 0,25 p.b.

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **červnovém zasedání** (30.6.) 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 (23.6.) vyplývalo, že pouze jeden analytik z 28 dotázaných připouštěl snížení sazeb s 60% pravděpodobností na červnovém 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 %. Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma řekl, že od posledního měnového jednání se nestaly žádné dramatické události, které by změnily pohled centrální banky na ekonomiku. Dále prohlásil, že ČNB považuje rizika pro inflační prognózu za vyrovnaná. Směrem nahoru přitom působí mírně vyšší současná inflace, výhled růstu cen ropy a posilování dolaru. Naopak rizika směrem dolů představují nízký růstový výhled v eurozóně a přehodnocení očekávání vývoje tamních sazeb. Jako riziko, které může působit oběma směry, centrální banka označuje státní rozpočet a výši jeho výdajů.

Úrokové sazby na rozhodnutí bankovní rady ČNB a následný komentář téměř nereagovaly. V dalších dnech se však začaly zvyšovat sazby se splatností od 3M v reakci na vyšší než očekávané údaje o červnové inflaci. Ke změně sentimentu přispěly také údaje o květnových maloobchodních tržbách a zveřejněné minutes ze zasedání BR (jednomyslné hlasování o ponechání sazeb, současné nastavení úrokových sazeb je konzistentní s prognózou, rizika prognózy jsou zhruba vyrovnaná). Spekulace na další snížení repo sazby již odezněly. Výnosová křivka **sazeb PRIBOR** je mírně rostoucí (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se v celém horizontu pohybuje téměř na úrovni základního scénáře prognózy.

Sazby s delší splatností se také mírně zvýšily, kromě výše zmíněných faktorů měl svůj vliv i vývoj na zahraničních trzích. Sklon výnosové křivky IRS zůstává pozitivní. Spread 5R – 1R dosahuje 0,9 p.b., spread 10R – 1R 1,4 p.b. (k 26.7.).

Současná **tržní očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z posledního šetření agentury Reuters (21.7.) vyplývá, že žádný z 23 oslovených analytiků nepředpokládá změnu základních sazeb ČNB na červencovém zasedání BR. Finanční trhy začínají započítávat možnost, že úrokové sazby se budou zvyšovat, nárůst by však měl být pozvolný. První zpřísnění měnové politiky někteří analytici očekávají na přelomu letošního roku, většina se však kloní k první polovině roku 2006.

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávají **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz posílit na 29,34 CZK/EUR, tj. o 2,8 % vzhledem k průměru za červenec 2005 do 26.7. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 3Q06 kurz na úrovni 30,3 CZK/EUR.

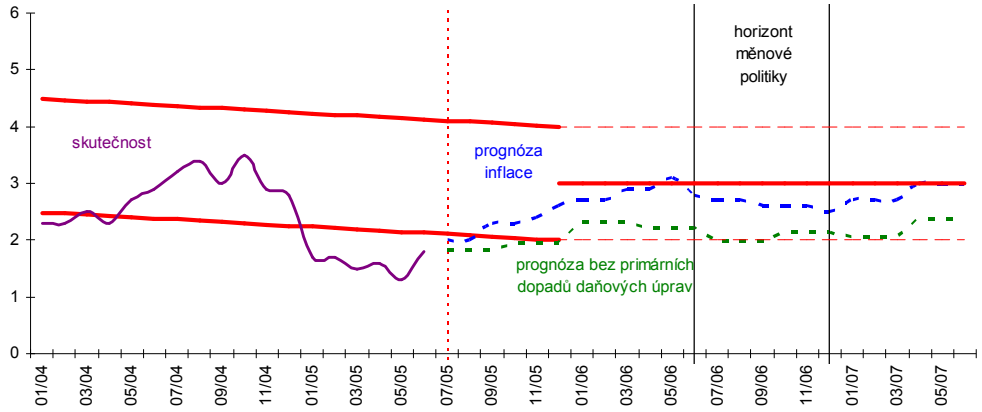
Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

Žádné citace na téma nastavení měnové politiky v nejbližším období se v médiích neobjevily.

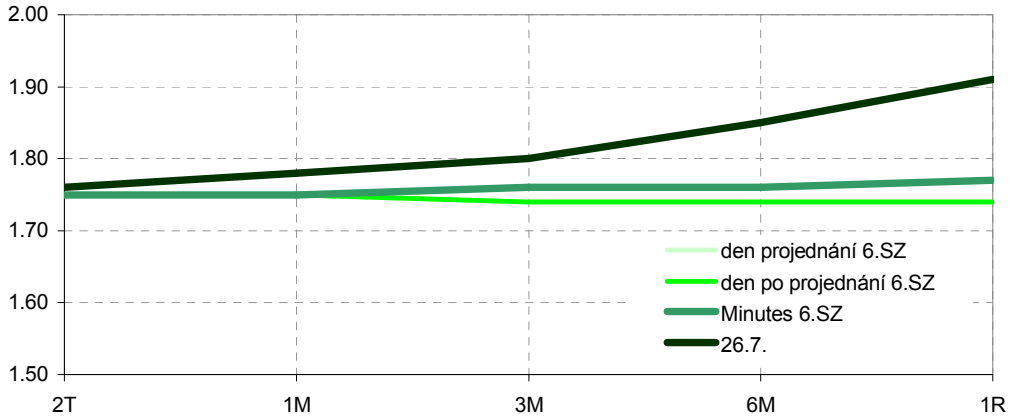
5. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

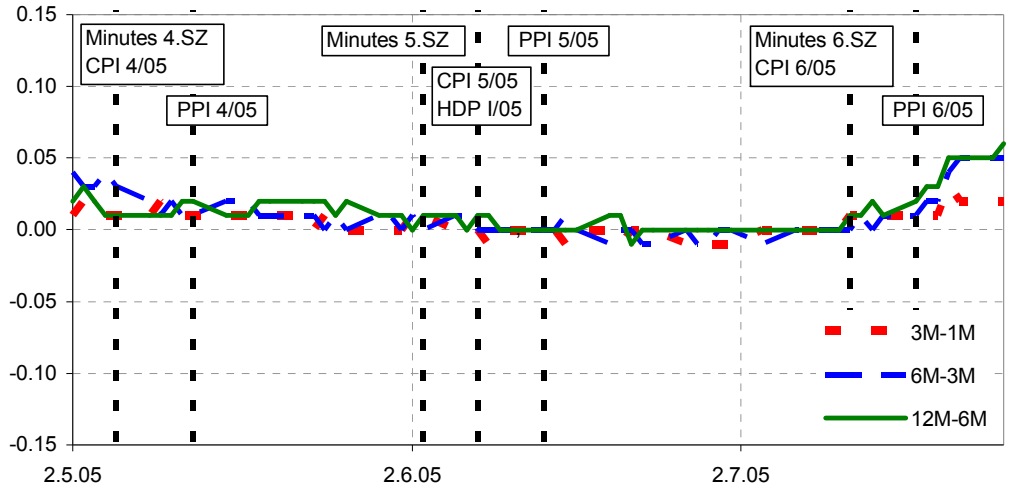
Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2005 a cílové pásmo



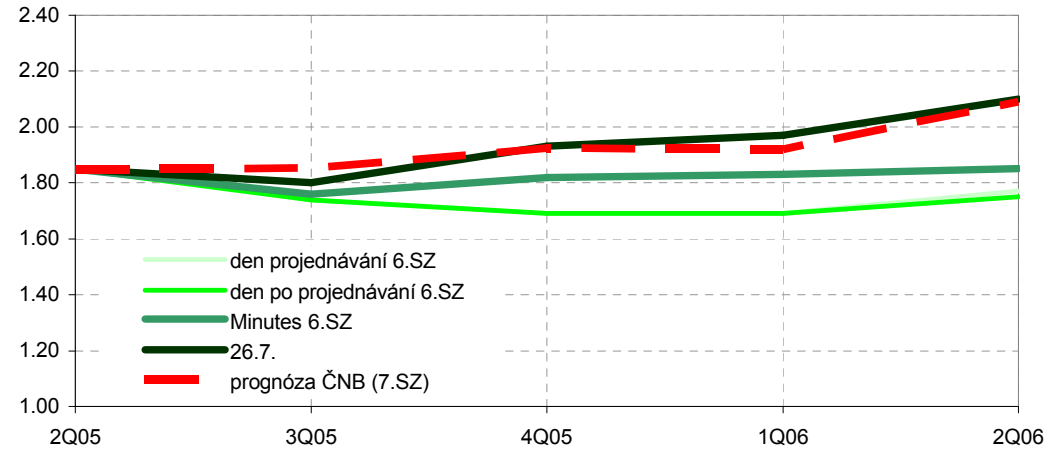
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



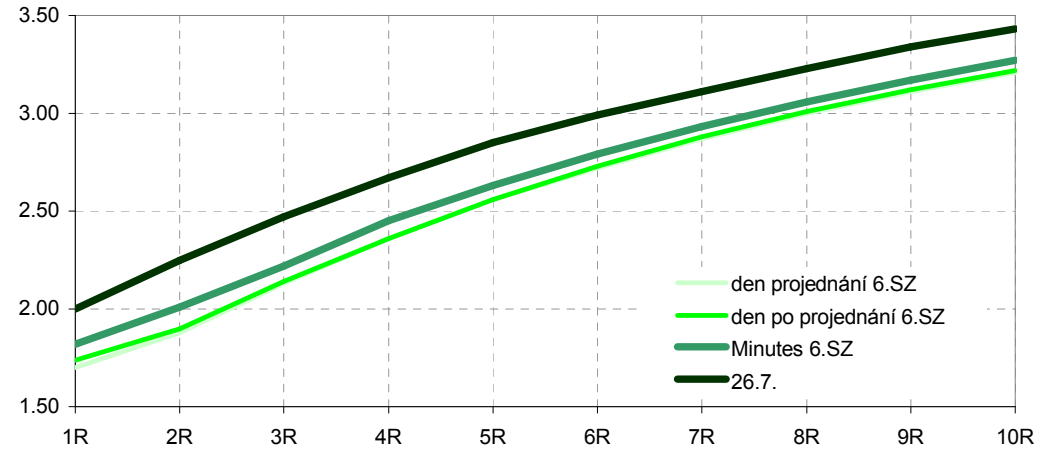
Graf 3: Úrokové spready - PRIBOR



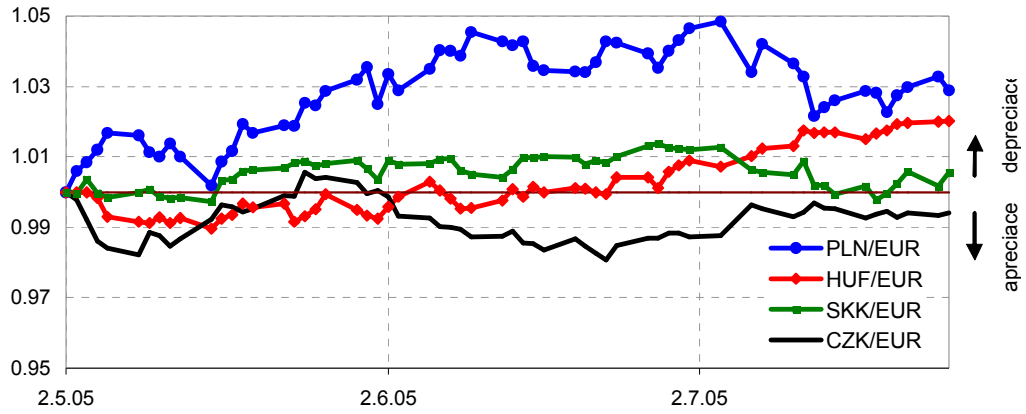
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



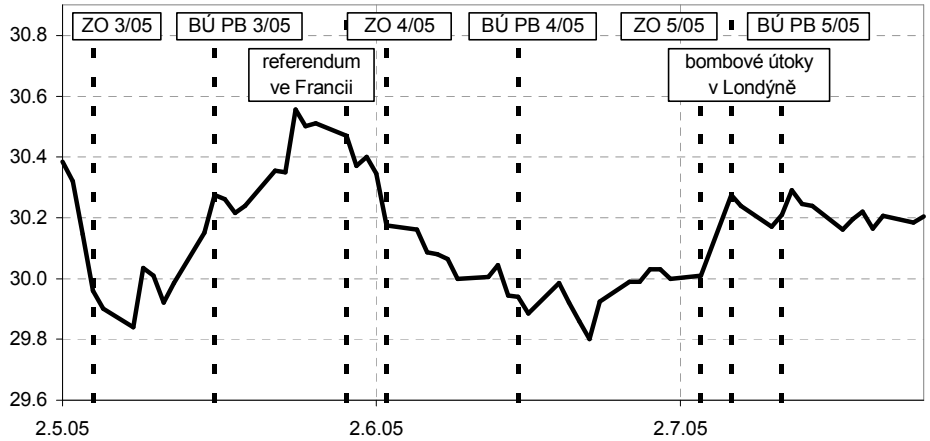
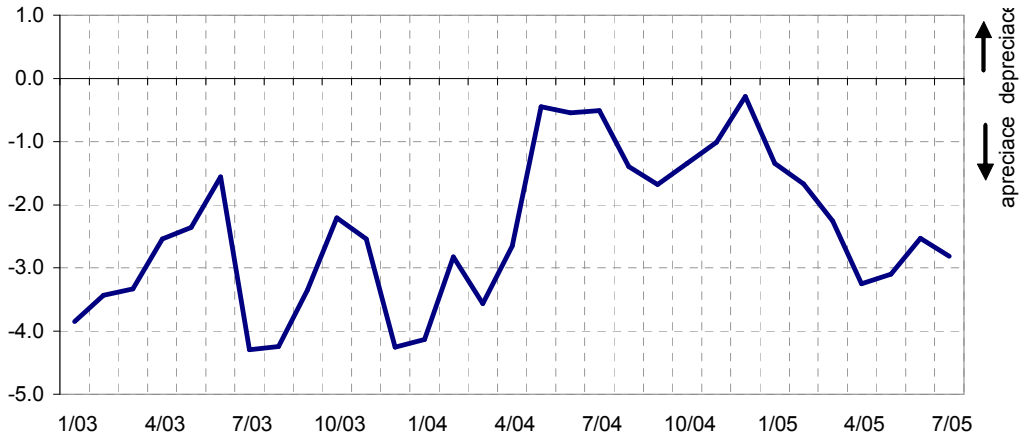
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.5. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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