

# Měnověpolitické doporučení pro 9. SZ 2005

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář červencové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování zůstává *červencová makroekonomická prognóza*. Tato prognóza předpokládá uzavření záporné mezery výstupu zhruba v 1Q07. Podle základního scénáře bude celková meziroční 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 přibližně zachování současné úrovně sazeb. Během následujících několika čtvrtletí je s prognózou konzistentní stabilita úrokových sazeb. Zhruba od poloviny roku 2006 je očekáván jejich pozvolný růst.

Aktuální situační zpráva identifikuje řadu protisměrně působících rizik, z nichž některá jsou poměrně intenzivní (ceny ropy, pohonných hmot a zemního plynu, HDP, aktuální kurz CZK/EUR). Následující text shrnuje hlavní argumenty vedoucí k vyšším nebo nižším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní s červencovou prognózou. Tyto argumenty jsou do značné míry podobné argumentům v minulém doporučení, vzrostla však jejich váha a míra nejistoty s nimi spojená.

## 2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Dále se zvyšuje riziko, že **budoucí vývoj cen ropy** bude probíhat na výrazně vyšších hladinách, než předpokládá RS07 (založený na CF06). CF09 implikuje oproti RS07 posun ceny uralské ropy pro 4Q05 o zhruba 30 % výše, pro 4Q06 o cca 20 % výše. Roste tak pravděpodobnost naplnění alternativního scénáře popsaného v 7. SZ (ceny ropy v období 3Q05 – 2Q06 na úrovni o 30 % vyšší, než je úroveň předpokládaná v prognóze pro 3Q05). Proinflační riziko červencové prognózy ze strany budoucích cen ropy je dále posilováno mírným rozdílem CF09 oproti CF06 směrem ke slabšímu kurzu EUR/USD (cca o 1%) a zejména zářijovým rychlým růstem domácích cen pohonných hmot.
- b) Od 1. října dojde na základě rozhodnutí Energetického regulačního úřadu k **výraznému zvýšení cen zemního plynu** v průměru o 17,4 % (přímý dopad do CPI je odhadován na 0,5 p.b.). Červencová prognóza počítala k tomuto datu pouze se zvýšením cen plynu o 1,5 %. Nejvýrazněji by se měl tento nárůst v inflaci projevit skrze své primární dopady v období prvních 12 měsíců (tj. 4Q05-3Q06), které zasahuje do HMP v jeho první části. Velikost a směr sekundárních dopadů jsou nejasné, neboť proti proinflačnímu vlivu vyšších výrobních nákladů na nabídkové straně ekonomiky může působit protiinflační důchodový efekt na straně poptávky.
- c) Za 2Q05 byl vykázán **meziroční růst HDP** o 5,1%, což je téměř o 1 p. b. více, než uvažovala prognóza. Zároveň ČSÚ zvýšil odhad růstu HDP za první čtvrtletí roku. Mechanické vnímání těchto informací by vedlo k obavám z urychleného uzavření výstupové mezery a k potřebě vyšších než prognózovaných úrokových sazeb. Bližší pohled (vývoj jednotlivých komponent tvorby HDP a vývoj koincidenčních a

předstihových ukazatelů na trhu práce a v oblasti domácí poptávky) však nabádá u interpretace zmíněných informací o vývoji HDP k opatrnosti. Teprve podrobné analýzy v rámci přípravy prognózy pro 10. SZ ukážou, jak bude vyšší než předpokládaný růst rozložen do přehodnocení potenciálního výstupu a do změny trajektorie mezery výstupu.

### 3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Nadále přetrvává riziko **rychlejší apreciacie 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 pohyb kurzu CZK/EUR na hladině kolem 29,00 CZK/EUR, která je oproti hodnotě základního scénáře pro 3Q06 o více než korunu (cca 4 %) silnější. Na tuto hodnotu se kurz krátkodobě dostal již na počátku září a dosavadní průměr za září (do 27. 9.) je 29,28 CZK/EUR. Nicméně u průměru kurzu za celý dosavadní průběh 3Q05 (29,69 CZK/EUR) je odchylka od předpokladu prognózy (30,00 CZK/EUR pro 3Q05) zatím výrazně menší.
- b) Meziroční **inlace v srpnu** byla (stejně jako v červenci) ve srovnání s prognózou nižší o 0,3 p.b. navzdory výrazně rychlejšímu růstu cen pohonných hmot (8,3 % versus 5,6 % v prognóze). Největší záporná odchylka vzhledem k prognóze byla u korigované inflace bez pohonných hmot a u primárních dopadů změn nepřímých daní. V Grafu rizik inflační prognózy se na ose inflace v HMP tato odchylka zhruba kompenzuje s efektem posunu dopadů změn nepřímých daní do příštích měsíců. Naproti tomu na ose úrokových sazeb (které v prognóze na primární efekty změn nepřímých daní nereagují) je dopad odchylky aktuální inflace od prognózy zřetelný: nižší korigovaná inflace bez PH vede k nižším úrokovým sazbám.

### 4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **srpnovém zasedání** (25. 8.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na úrovni ve výši 1,75 %. Uvedené rozhodnutí bylo v souladu s očekáváním analytiků. Z posledního šetření agentury Reuters (22. 8.) vyplývalo, že žádný z 24 oslovených analytiků nepředpokládal změnu základních sazeb ČNB na srpnovém zasedání BR. Na finančním trhu panuje shoda, že příští úprava základních sazeb ČNB bude směrem nahoru. První zpřísnění měnové politiky někteří analytici očekávají na přelomu letošního a příštího roku, většina se však kloní až k první polovině roku 2006.

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma označil rizika pro inflační prognózu za nevýrazná a navzájem se kompenzující. Za významnější nejistotu označil vysoký růst cen ropy. Dále bylo řečeno, že s velkou pravděpodobností zpomaluje investiční poptávka firem a domácností. Tu však částečně může nahradit vyšší investiční dynamika veřejného sektoru. Mezi diskutovaná rizika patřil i růst cen zemního plynu. Guvernér dále prohlásil, že ČNB nevidí dramatický potenciál pro další výrazné posilování koruny. „V minulosti se trh hodně soustředil na vývoj běžného účtu a já mám za to, že je třeba se dívat na celou platební bilanci. Z tohoto pohledu bych řekl, že tam není prostor pro další výrazné posilování ve střednědobém období.“

Úrokové sazby na rozhodnutí bankovní rady ČNB a následný komentář téměř nereagovaly. V závěru druhé dekády září sazby v delších splatnostech mírně vzrostly (k 26.9. o 0,01 p.b. pro 3M, o 0,2 p.b. pro 6M a o 0,07 p.b. pro 12M). **Výnosová křivka** peněžního trhu má velmi mírně pozitivní sklon (viz Graf 2). Sazby 3M PRIBOR se v dosavadním průběhu 3.Q 2005 pohybovaly nepatrně pod úrovní předpokládanou základním scénářem prognózy.

Sazby s delší splatností se po zveřejnění „minutes“ mírně snížily, ale v dalších dnech se opět přiblížily původní úrovni. Sklon výnosové křivky IRS se nemění. Spread 5R – 1R dosahuje

0,8 p.b., spread 10R – 1R činí 1,3 p.b. (k 26.9.).

Současná **tržní očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z posledního šetření agentury Reuters (21.9.) vyplývá, že žádný z 24 oslovených analytiků, kteří zaslali své odpovědi, nepředpokládá změnu základních sazeb ČNB na zářijovém zasedání BR. Finanční trhy nadále počítají s pozvolným růstem úrokových sazeb (jejich růst v ročním horizontu: cca čtvrtina analytiků o 0,25 p.b., více než polovina o 0,5 p.b., osmina o 0,75 p.b.), který by měl začít nejdříve v 1Q06 (zhruba šestina již v 1. čtvrtletí 2006, polovina až v 2.čtvrtletí a cca třetina analytiků až ve 3.čtvrtletí). Jeden analytik neočekává změnu úrokových sazeb ani v tomto měsíci, ani v jednoročním horizontu.

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávají **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz posílit na 29,0 CZK/EUR, tj. o 1,0 % vzhledem k průměru za září 2005 do 27.9. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 3Q06 kurz na úrovni 30,2 CZK/EUR.

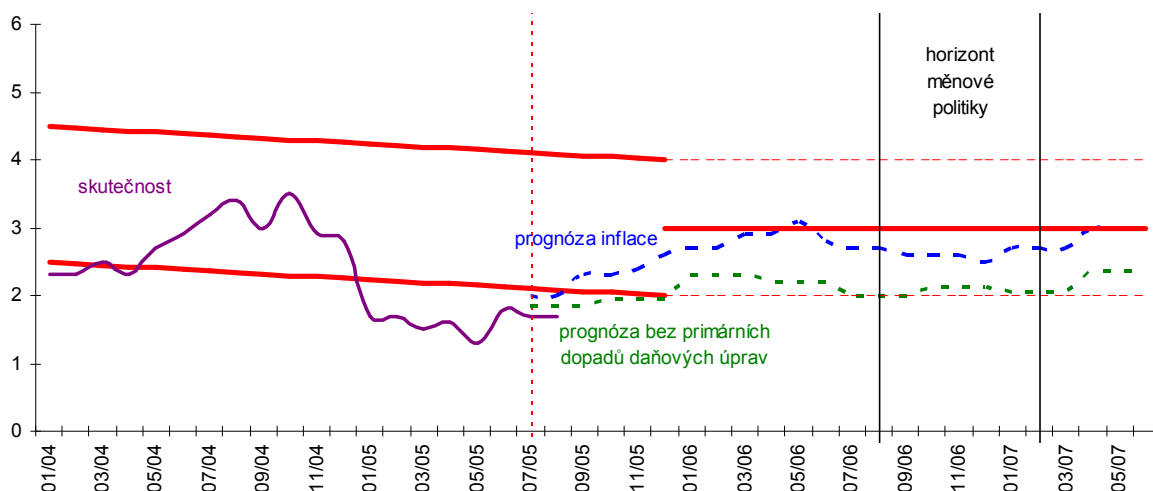
**Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích**

19.9.	M.Erbenová (rozhovor pro Reuters)	Rychlý růst ekonomiky okolo 4 až 5 procent dříve nebo později probudí poptávkové inflační tlaky a centrální banka bude muset zareagovat... V tuto chvíli poptávkové inflační tlaky nejsou na pořadu dne.
-------	--------------------------------------	--

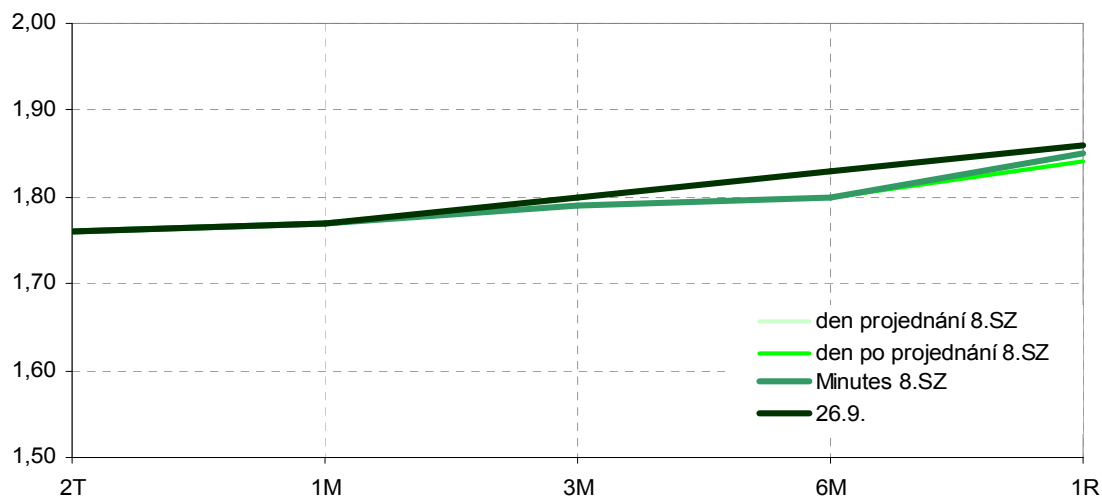
## **5. Měnověpolitické doporučení SMS**

SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

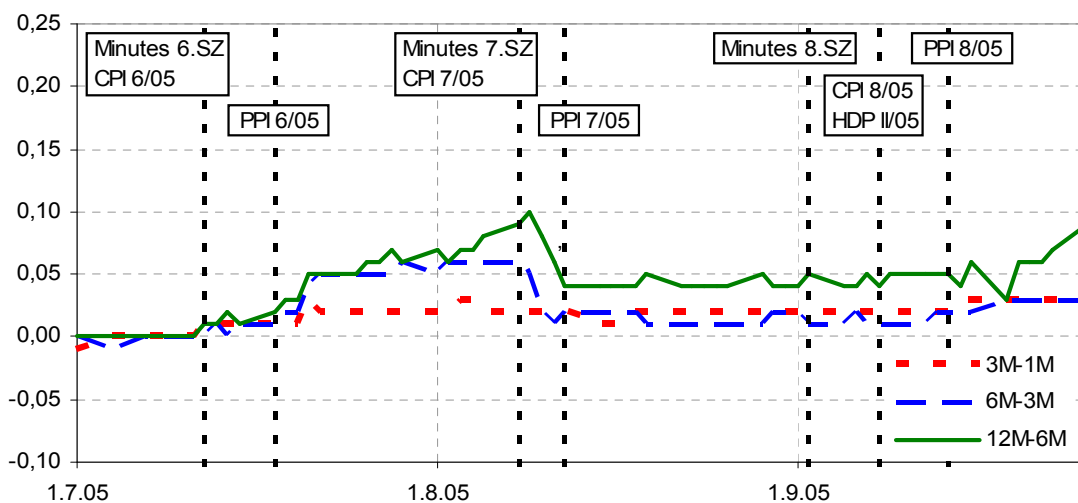
**Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2005 a cílové pásmo**



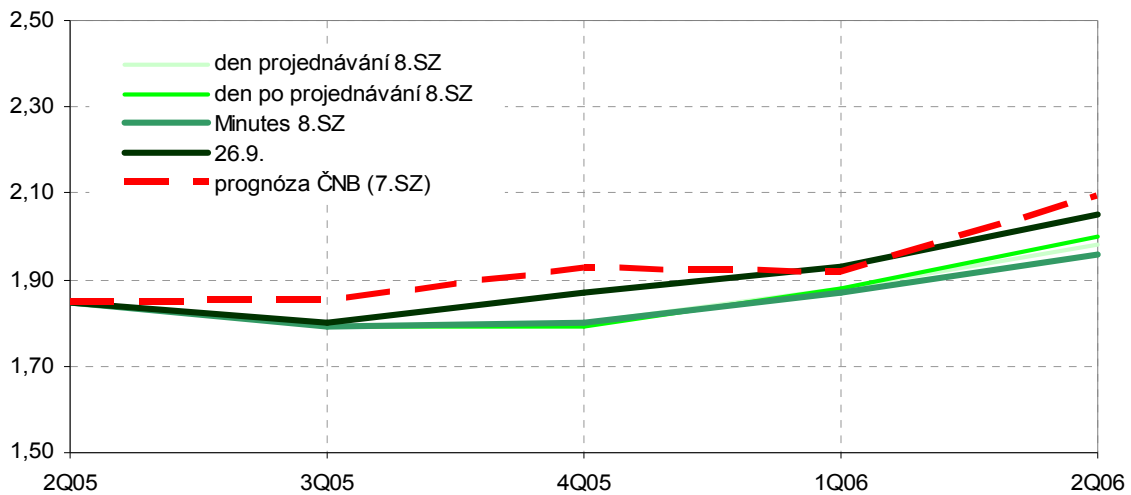
**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**



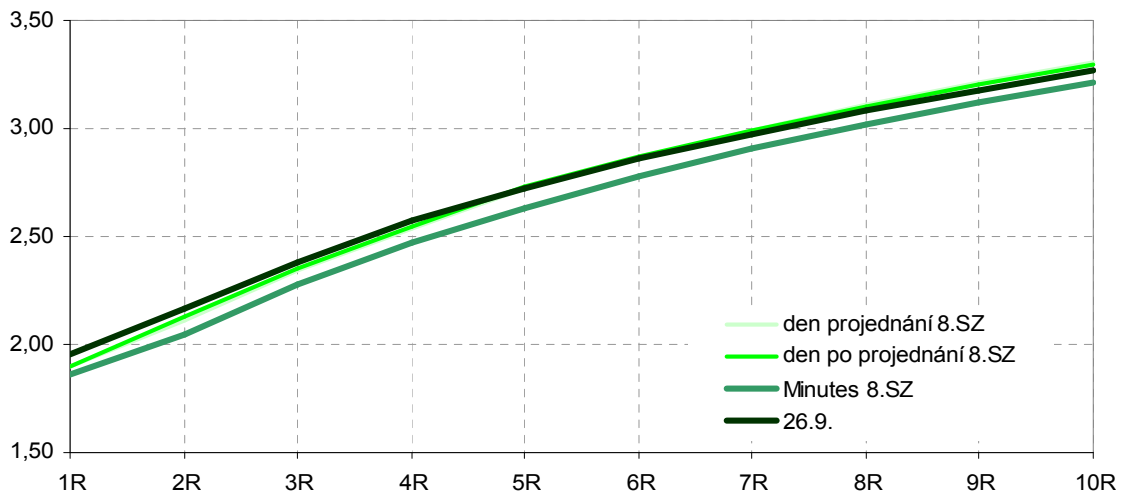
**Graf 3: Úrokové spready - PRIBOR**



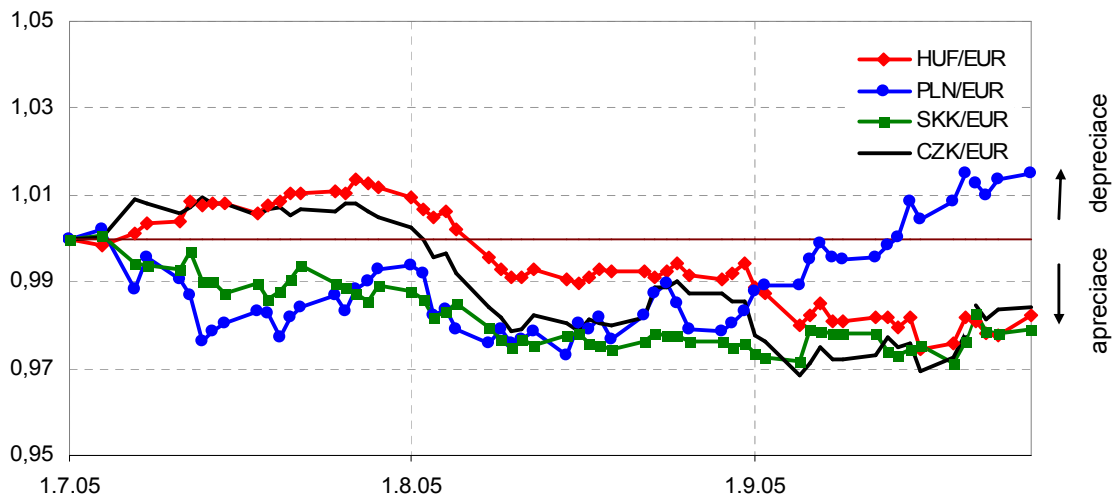
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



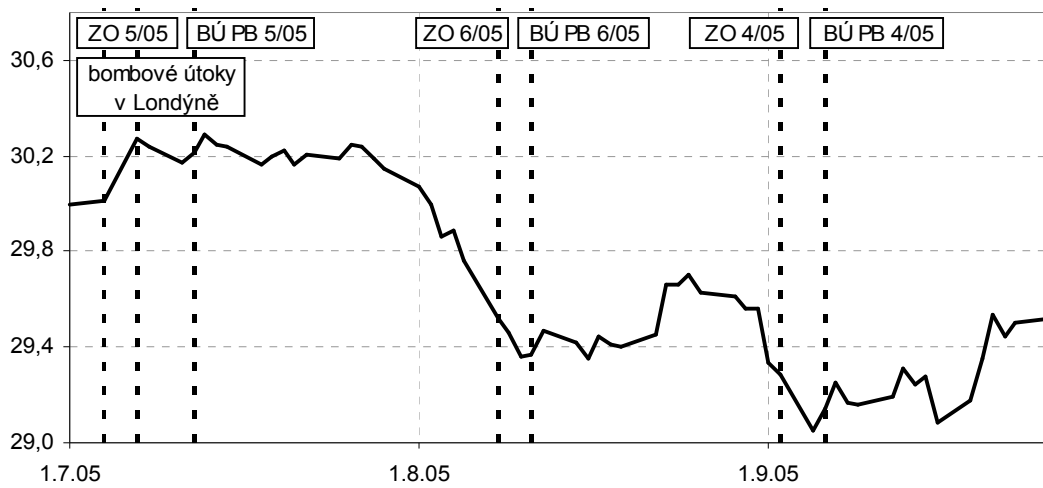
**Graf 5: IRS**



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



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

