Měnověpolitické doporučení pro 10. SZ 2005

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář říjnové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je říjnová *makroekonomická prognóza*. Ve srovnání s prognózou ze 7. SZ je dále odsunuto období uzavření záporné mezery výstupu až za horizont roku 2007. Výrazně směrem nahoru je přehodnocena trajektorie celkové inflace i úrokových sazeb. Podle základního scénáře bude celková inflace v HMP (4Q06 až 1Q07) mírně vyšší (o 0,1 až 0,2 p.b) než cílová hodnota 3 %. Se základním scénářem prognózy je konzistentní průměr úrokových sazeb ve 4Q05 na úrovni zhruba 2,1 %, což znamená mírné zvýšení ve srovnání se současnou úrovní sazeb. S prognózou konzistentní růst úrokových sazeb by měl pokračovat nepřetržitě po celém horizontu prognózy.

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

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

a) Nadále existuje riziko, že **budoucí vývoj cen ropy** bude probíhat na vyšších hladinách, než předpokládá základní scénář prognózy vycházející z CF09 (proti průměrné ceně 63 USD/b WTI v 3Q05 postupný pokles v průběhu roku 2006 až na 57 USD/b; v CF10 se tento výhled nezměnil). Směrem k vyšším sazbám působí také nejistota u předpokladu základního scénáře, že predikovaný rozsah růstu cen pohonných hmot, regulovaných cen a změn nepřímých daní je tentokrát nestandardně vysoký. Z tohoto důvodu **základní scénář předpokládá, že sekundární dopady těchto šoků budou zhruba poloviční oproti standardnímu průsaku** typickému pro menší šoky. SZ popisuje alternativní scénář ve smyslu krajní varianty, v níž se naplňují obě uvedená proinflační rizika prognózy (cena ropy v celém období predikce na konstantní úrovni 75 USD/b; standardní plné sekundární dopady šoků). Tento scénář implikuje pro 4Q05 domácí úrokové sazby zhruba o 0,4 p.b. vyšší ve srovnání se základním scénářem.

b) Vzhledem k nedostatečné empirii ohledně podobně výrazných změn cen je základní scénář prognózy zatížen vyšší než obvyklou nejistotou. Pro srovnání byl tedy proveden **měnověpolitický experiment využívající Taylorovo pravidlo**, tj. experiment, v němž měnová politika rezignuje na práci s prognózou a řídí se „aktuálními daty“: *nynější* odchylkou inflace (očištěné o primární dopady změn nepřímých daní) od cíle a *nynějším* odhadem mezery výstupu. Experiment vede k rychlému růstu sazeb až na úrovně (pro 1H06) více než 1 p.b. nad základním scénářem a poté (pro 1H07) naopak k úrovním více než 1 p.b. pod základním scénářem.

c) V období od rozhodnutí o podobě referenčních scénářů pro 10. SZ prognózy nastal **posun směrem nahoru u výhledu implikovaných sazeb Euribor** (v průměru o cca 0,3 p.b.). Posun směrem nahoru v menším rozsahu (0,1 p.b.) nastal u trajektorie budoucích sazeb Euribor také v CF10 oproti CF09.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

a) Nadále přetrvává riziko **rychlejší apreciace 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 28,80 CZK/EUR, která je oproti hodnotě základního scénáře pro 4Q06 zhruba o korunu (cca 3 %) silnější. Riziko apreciace kurzu CZK/EUR bude posíleno také tehdy, jestliže se nenaplní předpoklady základního scénáře o růstu úrokových sazeb v eurozóně (CF10 však zaznamenal oproti CF09 posun výhledu těchto sazeb naopak směrem nahoru). Ze standardní citlivostní analýzy popsané v SZ vyplývá, že posílení kurzu na tuto úroveň již ve 4Q05 (při úrokových sazbách ve 4Q05 podle základního scénáře) by implikovalo následné zřetelné snižování úrokových sazeb a inflaci v HMP zhruba o 0,9 p.b. nižší. Dosavadní vývoj kurzu během října (téměř přesně na prognóze CZK/EUR 29,70 pro 4Q05) úvahám o silnějším kurzu zatím podporu neskýtá.

b) Prognóza je zatížena **rizikem mírně otevřenější než předpokládané současné mezery výstupu**. Prvním zdrojem tohoto rizika je aktuální vývoj SR, na jehož základě roste pravděpodobnost, že fiskální politika v roce 2005 by mohla být oproti prognóze restriktivnější (alternativní scénář popsaný v SZ předpokládá fiskální impuls -0,47%, což je o 0,35 p.b. méně než v základním scénáři). Druhým zdrojem rizika otevřenější mezery výstupu je možnost revize dat o růstu HDP ve 2. čtvrtletí 2005 směrem dolů.

c) **Prognózovaný vyšší než dosud předpokládaný příspěvek nákladových vlivů do inflace** nahrává úvaze o možnosti použít výjimku a nereagovat vyššími úrokovými sazbami na jejich primární dopady. S výjimkou zvýšení cen elektřiny od ledna 2006 však primární dopady těchto vlivů nezasahují do HMP, takže trajektorii úrokových sazeb neovlivňují. Měnověpolitický experiment, v němž měnová politika výjimkuje zvýšení cen elektřiny od 1. ledna 2006, naznačuje mírný odklad zvyšování úrokových sazeb do 1Q06.

d) Pro stabilitu sazeb svědčí některé **„taktické“ a komunikační argumenty**. Odpovědi dotázaných analytiků i aktuální hodnoty 3M PRIBORu (viz část 4) naznačují, že zvýšení úrokových sazeb by v tuto chvíli bylo pro trhy do určité míry překvapením, i když vývoj sazeb 3M PRIBOR a některé výroky analytiků v posledních dnech nevylučují zvýšení sazeb ještě letos. Proti zvýšení sazeb lze argumentovat také úvahou, že by samo o sobě mohlo podpořit očekávání dramatického cenového vývoje. Tato úvaha by vedla k neměnnosti úrokových sazeb a spíše ke komunikaci v tom smyslu, že ČNB bude bedlivě sledovat situaci (kolektivní vyjednávání apod.) a bude adekvátně reagovat v případě, že zachytí jakékoli náznaky sekundárních efektů prognózovaných cenových šoků. Měnověpolitický experiment simulující zachování stávajících úrokových sazeb ve 4Q05 na nynější úrovni signalizuje, že riziko z prodlení je poměrně malé: inflace i úrokové sazby se od hodnot v základním scénáři odchylují po řadu následujících čtvrtletí jen v rozsahu kolem 0,1 p.b. (vzhledem k předpokladu vyhlazování se úrokové sazby dostanou na vyšší úroveň než v základním scénáři až od 3Q06).

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **zářijovém zasedání** (29.9.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni ve výši 1,75 %. Uvedené rozhodnutí bylo v souladu s očekáváním analytiků. Z posledního šetření agentury Reuters (21.9.) vyplývalo, že žádný z 24 oslovených analytiků nepředpokládal změnu základních sazeb ČNB na zářijovém zasedání BR. V delším horizontu však finanční trhy počítají s pozvolným růstem úrokových sazeb, který by měl začít nejdříve v 1Q06.

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma označil rizika pro inflační prognózu za víceméně vyrovnaná. Dále uvedl, že ve středním období by úrokové sazby mohly vzrůst kvůli vysokým cenám ropy. Právě drahá ropa, ceny plynu a energií představují podle guvernéra rizika pro inflační prognózu směrem nahoru. Opačným směrem pak působí silnější kurz koruny. Silná koruna zpřísňuje měnové podmínky, naopak úroková složka prognózy je lehce uvolněná.

Úrokové sazby na rozhodnutí bankovní rady ČNB a následný komentář bezprostředně nereagovaly. Úrokové sazby vzrostly až ve druhé říjnové dekádě po vyjádření guvernéra ČNB Z. Tůmy („Úrokové sazby v České republice by mohly vzrůst výrazně dříve, než se Česká národní banka původně domnívala. K růstu sazeb by mohly vést vyšší ceny ropy"). I přes následná vyjádření dalších členů bankovní rady ČNB, která vyzněla spíše ve směru pozdějšího zvýšení sazeb, došlo od počátku října k nárůstu sazeb o 0,1 – 0,3 p.b. podle jednotlivých splatností. **Výnosová křivka** peněžního trhu má pozitivní sklon (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se v celém horizontu pohybuje pod úrovní základního scénáře prognózy.

Sazby s delší splatností se také postupně zvyšují. Kromě očekávaného blížícího se zpřísnění měnové politiky ze strany ČNB jsou ovlivňovány i vývojem na zahraničních trzích. Sklon výnosové křivky IRS zůstává pozitivní. Spread 5R – 1R dosahuje 0,8 p.b., spread 10R – 1R 1,3 p.b. (k 25.10.).

Současná **tržní očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z posledního šetření agentury Reuters (20.10.) vyplývá, že žádný z 18 oslovených analytiků nepředpokládá změnu základních sazeb ČNB na říjnovém zasedání BR. Téměř všichni (kromě jednoho, který v ročním horizontu nečeká žádnou změnu) očekávají úpravu základních sazeb ČNB během první poloviny roku 2006. První zpřísnění měnové politiky někteří analytici očekávají již na počátku příštího roku. Vývoj sazeb 3M PRIBOR a některé výroky analytiků v posledních dnech však nevylučují zvýšení sazeb ještě letos.

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávají **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz posílit na 28,8 CZK/EUR, tj. o 2,9 % vzhledem k průměru za říjen 2005 do 25.10. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 4Q06 kurz na úrovni 29,7 CZK/EUR.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

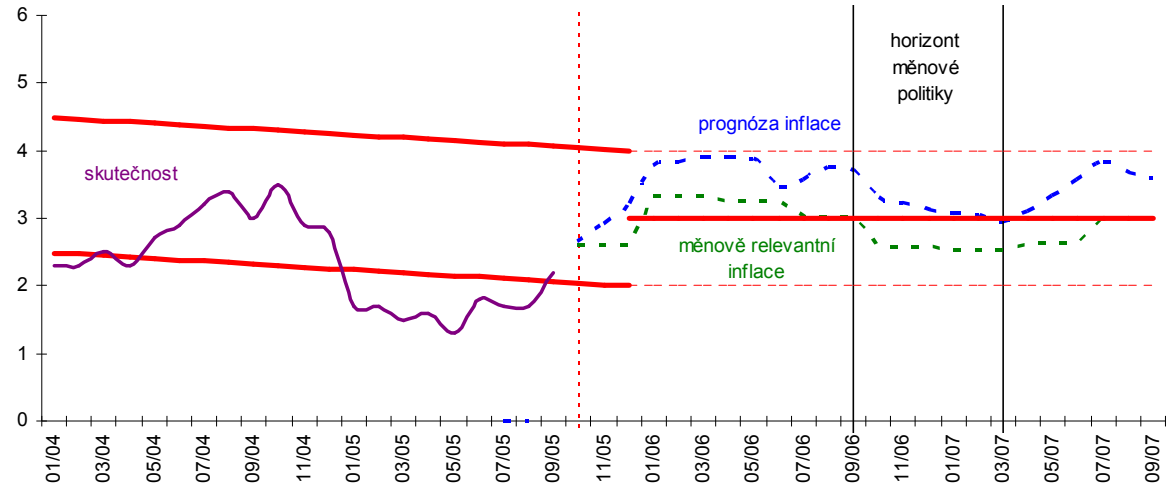
10.10.	Z.Tůma (komentář na ekonomickém fóru v Bratislavě)	Zvýšení úrokových sazeb může přijít mnohem dříve, než trh očekává. Mohu si dobře představit, že eventuální zvýšení úroků nebude tak vzdálené, jak jsme původně předpokládali. My nejsme žádným ostrůvkem izolovaným ve světě. Ropa nás nemůže minout.
12.10.	J.Frait (rozhovor pro Reuters)	Česká národní banka by se měla vyvarovat ukvapené reakce na vysoké ceny ropy a zachovat zdrženlivost v úvahách o zvyšování úrokových sazeb. Důvod pro růst sazeb tu určitý je, ale neviděl bych to jako optimální reakci. Osobně vidím další protiargumenty, a ty by mě spíše vedly k tomu, že bych upřednostňoval opatrnou nebo nějakou vyčkávací reakci.
12.10.	M.Singer (rozhovor pro BBC)	Prognóza samozřejmě v tuto chvíli vzniká, takže se k ní špatně vyjadřuje, nicméně bude v sobě zahrnovat, nebo pokusí se zhodnotit dvě asi základní změny- vyšší čísla hospodářského růstu a současně to, že ... cena energie, kterou teď vidíme, může být s námi na delší dobu
13.10.	M.Erbenová (rozhovor pro Dow Jones)	The September inflation rise, fueled by steep oil prices, doesn't warrant any immediate change in the bank's interest rate policy. I think we have to suppress any feelings of surprise to avoid rushing into action. We won't avoid any inflation impact (due to high oil prices), but when it is going to happen we can't say clearly now… I simply want to say that it is important to look at both any immediate impact of the inflation shock and its effects on economic growth, namely among our trading partners
16.10.	Z.Tůma (rozhovor pro Reuters)	Rizika profiltrování cenových šoků plynoucích z dražší energie do dalších oblastí ekonomiky jsou nyní lehce vyšší, než jsem se domníval před jedním či dvěma měsíci

5. Měnověpolitické doporučení SMS

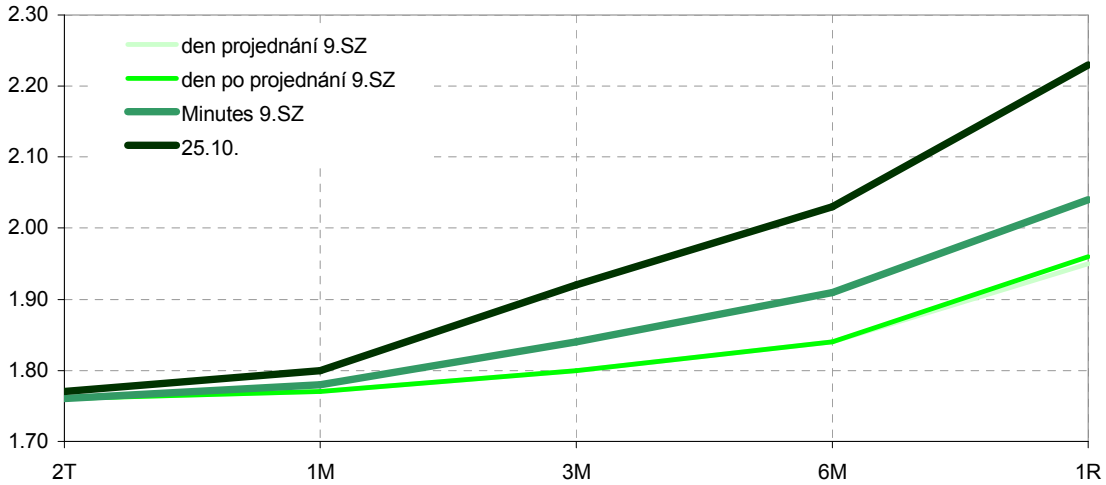
SMS doporučuje **zvýšit měnověpolitické úrokové sazby o 0,25 procentního bodu**.

K omezení sekundárních dopadů růstu cen pohonných hmot a administrativních změn cen může **měnověpolitická komunikace** přispět zdůrazněním, že tyto faktory sice vedou k jistému zvyšování sazeb, ale že jde spíše o návrat sazeb na dlouhodobě standardní úroveň a že ČNB předpokládá pouze omezené a přechodné promítání uvedených faktorů do inflace. V delším období by tyto faktory měly odeznít a inflace se bude poté v blízkosti inflačního cíle držet spíše díky návratu ekonomiky k jejímu potenciálu. SMS považuje za vhodné ve vnější komunikaci zdůrazňovat, že ČNB bude intenzivně sledovat vývoj v ekonomice a v případě prvních známek narůstání sekundárních efektů cenových šoků bude adekvátně reagovat.

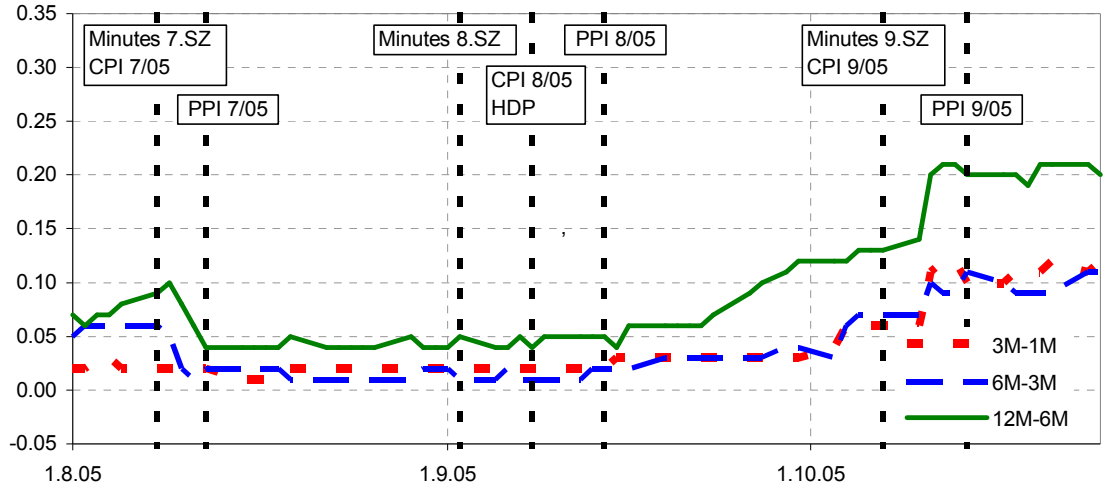
Graf 1: Prognóza inflace z 10. SZ 2005 a cílové pásmo



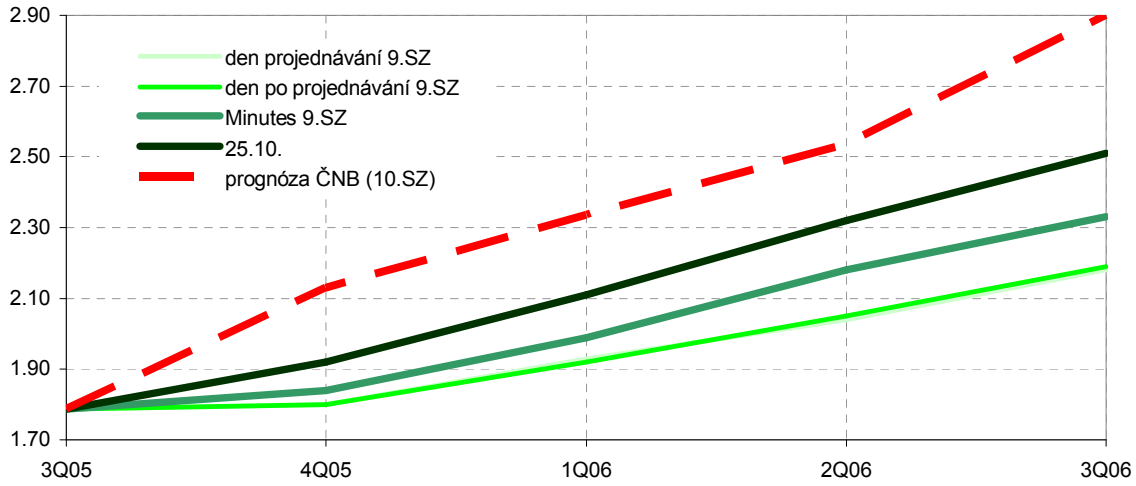
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



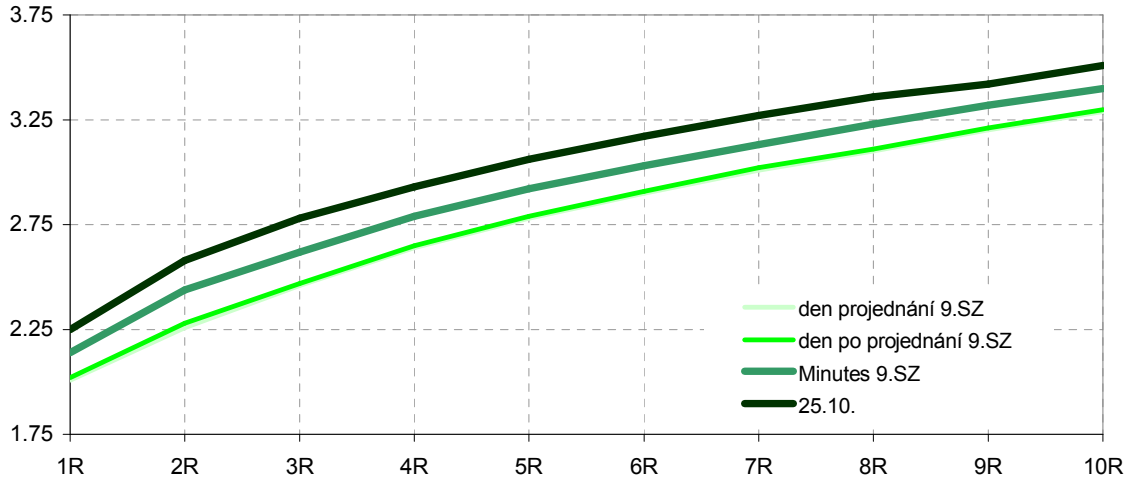
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



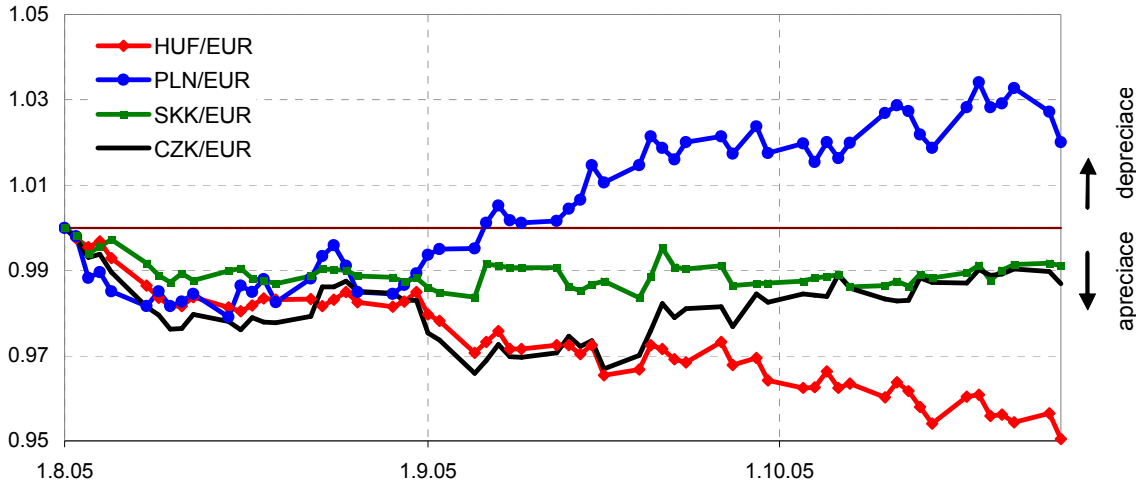
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



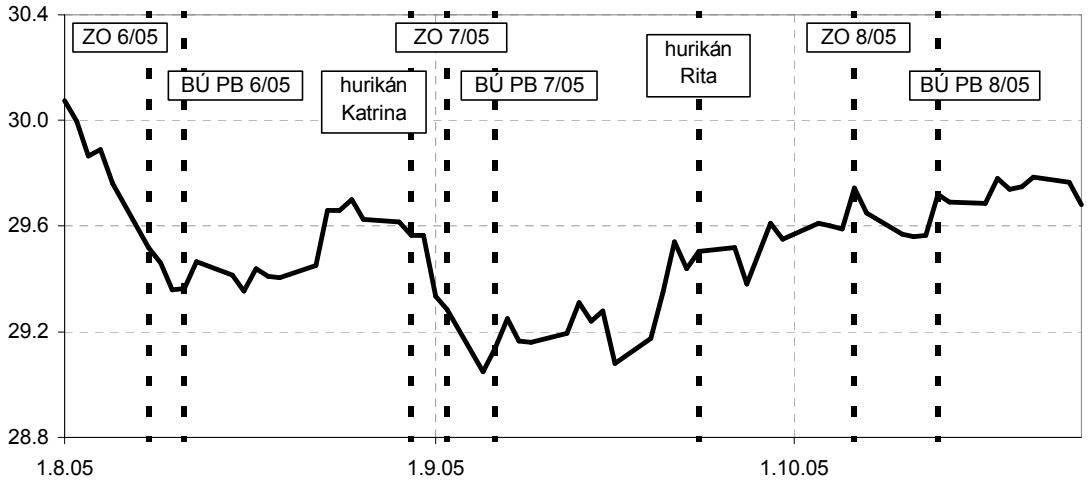
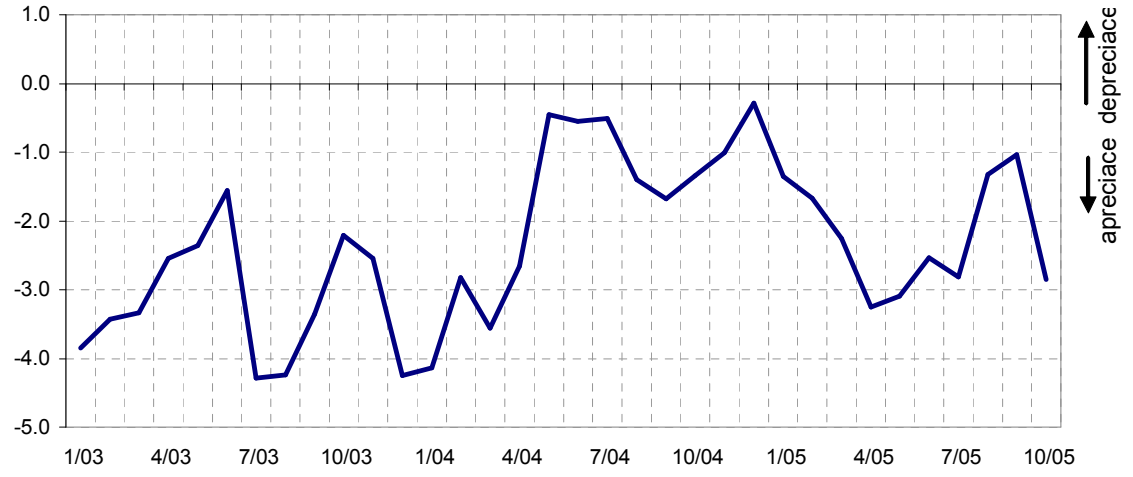
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.8. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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