

Měnověpolitické doporučení pro 12. SZ 2005

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář říjnové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování zůstává říjnová *makroekonomická prognóza*. Tato prognóza předpokládá uzavření záporné mezery výstupu až za horizontem roku 2007. Celková průměrná inflace v HMP (prosinec 2006 až květen 2007) má být podle základního scénáře pouze nepatrně vyšší než cílová hodnota 3 %. Významnou nejistotou říjnové prognózy je výše sekundárních dopadů šoku ze strany energetických surovin, v základním scénáři byly tyto sekundární dopady sníženy na polovinu standardní modelové kalibrace. Se základním scénářem prognózy je konzistentní průměr úrokových sazeb 3M PRIBOR ve 4Q05 na úrovni 2,1 %. Průměr skutečnosti za dosavadní průběh 4Q05 i aktuální úroveň sazeb se s touto úrovní shodují.

Aktuální situační zpráva hodnotí souhrnně rizika říjnové prognózy v HMP jako protiinflační. Následující text shrnuje hlavní argumenty vedoucí k vyšším nebo nižším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem říjnové prognózy.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) **Průměrná hodnota 1R Euriboru** v dosavadním průběhu 4Q05 je o cca 0,5 p.b. nad úrovní předpokládanou referenčním scénářem a tento rozdíl se nadále zvyšuje. Posun směrem nahoru v podobném rozsahu nastal také u budoucích sazeb 1R Euribor, implikovaných z výnosových křivek v okamžiku zveřejnění CF11 (a rovněž CF12). Přetrvání úrovně sazeb 1R Euriboru nad referenčním scénářem bylo podpořeno zvýšením sazeb ECB na začátku prosince o 0,25 p.b. na 2,25 %. Úrokový diferenciál mezi CZK a EUR však zatím nevyvolává tlak na depreciaci kurzu CZK/EUR. Koruna naopak posiluje (viz dále).
- b) Aktuální informace naznačují **vyšší růst regulovaných cen v roce 2006** ve srovnání s prognózou. Jedná se v první řadě o vyšší než předpokládané zvýšení cen tepla pro domácnosti v říjnu tohoto roku (oproti prognóze dodatečný dopad do inflace cca 0,1 p.b.) a o nové rozhodnutí ERÚ ohledně změn cen plynu od 1. 1. 2006 (dopad do inflace cca 0,3 p.b.). Stejným směrem by působil také nový koaliční návrh postupné deregulace nájemného, který předpokládá po 4 roky zvyšování regulovaných nájmů v průměru o 14,2% (prognóza uvažovala u deregulace nájemného s průměrným ročním růstem pouze 9,3%). Naopak jako protiinflační (nicméně kvantitativně nevýznamné) riziko lze vyhodnotit oproti předpokladům prognózy poněkud nižší výhled cen elektřiny od 1Q06. Regulované ceny nejsou, na rozdíl od úprav nepřímých daní, prognózou výjimkovány.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Nadále se udržuje **výrazně pevnější kurz CZK/EUR** ve srovnání se základním scénářem. Koruna během listopadu zřetelně posílila pod hodnotu 29,70 CZK/EUR, kterou

předpokládá prognóza pro 4Q05. Průměr skutečného kurzu za dosavadní průběh 4Q05 do 20.12. je o 1% silnější (29,34 CZK/EUR). Ke korekci nedošlo ani po zvýšení sazeb ECB. Na riziko setrvání kurzu na apreciovanější úrovni ukazují i výsledky šetření IOFT. Analytici v rámci tohoto šetření očekávají v ročním horizontu úroveň kurzu CZK/EUR na hladině kolem 28,60 CZK/EUR, která je oproti hodnotě základního scénáře pro 4Q06 o více než korunu (cca 3,7 %) silnější.

- b) Za listopad byla naměřena oproti prognóze o 0,5 p.b. **nižší inflace**. Šlo o souběh nevelkých odchylek od prognózy směrem dolů ve všech základních segmentech spotřebitelských cen s výjimkou regulovaných cen. Neprojevíly se předpokládané dopady předchozího zvýšení spotřební daně u cigaret, nižší než prognóza byla také dynamika cen potravin, korigované inflace bez cen pohonných hmot a samotných cen pohonných hmot.
- c) Protiinflačně působí i **dovozní ceny**, které vzrostly v říjnu meziročně pouze o 0,8 %, zatímco prognóza předpokládá pro 4Q05 růst o 3,2 %. Světové ceny komodit dovážených především za eura (hotové výrobky, zemědělské suroviny, potraviny) převážně stagnují či klesají. Pokud se týká cen ropy, podle CF11 by v porovnání s referenčním scénářem měly být ceny ropy nižší ve 4Q05 zhruba o 4 % a v letech 2006 - 2007 zhruba o 1 - 1,5 %. Aktuální ceny ropy jsou ještě nižší než predikce v CF11. V opačném směru a se zhruba stejnou intenzitou však působí posilování dolaru. Taktéž protiinflační, avšak výrazně slabší riziko se objevuje také u cen průmyslových výrobců (prognóza pro 4Q05 je mizr. růst o 1,0 %, skutečnost za říjen a listopad je pouze 0,3 % a 0 %).

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **listopadovém zasedání** (24.11.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni ve výši 2 %. Uvedené rozhodnutí bylo v souladu s očekáváním analytiků. Z posledního šetření agentury Reuters (21.11.) vyplývá, že žádný z 18 oslovených analytiků nepředpokládal změnu základních sazeb ČNB na listopadovém zasedání BR. 14 z nich však očekávalo další zvýšení sazeb o 0,25 p.b. v 1Q06. V ročním horizontu většina z nich předpokládala úroveň 2T repo sazby na 2,50 %.

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma řekl: „Neměli jsme dnes žádné důvody k tomu, abychom měnili náš pohled na vývoj české ekonomiky“. Prohlásil, že rizika prognózy považuje za vyrovnaná. Za faktory, které mohou tlačit ceny vzhůru, označil vyšší sazby peněžního trhu v eurozóně. Naopak směrem k pomalejší inflaci působí například pevnější kurs koruny, ale z jeho vývoje centrální banka zatím nedělá silné závěry. „Kurz (v posledním měsíci) mírně posílil, ale to se jako reakce na zvýšení úrokových sazeb dalo v krátkém období očekávat,“ uvedl guvernér ČNB. Podle guvernera také není potřeba bezprostřední reakce na všechny změny sazeb v eurozóně.

Přibližně od poloviny listopadu úrokové sazby na peněžním trhu mírně korigovaly předcházející růst. Hlavním důvodem byl posilující kurz CZK/EUR a nižší než očekávaná listopadová inflace. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR má pozitivní sklon (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se až do poloviny roku 2006 pohybuje mírně nad úrovní základního scénáře prognózy. Sazby IRS také mírně klesly. Spread 5R – 1R dosahuje 0,7 p.b., spread 10R – 1R 1,0 p.b. (k 20.12.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z aktuálního šetření agentury Reuters (14.12.) vyplývá, že na prosincovém zasedání BR ČNB se neočekává žádná úprava základních sazeb. Z 23 dotazovaných analytiků 15 očekává další zvýšení sazeb o 0,25 p.b. v 1Q06. V ročním horizontu 11 analytiků předpokládá úroveň 2T repo sazby na 2,50 % (9 na 2,25 %, 3 na 2,75 %). Také analytici v rámci šetření IOFT předpokládají, že v ročním horizontu se 2T repo sazba bude pohybovat na úrovni 2,50 %.

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávají **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz posílit na 28,6 CZK/EUR, tj. o 1,5 % vzhledem k průměru za prosinec 2005 do 20.12. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 4Q06 kurz na úrovni 29,7 CZK/EUR.

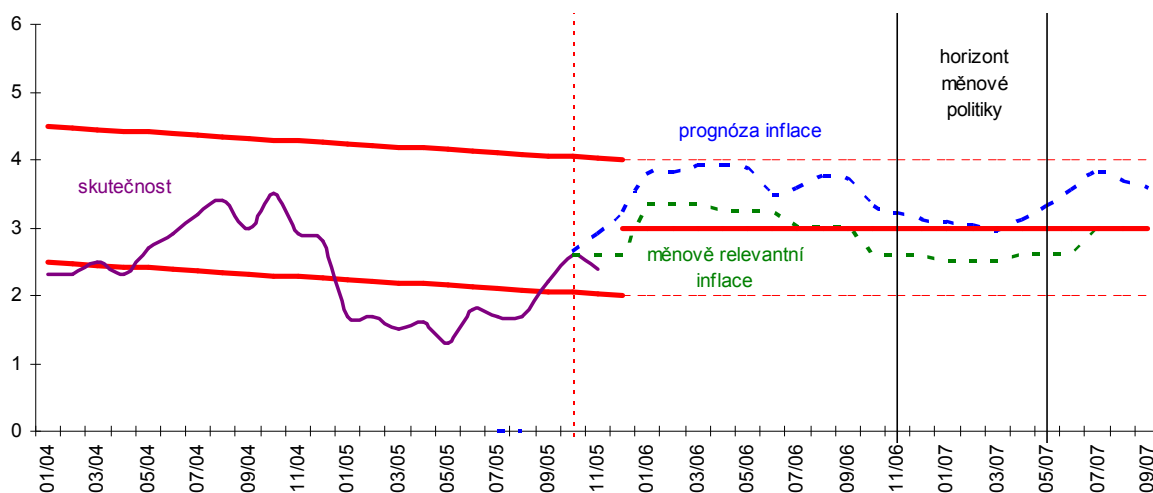
Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

29.11.	L.Niedermayer (rozhovor pro Reuters)	Posilující česká koruna a pomalejší dopad zvýšených spotřebních daní pracují ve prospěch nižšího inflačního výhledu, než jaký Česká národní banka uváděla v říjnové inflační prognóze.
6.12.	L.Niedermayer (rozhovor pro Reuters)	Silná koruna tlumí inflaci a pravděpodobně umožní České národní bance zvyšovat úrokové sazby mírnějším tempem, než se ještě v říjnu domnívala. ... Pokud růst mezd zůstane mírný, vysoké náklady za energie ukrojí z rodinných rozpočtů, což omezí spotřebu a utlumí tlaky na růst cen.
13.12.	Z.Tůma (rozhovor pro rádio Frekvence 1)	... očekávání trochu vyšších úrokových sazeb ... ještě neznámá, že určitě budou vyšší. V každém případě jsme tak nízko, že i kdyby náhodou se pohnuly opačným směrem, nemůže to být nic významného.
14.12.	R.Holman (rozhovor pro Bloomberg)	Fakt, že koruna je silnější, než jsme předpokládali, nevyžaduje nutně okamžitou reakci měnové politiky.
16.12.	Z.Tůma (rozhovor pro ČTK)	Troufám si říci, že by nemělo dojít k žádným dramatickým obrátům v měnové politice... Nevidím žádné důvody pro významné posílení koruny během posledního měsíce. Nemyslím si, že by důvodem (ke zpevnění kurzu) mělo být zvýšení úrokových sazeb ČNB na konci října. Chybí nové významné informace, kromě dobré kondice české ekonomiky.

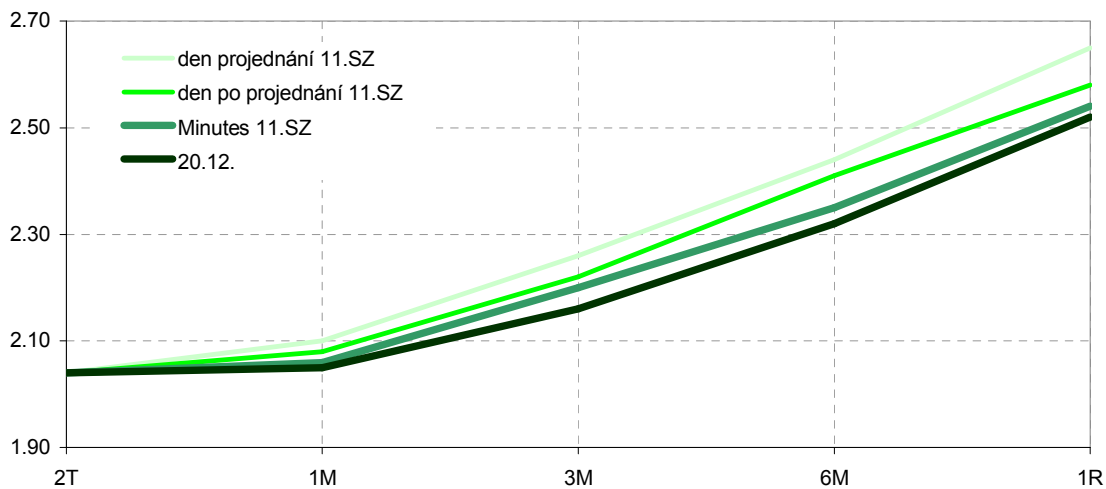
5. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

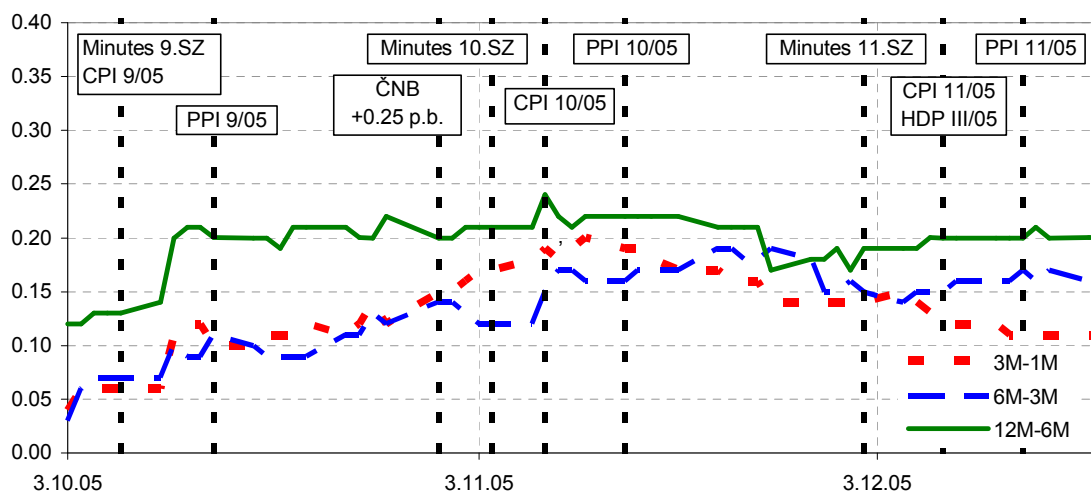
Graf 1: Prognóza inflace z 10. SZ 2005 a cílové pásmo



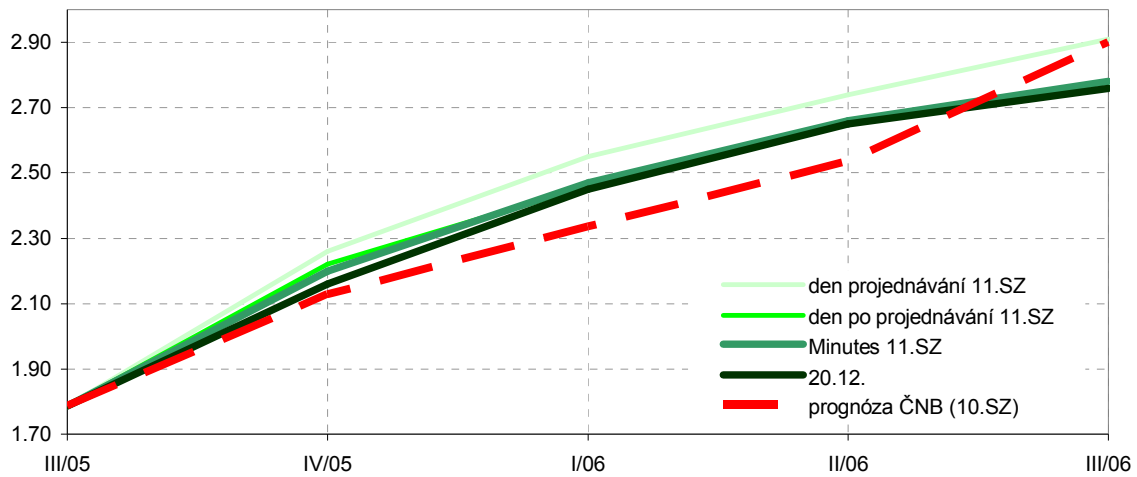
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



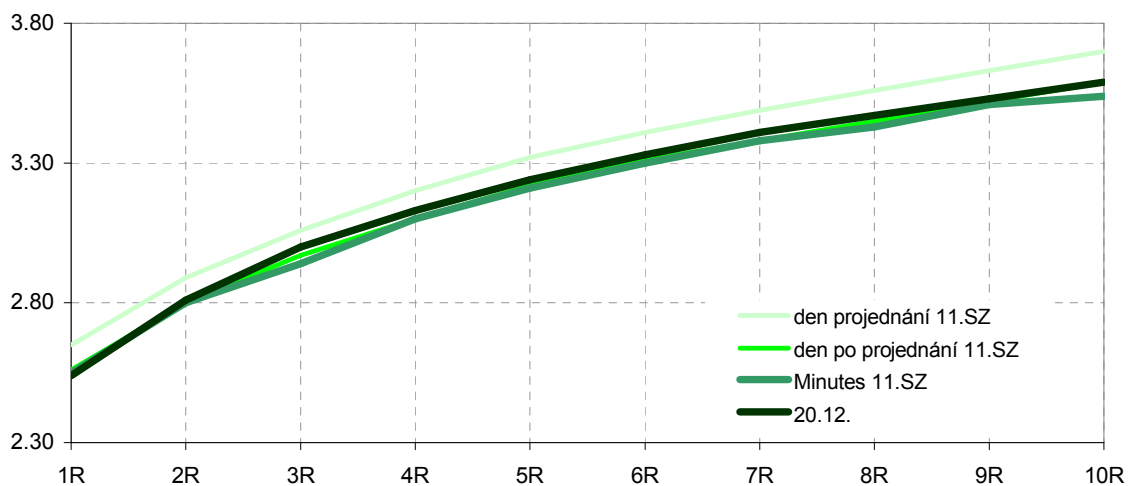
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



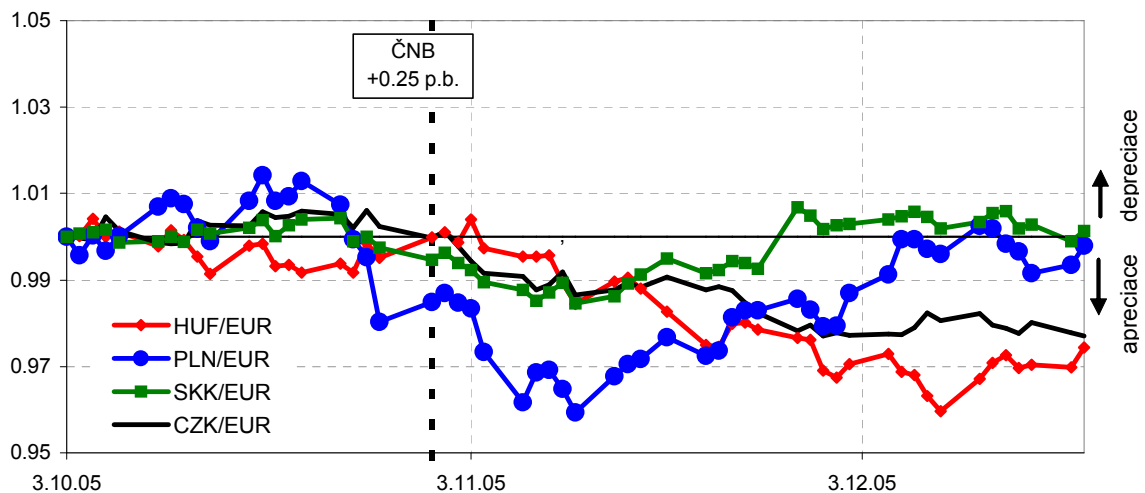
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



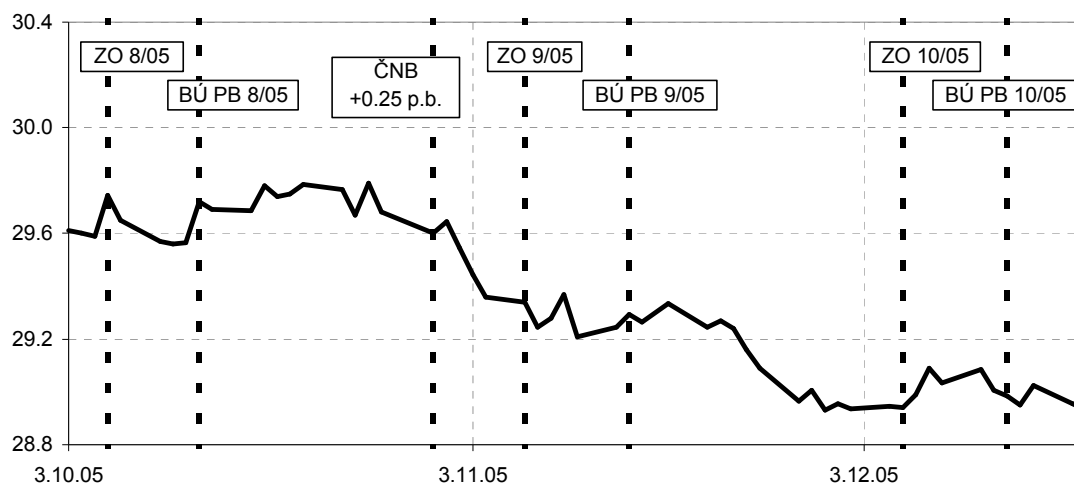
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.10. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

