

Měnověpolitické doporučení pro 3. SZ 2006

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář lednové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování zůstává *lednová makroekonomická prognóza*. Tato prognóza předpokládá uzavření záporné mezery výstupu kolem poloviny roku 2007. Celková inflace by se podle prognózy měla v roce 2006 pohybovat mírně pod cílovou hodnotou 3 % a v rámci horizontu měnové politiky (HMP, nyní cca březen 2007 až srpen 2007) by měla vystoupat až k hodnotám kolem 4%. K vzestupu inflace v HMP dojde zejména vlivem předpokládaných úprav nepřímých daní a částečně také v důsledku předpokládaného uzavření záporné mezery výstupu. Se základním scénářem prognózy je konzistentní průměr úrokových sazeb 3M PRIBOR v 1Q06 na úrovni 2,2% (v 2Q na úrovni 2,3%). Průměr skutečnosti za dosavadní průběh 1Q06 je přibližně o 0,1 p.b. nižší (cca 2,1 %). Aktuální úroveň této sazby k 28. 2. je obdobná.

Z 3. situační zprávy vyplývá, že stále přetrvává nízkoinflační prostředí s absencí domácích proinflačních poptávkových tlaků. Březen přinesl některé nové odchylky od lednové prognózy, a to zejména u zveřejněných dat o HDP za rok 2005 a u implikovaných budoucích hodnot sazeb Euribor. Naproti tomu trend posilování kurzu CZK/EUR zřetelně pod hodnotu předpokládanou v prognóze pro 1Q06 se během března zastavil. Celková bilance rizik zůstává mírně protiinflační, ale vzhledem k nově dostupným informacím se oproti únorové situační zprávě posouvá více k vyrovnanosti. Následující text shrnuje hlavní argumenty pro vyšší nebo nižší úrokové sazby, než jsou sazby konzistentní s lednovou prognózou.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) **Meziroční růst HDP** ve 4Q05 (6,9 %) i celoročně (6 %) byl ve srovnání s predikcí (4,5 % resp. 4,9 %) výrazně rychlejší. To by mělo teoreticky signalizovat rychlejší uzavírání záporné produkční mezery (nebo dokonce její přechod do kladných hodnot) a proinflační riziko. Aktuální vývoj inflace však žádné výrazné známky proinflačních tlaků zatím nepřinesl. K opatrnosti při interpretaci výše uvedených údajů o HDP nabádají i předběžné výpočty provedené v SMS, podle kterých by trajektorie výstupové mezery nemusela být tak strmá a vysoko položená, jak by tyto údaje naznačovaly. Důkladnou analýzu dopadu nových údajů o HDP do odhadu mezery výstupu a výhledu inflace a dalších veličin přinese dubnová SZ.
- b) Postupný posun trajektorie implikovaných **budoucích sazeb Euribor** směrem nahoru pozorovatelný již od ledna se na konci února urychlil. Nyní tato trajektorie leží oproti předpokladům lednové prognózy v průměru zhruba o 0,4 p.b. výše.
- c) S účinností od 1. 1. 2007 dojde k okamžitému **zdvojnásobení rodičovského příspěvku** (negativní rozpočtový dopad cca 12 mld. Kč, zvýšení schodku veřejných financí z 2,8 % HDP na 3,1 %), které nebylo v lednové prognóze uvažováno. Obecněji lze v současnosti konstatovat rostoucí riziko zvyšování deficitu veřejných financí skrze stále početnější návrhy na nové typy výdajů v souvislosti s předvolebním bojem.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Přetrvává riziko **silnějšího kurzu CZK/EUR** ve srovnání se základním scénářem, i když intenzita protiinflačního působení tohoto faktoru se oproti únorové SZ poněkud snížila. Během března došlo k určité korekci na slabší hodnoty a zastavení trendu monotónního posilování. V důsledku toho se průměrná hodnota kurzu za leden až březen (do 28.3) ve výši 28,60 CZK/EUR (zpevnění oproti referenčnímu scénáři 40 hal., resp. 1,4 %) příliš nelišila od průměru za leden až únor (28,55 CZK/EUR), zatímco ve 2.SZ bylo signalizováno riziko dalšího prohlubování odchylky od prognózy. Analytici v rámci šetření IOFT (viz dále) očekávají v ročním horizontu úroveň kurzu CZK/EUR na hladině kolem 28,00 CZK/EUR, která je oproti hodnotě základního scénáře pro 1Q07 (29,00 CZK/EUR) o cca 3,4 % silnější. Ze standardní citlivostní analýzy popsané v lednové 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.
- b) Došlo k významné změně v odhadu vývoje **HDP v SRN** mezi prosincovým CF (který byl východiskem pro lednovou prognózu) a následnými CF. V důsledku změny sazby DPH z 16 % na 19 % od počátku roku 2007 by měl podle CF01, CF02 i CF03 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. Naproti tomu růst spotřebitelských cen v SRN z titulu změny DPH by neměl ovlivnit cenovou konkurenceschopnost českého vývozu do SRN.

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **únorovém zasedání** (23. 2.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na úrovni 2 %. Z posledního šetření agentury Reuters (16.2.) vyplývalo, že uvedené rozhodnutí nebylo analytiky jednoznačně očekáváno. Z 22 dotazovaných analytiků 6 očekávalo pokles základních sazeb na tomto zasedání BR ČNB, dalších 5 během března nebo dubna. Zbývající analytici naopak předpokládali zpřísnění měnové politiky, ale většinou až v delším období (rozmezí 1Q06 až 4Q06). V ročním horizontu byla očekávání také různorodá, analytici předpokládali úroveň 2T repo sazby v rozmezí 1,75 až 2,50 %.

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že pro snížení o 0,25 p.b. hlasoval pouze jeden člen bankovní rady ze šesti přítomných. Uvedl, že na projednání převládá názor, že protiinflační rizika (silná koruna a možný slabší růst německého HDP) zatím nejsou tak výrazná, aby odůvodnila snížení sazeb. Dále guvernér prohlásil, že dlouhodobě silná koruna, případně její další zpevnování, by uvedená protiinflační rizika zdůraznila. Rovněž se vyjádřil ke spreadu mezi eurovými a korunovými sazbami; označil jej za důležitý pro rozhodování.

Poté, co bylo oznámeno rozhodnutí BR ponechat základní sazby na stávající úrovni, sazby na peněžním trhu reagovaly okamžitým růstem cca o 10 b.b. V dalších dnech nárůst ještě pokračoval. Po zvýšení sazeb ECB (2.3.) koruna reagovala mírným oslabením. Za této situace všechny spekulace na možné snížení klíčových sazeb ČNB odezněly. **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 se také zvyšovaly, od posledního zasedání BR až o 0,3 p.b. Jejich nárůst podpořil i obdobný vývoj sazeb s delší splatností v eurozóně. Spread 5R – 1R dosahuje 0,9 p.b., spread 10R – 1R 1,3 p.b. (k 28.3.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z aktuálního šetření agentury Reuters (24.3.) vyplývá, že žádný analytik nepředpokládá úpravu základních sazeb na březnovém zasedání BR ČNB. Z 23 dotazovaných analytiků 2 očekávají pokles základních sazeb ve druhé polovině roku 2006. Zbývající analytici naopak předpokládají zpřísnění měnové politiky, a to nejčastěji v 3Q06. V ročním horizontu analytici předpokládají úroveň 2T repo sazby v rozmezí 2,00 až 2,75 %.

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávali **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz posílit na 28,02 CZK/EUR, tj. o 2,0 % vzhledem k průměru za 1Q06 do 22.3. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 1Q07 kurz na úrovni 29,00 CZK/EUR.

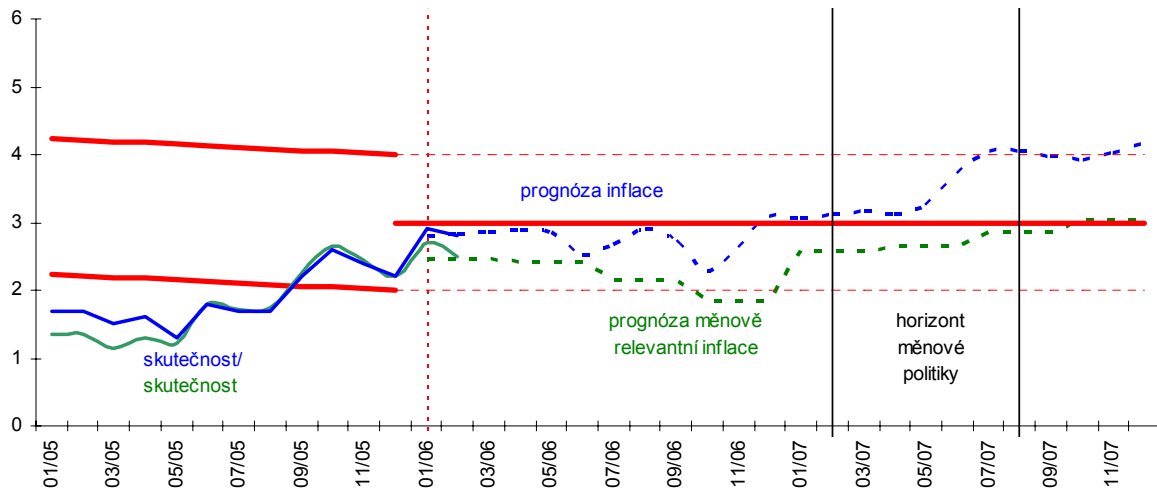
Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

3. 3.	P. Řežábek (rozhovor pro Reuters)	Jestliže došlo ke zvýšení rozdílu mezi základními sazbami, a vezmeme-li v úvahu, že inflace v České republice je momentálně vyšší než v Evropské unii, tak si myslím, že naše nastavení měnové politiky celkem rozumným způsobem reaguje na - v této době - asi příliš silný kurs koruny... Koruna by měla oslabit. ... Nevidím jako příliš důvěryhodné každé tři měsíce měnit základní úrokovou sazbu, protože tím - jsem přesvědčen - bychom trochu více znejistili trh.
23. 3.	M. Singer (rozhovor pro Bloomberg)	If the koruna continues to appreciate, it may force us to take action and reduce rates. ... We may relatively quickly get back to a strong koruna.

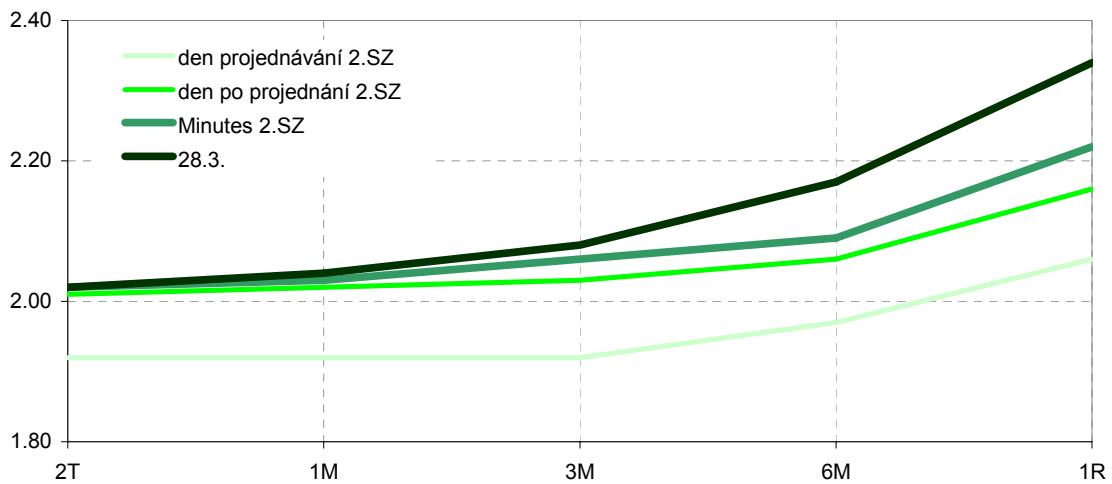
5. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

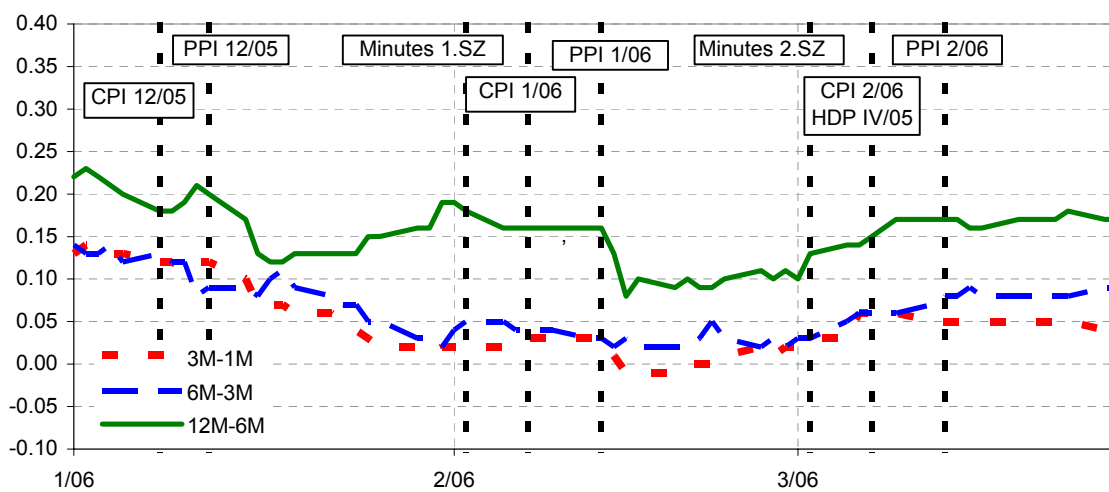
Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ 2006 a cílové pásmo



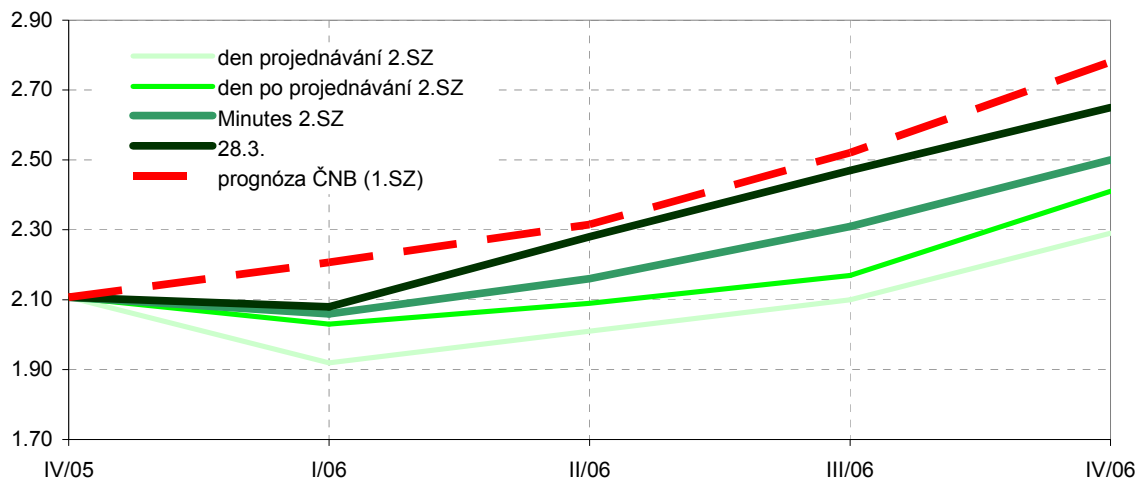
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



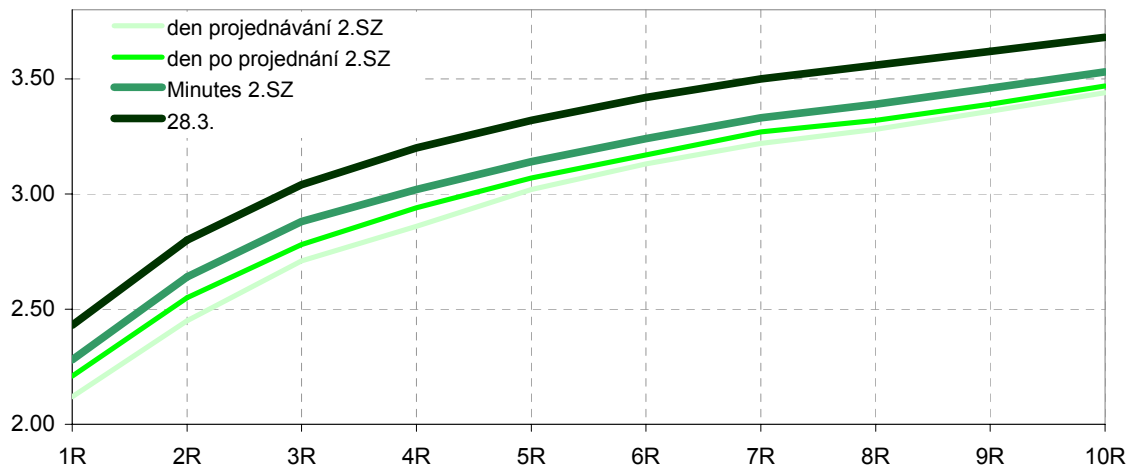
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



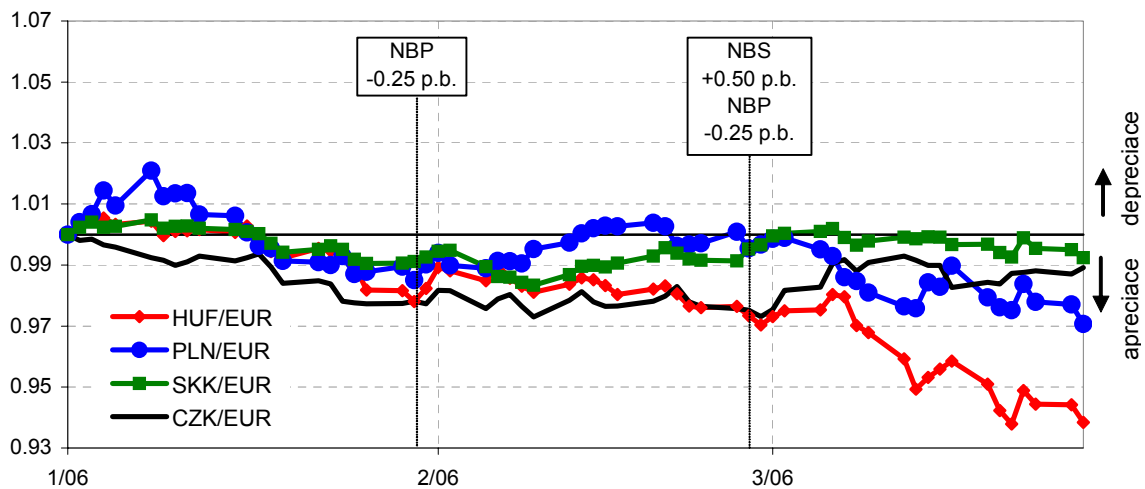
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



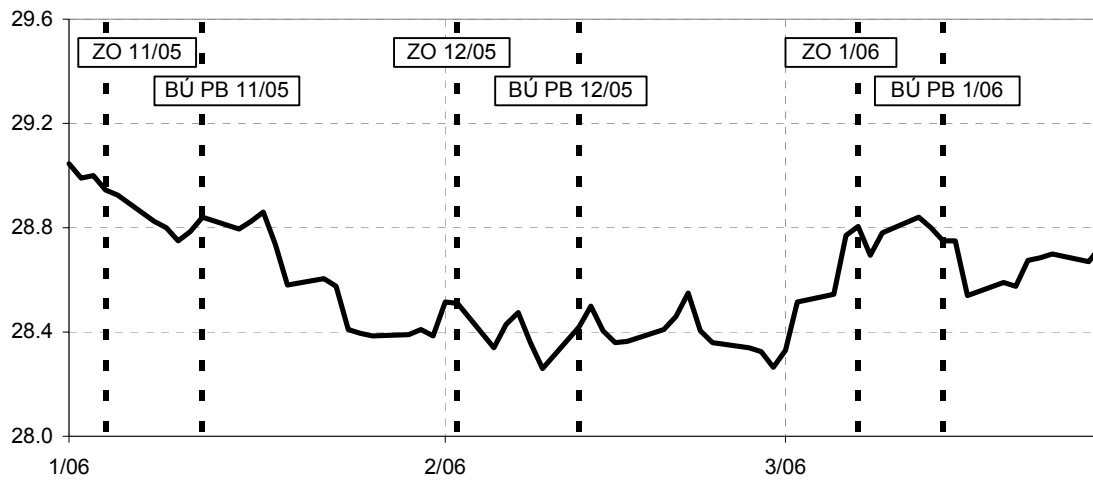
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.1. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

