

# Měnověpolitické doporučení pro 6. SZ 2006

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář dubnové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování zůstává *dubnová makroekonomická prognóza*. Podle ní se celková inflace pohybuje nejprve mírně pod bodovým inflačním cílem, avšak v horizontu měnové politiky (HMP) přechází do horní poloviny tolerančního pásma inflačního cíle. Měnově relevantní inflace (tj. inflace očištěná o primární efekty změn nepřímých daní) zůstává v HMP těsně pod bodovým inflačním cílem. Podle prognózy je mezera výstupu již od přelomu let 2005 a 2006 uzavřená a HDP bude dále kolísat v blízkosti inflaci nezrychlujícího produktu. Prognóza hodnotila nastavení měnových podmínek v 1Q06 celkově jako mírně přísné. Kurzová složka byla hodnocena jako mírně přísná, úroková složka byla naopak hodnocena jako neutrální až slabě uvolněná. S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní nejprve stabilita (na úrovni 3M PRIBORu kolem 2,1 % v 2Q06) a následně postupný růst úrokových sazeb.

Aktuální situační zpráva hodnotí rizika dubnové prognózy v HMP celkově jako zhruba vyrovnaná. Individuální rizika zachycená v Grafu rizik inflační prognózy jsou i nadále relativně nízká a vyrovnaná. Během uplynulého měsíce zesláblo protiinflační riziko spojené s vývojem nominálního měnového kurzu koruny vůči euru: kurz je v průměru za dosavadní průběh 2. čtvrtletí oproti prognóze (28,60 CZK/EUR) sice stále poněkud silnější (28,38 CZK/EUR), narozdíl od situace v době zpracování minulé SZ však vymizel trend jeho dalšího posilování. Navíc se rovněž objevují určité signály z oblasti cenového vývoje, trhu práce a reálné ekonomické aktivity poukazující na možná proinflační rizika stávající prognózy.

Následující text shrnuje hlavní argumenty vedoucí k vyšším nebo nižším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní s dubnovou prognózou.

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

- a) Některé signály z **oblasti reálné ekonomické aktivity a trhu práce** naznačují možné větší poptávkové tlaky, než naznačovala dubnová prognóza (vyšší růst spotřeby domácností, rychlejší růst mezd ve sledovaných organizacích, vyšší počet umístěných uchazečů o práci).
- b) **Meziroční inflace** v květnu dosáhla poněkud vyšší než prognózou očekávané hodnoty a mírně vyšší než prognózovaná inflace je pravděpodobná i ve zbytku roku (mj. z titulu růstu cen pekárenských výrobků). Odchylka současné inflace je tažena zejména vyšším příspěvkem regulovaných cen a vyššími cenami pohonných hmot. Toto zvýšení inflace tedy sice prozatím není primárně dáno zesilující agregátní poptávkou, může nicméně (skrže inflační očekávání) posouvat trajektorii budoucí inflace výše.

- c) Slabým rizikem v proinflačním směru je i nadále **výhled cen ropy**. Jak CF06, tak i předpověď odvozená od swapových kontraktů na burzách ARA implikují oproti předpokladům 4. SZ vyšší dolarové ceny uralské ropy (v rozsahu více než 10 % pro zbytek roku 2006, resp. přes 5 % v roce 2007) i benzínu (cca 5 %, resp. 6 %). Také *současné skutečné* ceny uralské ropy se nacházejí asi 10 % nad předpoklady dubnové prognózy pro 2Q06, která na základě CF04 předpokládala aktuální ceny uralské ropy okolo 59 USD/b.

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

- a) Nadále přetrvávající riziko **silnějšího kurzu CZK/EUR** ve srovnání se základním scénářem je naznačeno skutečností, že analytici v rámci šetření IOFT (viz níže) v ročním horizontu předpokládají jeho posílení na úroveň kolem 27,68 CZK/EUR, která je oproti hodnotě základního scénáře pro 2Q07 (29,10 CZK/EUR) asi o 4,9 % silnější. Jak bylo uvedeno již v předchozích MPD, tato očekávání mohou mít na vývoj kurzu sebenaplňující dopad a v prognóze zakotvený vliv záporného úrokového diferenciálu může být jimi převážen. Standardní citlivostní analýza obsažená v SZ předpokládá odchylku nominálního kurzu od základního scénáře o 1 Kč ve 2Q06. Apreciační varianta této analýzy vede k inflaci na HMP zhruba o 0,9 p.b. nižší oproti základnímu scénáři a k postupnému poklesu nominálních sazeb v podobném rozsahu. Průměr kurzu za 2Q06 do 27.6. (28,38 CZK/EUR) je oproti hodnotě základního scénáře pro 2Q06 (28,60 CZK/EUR) silnější o cca 0,9 %. V posledních několika týdnech se však trend jeho dalšího posilování zastavil.
- b) Proti výše diskutovanému dopadu cen ropy do budoucího vývoje domácích cen pohonných hmot a do celkové inflace by mělo působit **očekávané oslabování kurzu USD/EUR**. S jistým oslabováním počítala již dubnová prognóza, v CF06 je výhled oslabování dolaru oproti RS04 ještě výraznější (o cca 4 % ve zbytku roku 2006, o cca 3 % v roce 2007).

### 4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **květnovém zasedání** (25. 5.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na úrovni 2 %. Toto rozhodnutí bylo v souladu s očekáváním analytiků. V květnovém šetření agentury Reuters (19.5.) žádný analytik z 23 dotazovaných nepředpokládal úpravu základních sazeb na květnovém zasedání BR ČNB. Dva analytici v ročním horizontu neočekávali změnu nastavení měnové politiky ČNB, ostatní předpokládali její zpřísnění. Načasování prvního zvýšení základních sazeb ČNB bylo následující: 3Q06 (13 analytiků), 4Q06 (4) a 1Q07 (4). V ročním horizontu analytici předpokládali úroveň 2T repo sazby v rozmezí 2,00 až 3,00 %.

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že uvedené rozhodnutí bylo jednomyslné. Dubnová inflační prognóza je podle něj stále platná. Bankovní rada se shodla, že od dubnového jednání nedošlo k posunu inflačních rizik; guvernér je označil za víceméně vyvážená. Proinflačně působí ceny ropy, naopak protiinflačně silná koruna a slabší dolar. Guvernér dále uvedl, že další pohyb sazeb bude pravděpodobně směrem nahoru, ale dokáže si představit i takový vývoj situace, že by bylo zváženo snížení sazeb.

Sazby na peněžním trhu se od posledního zasedání BR zvýšily cca o 0,2 až 0,3 p.b. Hlavním důvodem byly rostoucí spekulace finančního trhu, že se blíží zvýšení základních úrokových

sazeb ČNB. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR má pozitivní sklon (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se v celém horizontu pohybuje mírně nad úrovní základního scénáře prognózy.

Sazby IRS také mírně vzrostly, v jednotlivých splatnostech o 0,3 až 0,4 p.b. Spread 5R – 1R dosahuje 1,0 p.b., spread 10R – 1R 1,4 p.b. (k 27.6.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z aktuálního šetření agentury Reuters (21.6.) vyplývá, že žádný analytik z 21 dotazovaných nepředpokládá úpravu základních sazeb na červnovém zasedání BR ČNB. Jeden analytik v ročním horizontu neočekává změnu nastavení měnové politiky ČNB, ostatní předpokládají zvýšení úrokových sazeb. Očekávané načasování prvního zvýšení základních sazeb ČNB se proti předchozímu šetření příliš nezměnilo: 3Q06 (13 analytiků), 4Q06 (4), 1Q07 (2) a 1H07 (1). V ročním horizontu analytici předpokládají úroveň 2T repo sazby v rozmezí 2,00 až 3,00 %.

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávali **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz posílit na 27,68 CZK/EUR, tj. o 2,5 % vzhledem k průměru za 2Q06 do 20.6. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 2Q07 kurz na úrovni 29,10 CZK/EUR.

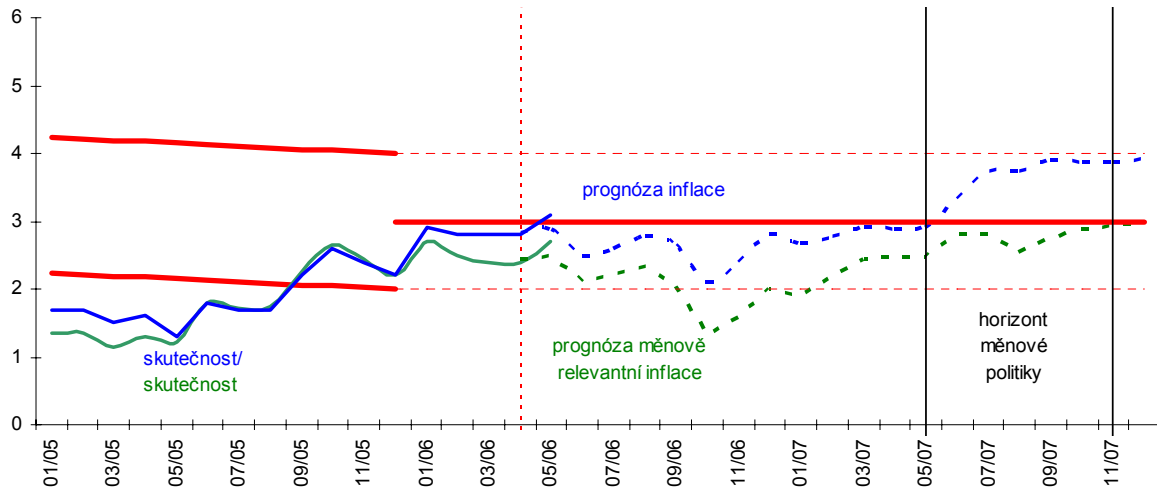
**Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích**

20.6.	M.Erbenová (European Financial Services Round Table Conference, Stockholm)	My outlook is a period of stability (of interest rates) followed by gradual rises... There are some signs which point to the fact that inflation might be rising in the coming months. ... At the moment, the exchange rate as judged, say, from the beginning of this year until now, is more or less in line with our forecast. It is slightly on the stronger side and poses a risk to our inflation forecast but it is not a major deviation from what we expected...
-------	---	---

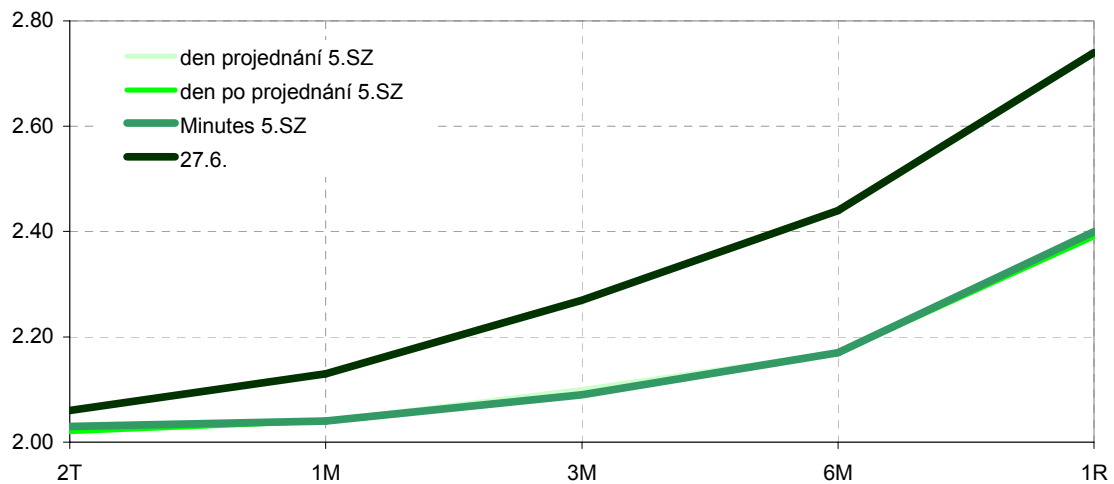
## 5. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

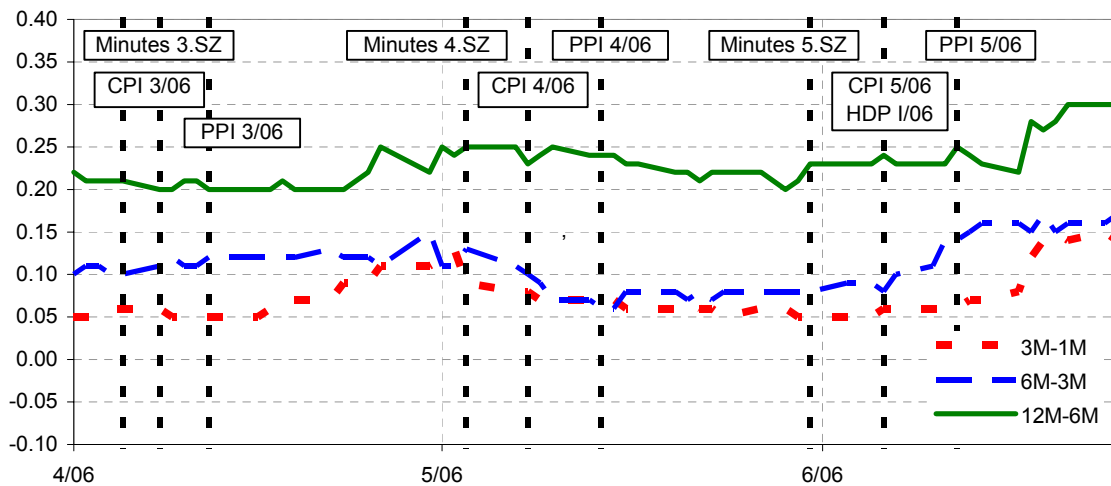
**Graf 1: Prognóza inflace ze 4.SZ 2005 a cílové pásmo**



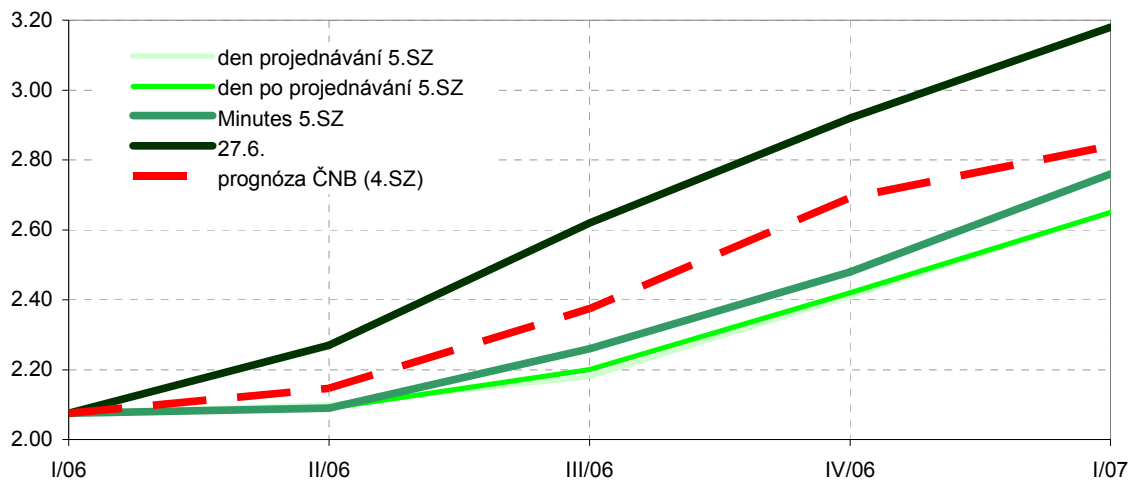
**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**



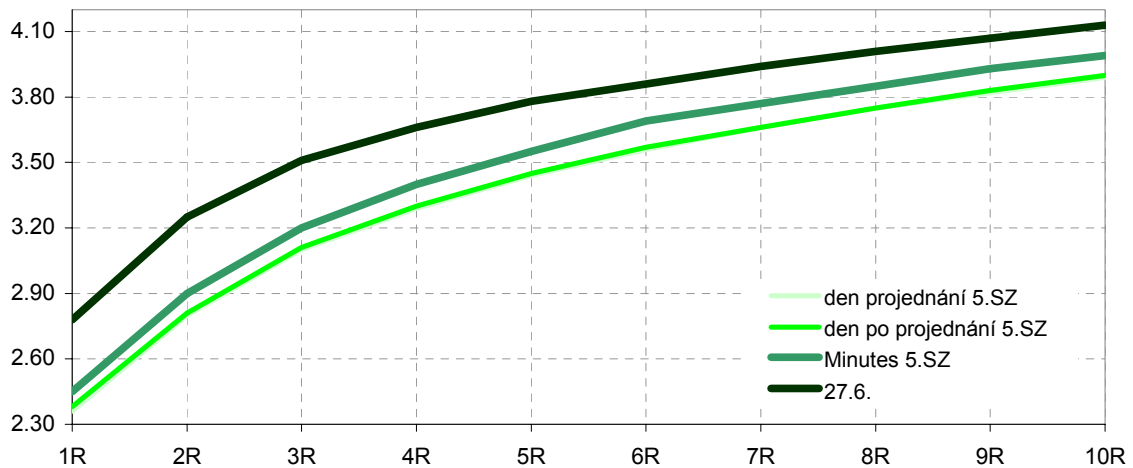
**Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR**



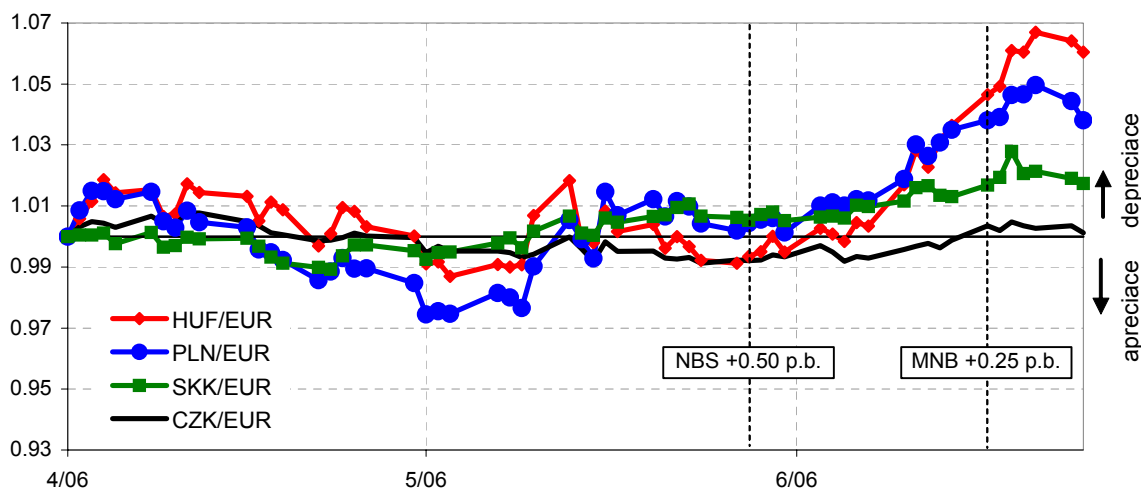
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



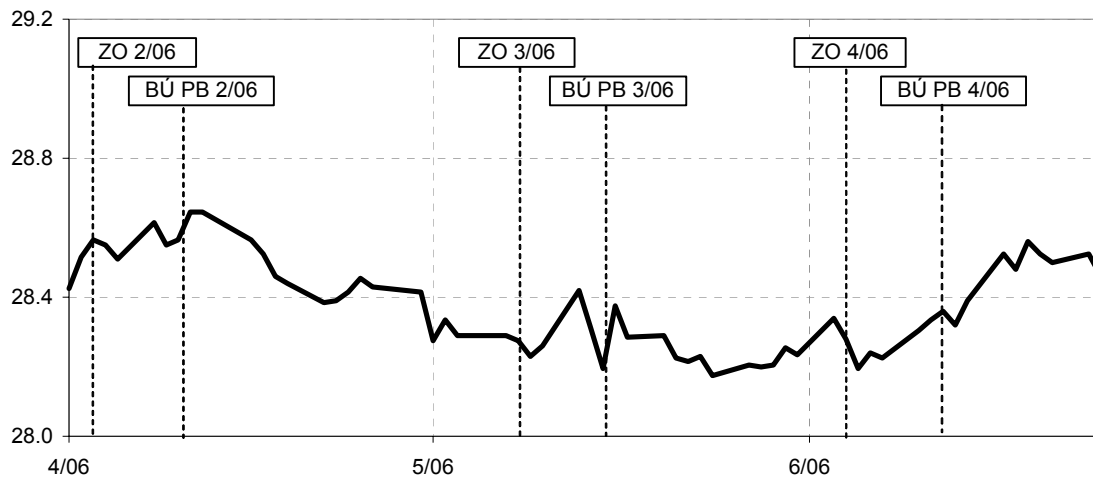
**Graf 5: IRS**



**Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.4. = 1.0)**



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

