

# Měnověpolitické doporučení pro 7. SZ 2006

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář červencové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *červencová makroekonomická prognóza*. Podle ní by celková inflace ve zbývající části roku 2006 a v prvních měsících roku 2007 měla kolísat okolo bodového inflačního cíle, před polovinou roku 2007 by však měla začít růst a v první polovině horizontu měnové politiky (HMP, nyní cca červenec 2007 až prosinec 2007) by měla dosáhnout horní meze tolerančního pásma inflačního cíle. Ve srovnání se 4. SZ 2006 jsou makroekonomické podmínky v prognóze ovlivňovány výše položenou kladnou mezerou výstupu, která z odhadované úrovně cca 0,6 % ve 3Q06 klesne na úroveň kolem 0,3% a v blízkosti této hodnoty setrvá až do konce HMP. Aktuální nastavení měnových podmínek je vnímáno jako neutrální až velmi mírně přísné. Toto hodnocení je výsledkem mírně přísného nastavení kurzové složky při zhruba neutrální pozici úrokové složky. S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní postupný růst úrokových sazeb. V 3Q06 by úroveň 3M PRIBORu měla dosáhnout zhruba 2,5 %, tj. o 0,4 p.b. více ve srovnání s průměrem za 2Q06. S prognózou je tak konzistentní růst sazeb v 3Q06 v rozsahu mezi 0,25 p.b. a 0,5 p.b.

Situační zpráva neidentifikuje žádnou výraznou asymetrii rizik červencové prognózy. Při sestavování prognózy byl vypracován alternativní scénář s rozšířeným jádrovým modelem o mzdové náklady v podmínkách strnulých nominálních mezd a dvě citlivostní analýzy, které ohodnocují dopady nejistot spojených s růstem úrokových sazeb v eurozóně a vývojem kurzu CZK/EUR ve formě odchylek od základního scénáře.

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

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

- a) Consensus Forecast z července 2006 spolu s tržním výhledem úrokových sazeb a cen ropných produktů odečteným ke dni zjišťování CF07 znamenají pro základní scénář prognózy mírné proinflační riziko. U všech **exogenních veličin** s výjimkou křížového kurzu USD/EUR došlo k posunu, který má pro českou ekonomiku spíše proinflační důsledky. Zahraniční úrokové sazby 1R Euribor se posunuly výše o 0,2 – 0,3 p.b., efektivní ukazatel zahraniční inflace je v nejbližších čtvrtletích o 0,1 – 0,2 p.b. vyšší a mírně vyšší jsou ve stejném horizontu i očekávání růstu zahraniční ekonomické aktivity. Také očekávaný růst cen benzínu na burzách ARA je v novém výhledu mírně vyšší.
- b) Na základě nových dat publikovaných po schválení prognózy pravděpodobně existuje mírné proinflační riziko ze strany **cen potravin**. Oproti prognóze poněkud výše jsou jak meziroční změny dovozních cen potravin ve druhém čtvrtletí (prognóza -1,2 %, průměr skutečnosti za duben a květen +0,5 %), tak růst cen zemědělských výrobců v červnu

(8,8% meziročně). Nečekaně rychlý růst CZV se však zatím soustředí pouze v některých volatilních položkách v rámci rostlinné produkce (zejména brambory a zelenina).

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

- a) Přetrvávající riziko **silnějšího kurzu CZK/EUR** ve srovnání se základním scénářem je naznačeno skutečností, že analytici v rámci šetření IOFT i nadále v ročním horizontu předpokládají úroveň kurzu CZK/EUR na hladině v průměru 27,67 CZK/EUR, tj. oproti hodnotě základního scénáře pro 3Q07 (28,60 CZK/EUR) o cca 3,3 % silnější. Toto očekávání je navíc spojeno s nižším výhledem trajektorie sazeb ze strany analytiků, než jakou naznačuje prognóza, takže případné zvýšení sazeb může tržní kurzová očekávání posunout dále apreciačním směrem. Riziko silnějšího kurzu by bylo posíleno také slabším než předpokládaným růstem sazeb Euribor (viz příslušná citlivostní analýza v SZ), naopak oslabeno by bylo v případě zhoršení sentimentu vůči středoevropskému regionu (např. v případě prohloubení makroekonomických problémů v Maďarsku). Citlivostní analýza obsažená v SZ (odchylka nominálního kurzu od základního scénáře ve 3Q06 o 3%, tj. nyní o 0,85 Kč) ve své apreciační variantě vede k trajektorii úrokových sazeb nižší postupně až o zhruba 1 p.b. oproti základnímu scénáři prognózy. Průměr kurzu za 3Q06 do 25. 7. (28,45 Kč/EUR) zhruba odpovídající hodnotě základního scénáře pro 3Q06 (28,40 Kč/EUR) však prozatím relevanci asymetrického kurzového rizika nesignalizuje.
- b) Existující nejistota o pozici ekonomiky v rámci hospodářského cyklu a o rozsahu inflačních tlaků z reálné ekonomiky vedla k sestrojení **alternativního scénáře zahrnujícího mzdové náklady v podmínkách strnulosti nominálních mezd**. V alternativním scénáři se reálné mzdy aktuálně nacházejí pod svou rovnovážnou úroveň, a snižují tedy celkové inflační tlaky z reálné ekonomiky. Alternativní scénář implikuje poněkud nižší trajektorii úrokových sazeb pro celý horizont prognózy (pro třetí čtvrtletí 2006 o 0,1 p.b.) než základní scénář.

### 4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **červnovém zasedání** (29. 6.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na úrovni 2 %. Toto rozhodnutí bylo v souladu s očekáváním analytiků. V červnovém šetření agentury Reuters (21.6.) žádný analytik z 21 dotazovaných nepředpokládal úpravu základních sazeb na tomto zasedání BR ČNB. Jeden analytik v ročním horizontu neočekával změnu nastavení měnové politiky ČNB, ostatní předpokládali její zpřísnění. Načasování prvního zvýšení základních sazeb ČNB bylo následující: 3Q06 (13 analytiků), 4Q06 (4), 1Q07 (2) a 1H07 (1). 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. Podle vyjádření guvernéra jsou rizika inflační prognózy ČNB zhruba vyrovnaná. Proinflačně působí možné poptávkové tlaky, rychlejší květnová inflace a dražší ropa. K protiinflačním faktorům naopak patří silná koruna a slabší dolar. Guvernér také prohlásil, že se za poslední měsíc zvýšila pravděpodobnost, že další pohyb úrokových sazeb bude směrem vzhůru. Nekomentoval však načasování takového kroku. Česká ekonomika je podle guvernéra v dobrém stavu, což potvrzují data za poslední měsíc.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR mírně vzrostly, nárůst však nepřesáhl 0,1 p.b. Na trhu se tak poněkud zvýšilo očekávání, že ke zpřísnění měnové politiky ČNB dojde již

na konci července v souvislosti s představením nové makroekonomické prognózy. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR má pozitivní sklon (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se v celém horizontu pohybuje mírně pod úrovní základního scénáře prognózy.

U sazeb IRS také nedošlo k výraznějším změnám. Sazby se pohybovaly oběma směry v poměrně úzkém rozpětí. Spread 5R – 1R dosahuje 0,9 p.b., spread 10R – 1R 1,2 p.b. (k 25.7.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (12.7.) vyplývá, že očekávání týkající se červencového zasedání BR ČNB jsou téměř vyrovnaná: 6 analytiků předpokládá zvýšení základních sazeb, 7 analytiků očekává stabilitu. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 2,50 až 3,00 %.

Z později provedeného šetření agentury Reuters (20.7.) vyplývá, že 15 analytiků z 23 dotazovaných předpokládá zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. na červencovém zasedání BR ČNB. Další 4 analytici tento krok očekávají během srpna či září, 3 analytici v 4Q06 a 1 analytik v 1Q07. Většina analytiků také předpokládá, že k dalšímu zpřísnění měnové politiky dojde nejpozději na přelomu 4Q06/1Q07. V ročním horizontu analytici předpokládají úroveň 2T repo sazby v rozmezí 2,25 až 3,25 %.

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávali **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz posílit na 27,67 CZK/EUR, tj. o 2,7 % vzhledem k průměru 28,45 CZK/EUR za 3Q06 do 25.7. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 3Q07 kurz na úrovni 28,60 CZK/EUR.

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

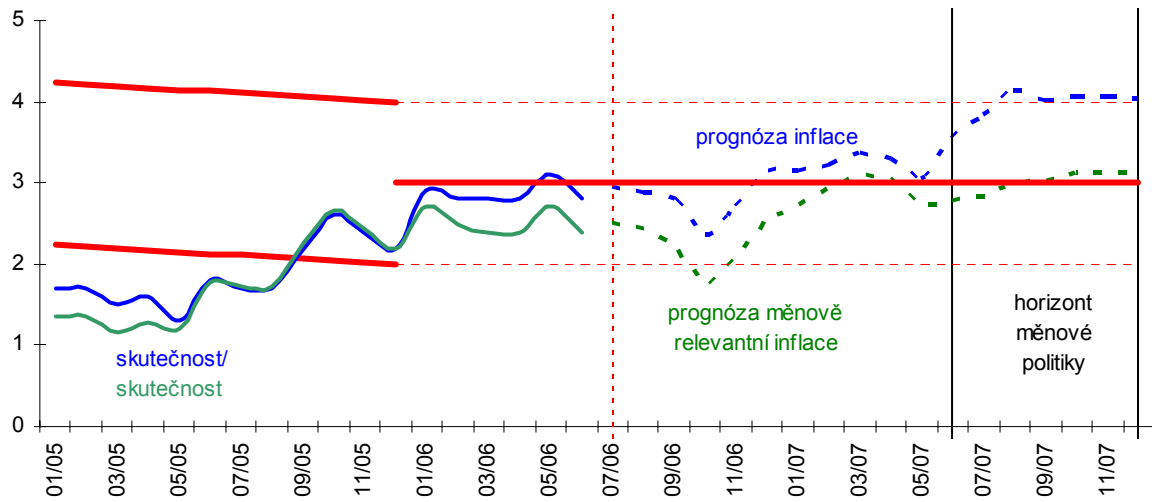
19.7.	M.Erbenová (rozhovor pro Reuters)	To me, the most recent developments relatively clearly signal that the next rate move will be upwards and that this moment has approached...There are still what are in my view surprisingly optimistic expectations lingering in the market about crown appreciation... The crown need not significantly firm any further. It is hovering at far more realistic levels.
-------	--------------------------------------	--

## 5. Měnověpolitické doporučení SMS

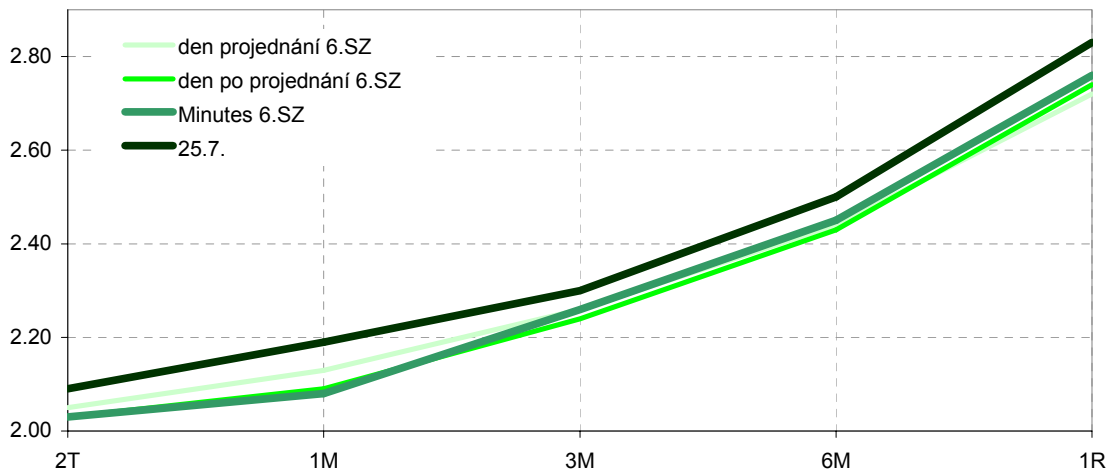
Sekce měnová a statistiky doporučuje zvýšit měnověpolitické úrokové sazby o 0,25 p.b.

Při komunikaci SMS doporučuje spolu s výhledem sazeb v základním scénáři (postupný růst) zdůraznit, že tento výhled je založen na dosavadních informacích a že dalšímu zvyšování sazeb bude předcházet důkladná analýza vývoje devizového kurzu a dalších ukazatelů.

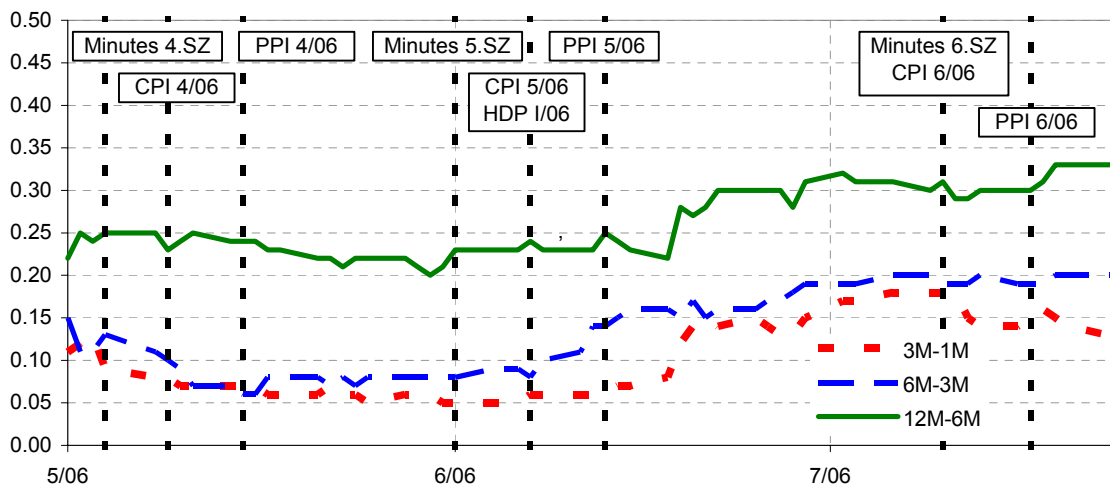
**Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2006 a cílové pásmo**



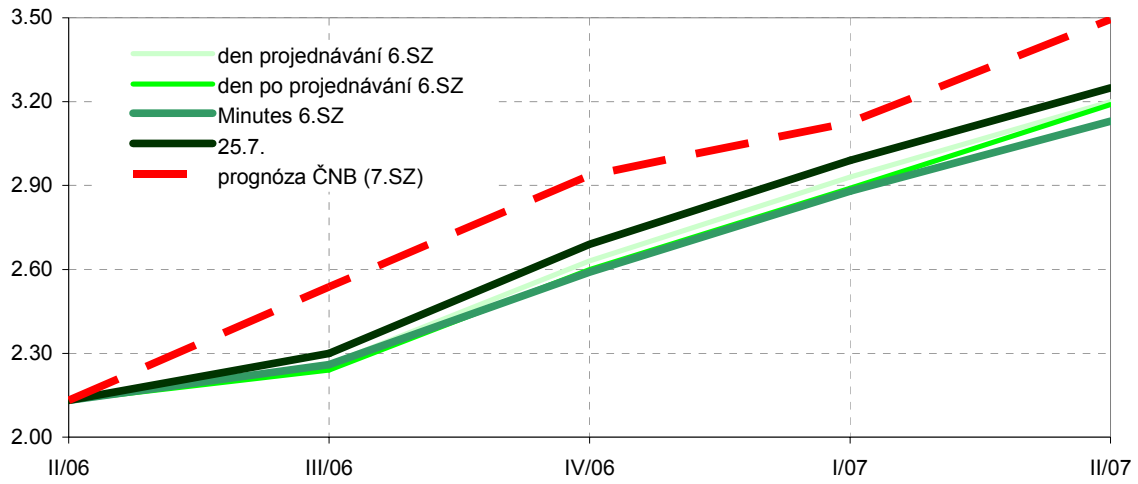
**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**



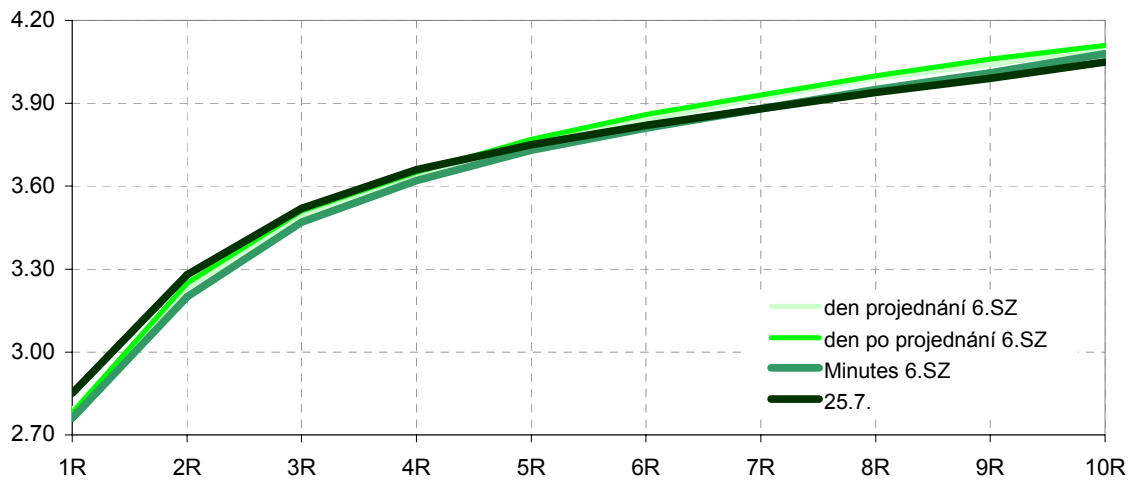
**Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR**



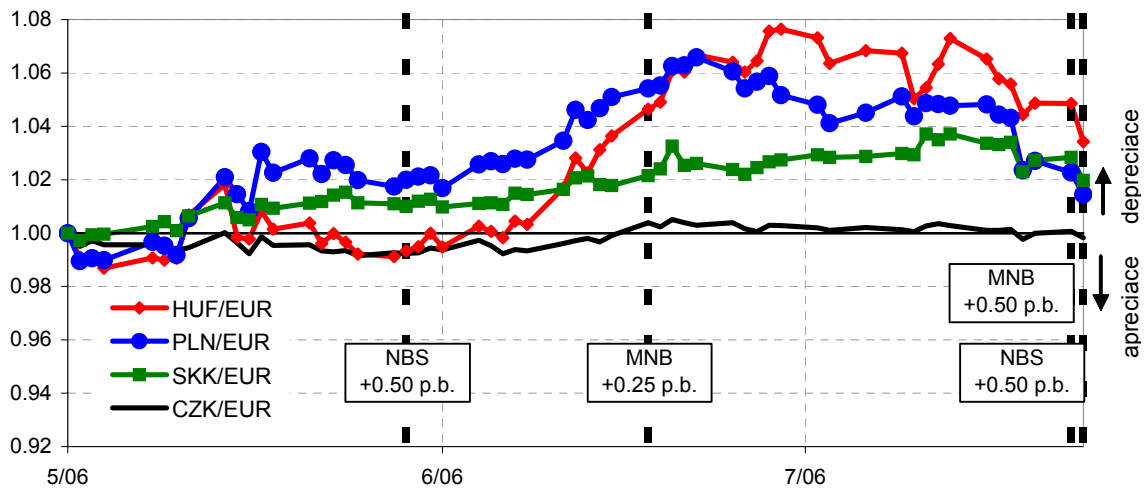
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



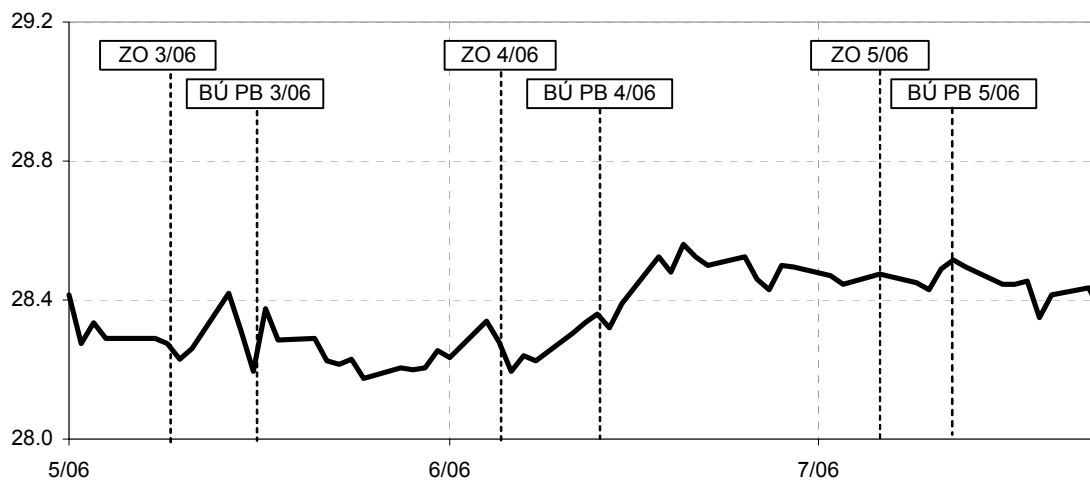
**Graf 5: IRS**



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



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

