

Měnověpolitické doporučení pro 8. SZ 2006

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář červencové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování zůstává *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 na počátku horizontu měnové politiky (HMP, nyní cca srpen 2007 až leden 2008) by měla dosáhnout horní meze tolerančního pásma inflačního cíle. Měnově relevantní inflace (tj. inflace očištěná o primární efekty změn nepřímých daní) zůstává v HMP zhruba na úrovni bodového inflačního cíle. Mezera výstupu v prognóze klesá z odhadované úrovně cca 0,6 % ve 3Q06 na úroveň kolem 0,3% v 4Q06 a v blízkosti této hodnoty pak setrvává až do konce HMP. S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní postupný růst úrokových sazeb, přičemž o jejich prvním zvýšení bylo rozhodnuto už na červencovém zasedání BR. Ve 3Q06 by úroveň 3M PRIBORu měla podle prognózy dosáhnout zhruba 2,5 %, což se příliš neliší od dosavadního průměru za toto čtvrtletí (2,33 %). V posledních dnech se hodnota pohybuje okolo 2,35 %. Aktuální situační zpráva hodnotí bilanci rizik výše popsané červencové prognózy celkově jako zhruba neutrální.

Následující text shrnuje hlavní argumenty vedoucí k vyšším nebo nižším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní s červencovou prognózou. Proinflační riziko, které 8. SZ identifikuje z titulu posunu projevů zvýšení spotřební daně na cigarety o 2 měsíce do budoucnosti, je (vzhledem k výjimkování primárních dopadů změn nepřímých daní) v následujícím textu pominuto.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Ze strany některých **exogenních veličin** existuje mírné proinflační riziko základního scénáře prognózy. Oproti RS07 posílilo v CF08 očekávání růstu ekonomické aktivity v eurozóně a také tržní výhled úrokových sazeb Euribor odečtený ke dni zjišťování CF se posunul výše o 0,2 – 0,3 p.b. (případný depreciační tlak ze strany vyššího úrokového diferenciálu se však v kurzu CZK/EUR zatím neprojevoval, a navíc je výhled růstu sazeb Euribor zatížen nadále výraznou nejistotou). Došlo také k revizi údajů o ekonomickém růstu v Německu, která by v konečném důsledku měla mít mírné proinflační dopady do prognózy české inflace.
- b) Prozatím spíše jen potenciální rizika lze spatřovat v oblasti veřejných financí. Odhad **fiskálního impulsu** pro roky 2006 a 2007 se oproti červencové prognóze sice zatím nemění, avšak přijetí návrhu státního rozpočtu ve formě, která byla projednána v polovině srpna odstupující vládou, by zvýšilo dosavadní predikci deficitu na rok 2007 na hodnotu přibližně 3,2 – 3,3 % HDP s možnými důsledky i pro fiskální impuls.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) I nadále přetrvává riziko **silnějšího kurzu CZK/EUR** ve srovnání se základním scénářem. Analytici v rámci šetření IOFT předpokládají v ročním horizontu úroveň kurzu CZK/EUR na hladině v průměru 27,57 CZK/EUR, tj. oproti hodnotě základního scénáře pro 3Q07 (28,60 CZK/EUR) o cca 3,6 % silnější. Průměr kurzu za 3Q06 do 29. 8. (28,31 CZK/EUR) zhruba odpovídající hodnotě základního scénáře pro 3Q06 (28,40 CZK/EUR) prozatím významně asymetrické kurzové riziko nesignalizuje. Především v srpnu se však kurz pohybuje na apreciovanějších hodnotách.
- b) Nadále existuje nejistota ohledně **nastavení počáteční mezery výstupu**, resp. tempa růstu potenciálního (inflaci nezrychlujícího) produktu v prognóze. Tuto nejistotu odrážel v červenci sestavený alternativní scénář zahrnující mzdové náklady v podmínkách strnulých nominálních mezd, který implikoval nižší prognózu inflace i úrokových sazeb (pro 3Q06 o 0,1 p.b.). K nižší mezeře výstupu směřuje i přehodnocení počátečních podmínek červencové prognózy, obsažené v Grafu rizik inflační prognózy v 8.SZ a založené na dodatečné informaci v podobě nižší než očekávané jádrové inflace v červnu. Výsledný posun v odhadu mezery výstupu pro 2Q06 (z 0,9 na 0,8 %) lze však vzhledem k celkové nejistotě odhadu považovat za zanedbatelný.

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **červencovém zasedání** (27. 7.) BR zvýšila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 p.b. na 2,25 %. Toto rozhodnutí bylo v souladu s očekáváním většiny analytiků. Z červencového šetření agentury Reuters (20.7.) vyplývalo, že 15 analytiků z 23 dotazovaných předpokládalo zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. na tomto zasedání BR ČNB. Další 4 analytici tento krok očekávali během srpna či září, 3 analytici v 4Q06 a 1 analytik v 1Q07. Většina analytiků také předpokládala, že k dalšímu zpřísnění měnové politiky dojde nejpozději na přelomu letošního a příštího roku. V ročním horizontu analytici předpokládali úroveň 2T repo sazby v rozmezí 2,25 až 3,25 %.

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 4:3 a nikdo nebyl pro variantu zvýšit sazby o více než 0,25 p.b. Guvernér uvedl, že těsný výsledek hlasování odráží nejistotu, která panuje ohledně ekonomické prognózy. Bankovní rada je podle něj rozdělena v názoru na rizika prognózy; někteří členové je vidí jako vyvážená, někteří jako směřem dolů. Nejistota o načasování a rozsahu dalšího pohybu sazeb je proto větší, než kdy jindy. Guvernér také prohlásil, že nová prognóza inflace je konzistentní s postupným zvyšováním úrokových sazeb, nebude však předvídat, kdy a jak měnová politika zareaguje na novou prognózu.

Sazby na peněžním trhu od posledního zasedání BR klesly cca o 0,1 p.b. Na trhu se poněkud oslabilo očekávání, že v nejbližším období bude pokračovat zpřísnování měnové politiky ČNB. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR má pozitivní sklon (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se v celém horizontu pohybuje pod úrovní základního scénáře prognózy.

Sazby IRS také poklesly, od posledního zasedání BR až o 0,2 p.b. Spread 5R – 1R dosahuje 0,7 p.b., spread 10R – 1R činí 1,1 p.b. (k 29.8.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (17.8.) vyplývá, že na srpnovém zasedání BR ČNB žádný analytik

nepředpokládá změnu základních sazeb. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybují v rozmezí 2,50 až 3,25 %.

Z později provedeného šetření agentury Reuters (25.8.) také vyplývá, že žádný analytik z 17 dotazovaných nepředpokládá změnu základních sazeb na srpnovém zasedání BR. Všichni však očekávají, že v ročním horizontu se 2T repo sazba bude pohybovat výše (v rozmezí 2,50 až 3,25 %). Načasování prvního zvýšení základních sazeb ČNB je následující: 3Q06 (1 analytik), 4Q06 (8), 1Q07 (6), 2Q07 (1) a 1H07 (1).

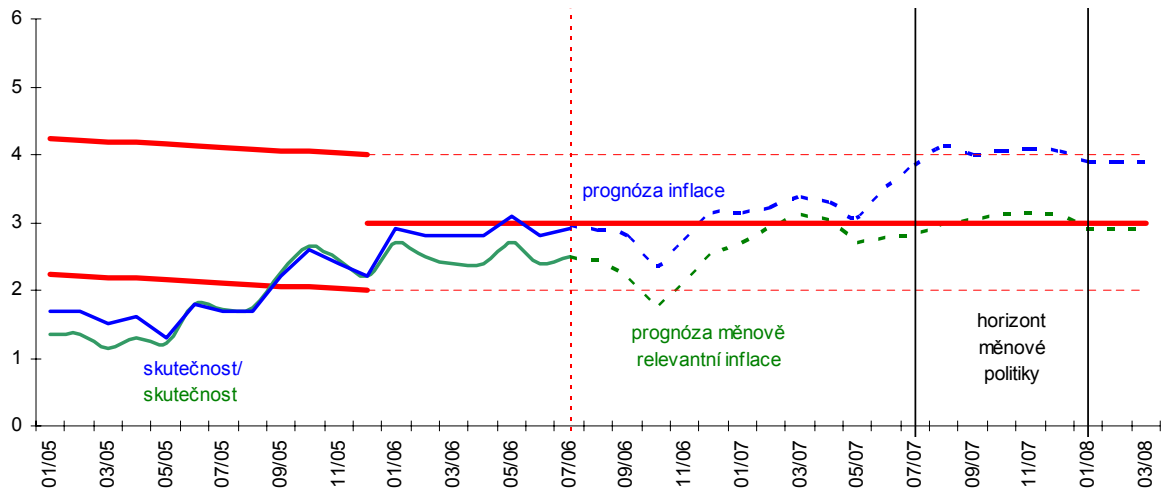
Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávali **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by kurz měl posílit na 27,57 CZK/EUR, tj. o 2,6 % vzhledem k průměru za 3Q06 do 29.8. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 3Q07 kurz na úrovni 28,60 CZK/EUR.

16.8.	J.Frait (rozhovor pro MF Dnes)	Aktuální zhodnocení (kurzu) v posledních dnech není nijak dramatické. Když bude dál pokračovat stabilita kolem současných úrovní, neměl by to být pro ekonomiku problém.
18.8.	L.Niedermayer (rozhovor pro Bloomberg)	The appreciation of the Czech koruna may ease the need to raise interest rates. A "rather significant" firming of the koruna, which reached a record on Aug.11, deviated the most from the central bank's July inflation forecast and could dampen inflation more than assumed.

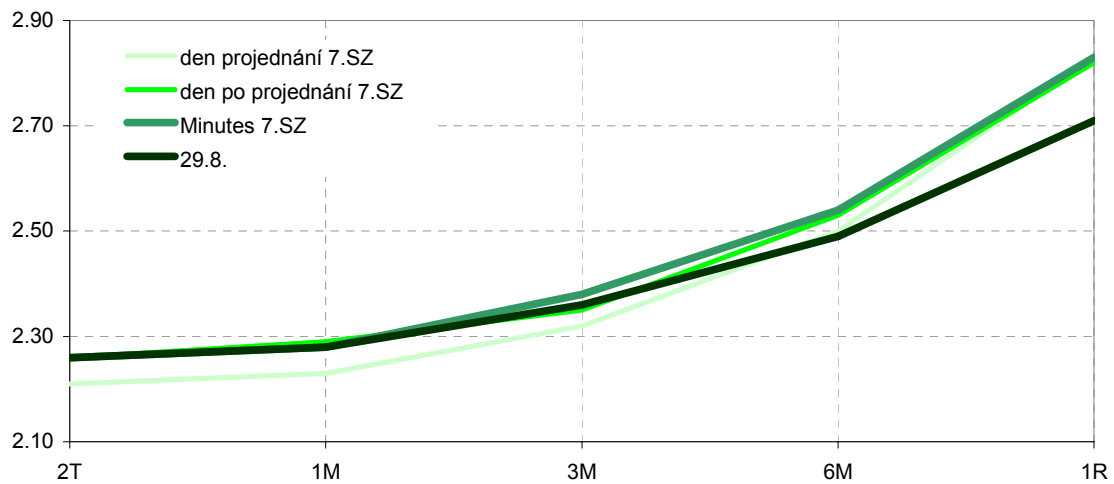
5. Měnověpolitické doporučení SMS

Sekce měnová a statistiky doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

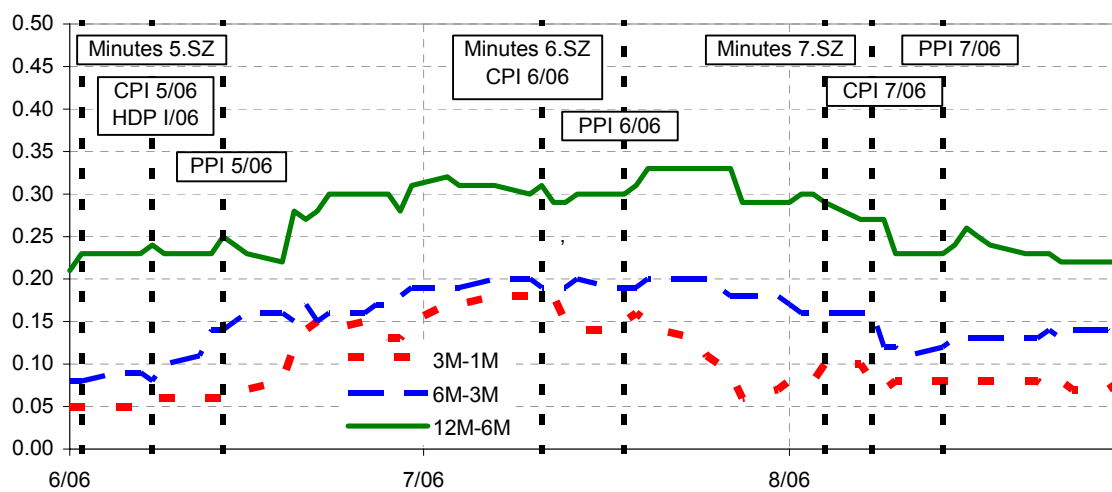
Graf 1: Prognóza inflace ze 4.SZ 2005 a cílové pásmo



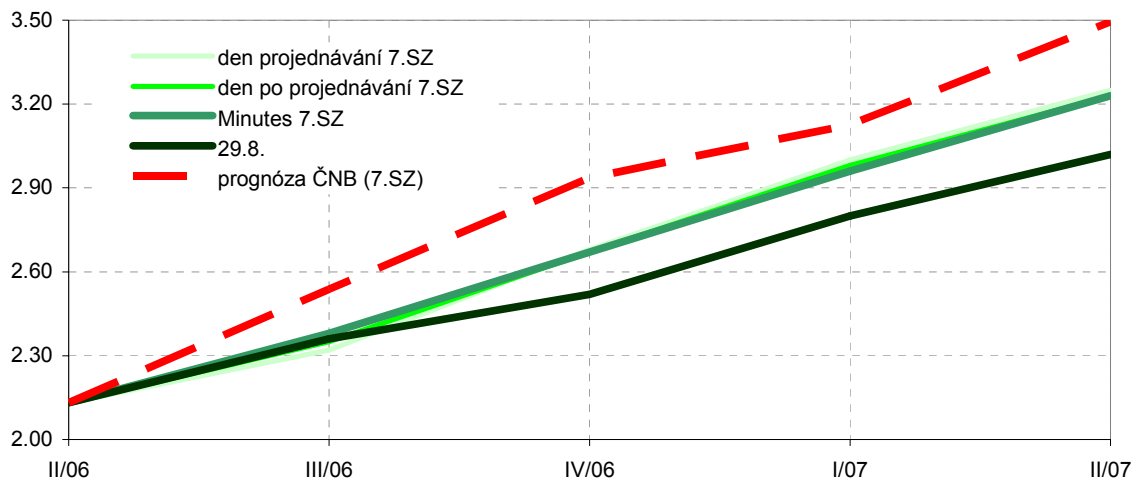
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



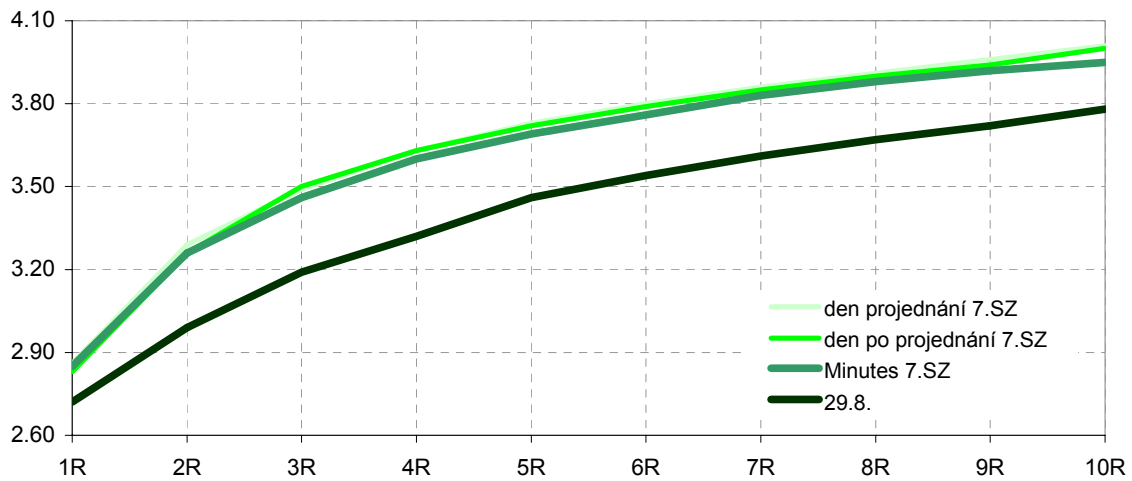
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



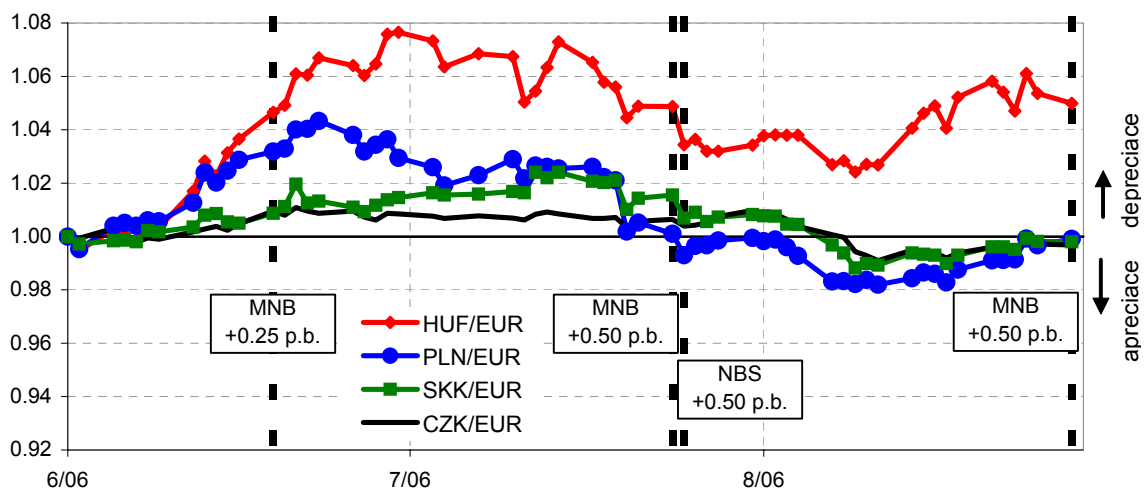
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



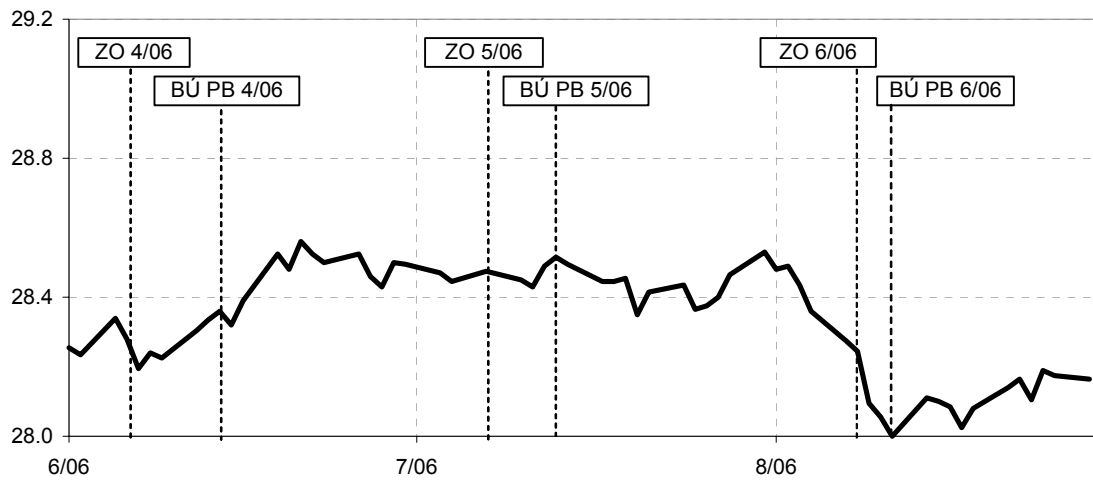
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.6. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

