Měnověpolitické doporučení pro 10. SZ 2006

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář říjnové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *říjnová makroekonomická prognóza*. Podle ní by se celková inflace ve zbývající části roku 2006 a v první polovině roku 2007 měla držet pod úrovní bodového inflačního cíle. Zhruba v polovině roku 2007 by měla začít poměrně rychle růst, na přelomu 3Q07 a 4Q07 dosáhnout horní hranice tolerančního pásma a okolo ní se pohybovat v celém horizontu měnové politiky (HMP, nyní cca říjen 2007 až březen 2008). S makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní postupný růst úrokových sazeb. Ve 4Q06 by úroveň 3M PRIBORu měla dosáhnout zhruba 2,6 %, což zhruba odpovídá průměru za období od počátku 4Q06. S prognózou je tak konzistentní zachování sazeb ve 4Q06 na stávající úrovni.

Situační zpráva neidentifikuje žádné výrazné riziko říjnové prognózy, které by vedlo k nutnosti zpracování alternativního scénáře. Pouze byly vypracovány citlivostní analýzy, které ohodnocují dopady nejistot spojených se změnou daní na tabákové výrobky (dvě krajní varianty), s ekonomickým vývojem v eurozóně a s vývojem kurzu CZK/EUR.

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

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

a) Se základním scénářem prognózy je konzistentní trajektorie úrokových sazeb, která má vzhledem k výhledu domácí ekonomiky i zahraničních faktorů celkově jednoznačně rostoucí charakter. Stabilita sazeb ve 4Q06 na stávající úrovni je především důsledkem velké míry **vyhlazování** úrokových sazeb. V souladu s dlouhodobým směřováním trajektorie sazeb je tedy možno o jejich zvýšení uvažovat již ve 4Q06.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

a) 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 27,63 CZK/EUR, tj. oproti hodnotě základního scénáře pro 4Q07 (28,50 CZK/EUR) o cca 3,1 % silnější. Toto očekávání je navíc spojeno s mírně nižším výhledem trajektorie sazeb ze strany analytiků, než jakou naznačuje prognóza, takže případné zvýšení sazeb může tržní kurzová očekávání posunout dále apreciačním směrem. Průměr kurzu za období od počátku 4Q06 do 24. 10. (28,28 Kč/EUR) odpovídající hodnotě základního scénáře pro 4Q06 (28,30 Kč/EUR) však prozatím relevanci asymetrického kurzového rizika nesignalizuje.

b) Od odečtu CF09 a s ním souvisejících tržních výhledů došlo k poklesu aktuální hodnoty i výhledu cen ropy a ropných produktů. To se projevilo již v době odečtu CF10. Jeho zapracování by podle provedených propočtů celkově nepřineslo výraznou změnu vyznění prognózy. Pokud by ale posun cen ropy směrem dolů přetrvával i v dlouhodobějším horizontu, jednalo by se o protiinflační riziko. Aktuální vývoj (pokles ceny ropy Brent o cca 2 % pod úroveň v době odečtu CF10) prozatím vyznívá mírně ve směru tohoto rizika.

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **zářijovém zasedání** (27. 9.) BR zvýšila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 p.b. na 2,50 %. Toto rozhodnutí bylo částečně očekáváno. Ze zářijového šetření agentury Reuters (15.9.) vyplývalo, že 9 analytiků z 24 dotazovaných předpokládalo zvýšení základních sazeb na tomto zasedání BR ČNB. Dalších 12 analytiků tento krok očekávalo během 4Q06 a 3 analytici v 1Q07. Někteří analytici také předpokládali, že do konce roku 2006 (případně na přelomu 4Q06/1Q07) ČNB přistoupí ke dvojímu zvýšení základních sazeb. V ročním horizontu analytici předpokládali úroveň 2T repo sazby v rozmezí 2,50 až 3,25 % (medián 3,00 %).

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 5:2. Diskutovalo se přitom pouze o variantách zvýšit sazby o 0,25 p.b. a ponechat sazby beze změny. Guvernér uvedl, že pohled na ekonomiku se proti červencové prognóze nezměnil, rozhodnutí o sazbách odpovídá předpokladům prognózy. Ekonomika nadále silně roste a druhé čtvrtletí nepřineslo výrazné protiinflační faktory. Guvernér zhodnotil inflační rizika jako malá na obou stranách. Na straně rizik směrem vzhůru působí vyšší srpnová inflace a některé další ukazatele, očekávaný vývoj některých exogenních faktorů a rizika dlouhodobého fiskálního vývoje. Rizikem směrem dolů jsou pak nižší ceny ropy a benzínu. Celkově lze rizika hodnotit jako mírně proinflační. Podle guvernéra roste riziko, že nepříznivý fiskální trend ovlivní i rok 2008. Nedá se ale říci, zda bude mít fiskální situace přímý vliv na inflaci. Ke kurzu koruny guvernér uvedl, že je v souladu s očekáváním v inflační prognóze.

Sazby na peněžním trhu se od posledního zasedání BR nepatrně zvýšily, ale jen na nejkratším konci křivky. Nárůst dosáhl max. 0,1 p.b., ostatní splatnosti stagnovaly. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR má pozitivní sklon (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se do 1Q07 pohybuje zhruba na úrovni základního scénáře prognózy, v delším horizontu leží na nižší hladině.

Sazby IRS se také pohybují přibližně na stejné hladině jako při posledním zasedání BR. Spread 5R – 1R dosahuje 0,4 p.b., spread 10R – 1R 0,7 p.b. (k 24.10.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (11.10.) vyplývá, že na říjnovém zasedání BR ČNB žádný analytik nepředpokládal změnu základních sazeb. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 2,75 až 3,25 % (medián 3,00 %).

Ze šetření agentury Reuters (20.10.) vyplývá, že 2 analytici z 24 dotazovaných předpokládají zvýšení základních sazeb o 0,25 p.b. na říjnovém zasedání BR ČNB. Ostatní načasovali svá očekávání následovně: 4Q06 (12 analytiků), 1Q07 (9) a 1H07 (1). V ročním horizontu analytici předpokládají úroveň 2T repo sazby v rozmezí 2,75 až 3,50 % (medián 3,00 %).

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávali **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by kurz měl posílit na 27,63 CZK/EUR (rozmezí 27,00 až 28,60), tj. o 2,3 % vzhledem k průměru za 4Q06 do 24.10. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 4Q07 kurz na úrovni 28,50 CZK/EUR.

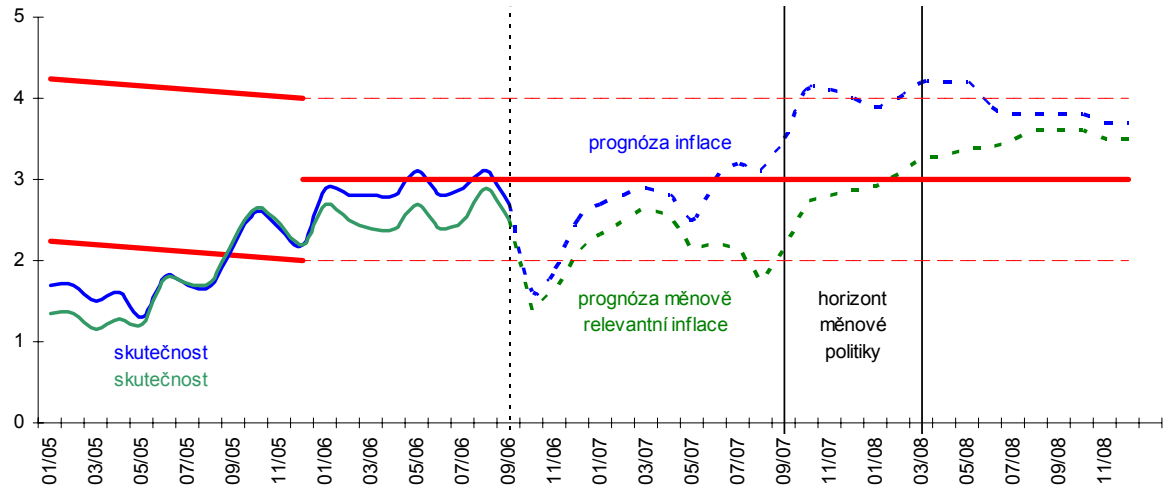
Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

18. 10.	J. Frait (rozhovor pro Reuters)	Při daných informacích jsem pro opatrný přístup, pro nějaký gradualismus. Podle mě nevzniká potřeba série zvyšování sazeb za účelem utlumení nějakých jednoznačných inflačních tlaků.

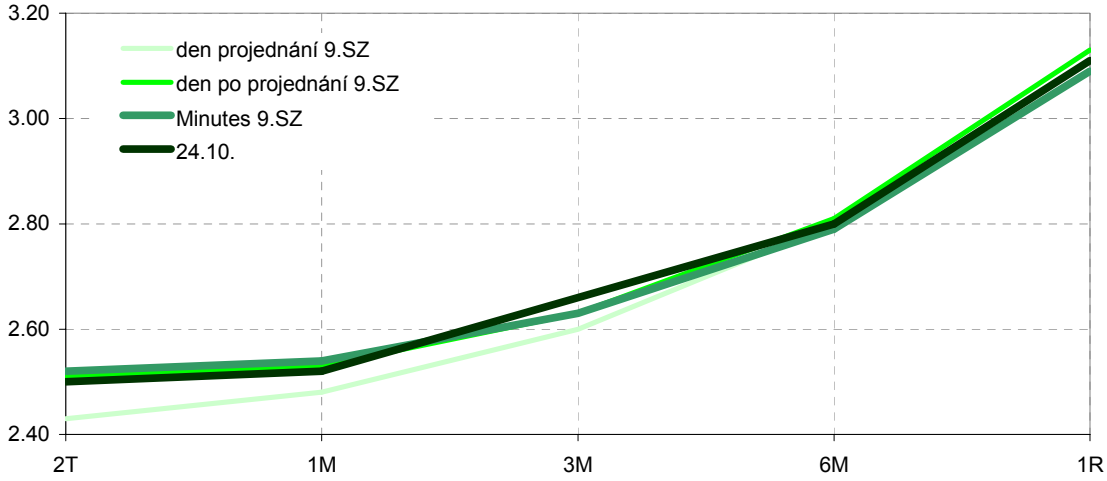
5. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

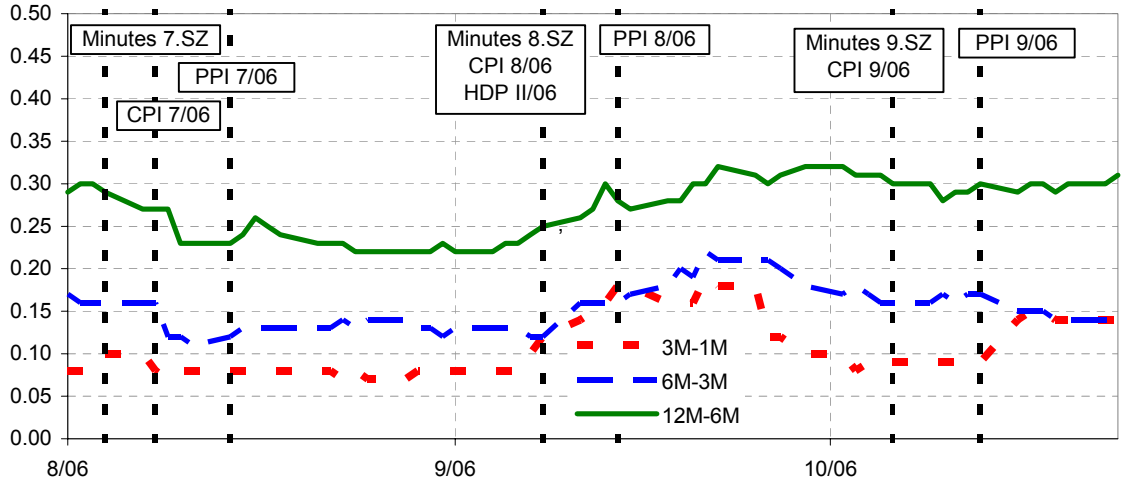
Graf 1: Prognóza inflace ze 10. SZ 2006 a cílové pásmo



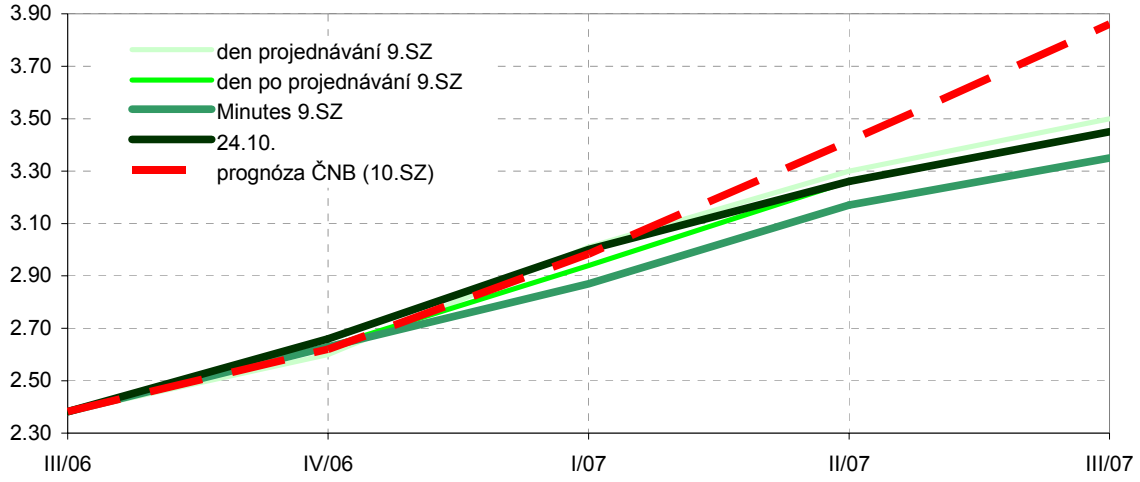
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



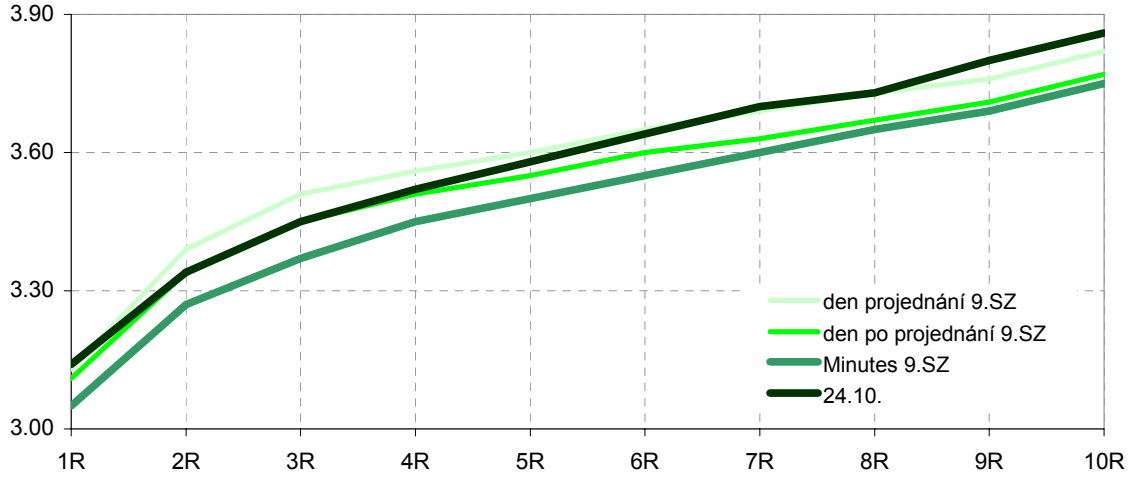
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



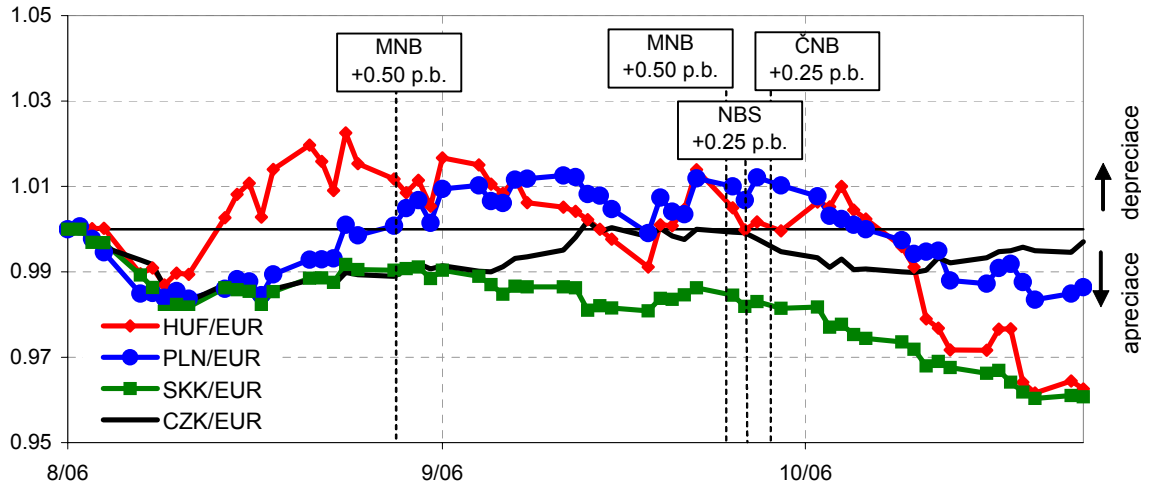
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



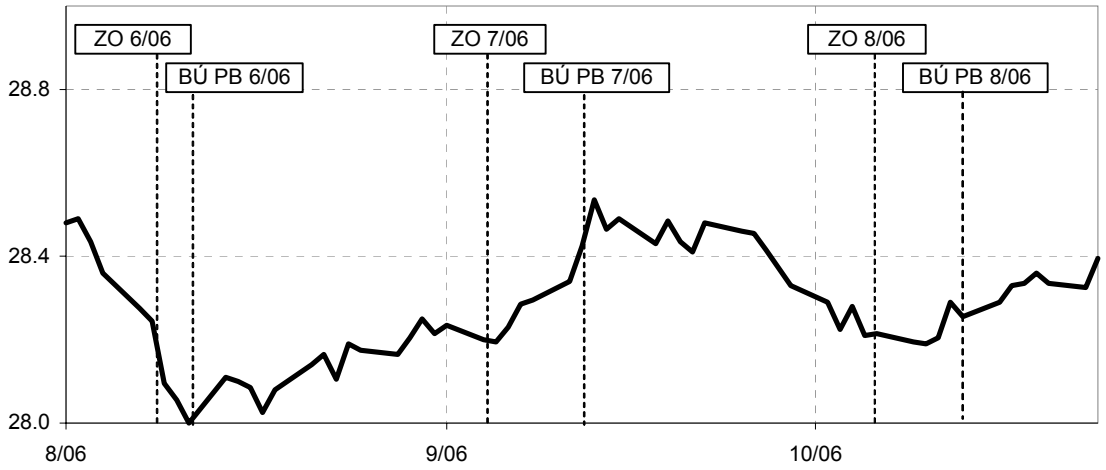
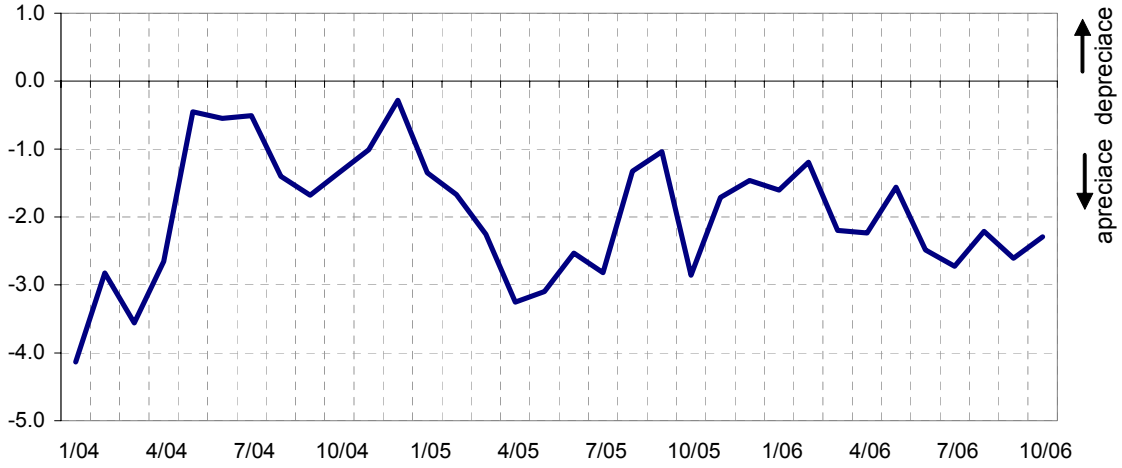
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.8. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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