

# Měnověpolitické doporučení pro 11. SZ 2006

Sekce měnová a statistiky

## 1. Základní scénář říjnové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování zůstává *říjnová makroekonomická prognóza*. Podle ní by se celková inflace ve zbývající části roku 2006 a v první polovině roku 2007 měla držet pod úroveň 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 duben 2008). Ve 4Q06 by úroveň 3M PRIBORu měla podle prognózy dosáhnout cca 2,6 %, což zhruba odpovídá průměru za dosavadní průběh 4Q06 (2,65 %). S prognózou je tak konzistentní zachování sazeb ve 4Q06 na stávající úrovni, v delším výhledu je však prognózovaná trajektorie rostoucí.

Situační zpráva hodnotí bilanci rizik říjnové prognózy jako protiinflační. Nejvýznamnějším protiinflačním faktorem je vývoj skutečné inflace v říjnu. Ostatní domácí indikátory naznačují celkově protiinflační rizika, zatímco v oblasti zahraničních indikátorů najdeme faktory působící oběma směry.

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) Jako velmi mírné proinflační riziko lze vnímat zvýšení **výhledu zahraniční ekonomické aktivity** měřené vývojem HDP v eurozóně v letošním i příštím roce o 0,1 p.b. K tomu lze připojit informaci, že konkrétně v německé ekonomice se sentiment měřený přímo ve firmách (indexem IFO) pohybuje v poslední době na výrazně optimističtějších úrovních než sentiment udávaný analytickými pracovišti (index ZEW), z jejichž odpovědí vychází CF.

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

- a) **Skutečná meziroční inflace** v říjnu (1,3 %) byla o 0,3 p.b. nižší oproti prognóze. Nižší než očekávaný růst byl důsledkem vývoje cen potravin a korigované inflace bez PH. Není sice vyloučena aspoň částečná kompenzace tohoto výkyvu v dalších měsících, přesto však (mj. vzhledem k vývoji produkčních cenových okruhů a k vývoji na trhu práce) vzniká v této oblasti jisté protiinflační riziko. Dalším protiinflačním faktorem v oblasti cenového vývoje je skutečnost, že Poslanecká sněmovna schválila zvýšení **sazeb spotřebních daní**

na cigarety v příštím roce v menším než očekávaném rozsahu. Příspěvek k inflaci z titulu zvýšení těchto sazeb se tak v roce 2007 snížil cca o třetinu.

- b) Riziko **silnějšího kurzu CZK/EUR** ve srovnání se základním scénářem je naznačeno skutečností, že analytici v rámci šetření IOFT v ročním horizontu předpokládají úroveň kurzu CZK/EUR v průměru 27,49 CZK/EUR, tj. oproti hodnotě základního scénáře pro 4Q07 (28,50 CZK/EUR) o cca 3,5 % 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. Průměr kurzu za období od počátku 4Q06 do 28. 11. (28,17 CZK/EUR) je jen mírně pod úrovní základního scénáře pro 4Q06 (28,30 CZK/EUR), zhodnocování kurzu v posledních týdnech až pod hladinu 28 CZK/EUR však posiluje relevanci protiinflačního kurzového rizika.
- c) Výhled CF11 se v případě kurzu amerického dolaru vůči euru posunul na silnější hladiny (v souladu s vývojem v předchozích týdnech), což částečně kompenzovalo vliv nižších cen ropy a ropných produktů, a protiinflační riziko prognózy plynoucí z této množiny informací tak bylo dosud slabé. V posledních dnech však pozorujeme prudké **oslabování amerického dolaru vůči euru**. Pokud by toto oslabování trvalo delší dobu, může zvýraznit dopady poklesu cen ropy a ropných produktů na domácí cenový vývoj.

## 4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **říjnovém zasedání** (26. 10.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,50 %. Toto rozhodnutí bylo očekáváno většinou účastníků finančního trhu. Ze říjnového šetření agentury Reuters (20.10.) vyplývalo, že pouze 2 analytici z 24 dotazovaných předpokládali zvýšení základních sazeb na tomto zasedání BR ČNB. Dalších 12 analytiků tento krok očekávalo během 4Q06, 9 analytiků v 1Q07 a 1 analytik v 1H07. V ročním horizontu analytici předpokládali úroveň 2T repo sazby v rozmezí 2,75 až 3,50 % (medián 3,00 %).

Na pozdější tiskové konferenci guvernér ČNB Z. Tůma oznámil, že BR rozhodla poměrem hlasů 5:1, jeden člen byl pro zvýšení sazeb o 0,25 p.b. Podle guvernéra je s novou prognózou konzistentní zvyšování úrokových sazeb. Guvernér uvedl, že krátkodobě nová prognóza vidí trajektorii úrokových sazeb velmi lehce níž proti červencové prognóze, dlouhodobě jsou však obě trajektorie sazeb velmi podobné. Rizika prognózy představují budoucí fiskální vývoj, ceny ropy, tempo růstu HDP a úrokové sazby v eurozóně. Guvernér dále prohlásil, že ČNB velmi pravděpodobně sníží inflační cíl, jakmile bude k dispozici nový harmonogram pro přijetí eura. ČNB bude zvažovat snížení středu inflačního cíle na 2,0-2,5 % ze současných 3,0 %.

Sazby na peněžním trhu se od posledního zasedání BR mírně snížily. Pokles činil 0,1 p.b. ve splatnostech 3M až 1R, nejkratší splatnosti stagnovaly. **Výnosová křivka** sazeb PRIBOR má pozitivní sklon (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se již od 1Q07 odchyluje směrem dolů od trajektorie sazeb konzistentní s aktuální prognózou, s prodlužujícím se horizontem odchylka narůstá.

Sazby IRS také poklesly, od posledního zasedání BR zhruba o 0,2 p.b. ve všech splatnostech. Spread 5R – 1R dosahuje 0,5 p.b., spread 10R – 1R činí 0,7 p.b. (k 28.11.).

Současná **očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z dotazníků IOFT (15.11.) vyplývá, že žádný analytik nepředpokládal změnu základních sazeb na listopadovém zasedání BR ČNB. Odhady úrovně 2T repo sazby v horizontu 1R se pohybovaly v rozmezí 3,00 až 3,50 % (medián 3,00 %).

Ze šetření agentury Reuters (24.11.) také vyplývá, že žádný z 20 dotazovaných analytiků nepředpokládá zvýšení základních sazeb na listopadovém zasedání BR ČNB. Všichni však očekávají, že v ročním horizontu se 2T repo sazba bude pohybovat výše, a to v rozmezí 2,75 až 3,50 % (medián 3,00 %). Načasování prvního zvýšení základních sazeb ČNB je následující: 1Q07 (14 analytiků), 2Q07 (5) a 1H07 (1).

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávali **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by kurz měl posílit na 27,49 CZK/EUR (rozpětí 26,80 až 28,60), tj. o 2,4 % vzhledem k průměru za 4Q06 do 28.11. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 4Q07 kurz na úrovni 28,50 CZK/EUR.

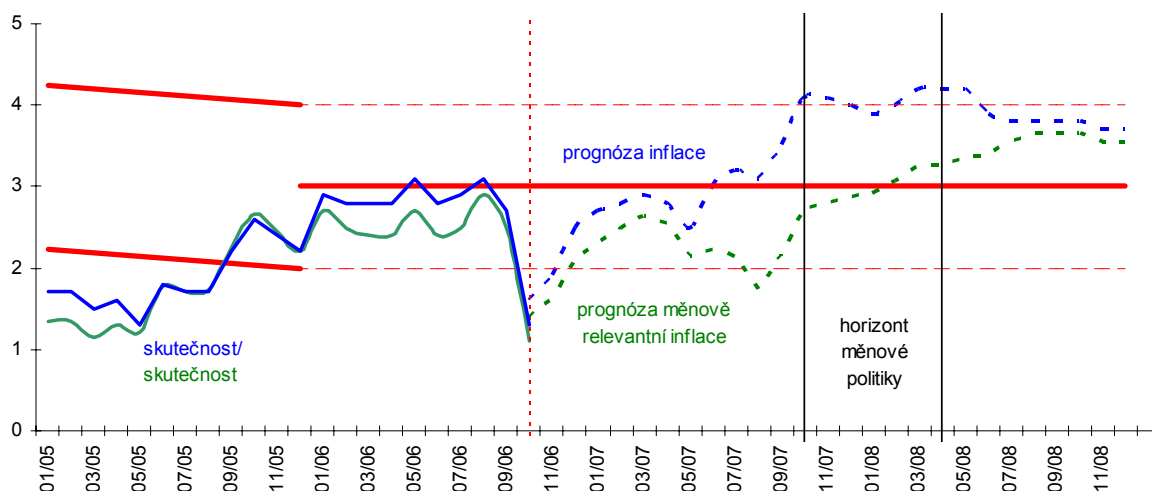
**Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích**

9.11.	M.Singer (Reuters)	Zvyšování sazeb se může pozdržet vůči té naší projektované trajektorii. Je tady kurs, aniž bych ten vývoj chtěl přečíslovat, a také poslední čísla vypadají relativně příznivě. Ale samozřejmě to budeme ještě zvažovat a analyzovat.
16.11.	P.Řežábek (rozhovor pro Reuters)	Zvýšení úrokových sazeb do konce letošního roku by bylo překvapivé. Posílení kurzu koruny a pat na politické scéně by měly vést k rozhodnutí neměnit nyní úrokové sazby.
22.11.	R.Holman (rozhovor pro Reuters)	S velkou pravděpodobností v listopadu Česká národní banka nezvýší sazby. Důvodem je pokles inflace a absence tlaků, které by vyžadovaly jejich zvýšení. Co se týče prosince, ten je stále docela daleko. Česká ekonomika může žít se sazbami pod úrovní eurozóny, pokud si koruna udrží svůj apreciační trend.
22.11.	J.Frait (rozhovor pro Dow-Jones Newswires)	Pokud sazby v eurozóně podle očekávání vzrostou, tak si myslím, že se tím vytvoří prostor pro vyšší sazby u nás. Rychlou sérii zvyšování nominálních úrokových sazeb by ale nebylo rozumné očekávat... Měnová politika by se neměla používat jako nástroj k omezení růstu kurzu koruny.

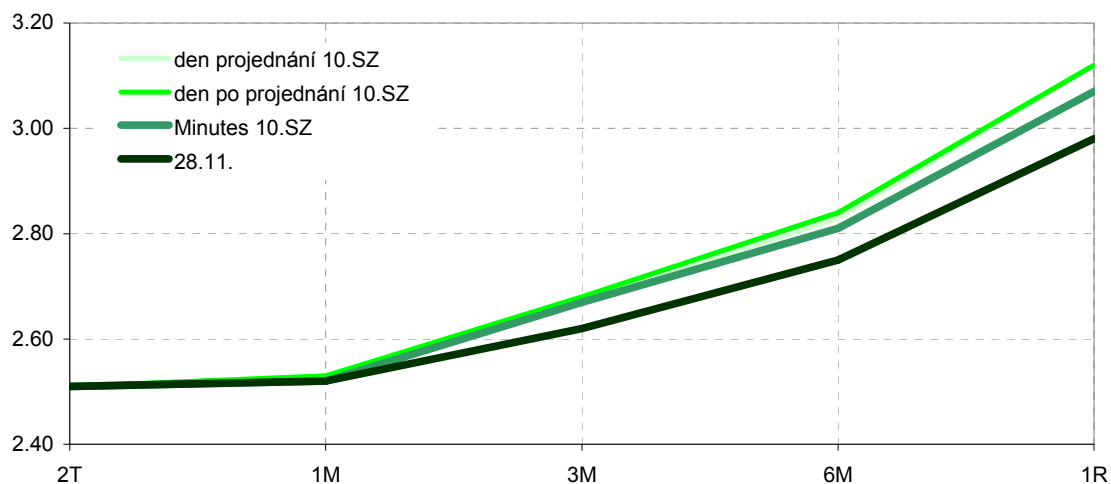
## 5. Měnověpolitické doporučení SMS

Sekce měnová a statistiky doporučuje ponechat sazby na stávající úrovni.

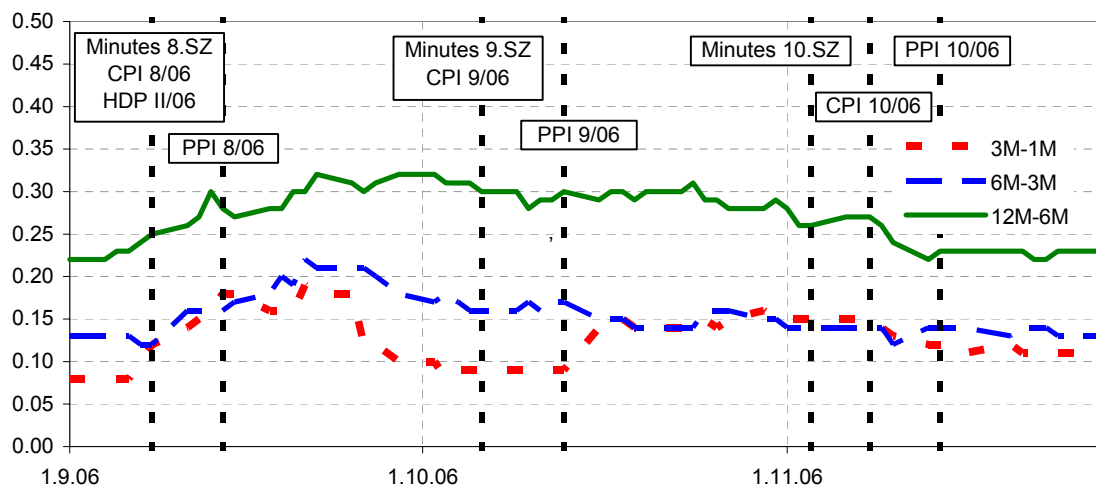
**Graf 1: Prognóza inflace z 10. SZ 2006 a cílové pásmo**



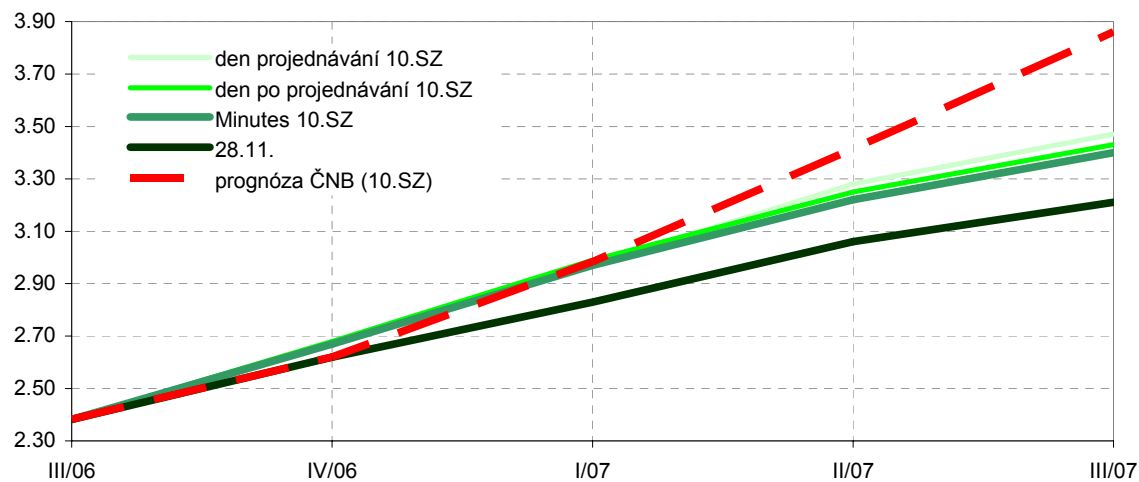
**Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR**



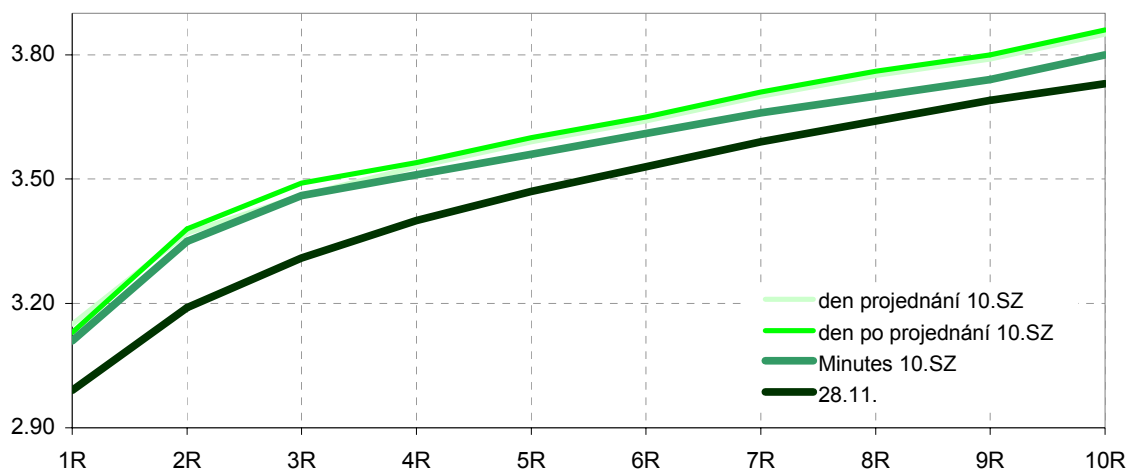
**Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR**



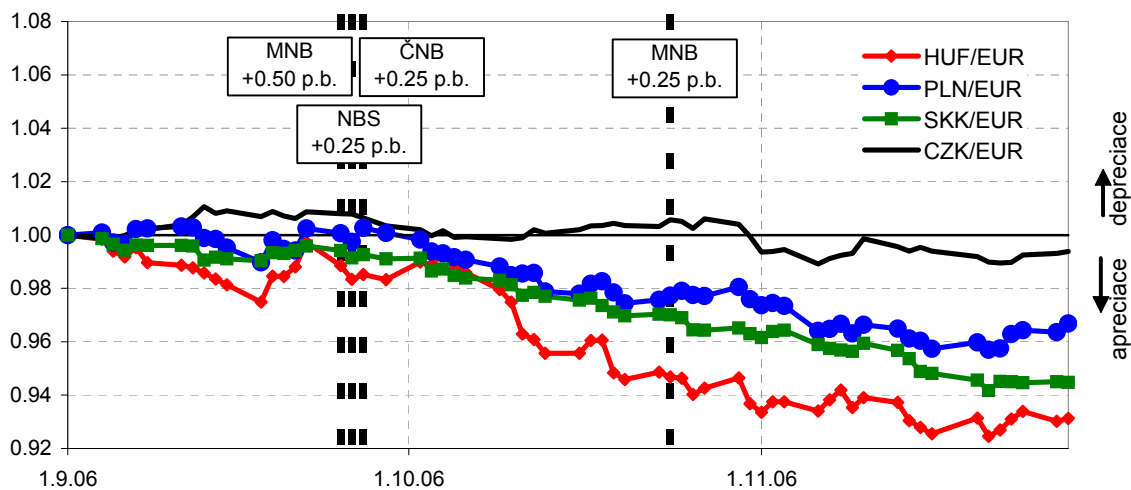
**Graf 4: 3M PRIBOR, FRA**



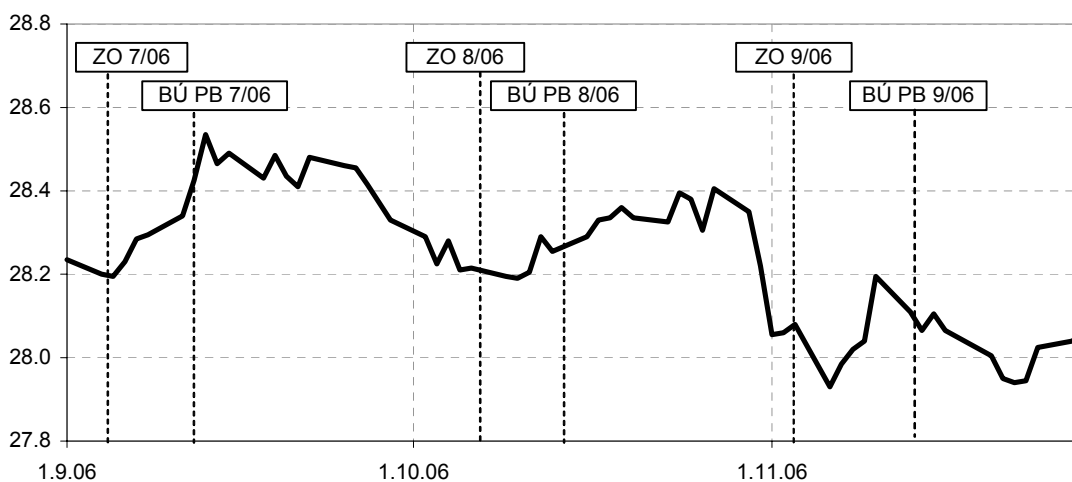
**Graf 5: IRS**



**Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.9. = 1.0)**



**Graf 7: Kurz CZK/EUR**



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

