

Měnověpolitické doporučení pro 8. SZ 2005

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář červencové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování zůstává *červencová makroekonomická prognóza*. Tato prognóza předpokládá uzavření záporné mezery výstupu zhruba v 1Q07. Podle základního scénáře bude celková meziroční inflace v HMP (3Q06 a 4Q06) zhruba o 0,4 p.b. nižší než cílová hodnota 3 %. Se základním scénářem prognózy je konzistentní průměr úrokových sazeb ve 3Q05 na úrovni zhruba 1,9 %, což znamená přibližně zachování současné úrovně sazeb. Růst sazeb je prognózován až v průběhu roku 2006.

Aktuální situační zpráva hodnotí souhrnně rizika červencové prognózy v HMP jako vyrovnaná oběma směry a nízká. Následující text shrnuje některé 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) Existuje riziko, že **budoucí vývoj cen ropy** bude probíhat na vyšších hladinách, než předpokládá RS07 (založený na CF06). CF08 implikuje oproti RS07 posun ceny uralské ropy pro 4Q05 o zhruba 22 % výše, pro 4Q06 o cca 10 % výše. Tento posun je dále umocněn aktuálním vývojem cen ropy. Ve srovnání s prognózou jde o vývoj směrem uvažovaným v alternativním scénáři popsaném v 7. SZ (ceny ropy v období 3Q05 – 2Q06 na úrovni o 30 % vyšší, než je úroveň předpokládaná v prognóze pro 3Q05), zatím však jen v menším rozsahu a krátkodobě. V dalších veličinách, které v alternativním scénáři na růst cen ropy reagovaly (zahraniční růst, ceny a sazby), se naplňování tohoto alternativního scénáře projevuje ještě méně. Proinflační riziko červencové prognózy ze strany budoucích cen ropy je dále mírně posilováno nevýrazným posunem CF08 oproti CF06 směrem ke slabšímu kurzu CZK/USD a momentálním rychlejším než prognózovaným růstem domácích cen pohonných hmot.
- b) Je téměř jisté, že od 1. října dojde k **výraznému zvýšení cen zemního plynu**. Dosavadní úvahy Energetického regulačního úřadu naznačují růst až o 15-25%. Nejvýrazněji by se však tento nárůst měl v inflaci projevit skrze své primární dopady v období prvních 12 měsíců (tj. 4Q05-3Q06), které zasahuje do HMP jen v jeho první části.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Nadále přetrvává riziko **rychlejší apreciacie kurzu CZK/EUR ve srovnání se základním scénářem**. Relevanci tohoto rizika naznačuje skutečnost, že analytici v rámci šetření IOFT (viz dále) očekávají v ročním horizontu pohyb kurzu CZK/EUR na hladině kolem

29,20 CZK/EUR, která je oproti hodnotě základního scénáře pro 3Q06 zhruba o korunu (cca 3 %) silnější. Také aktuální vývoj kurzu ve 2. polovině srpna signalizuje spíše silnější než prognózovanou (30,0 CZK/EUR) hladinu pro celé 3Q05. Průměr kurzu celkově za dosavadní průběh 3Q05 do 23.8. (29,90 CZK/EUR) je však prozatím v těsné blízkosti prognózy.

- b) Meziměsíční i meziroční **inlace v červenci byla ve srovnání s prognózou nižší** o 0,3 p.b. Tento rozdíl byl do značné míry zapříčiněn nižší než očekávanou korigovanou inflací bez PH (absence sezónního zvýšení cen úhrad za družstevní bydlení a souvisejících cen imputovaného nájemného; možné rychlejší než předpokládané promítání poklesu dovozních cen z počátku roku tažené předešlou apreciací měnového kurzu; možný posun sezónnosti ve vývoji cen oděvů a obuvi). Nižší než prognózovaná červencová inflace představuje riziko ve směru nižší prognózy inflace v HMP.

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **červencovém zasedání** (28. 7.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni ve výši 1,75 %. Uvedené rozhodnutí bylo v souladu s očekáváním většiny analytiků. Z posledního šetření agentury Reuters (21. 7.) vyplývalo, že žádný z 23 oslovených analytiků nepředpokládal změnu základních sazeb ČNB. Nicméně do budoucna se předpokládá, že úrokové sazby se budou zvyšovat, nárůst by však měl být pozvolný. První zpřísnění měnové politiky někteří analytici očekávají na přelomu letošního roku, většina se však kloní k první polovině roku 2006.

Na pozdější tiskové konferenci viceguvernér ČNB L. Niedermayer řekl, že nová makroekonomická prognóza je konzistentní se stabilními úrokovými sazbami po několik čtvrtletí a jejich následným mírným růstem. Dále prohlásil, že „... nová inflační prognóza je přibližně o 0,5 procentního bodu výš než dubnová. Ekonomika se nadále nachází ve fázi poměrně rychlého růstu, jeho dynamika v roce 2005 i 2006 je shodná s dubnovou prognózou (jsou pouze určité změny ve struktuře HDP). Mezera výstupu by se měla podle nové prognózy uzavřít o dvě čtvrtletí později, tj. až na počátku roku 2007.“

Úrokové sazby na rozhodnutí bankovní rady ČNB a následný komentář téměř nereagovaly. V reakci na nižší než očekávané údaje o červencové inflaci (zveřejnění dne 8.8.) však sazby začaly mírně klesat. Pokles sazeb byl podpořen také rozhovorem viceguvernéra M. Singera pro Reuters a vývojem na zahraničních trzích. Výnosová křivka **sazeb PRIBOR** je mírně rostoucí (viz Graf 2). Tržní trajektorie 3M sazeb se v celém horizontu pohybuje mírně pod úrovní základního scénáře prognózy.

Sazby s delší splatností se také mírně snížily. Sklon výnosové křivky IRS zůstává pozitivní. Spread 5R – 1R dosahuje 0,8 p.b., spread 10R – 1R 1,4 p.b. (k 23.8.).

Současná **tržní očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou následující. Z posledního šetření agentury Reuters (22.8.) vyplývá, že žádný z 24 oslovených analytiků nepředpokládá změnu základních sazeb ČNB na srpnovém zasedání BR. Na finančním trhu panuje shoda, že příští úprava základních sazeb ČNB bude směrem nahoru. První zpřísnění měnové politiky někteří analytici očekávají na přelomu letošního roku, většina se však kloní k první polovině roku 2006.

Analytici v rámci šetření IOFT i nadále očekávají **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz posílit na 29,20 CZK/EUR, tj. o 1,3 % vzhledem k průměru za srpen 2005 do 23.8. (viz Graf 8). Základní scénář prognózy očekává pro 3Q06 kurz na úrovni 30,3 CZK/EUR.

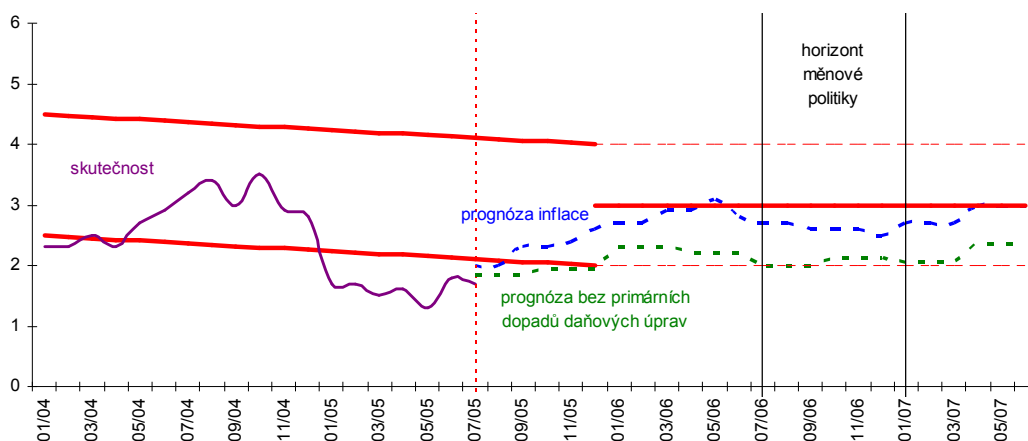
Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v médiích

8.8.	M.Singer (rozhovor pro Reuters)	České úrokové sazby mohou zůstat stabilní po dlouhou dobu a jejich zvýšení z nynějšího historického minima by mohl ještě oddálit opětovný růst koruny... Silné posílení koruny by silně změnilo celkové měnové podmínky, vedlo by určitě k obnovení úvah o dalším snižování sazeb. Ale ... posílení na úrovni 2 procent ... bylo jedním z faktorů, jež vedly ke snížení na 1,75 procenta, ... stejné posílení i s těmi dalšími faktory by už nemusely vést k 1,5 procenta, protože ty argumenty musejí být stále silnější.
17.8.	P.Řežábek (rozhovor pro Bloomberg)	... we should stabilize rates for some time... I would not expect an increase in rates until the second quarter of next year if oil remains at current levels.

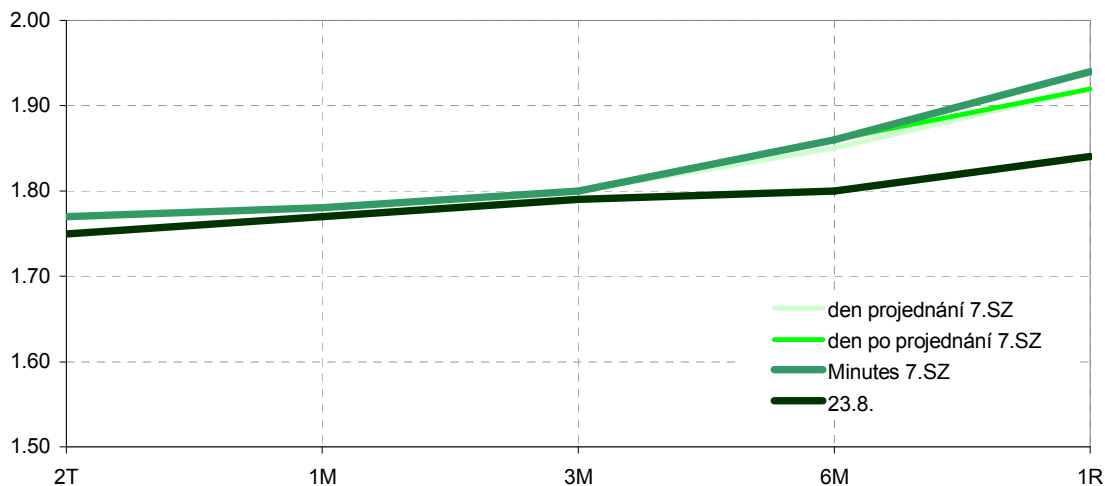
5. Měnověpolitické doporučení SMS

SMS doporučuje ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

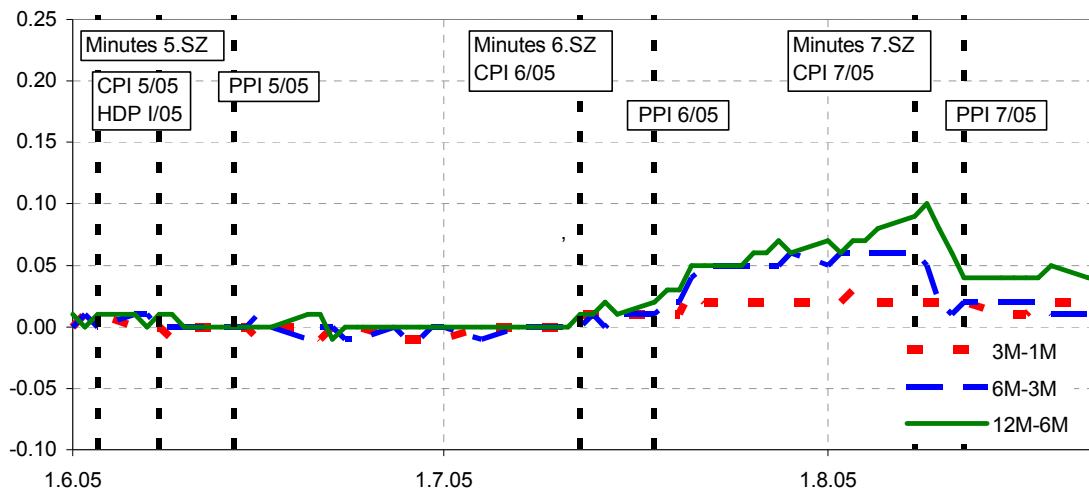
Graf 1: Prognóza inflace ze 7. SZ 2005 a cílové pásmo



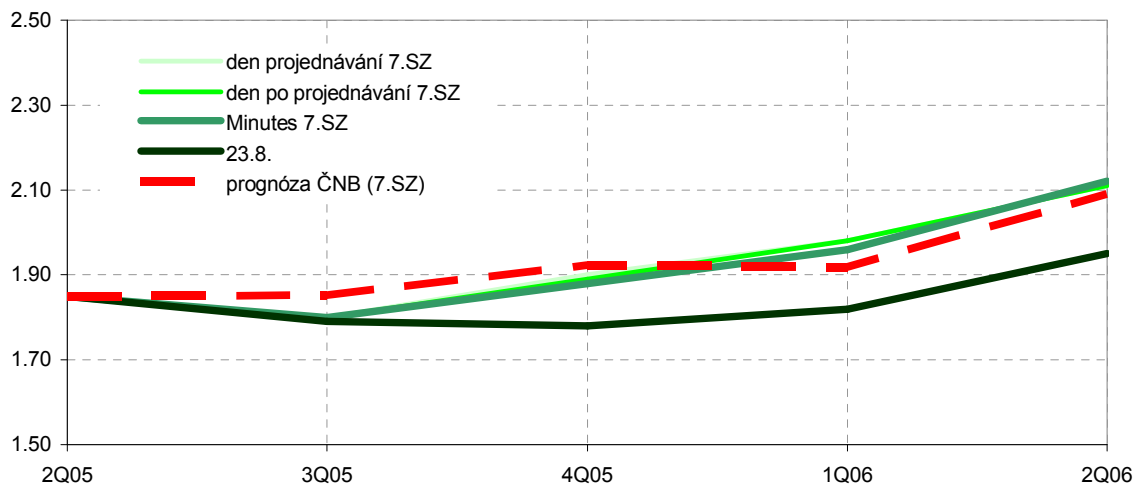
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



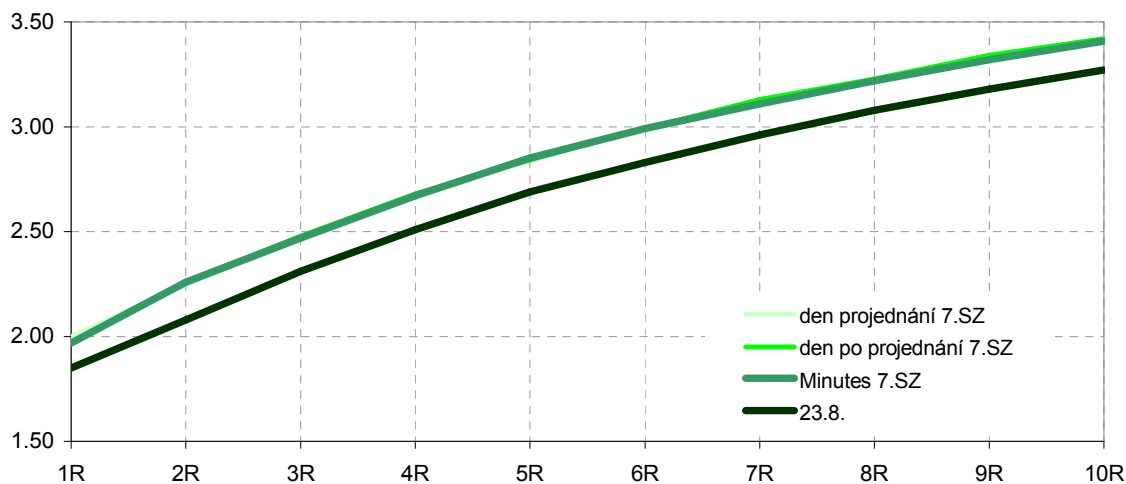
Graf 3: Úrokové spready – PRIBOR



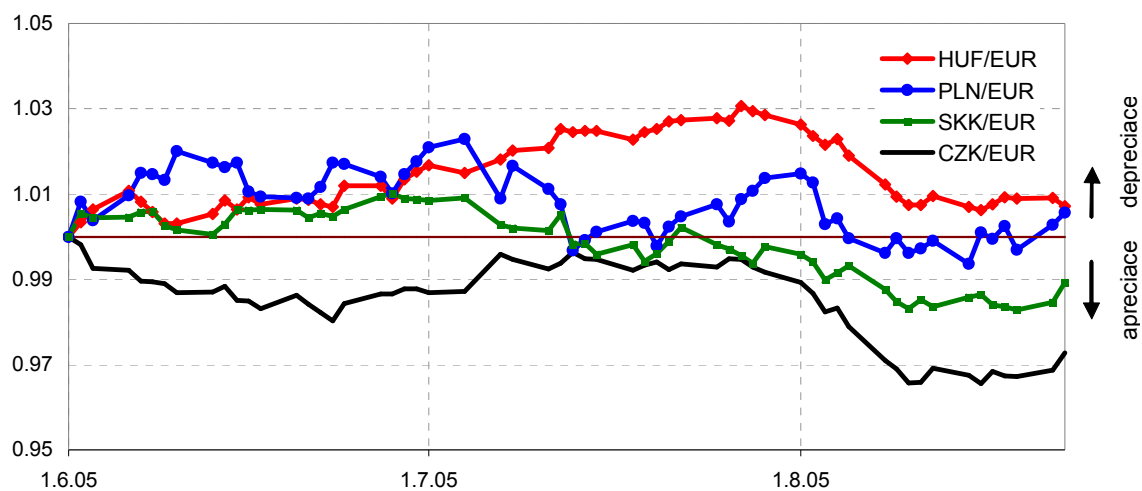
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



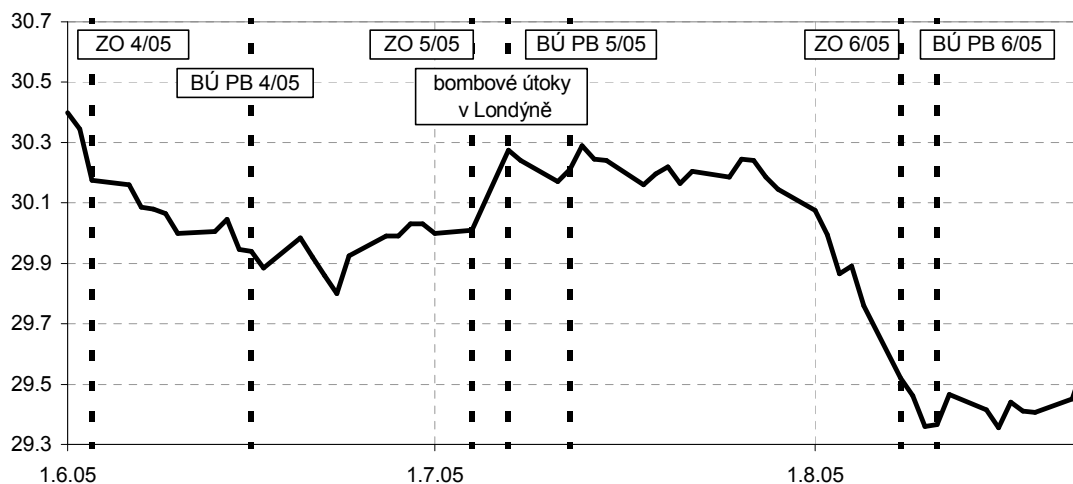
Graf 5: IRS



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



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

