

Měnověpolitické doporučení pro 11.SZ 2003

Odbor měnové politiky

1 Základní scénář prognózy 10.SZ

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je říjnová makroekonomická prognóza. Tato prognóza předpokládá v HNT (4Q2004 – 1Q2005) inflaci na spodní hraně cílovaného pásma¹ (viz příloha A).

Trajektorie úrokových sazeb konzistentní s prognózou implikuje snížení sazeb o 0,25 p.b. ve 4Q2003, stabilitu v první polovině roku 2004 a následný pozvolný růst.² Bankovní rada na svém říjnovém zasedání rozhodla ponechat úrokové sazby nezměněny na úrovni 2,0 %, proto východiskem pro měnověpolitické úvahy je stále vymezení se proti základním scénářem implikovanému snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b. V následujícím textu standardně zvažujeme argumenty vedoucí k nižšímu nebo vyššímu snížení úrokových sazeb než implikuje základní scénář ve světle informací získaných od 10. SZ.

2 Argumenty pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni

Základní scénář prognózy předpokládá, že nedojde k přesunu služeb **pohostinství a ubytování** ze snížené do základní sazby DPH. Po jednání ECOFINu (12.-13. září) se však výrazně zvýšilo riziko, že v rámci EU bude veřejné stravování ponecháno ve skupině s vyšší DPH³. To by pro ČR znamenalo nutnost přesunu pohostinství do skupiny s vyšší DPH, který by pravděpodobně nastal ještě před HNT. Pro ohodnocení tohoto rizika byl v 10.SZ zpracován alternativní scénář, který zá-

¹ Inflace regulovaných cen v HNT by měla mít podle prognózy mírně nižší než „normální příspěvek“, cca 0,7-1,0 p.b.

² Implikovaná trajektorie vychází z předpokladu, že měnová politika nereaguje na primární dopady změn nepřímých daní (viz příloha A).

³ Dále existuje možnost zavedení nových ekologických daní EU.

roven předpokládá vyšší bezprostřední sekundární dopady změn nepřímých daní (v důsledku postihu většího množství subjektů a jejich snazší propagace) a tudíž i vyšší inflaci, na kterou měnová politika reaguje. Celkové inflační dopady do prognózy v HNT jsou odhadnuty na cca 1,5 p.b. Implikovaná trajektorie úrokových sazeb předpokládá (díky reakci pouze na sekundární dopady) stabilitu sazeb ve 4Q2003.

Nadále přetrvává nejistota ohledně počátečního nastavení **úrokové složky měnových podmínek**. Při zpracování prognózy některé informace naznačovaly, že úroková složka měnových podmínek byla v minulosti uvolněnější, a proto se bude mezera výstupu uzavírat rychleji, než předpokládá základní scénář. V 10.SZ byly zpracovány tři alternativy, které předpokládají v minulosti více uvolněnou úrokovou složku měnových podmínek: vyšší inflační očekávání, jiné postavení ekonomiky v cyklu a nižší počáteční podhodnocení reálného kurzu. Implikované trajektorie těchto alternativ předpokládaly stabilitu až zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b. ve 4Q2003. Od 10.SZ publikovaná data – statisticky zjišťovaná inflační očekávání za listopad ve srovnání s modelovými inflačními očekáváním (3,1 %), rekordní tržby maloobchodu (7,5 % ve 3Q2003 oproti predikovaným 5,7 %; 9,4 % v samotném září) a stále vysoká dynamika spotřebních úvěrů – zvyšují riziko naplnění alternativního vývoje.

Kromě těchto dvou střednědobých proinflačních rizik plynou z aktuálního vývoje také dvě **krátkodobá proinflační rizika prognózy bez výrazného dopadu do měnově-politického rozhodování**. Za prvé se jedná o říjnovou odchylku inflace od prognózy (0,4 p.b.), která byla způsobena především vyšším než očekávaným *růstem regulovaných cen* (odchylka se podílí na rozdílu mezi skutečností a prognózou 0,35 p.b.). SZ nepředpokládá, že dojde v následujících měsících ke kompenzaci tohoto vývoje regulovaných cen opačným směrem, a proto se tato jednorázová odchylka promítne do inflace v následujících 11 měsících. Za druhé, týdenní šetření cen potravin ČSÚ signalizují výrazný meziměsíční růst *cen potravin* v listopadu, zejména v důsledku růstu cen pekárenských výrobků, což by implikovalo meziměsíční růst cen potravin okolo 1,5 – 2 % (prognóza činí 0,6 %).

Z hlediska **komunikace** může být obtížné zdůvodnit případné rozhodnutí ČNB snížit úrokové sazby. V říjnu měla ČNB k dispozici novou prognózu a rozhodla ponechat úrokové sazby beze změny, i přesto, že s prognózou jsou konzistentní nižší sazby v 4Q03. V průběhu listopadu nebyly publikovány žádné nové informace, které by výrazně měnily pohled na budoucnost, a proto by snížení úrokových sazeb bez silné argumentace mohlo vést ke snížení transparentnosti ČNB.

3 Argumenty pro razantnější snížení úrokových sazeb

Od zpracování 10.SZ se zvýšila pravděpodobnost případné **emise vládních dluhopisů v cizí měně** (předpokládaný objem se pohybuje zhruba okolo 32 mld.

CZK),⁴ která by mohla být spojena s apreciačními tlaky. Kompenzace apreciačních tlaků by byla spojena s nižší implikovanou trajektorií úrokových sazeb. To by byla pravda zejména v případě, že by konverze získaných prostředků neproběhla prostřednictvím ČNB. Ze stabilního vývoje kurzu v posledním období, kdy ČNB i MF signalizovali ochotu k emisím přistoupit však není jasné, zda trh věří v konverzi prostřednictvím ČNB nebo zda jsou pro trh signály o připravované emisi zatím natolik neurčité, že na ně koruna nereaguje.

V průběhu 4Q2003 aprecioval **kurz CZK/USD** a je o cca 5 % silnější vzhledem k referenčnímu scénáři, zároveň Consensus Forecasts upravil předpověď kurzu v horizontu jednoho roku vstupující do prognózy v 10.SZ ve směru apreciacce, také o cca 5 %. **Cena ropy** je v dosavadním průběhu 4Q2003 vyšší ve srovnání s referenčním scénářem o 10 %, prognóza dle Consensus Forecasts předpovídá v horizontu jednoho roku přibližně stabilitu cen ropy. Tento vývoj (apreciovanější kurz a vyšší cena ropy) nepředstavuje v krátkodobém horizontu významné inflační riziko, neboť tyto dva faktory se navzájem kompenzují. Ve střednědobém horizontu (za jeden rok) meziroční stabilita kurzu CZK/USD a meziroční pokles cen ropy však představuje dezinflační riziko.

Základní scénář predikce obsahuje reaktivní měnovou politiku, která je zachycena pomocí vpředhledící reakční funkce. Tato reakční funkce je aproximovaná tak, aby odrážela minulé chování ČNB – tzv. *pozitivní přístup k reakční funkci*. Ten se vyznačuje zejména tím, že netlačí inflaci zpět do středu inflačního cíle. V říjnové SZ byl vypracován měnověpolitický experiment, který uznává výjimečnost dezinflačního šoku a zvyšuje reaktivnost reakční funkce tak, aby byla inflace očištěná o vliv primárních dopadů úprav nepřímých daní – *ekonomická inflace* (viz příloha A) – co nejbliže středu inflačního cíle v horizontu nejúčinnější transmise.⁵ Tato úprava reakční funkce je v souladu s tzv. **normativním přístupem k reakční funkci**. S tímto experimentem je konzistentní snížení úrokových sazeb o 1,25 p.b. ve 4Q2003 a jejich pozvolný růst; inflace je vyšší v HNT o 0,4 p.b. a pohybuje se v dolní polovině inflačního pásma.

4 Doporučení odboru měnové politiky

Po zvážení uvedených argumentů odbor měnové politiky doporučuje ***ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni***. Ředitel odboru vidí jako optimální spíše nižší sazby, ale uznává argument o obtížnosti snížení vysvětlit.

⁴ Vedle vlády chce emitovat dluhopisy nebo získat úvěry v zahraniční měně také Ostrava, Sazka, ČSL, Praha a ČD (předpokládaný objem se pohybuje zhruba okolo 17 mld CZK).

⁵ Přestože říjnová inflace je oproti prognóze vyšší o 0,4 p.b., rozdíl se koncentruje do vývoje regulovaných cen. Naproti tomu vývoj korigované inflace bez pohonných hmot (tj. „ekonomické inflace“) se pohybuje velmi nízko v souladu s prognózou.

Ideální by podle něj bylo sazby nesnižovat, ale v hlasování indikovat, že existuje prostor pro uvolnění v budoucnu.

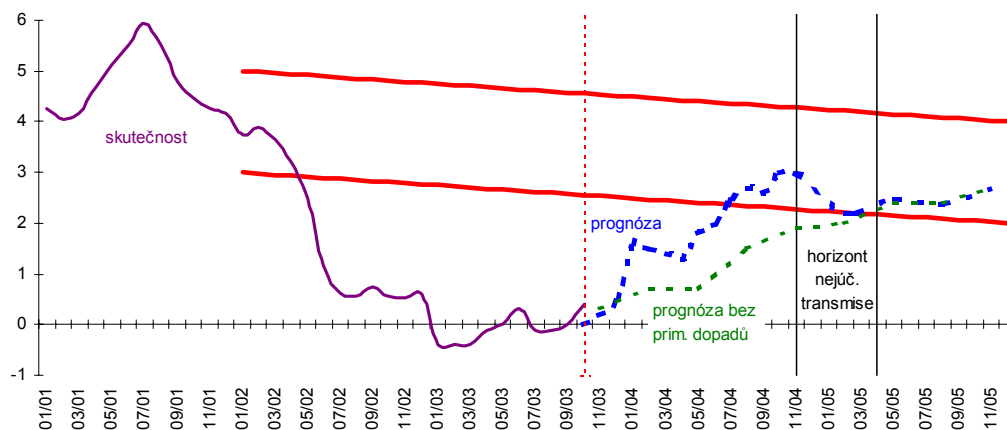
5 Očekávání finančních trhů

Záříjové rozhodnutí BR ponechat repo sazbu na 2,0 % bylo zcela v souladu s očekáváním trhu, většina trhu očekávala stabilitu sazeb; v horizontu půl roku však trh očekával zvýšení sazeb. Po zveřejnění tohoto rozhodnutí proto nedošlo k významnému posunu výnosové křivky, i přes zveřejnění říjnové prognózy. Výnosová křivka má pozitivní sklon, většina trhu nyní předpokládá růst MP sazeb počínaje druhým čtvrtletím příštího roku. Sazby FRA jsou ve všech dobách splatnosti nad trajektorií sazeb konzistentních s červencovou prognózou, a to o 0,3 – 0,8 p.b. dle doby splatnosti (viz příloha B).

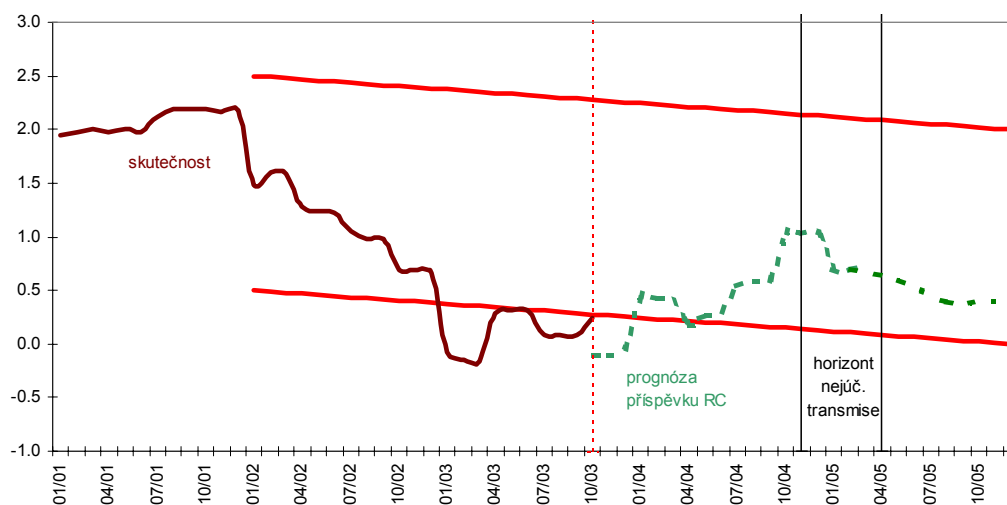
Kurz koruny nereagoval na záříjové rozhodnutí BR, od jejího zasedání se koruna pohybovala stabilně kolem 32 CZK/EUR a nereagovala významně na zveřejnění nových makroekonomických dat. Analytici finančního trhu v horizontu 12 měsíců očekávají zhruba 2,5% apreciaci kurzu koruny (viz příloha C).

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace z 10.SZ 2003 a cílové pásmo



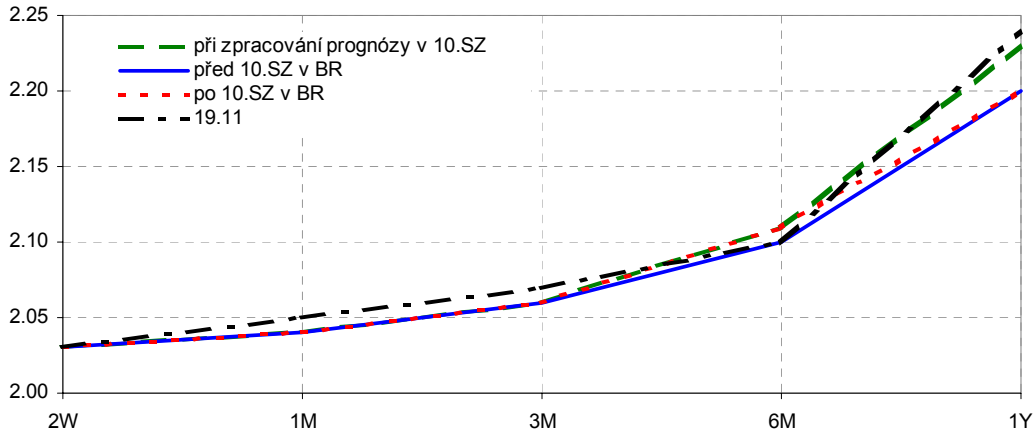
Prognóza příspěvku regulovaných cen do inflace



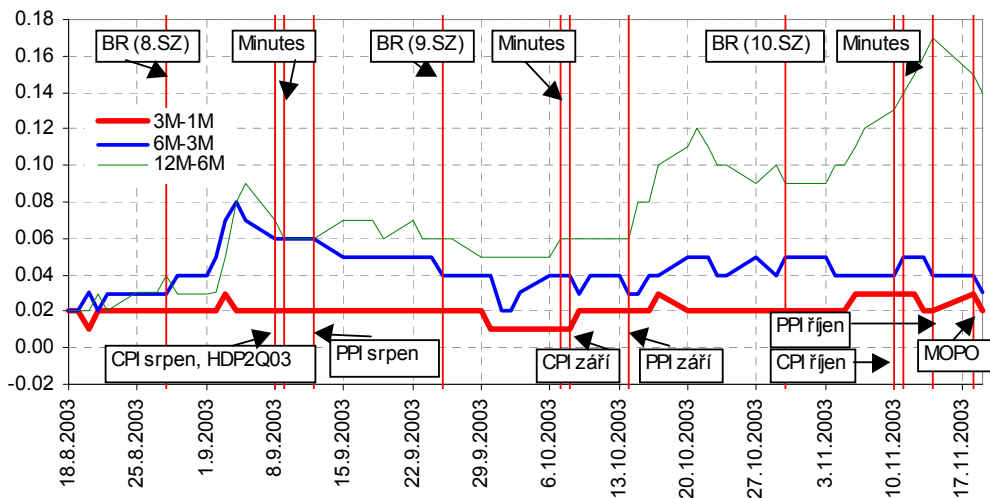
Poznámka: Inflační cíl předpokládá pokles příspěvku z 1,5 p.b. na 1 p.b., zde je navíc „konfidenční interval“ ± 1 p.b.

Příloha B: Úrokové sazby

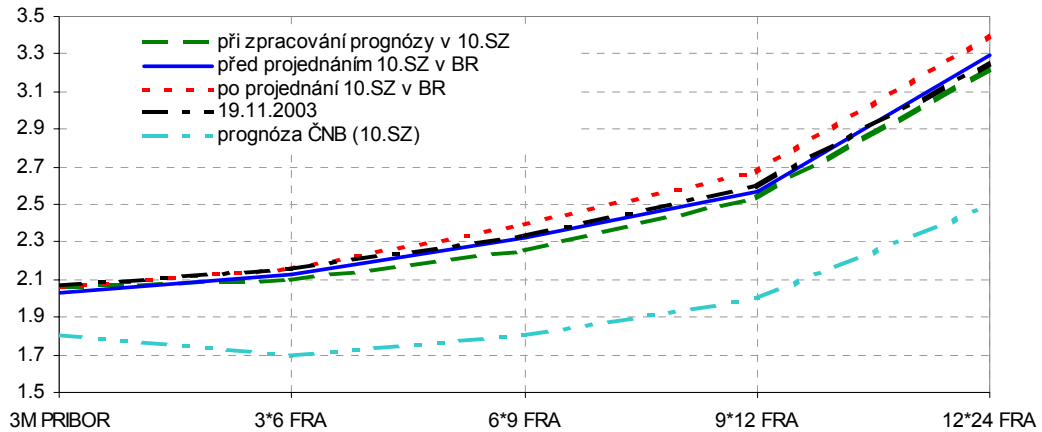
Výnosové křivky - PRIBOR



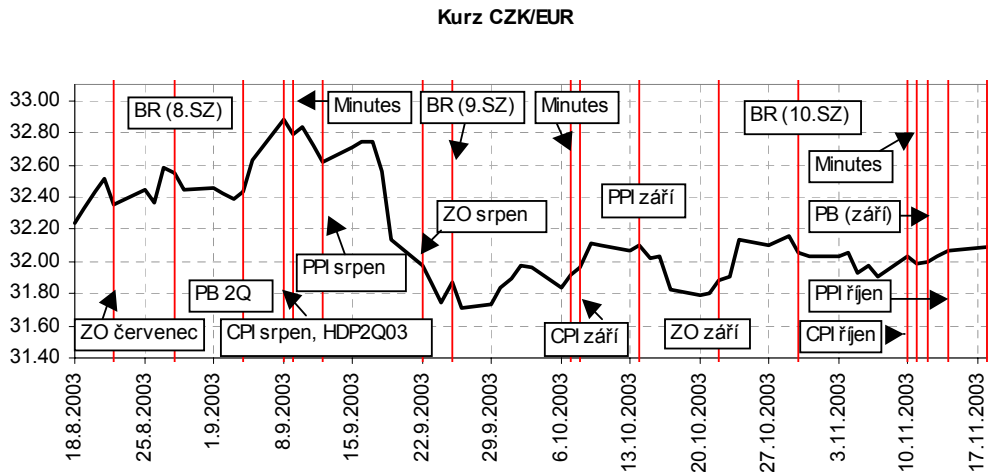
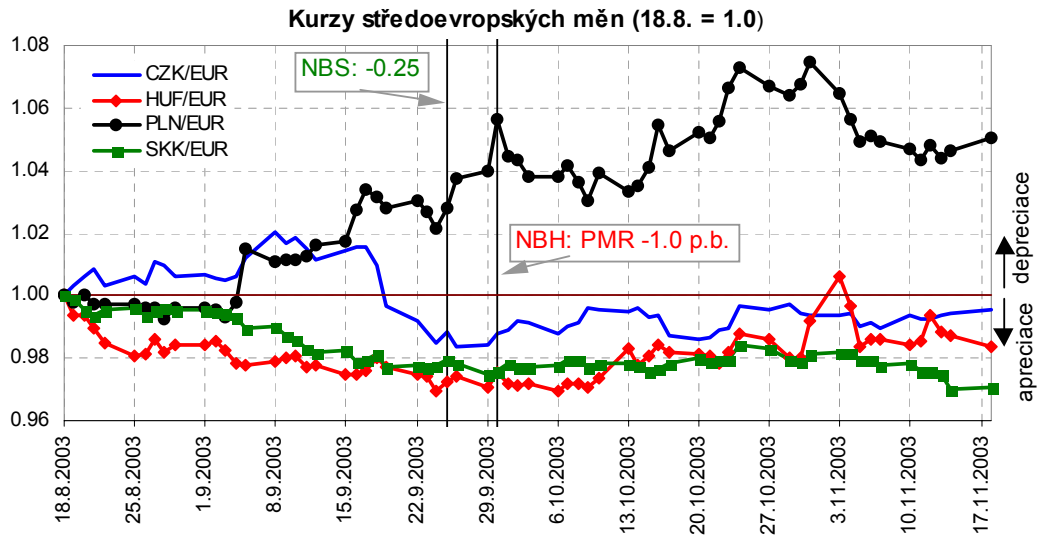
Úrokové spready - PRIBOR



FRA



Příloha C: Devizové kurzy



Očekávání kurzu CZK/EUR na rok dopředu - aktuální kurz

