

Měnověpolitické doporučení: 5.SZ 2004

Odbor měnové politiky a strategie

1. Základní scénář prognózy (4.SZ)

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je dubnová makroekonomická prognóza. Dle této prognózy se v HNT (5M2005-10M2005) bude celková inflace pohybovat na středu cílovaného pásma. Aktuální situační zpráva hodnotí rizika prognózy jako celkově vyrovnaná.

S dubnovou prognózou je konzistentní růst úrokových sazeb o 50 b.b. ve 2Q2004 (následovaný dalším půlprocentním růstem sazeb ve 3Q2004 a zhruba čtvrtprocentním růstem v dalších čtvrtletích – viz příloha B). Bankovní rada se na dubnovém zasedání rozhodla ponechat úrokové sazby nezměněny. V následujícím textu zvažujeme argumenty vedoucí k nižším nebo vyšším úrokovým sazbám než jsou sazby konzistentní se základním scénářem.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb

Směrem k vyššímu růstu sazeb nadále působí nejistota ohledně (i) **propagace primárních efektů** daňových úprav do inflačních očekávání a (ii) **charakteristiky bezprostředních sekundárních efektů**. Ad i/ prognóza předpokládá 20 % propagaci efektů úprav nepřímých daní do inflačních očekávání. Pokud by měnová politika ČNB nedokázala v komunikaci přesvědčit trh o dočasnosti vlivu daňových změn a tím omezit propagaci na pouhou 1/5 své normální hodnoty, musela by být restriktivnější. Provedená simulace dvojnásobné propagace než v základním scénáři (tedy 40 %) vede k růstu sazeb v 2Q2004 vyššímu o cca 20 b.b. oproti základnímu scénáři.¹ Ad ii/ prognóza předpokládá, že bezprostřední sekundární efekty (růst marží) plynoucí z poklesu základní sazby DPH jsou strukturálního charakteru, nikoliv poptávkového. Pokud by však růst marží odrážel po-

¹ Ve 4.SZ byla prezentována i opačná alternativa, tj. úspěšnější než ZS předpokládané komunikace ČNB, při které by byla propagace nulová (nižší růst sazeb o cca 40-50 b.b. oproti ZS). Tato alternativa nezískala při dubnových diskusích v SMS a BR výraznou podporu.

ptávkové charakteristiky trhu, měnová politika by měla reagovat o něco přísněji (10 b.b.).

Aktuální **cena ropy** je o více než 20 % vyšší oproti referenčnímu scénáři ze 4.SZ, Consensus Forecasts zároveň zvýšil prognózu cen ropy až do konce roku 2005 v průměru o cca 10 %. Vývoj cen ropy je tak proinflačním rizikem prognózy. Na druhé straně turbulence na trhu s ropou mohou vyvolávat riziko zpomalení světového ekonomického růstu.² Podobně jako rychleji rostoucí CZV oproti očekávání lze současný růst cen vnímat jako možný nabídkový šok bez nutné odezvy v nastavení MP.

Směrem k růstu sazeb by směřovala i skutečnost, že v HNT se **příspěvek regulovaných cen** (příloha A) pohybuje v průměru o 0,6 p.b. pod „normálním“ příspěvkem předpokládaným při stanovování inflačního cíle (1 – 1,5 p.b.) a stlačuje tak inflaci „uměle“ níže. V lednu vypracovaný měnověpolitický experiment aplikace výjimky na regulované ceny (dubnová prognóza předpokládala zhruba stejný příspěvek) však ukázal pouze minimální dopad na trajektorii úrokových sazeb.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb

Směrem k nižším úrokovým sazbám působí nejistota **ohledně vývoje nominálního kuru** ve druhém čtvrtletí. Aktuální kurz CZK/EUR se pohybuje na úrovni 31,70; dosavadní průměr za 2Q2004 je 32,30; základní scénář byl vypracován na předpokladu 32,60 za 2Q2004. Alternativa ze 4.SZ předpokládala 32 CZK/EUR v 2Q2004, nižší sazby než ZS prognózy o cca 25 b.b. a vyšší inflaci v HNT o cca 0,5 p.b.

Pro naplnění alternativy v průměrné úrovni kurzu za celé čtvrtletí by se musel CZK/EUR do konce 2Q2004 pohybovat kolem 31,60. To nemusí být vyloučené, protože skutečné apreciační tlaky mohou být ve vztahu k základnímu scénáři pravděpodobně silnější, než by napovídal jen posun kurzu o 30 haléřů vůči ZS prognózy. Souběžně s růstem českých dlouhodobých sazeb (v souladu s prognózou i alternativou), došlo totiž ve stejném období k prognózou neanticipovanému růstu eurových dlouhodobých sazeb (o cca 25 b.b.).

Případné zvýšení sazeb o 50 b.b. by, z hlediska vývoje kurzu, nejen nemuselo být v souladu s aktuálním vývojem (přibližování se alternativě), ale neočekávaně prudké zvýšení nepodpořené výraznými novými daty či novou prognózou by mohlo vést k nežádoucímu mixu měnových podmínek. Konkrétně by nemuselo dojít k dalšímu růstu *dlouhodobých sazeb* (nová prognóza není k dispozici, data

² Přestože Consensus Forecasts snížil odhad zahraničního ekonomického růstu, indikátorem možného zpomalení je nedávný vývoj na světových akciových trzích. Také ECB aktuálně zpracovává alternativní scénář prognózy s vyšší cenou ropy a pomalejším ekonomickým růstem.

nejsou výrazná), ale ke skokovému posílení kurzu na úroveň silnější než alternativa. Proto se zdá taktičtější rozfázovat zvýšení úrokových sazeb do více kroků.

Ve směru nižších úrokových sazeb než je trajektorie konzistentní s prognózou hovoří také **významný pokles nejistoty prognózy v horizontu jednoho měsíce**. V následujícím měsíci budou k dispozici především data za inflaci v květnu (8.6., vliv změn nepřímých daní) a za HDP v 1Q2004 (10.6.). Protože oživení v 2004 je nadproporcionálně očekáváno právě v 1Q2004 (mezičtvrtletní růst 6,4 %), mohou data napovědět mnohé o robustnosti prognózy. Pro ohodnocení případné vyčkávací strategie byly realizovány ve 4.SZ měnověpolitické experimenty ilustrující dopad toho, kdyby ČNB v 2Q2004 sazby nezměnila nebo je zvýšila pouze o 25 b.b. Obě varianty implikují v případě pozdějšího potvrzení robustnosti základního scénáře rychlejší následný růst sazeb oproti základnímu scénáři (a také vyšší sazby v 2005 o cca 10 - 20 b.b.) při inflaci v HNT vyšší o zhruba 0,1 p.b.

Dalším protiinflačním rizikem prognózy může **být riziko nižšího promítnutí uzavírající se mezery výstupu do inflace**. Předpokládaná struktura ekonomického oživení prostřednictvím investic a čistých vývozů vyvolává rizika, že tyto složky nepovedou ke stejným inflačním tlakům jako při uzavírání mezery výstupu prostřednictvím spotřeby domácností. Naopak tato struktura ekonomického růstu může vést k růstu potenciálního produktu a pomalejšímu uzavírání mezery výstupu ve srovnání se základním scénářem.³

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **dubnovém zasedání BR** (29.4.) rozhodla jednomyslně ponechat úrokové sazby na stávající úrovni, což bylo v souladu s očekáváním finančního trhu. Na následné tiskové konferenci však bylo uvedeno, že „s prognózou je konzistentní postupný nárůst úrokových sazeb“, byla ovšem zdůrazněna rizika prognózy v dezinflačním směru (zahraniční vývoj). Trh reagoval na oznámení rozhodnutí apreciací kurzu (příloha C) a růstem FRA sazeb až o 30 b.b. (příloha B) směrem k prognózou implikované trajektorii. Názor účastníků na pohyb úrokových sazeb do konce 3Q2004 se však výrazně nezměnil. Účastníci i nadále očekávali první zvýšení ve 3Q2004, a to o 25 b.b., do konce roku pak celkově o 50 b.b. Úrokové sazby se stále pohybovaly pod modelem implikovanou trajektorií o cca 50 b.b.

Mezi zasedáním BR a *seminářem s analytiky* k nové prognóze (4.5.) či zveřejnění prognóze ve *Zprávě o inflaci* (6.5.) se delší konec peněžní výnosové křivky dále zvyšoval a kurz ve stejné době posílil o jedno procento. Spíše než o přímý efekt zmíněných událostí se však pravděpodobně jednalo o postupné „nasávání“ informací trhem.

³ Slabé prolínání stávajících výrazných nákladových tlaků (CZV, ropa, PPI) do inflace CPI by mohlo riziko pomaleji se uzavírající mezery výstupu potvrzovat.

Po zveřejnění *minutes* (11.5.) trh reagoval snížením očekávaného růstu úrokových sazeb v horizontu konce roku 2004, pravděpodobně v reakci na další oslabení základního scénáře a zdůraznění protiinflačních rizik prognózy.⁴ Po odeznění vlivu *minutes* došlo k dalšímu růstu FRA sazeb. V současné době část trhu očekává zvýšení úrokových sazeb již ve 2Q2004. Ve 3Q2004 pak účastníci finančního trhu očekávají zvýšení až o cca 50 b.b. a ve 4Q2004 o dalších 25 b.b. Trhy nadále očekávají posílení kurzu, ale jen mírné a na uvolněnější hladinu než bylo očekáváno před měsícem (31,80 v 5/2005).

Komunikace v 5.SZ se bude odvíjet od přijatého MP rozhodnutí. S níže uvedeným doporučením je v souladu následující způsob komunikace:

Nové údaje celkově ukazují na vyrovnanost rizik základního scénáře prognózy. Nákladové faktory působí mírně proinflačně, aktuální vývoj kurzu mírně protiinflačně směrem k alternativnímu scénáři diskutovanému ve Zprávě o inflaci. Robustnější obrázek o vývoji ekonomiky vzhledem k platné prognóze ČNB poskytnou údaje zveřejňované v červnu.

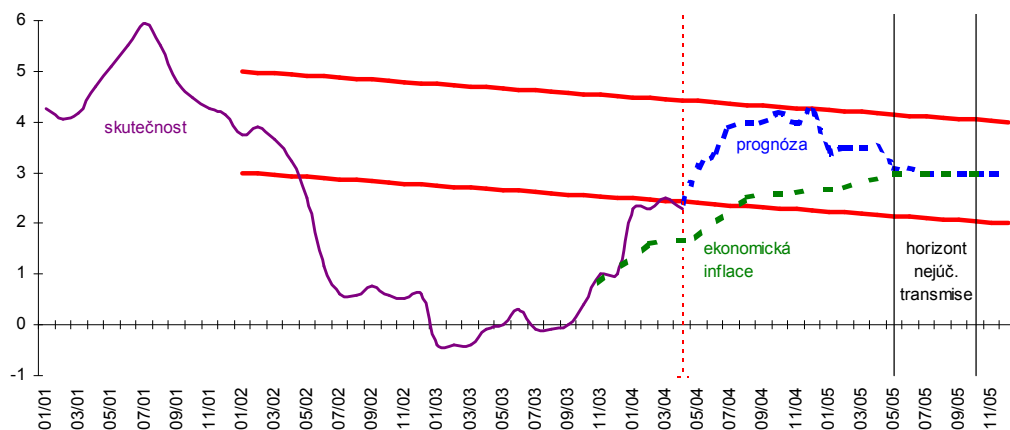
5. Měnověpolitické doporučení

Po zvážení uvedených argumentů doporučuje sekce měnová a statistiky ***ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.***

⁴ Minutes: „*Shoda panovala v názoru, že mírně převažujícím rizikem nové prognózy je možnost nižší inflace, jakož i nižšího růstu ekonomiky...*“. Přesto však BR považovala za klíčový ZS prognózy: „*Členové bankovní rady potvrdili, že konzistentní se základním scénářem prognózy je postupný růst úrokových sazeb...*“.

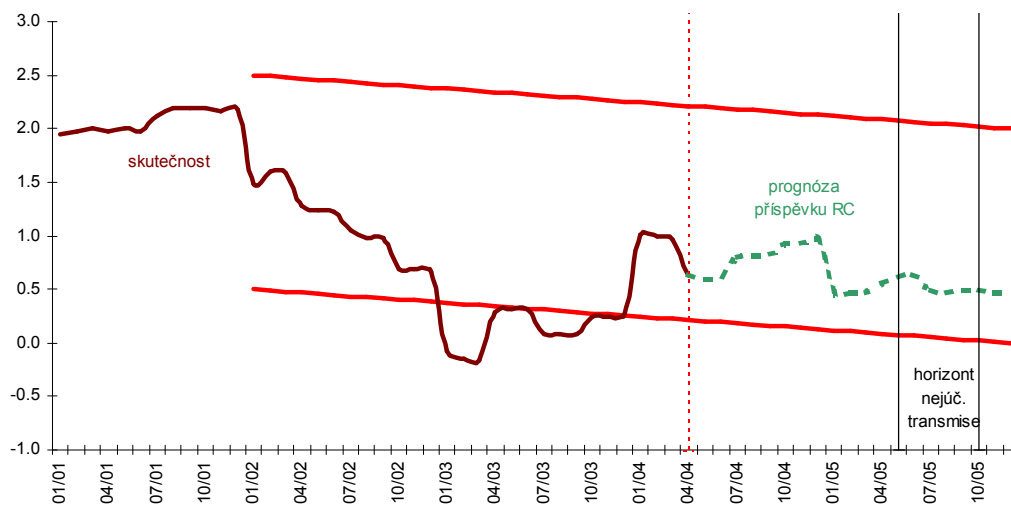
Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace ze 4.SZ 2004 a cílové pásmo



Poznámka: MP relevantní inflace je inflace očištěná o primární efekty nepřímých daní a pozitivní bezprostřední sekundární efekty související se snížením základní sazby DPH.

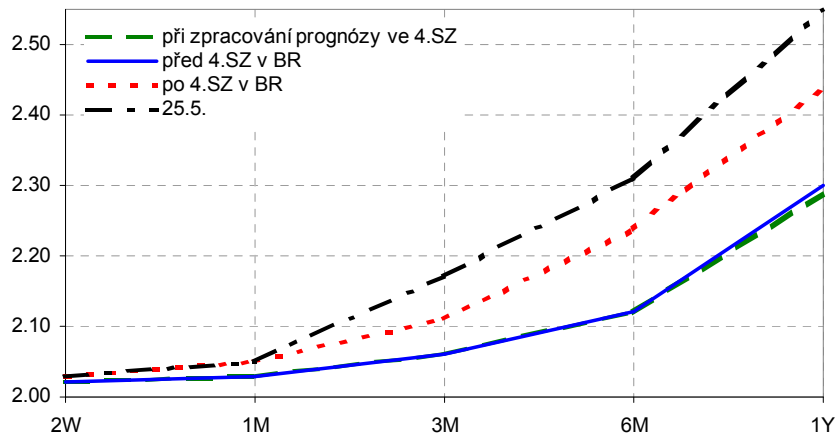
Prognóza příspěvku regulovaných cen do inflace



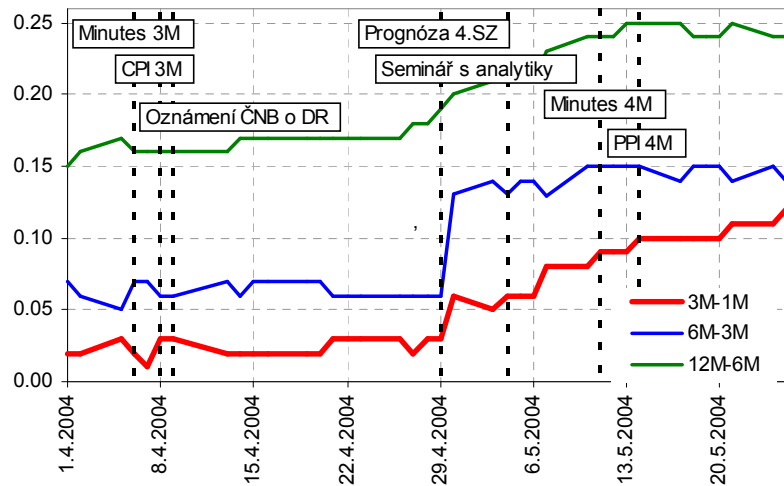
Poznámka: Inflační cíl předpokládá pokles příspěvku z 1,5 p.b. na 1 p.b., zde je navíc „konfidenční interval“ ± 1 p.b.

Příloha B: Úrokové sazby

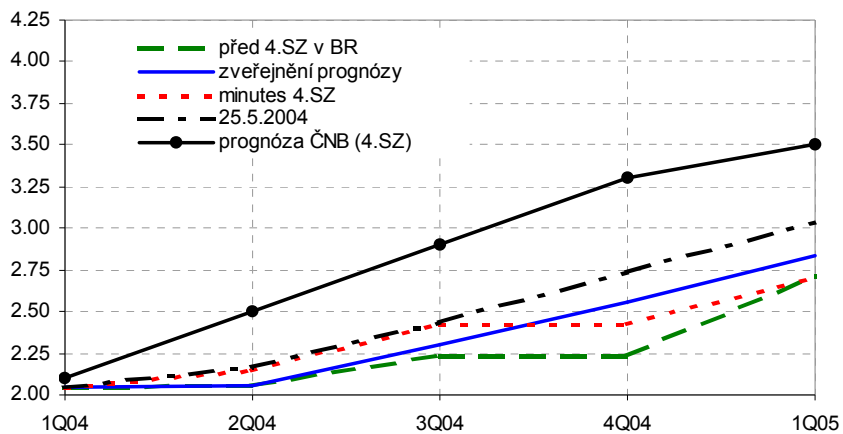
Výnosové křivky - PRIBOR



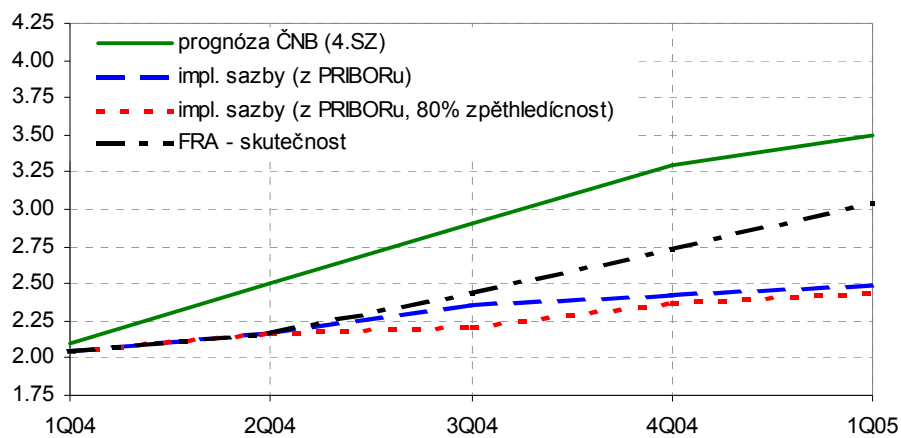
Úrokové spready - PRIBOR



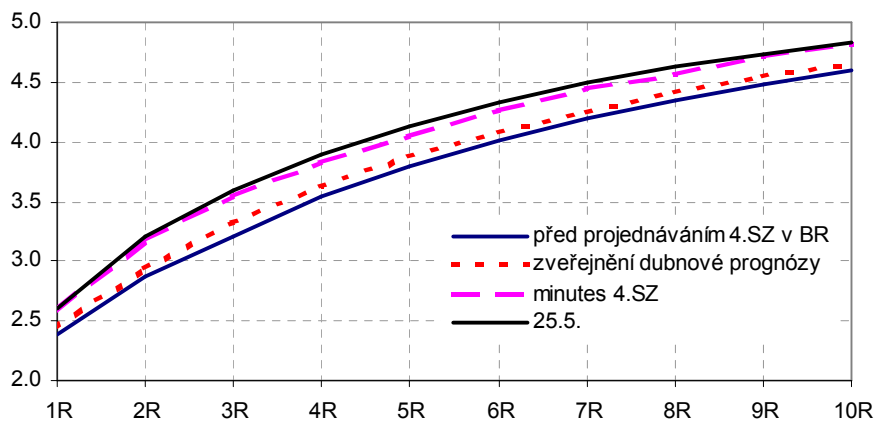
FRA



Srovnání implikovaných 3M sazeb (25.5.)

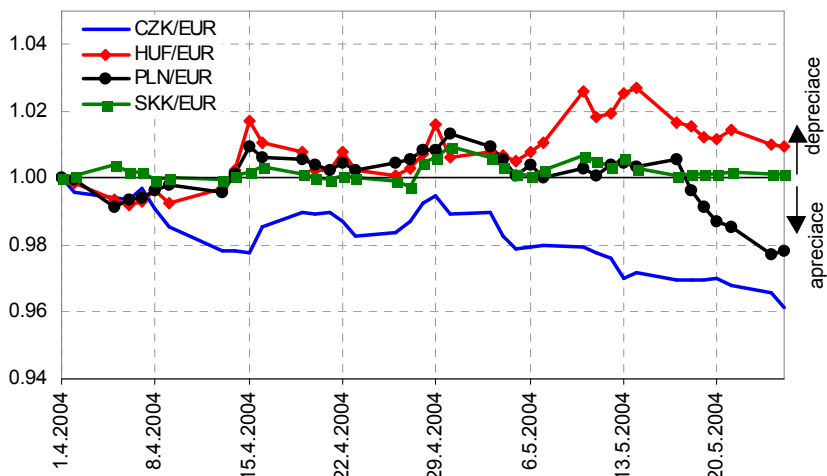


IRS

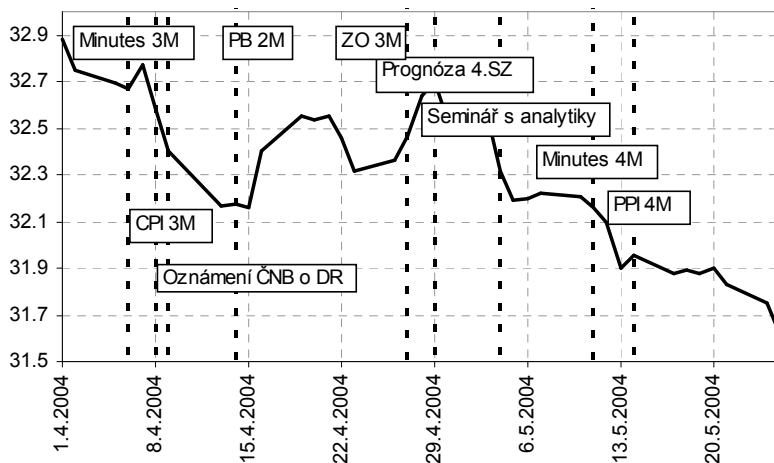


Příloha C: Devizové kurzy

Kurzy středoevropských měn (1.4. = 1.0)



Kurz CZK/EUR



Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %, záporné hodnoty znamenají očekávanou apreciaci

