

Měnověpolitické doporučení pro 12. SZ 2004

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy z 10. SZ 2004

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování *zůstává říjnová makroekonomická prognóza*. S touto prognózou je ve 4. čtvrtletí konzistentní ponechání 2T REPO sazby zhruba na 2,5 %. Na listopadovém zasedání se bankovní rada rozhodla úrokové sazby neměnit.

Aktuální situační zpráva hodnotí rizika říjnové prognózy jako protiinflační, což je dáno zejména ve srovnání s předpoklady říjnové prognózy vyšší aprecií reálného kurzu koruny k euru i americkému dolaru, nižším než v prognóze uvažovaným hospodářským růstem v Německu a nižším výhledem zahraničních úrokových sazeb.

V následujícím textu uvádíme argumenty ve prospěch vyšší, resp. nižší trajektorie úrokových sazeb ve srovnání s říjnovou prognózou. V obou směrech existuje několik argumentů standardního rázu. Vedle nich v posledních dnech ve směru nižší úrovně sazeb zřetelně zesílilo riziko, že kurzová složka setrvá na momentální (oproti prognóze přísnější) úrovni nebo bude dokonce pokračovat ve zřetelné apreciaci. Jak je však uvedeno níže, ve skutečnosti jde o protiinflační riziko, na které by měnová politika měla reagovat primárně komunikací (viz část 5) a teprve v případě neúspěchu se uchýlit k řešení pomocí změny úrokových sazeb.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb

- A. Říjnová **chyba v prognóze cen potravin** se v listopadu sice již dále nezvyšovala, ale ani nesnižovala. Potvrzuje se, že prognóza podhodnotila vývoj cen zemědělských výrobců. Vedle vlivu cyklických faktorů nelze vyloučit proinflační dopad strukturálních změn na trhu se zemědělskými a potravinářskými produkty v souvislosti se vstupem ČR do EU.
- B. Proinflační rizika v oblasti **dovozních cen** (pozdější nepřímé promítání dovozních cen do CPI, oproti RS10 vyšší dolarové ceny ropy v CF) identifikovaná v minulém doporučení, která jsou však do značné míry eliminována pokračujícím posilováním kurzu koruny.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb

- A. Hned u několika údajů CF12 existují odchylky od RS10, které působí protiinflačním směrem. Výhled **eurodolarového kurzu** byl v CF12 přehodnocen směrem ke slabšímu dolaru, z čehož plyne také přehodnocení trajektorie kurzu CZK/USD směrem k silnější koruně. Dále byl snížen výhled **sazeb 1R EURIBOR** v CF12 oproti RS10, což sice implikuje na jedné straně volnější úrokovou složku měnových podmínek, ale na druhé straně výraznější zpřísnění kurzové složky. Pro rok 2004 i pro rok 2005 byl snížen také odhad **HDP v Německu** o 0,2 p.b. (1,7% v roce 2004 a 1,3% v roce 2005).
- B. Rozdíl mezi zveřejněným odhadem meziročního růstu HDP ve 3. čtvrtletí 2004 ve výši 3,6 % a říjnové prognózy 4,2 % je dán především změnou základny, tj. z hlediska úrovní došlo u celkového HDP k naplnění prognózy. **Struktura růstu** je však poněkud jiná než prognózovaná. Zejména poptávka domácností rostla zřetelně pomaleji (2,0%), než čekala

prognóza (4,2%). Nově zveřejněné údaje tak zesilují už v minulosti diskutovaný problém (ne)obvyklé struktury hospodářského růstu a SMS bude v rámci prací na lednové prognóze analyzovat, zda se nečekaně pomalý růst spotřeby může projevit jako parciální tlak na změnu trajektorie úrokových sazeb oproti nynější prognóze.

- C. **Dosavadní vývoj domácích měnových podmínek** během třetího čtvrtletí je sice nadále ve znamení mírně uvolněných hodnot, jsou však relativně méně uvolněné, než očekávala říjnová prognóza. Zatímco dosavadní průměr 1R PRIBORu je zhruba na úrovni hodnoty prognózy pro 4Q04, průměrný kurz CZK/EUR od počátku října je oproti prognóze mírně apreciovanější (průměr do 9.12. činí 31,30 CZK/EUR, tj. jen mírně přes 1% silnější než prognóza na 4Q04).
- D. Větší otázky než vývoj v dosavadním průběhu 4Q04 vyvolává zejména **výhled vývoje kurzu CZK/EUR** ve zbytku prosince a v dalších měsících. V rámci zatím celkově nevýrazné odchylky průměrného kurzu od prognózy totiž zhruba od počátku listopadu dochází ke zřetelné apreciaci (aktuální hodnoty kolem 30,60 CZK/EUR, tj. o téměř 4% silnější než prognóza na 4Q04), v jejímž pozadí je pravděpodobně převážně, byť ne výhradně, přechodný zájem o korunu v souvislosti s krátkodobými faktory. Pokud by kurz pokračoval v apreciaci, výsledkem by byl velmi silně protiinflační tlak přímo přes pokles dovozních cen a nepřímo (v delším období) přes nižší úroveň výstupové mezery. Protože 12. SZ nevnímá výraznější důvody k dlouhodobější výrazné apreciaci a protože trh má v podstatě podobný názor (viz níže část 4), další zřetelné apreciaci i v příštím roce by musel předcházet vznik umělých apreciačních očekávání na trhu (viz níže část 5).

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **listopadovém zasedání** (25.11.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,50 %. Toto rozhodnutí bylo zcela v souladu s tržním očekáváním. Na pozdější tiskové konferenci guvernér Z. Tůma uvedl, že *rizika říjnové prognózy zůstávají mírně proinflační. Nicméně nejistota spojená s vývojem cen potravin a ropy zatím není natolik významná, aby v nejbližších měsících implikovala výraznější pohyb úrokových sazeb směrem nahoru.* Reakce finančních trhů na rozhodnutí i následnou TK byla minimální. Úrokové sazby na krátkém i dlouhém konci výnosové křivky zaznamenaly mírnou mezidenní volatilitu (+/- 1 b.b.) (viz Příloha B). Nicméně v dalších dnech vlivem zveřejněných minutes (7.12.) a komentářů členů BR (viz Tabulka 1) převážil trend mírného poklesu tržních očekávání. Dochází tak k dalšímu posunu očekávaného začátku ve zvyšování úrokových sazeb.

Tabulka 1: Prohlášení členů BR v tisku

6.12.	M.Erbenová	Kurzová složka měnových podmínek je nyní mírně přísnější, než by odpovídalo platné prognóze, a odsouvá tak potřebu zvyšování sazeb dále do budoucnosti...Ve střednědobém horizontu nevidím fundamentální důvody pro výraznější posilování kurzu (koruny vůči euru). K tomuto závěru mne vede jak pohled na platební bilanci, tak i naše odhady rovnovážné míry reálné apreciacie (zhodnocení)... Bez ohledu na to, která varianta bude nakonec zvolena, bych považovala za vhodné, aby byla cena stanovena a transakce vypořádána v eurech. V tomto případě by příjem vlády z privatizace konvertovala ČNB do českých korun mimo devizový trh nákupem do svých devizových rezerv a odpadly by důvody pro spekulace na posílení kurzu...Můj optimismus ovšem nic nemění na tom, že v případě výrazných kurzových výkyvů je ČNB připravena adekvátně jednat.
9.12.	J.Frait	Za stavu, kdy silná koruna oproti euru zpřísňuje měnové podmínky a zároveň posilování eura ohrožuje evropské vývozy a zlevňuje dovozy do Česka, nelze vyloučit zachování stávajících úrokových sazeb...Počítám nadále s udržení inflace na nízkých úrovních. A to zejména tehdy, když bude rychlejší hospodářský růst spojen se zlepšováním vývozu, nikoliv s růstem spotřebitelské poptávky.

- 14.12. P. Racoča Silná koruna a nízké inflační tlaky v rostoucí české ekonomice včetně nerostoucích cen surovin mohou odůvodnit delší přestávku ve zvyšování úrokových sazeb ČNB. ČNB však považuje posilování koruny za nepodložené skutečným stavem české ekonomiky a pokud by měl kurs k euru zůstat na této úrovni, pak by to měnověpolitické uvažování ovlivnilo.
- 14.12. L. Niedermayer spíše než intervencemi by měla ČNB limitovat posilování koruny oddalováním zvyšování úroků. Tvůrci monetární politiky mohou reagovat na zjevnou apreciaci kurzu, ale nejsou schopni ji plně kompenzovat.

Současná tržní očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb jsou tedy následující. Z šetření agentury Reuters ze dne 15.12. plyne, že žádný z analytiků neočekává pro nejbližší měsíce změnu měnověpolitických sazeb. Šest analytiků z 23 dotázaných očekává růst o 25 b.b. v březnu, 10 analytiků ve 2Q a zbytek až ve druhé polovině roku 2005. Obdobná situace je patrná i z peněžního trhu. Do 1Q05 trh očekává stabilitu MP sazeb (3M PRIBOR ve výši 2,56 %), k jejich růstu by mělo dojít až ve 2Q05 (FRA 3*6 ve výši 2,72 %). Zatímco očekávané 3M sazby v 1H05 se za poslední měsíc příliš nezměnily, ve 2H05 došlo k jejich poklesu o 15 b.b. Tržní trajektorie sazeb tak pro nejbližší čtvrtletí zůstává mírně pod základním scénářem prognózy z 10.SZ, od 2Q05 je prakticky v souladu s trajektorií implikovanou prognózou.

Na **delším konci výnosové křivky** pokračuje trend poklesu úrokových sazeb. Od října došlo k poklesu pětiletých až 10letých IRS kontraktů v průměru o 70 b.b., z toho za poslední měsíc o 40 b.b. Výnosová křivka se zploštila o 25 b.b. a její sklon, měřeno rozpětím 10R – 2R, k 17.12. dosahoval 107 b.b. (viz Příloha B). Pokračující pokles těchto dlouhodobých úrokových sazeb je pravděpodobně tažen podobným vývojem v zahraničí a nižší plánovanou emisí státních dluhopisů v 1Q05 (17 mld. Kč), než trh očekával. V 1Q05 totiž dojde vlivem splatnosti části státních dluhopisů v objemu 22 mld. k záporným čistým prodejům.

Dotázaní analytici finančních trhů očekávají **stabilitu kurzu**. V horizontu 1R by se měl kurz udržet v blízkosti současné úrovně 30,5 CZK/EUR (viz Příloha C), tj. měl by být oproti prognóze o 0,6 % apreciovanější. Současné tempo posilování analytici považují za příliš agresivní a fundamentálně nepodložené a v horizontu jednoho měsíce očekávají návrat koruny ke slabším hodnotám (30,9 CZK/EUR). Rizikem prudší apreciacie koruny je zájem zahraničí o region mj. v souvislosti s oslabováním amerického dolaru. S uklidněním na dolarovém trhu by mohlo dojít i k oslabení apreciačních tlaků na korunu.

5. Měnověpolitické doporučení

(1) Doporučení v oblasti nastavení měnověpolitických úrokových sazeb

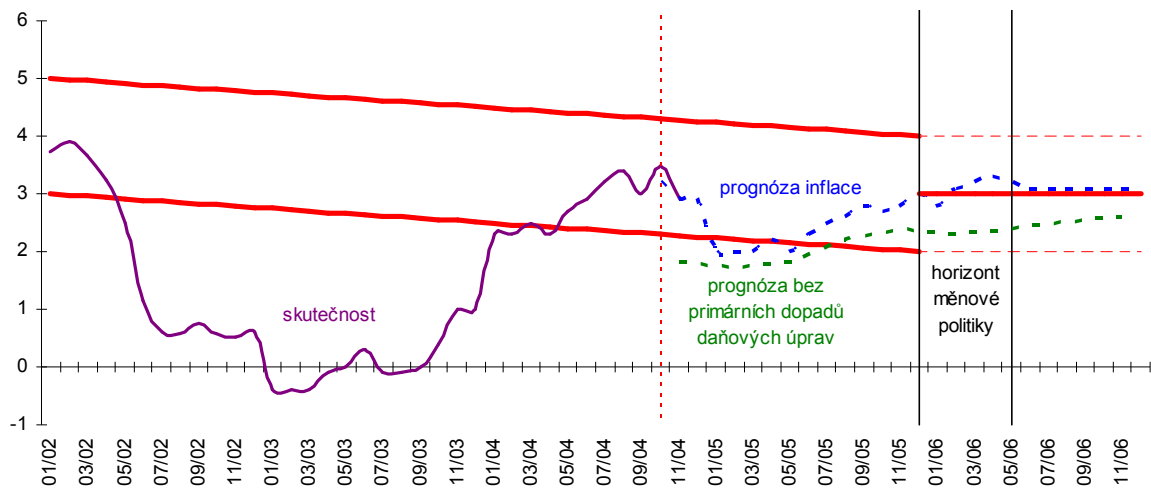
Po zvážení uvedených argumentů doporučuje sekce měnová a statistiky ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

(2) Doporučení v oblasti komunikace

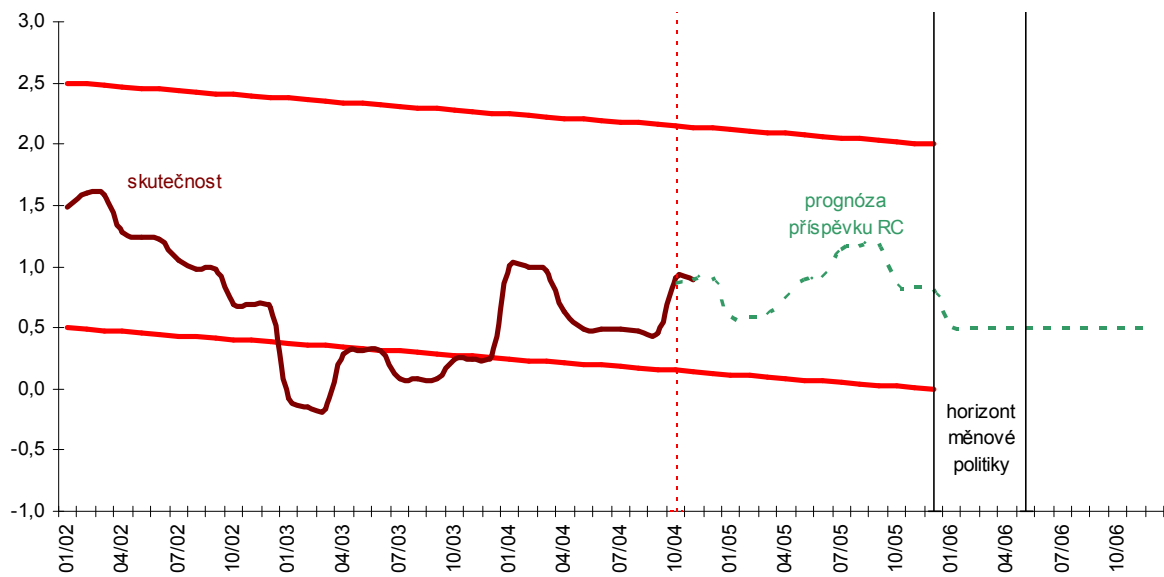
Vzhledem k poslednímu kurzovému vývoji není vyloučen scénář, že kurz bude po delší dobu apreciovat. Je proto žádoucí pokusit se tomuto vývoji předejít pokračováním již nastartované komunikace (ČNB nevidí důvody pro výraznou apreciaci, momentální pohyb kurzu je dán spíše krátkodobými faktory. V případě dotazů konkrétně na vývoj v otázce úhrady za Český Telecom je možné pouze rekapitulovat dosavadní vývoj a odkázat na rozhodnutí vlády učinit první rozhodnutí do konce března).

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace z 10. SZ 2004 a cíl

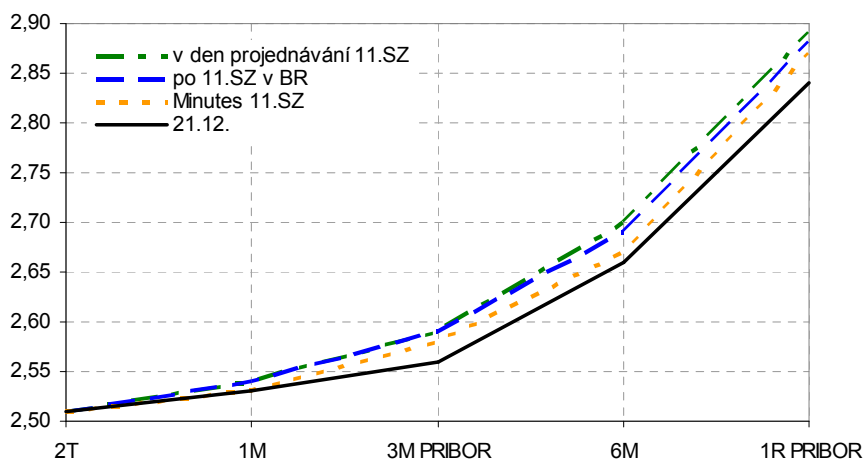


Prognóza příspěvku regulovaných cen

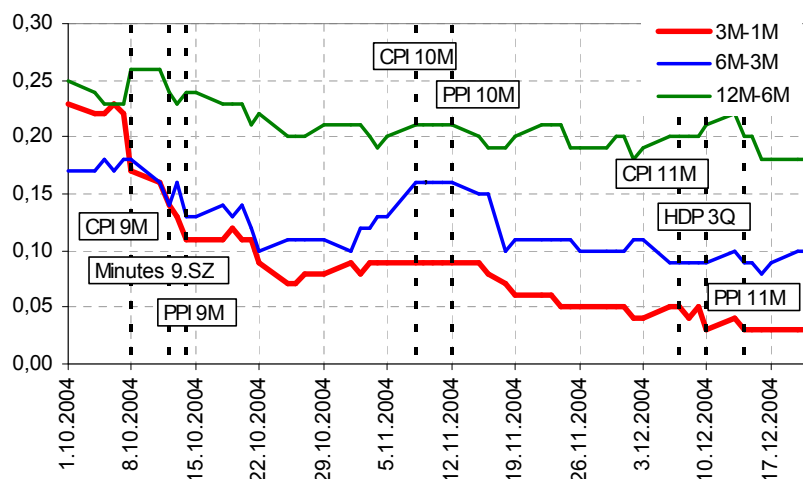


Příloha B: Úrokové sazby

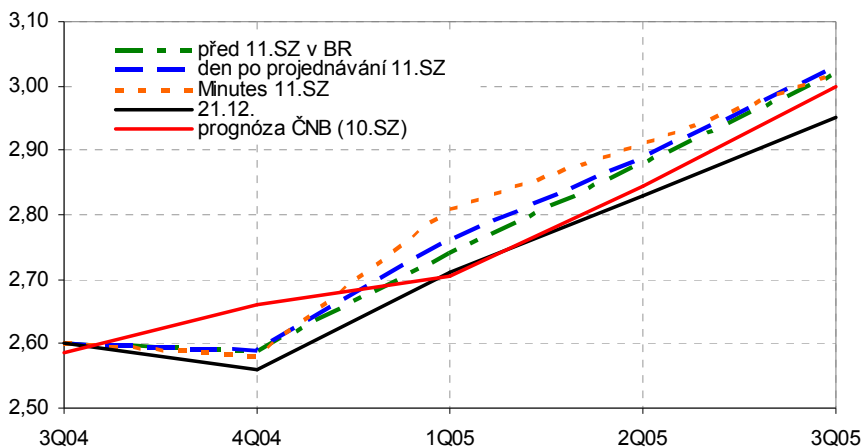
Výnosové křivky - PRIBOR



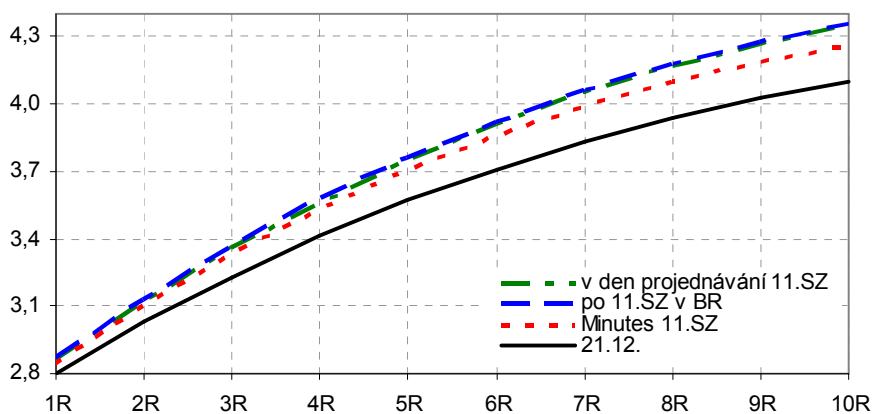
Úrokové spready - PRIBOR



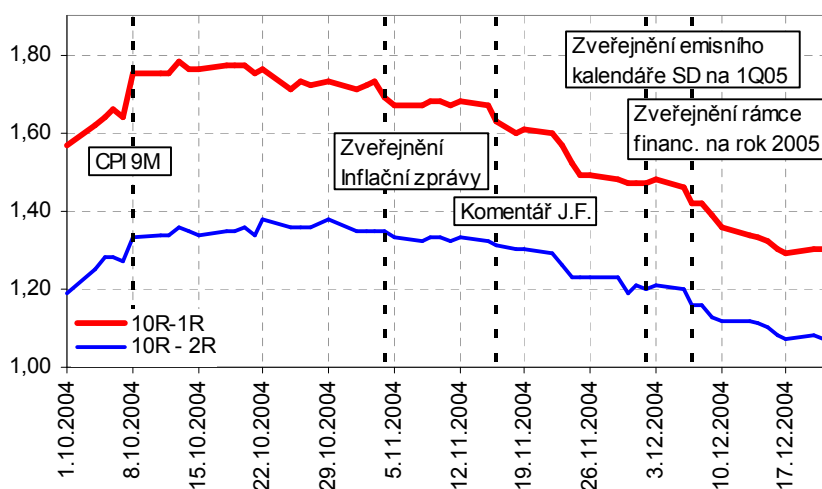
3M PRIBOR, FRA



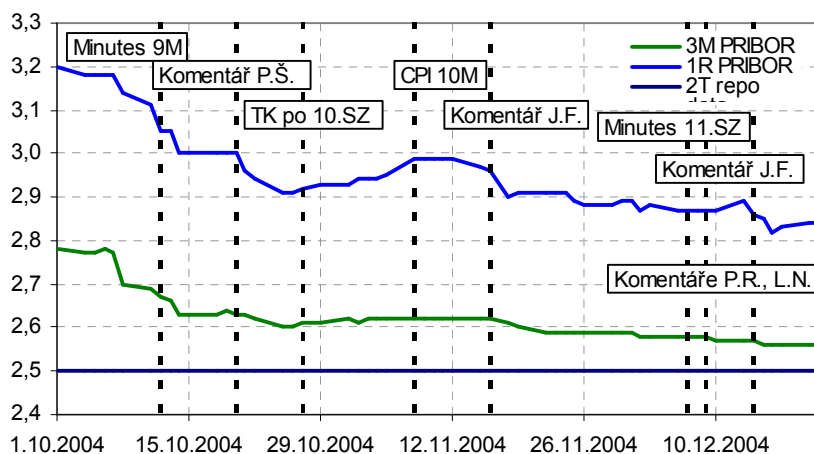
IRS

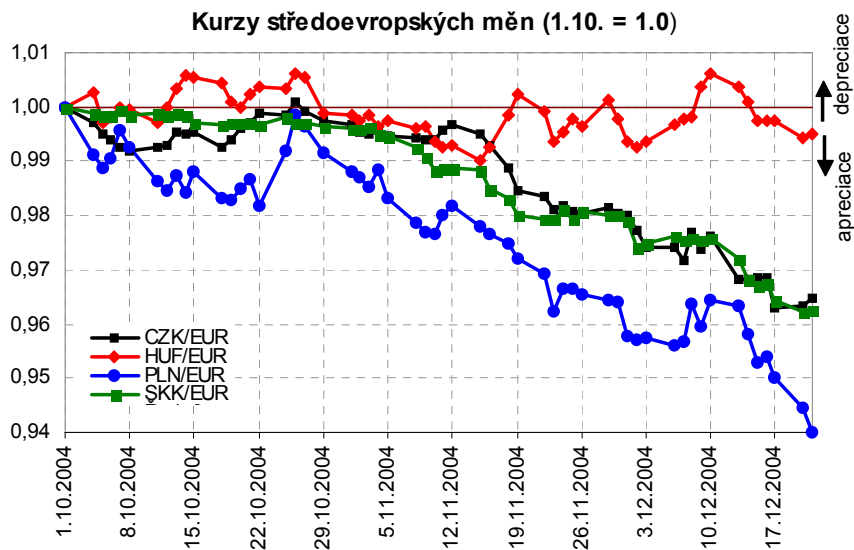


Úrokové spready - IRS

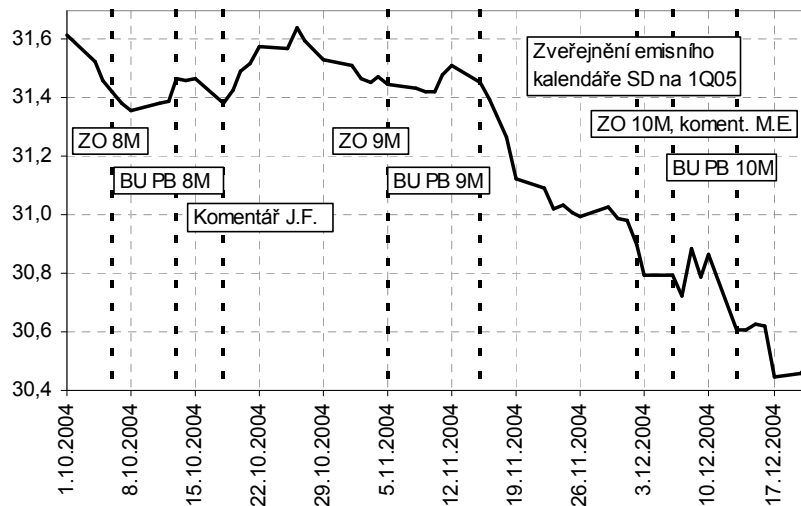


PRIBOR





Kurz CZK/EUR



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

