

Měnověpolitické doporučení (8. SZ 2003)

1. Vyhodnocení měnověpolitických rozhodovacích kritérií

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *červencová makroekonomická prognóza* předložená v 7. (velké) SZ. Podle této prognózy se má inflace v horizontu nejučinnější transmise (srpen 2004 – leden 2005) pohybovat uprostřed cílového pásma (viz příloha A). S červencovou prognózou je konzistentní stabilita úrokových sazeb ve zbytku 3. čtvrtletí 2003 na současné úrovni a jejich mírný pokles v následujících dvou čtvrtletích až na 1,7%. Červencové rozhodnutí BR snížit měnověpolitické sazby o 0,25 p.b. bylo konzistentní s prognózou. Ve srovnání s prognózou implikovaným vývojem měnových podmínek tak v současnosti úroková složka působí zhruba neutrálně (viz příloha B) a kurzová složka uvolněně. Rizika červencové prognózy uvedená v 8. SZ jsou v horizontu nejučinnější transmise celkově mírně asymetrická v proinflačním směru. Tato i další rizika a argumenty jsou popsány v následujícím textu.

Ve směru vyšší než predikované inflace na konci roku 2004 může působit oproti prognóze depreciováný *kurz koruny vůči euru*, který se v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí odchyluje od referenčního scénáře o zhruba 2 %. Riziko pokračující deprecie kurzu koruny vůči euru je podpořeno i prognózou neočekávaným růstem delšího konce výnosové křivky v eurozóně. Krátkodobé (několik měsíců) udržení současné odchylky kurzu od úrovně implikované prognózou by podle odhadu ze 7.SZ vedlo ke zvýšení inflace v HNT o zhruba 0,1 p.b. Odchylka trvající několik čtvrtletí by mohla působit i na vývoj reálné ekonomické aktivity a mít tak větší proinflační dopad v rozsahu zhruba 0,5 p.b.

Proinflačním směrem působí i odchylka *ceny ropy* na světových trzích v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí od referenčního scénáře ve výši 15%. Tento aktuální vývoj na světových trzích se odrazil i ve vyšším odhadu CF ceny ropy WTI v horizontu jednoho roku o 0,8 USD/barel. Proinflační působení ceny ropy multiplikuje *apreciace kurzu dolaru vůči euru*. V dosavadním průběhu třetího čtvrtletí byl tento kurz oproti prognóze silnější o 4%, predikce kurzu EUR/USD CF v horizontu jednoho roku zůstává v souladu s prognózou. Pokud se ale při posuzování inflačních rizik predikce CF cen ropy a kurzu EUR/CZK díváme na očekávaný meziroční růst těchto veličin (např. v grafu rizik prognózy inflace), dostáváme paradoxně úplně jiný obrázek – v horizontu jednoho roku oba faktory působí deflazně. Tento zdánlivý rozpor je dán změnou základny (3Q03) pro výpočet meziročního růstu v 3Q04.

Jako proinflační riziko SZ vnímá i *působení fiskální politiky*. Jakkoliv považujeme červencový odhad působení fiskální politiky za nevychýlený, dosavadní průběh diskuze Poslanecké sněmovny k rozpočtu na rok 2004 i vznikající politické nejistoty znamenají rostoucí riziko odkladu zahájení reformy. Odklad reformy veřejných financí by implikoval vyšší úrokové sazby a inflaci.

Za další proinflační riziko považujeme vývoj *inflačních očekávání*. Srpnové šetření mezi analytiky FT svědčí o přetrvávajících vysokých inflačních očekáváním (3,2%), zatímco modelově konzistentní očekáváním jsou výrazně nižší (3Q03 0,4%). Hypotézu o vyšších inflačních očekáváním podporuje i růst indikátorů poptávky domácností (maloobchodní tržby, hypotéční úvěry), svědčící o pravděpodobně vyšším než prognózovaném růstu domácí poptávky v roce 2003 a tím i o vyšší než očekávané preferenci současné spotřeby. Alternativní scénář s vyššími inflačními očekáváním vypracovaný v červenci implikuje současné sazby vyšší o zhruba 0,75 p.b. a inflaci v HNT vyšší o zhruba 1,0 p.b.

Opačným směrem, tj. k nižší než predikované inflaci, působí poslední údaje o vývoji vnější poptávky. Předběžný údaj o růstu HDP v SRN ve 2Q03 (-0,6% y-o-y) svědčí o nižším růstu zahraniční poptávky než předpokládala červencová prognóza (+0,1% y-o-y). Srpnový CF pro rok 2004 předpokládá zhruba stejný růst německé ekonomiky jako v červenci, nicméně byl zjišťován před zveřejněním odhadu HDP za 2Q03 a tudíž lze očekávat posun k nižšímu očekávanému růstu v zářijovém CF.

Jako významné protiinflační riziko i nadále vnímáme *riziko deflace*. Zopakujme naše argumenty z minulé SZ. Predikční aparát ČNB neobsahuje omezení v podobě nemožnosti poklesu nominálních úrokových sazeb do záporných hodnot. Vzhledem k možnému riziku neúčinnosti standardních nástrojů měnové politiky v deflaci je namísto při měnověpolitickém rozhodování zvažovat rizika prognózy asymetricky, tj. přikládat vyšší váhu protiinflačním rizikům. Tato asymetrie v hodnocení rizik by přitom měla narůstat s tím, jak se nominální úrokové sazby blíží nule.

Za stále platný považujeme i další argument zmíněný v MPD pro 7.SZ o *možnosti rychlejšího návratu inflace do cíle* prostřednictvím flexibilnější měnové politiky. Základní scénář červencové prognózy obsahuje reaktivní MP, která je aproximována pomocí vpředhledící reakční funkce. Tato RF je aproximovaná tak, aby odrážela minulé chování ČNB – tzv. pozitivní přístup k RF. V červenci provedený měnověpolitický experiment „Reaktivnější MP“ uznává výjimečnost dezinflačního šoku a zvyšuje reaktivnost RF tak (snížení perzistence z 0,75 na 0 a zvýšení agresivity na dvojnásobek z 1,2 na 2,4), aby inflace očištěná o vliv primárních dopadů úprav nepřímých daní – ekonomická inflace - byla co nejbliže středu inflačního cíle v horizontu nejučinnější transmise. Tato úprava RF je v souladu s tzv. normativním přístupem k RF. S tímto experimentem bylo konzistentní snížení úrokových sazeb o 2,0 p.b. ve 3Q03 a jejich následný růst.

Jako další argument proti zvýšení sazeb lze považovat riziko *snížení kredibility ČNB*, neboť naprostá většina trhu v současnosti předpokládá stabilitu úrokových sazeb (viz příloha B). Zvýšení sazeb měsíc po jejich snížení by bylo v kontextu zveřejněné klesající trajektorie úrokových sazeb a žádných nových zásadních informací obtížně vysvětlitelné a ve svých důsledcích by mohlo vést ke snížení důvěryhodnosti měnové politiky ČNB.

2. Doporučení

Po zvážení výše uvedených argumentů odbor měnové politiky doporučuje

ponechat sazby na stávající úrovni.

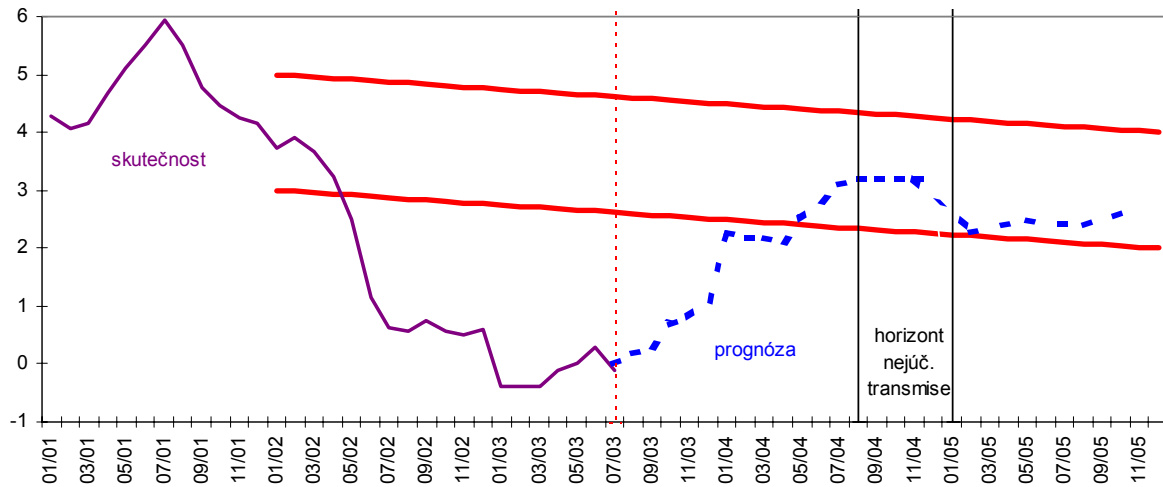
3. Očekávání finančních trhů

Červencové rozhodnutí BR snížit repo sazbu o 0,25 p.b. na 2,00 % bylo pro trh překvapením, naprostá většina trhu očekávala stabilitu sazeb až do konce roku. Po zveřejnění tohoto rozhodnutí došlo k poklesu krátkého konce výnosové křivky (křivka FRA poklesla ve všech dobách splatnosti o 0,18 p.b.), zatímco dlouhý konec výnosové křivky v důsledku vývoje na globálních trzích mírně vzrostl (sazby IRS se splatností 3 roky a dále vzrostly o 0,03 p.b.). V dalším průběhu srpna došlo k mírnému poklesu velmi krátkého konce (do 3M) a k mírnému růstu delšího konce (od 6M) výnosové křivky. Výnosová křivka má pozitivní sklon, většina trhu předpokládá stabilitu sazeb v horizontu jednoho roku, menší část trhu předpokládá mírné zvýšení sazeb v prvním pololetí příštího roku. Sazby FRA jsou ve všech dobách splatnosti nad trajektorií sazeb konzistentních s červencovou prognózou, a to o 0,2 – 0,7 p.b. dle doby splatnosti (viz příloha B).

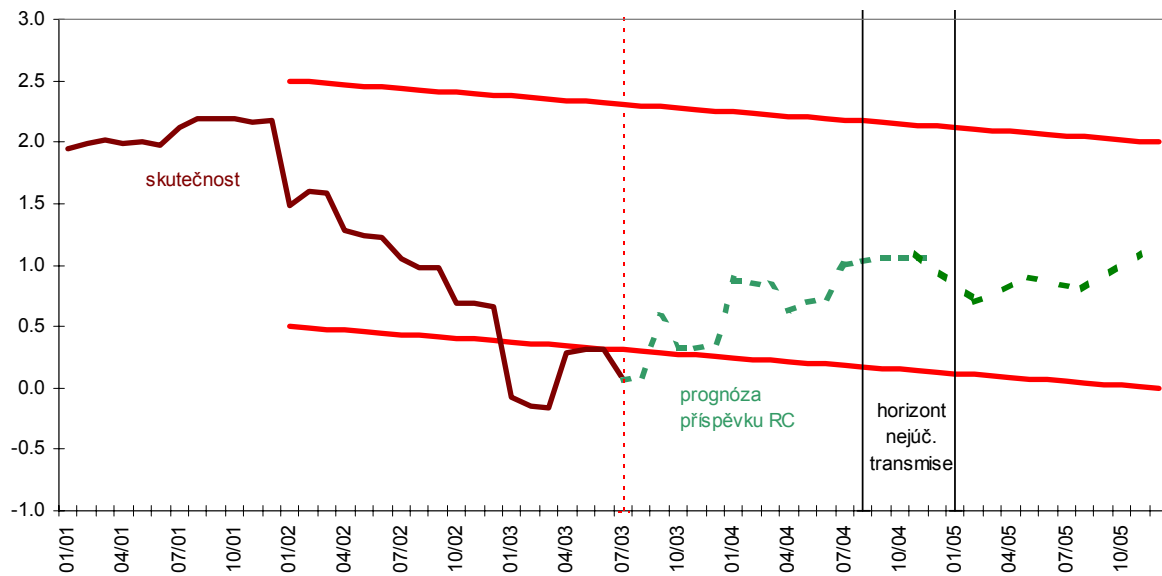
Na červencové snížení sazeb reagovala koruna oslabením vůči euru o 25 haléřů. V první dekádě srpna koruna posilovala, ve druhé dekádě došlo ke korekci a koruna oslabila zpět na úroveň z konce července. Analytici finančního trhu v horizontu 12 měsíců očekávají zhruba 4% apreciací kurzu koruny (viz příloha C).

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace ze 7. SZ 2003 a cílové pásmo

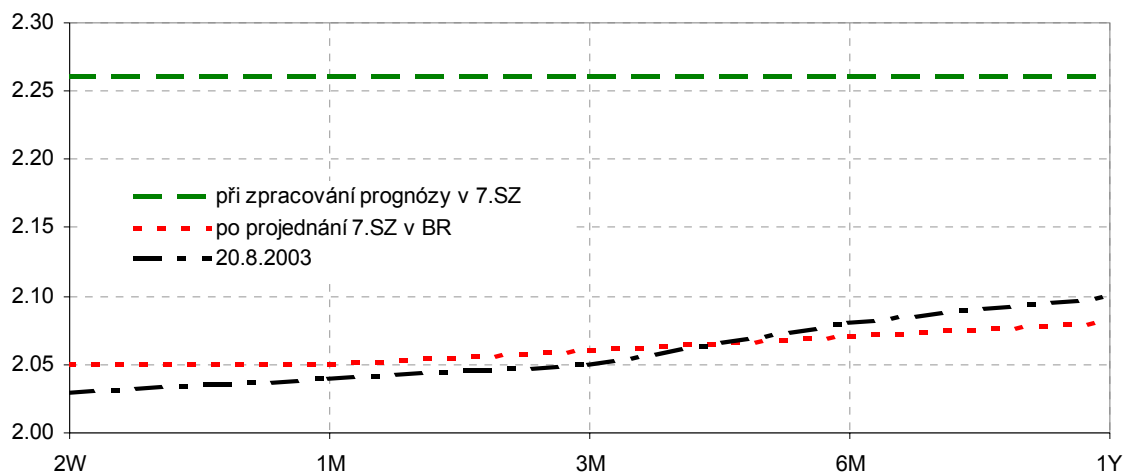


Prognóza příspěvku RC do inflace (koridor +/- 1 p.b. kolem "normálního příspěvku")

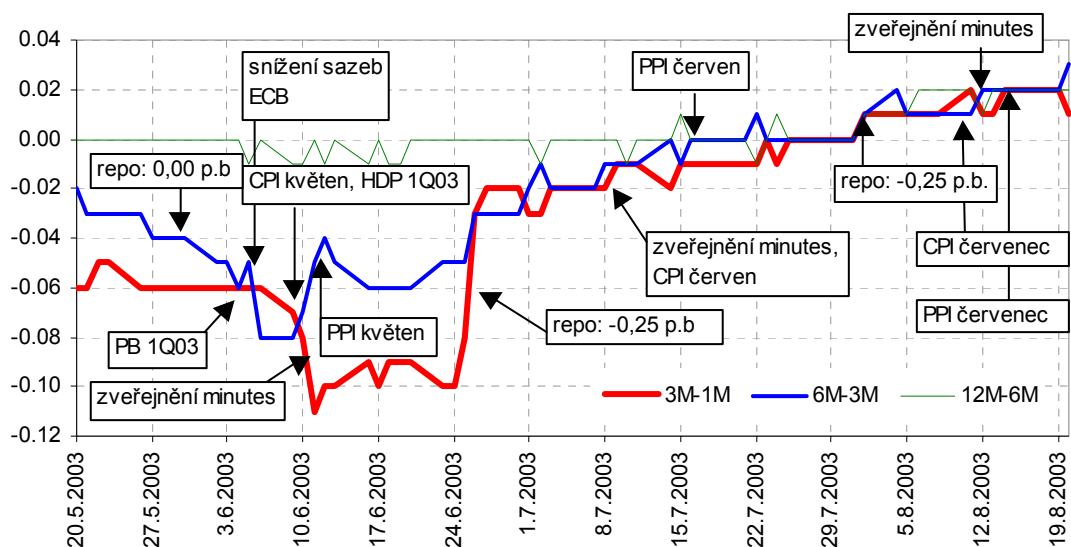


Příloha B: Úrokové sazby

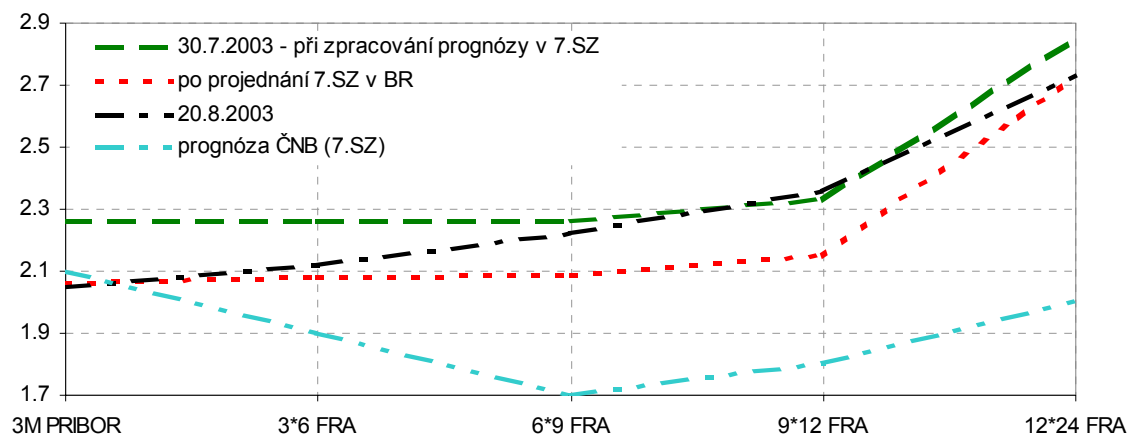
Výnosové křivky - PRIBOR



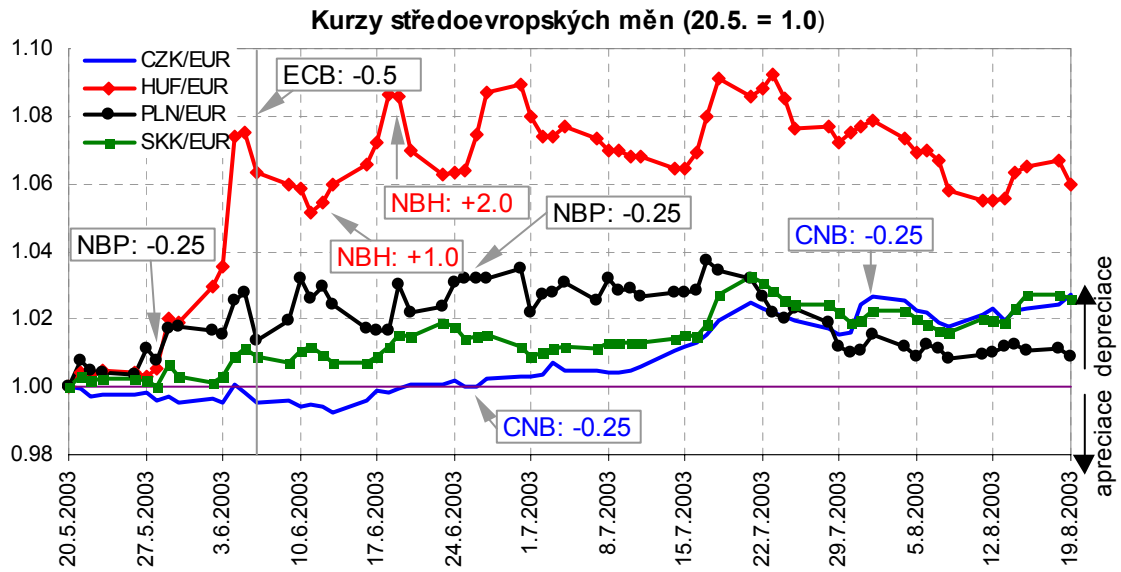
Úrokové spready - PRIBOR



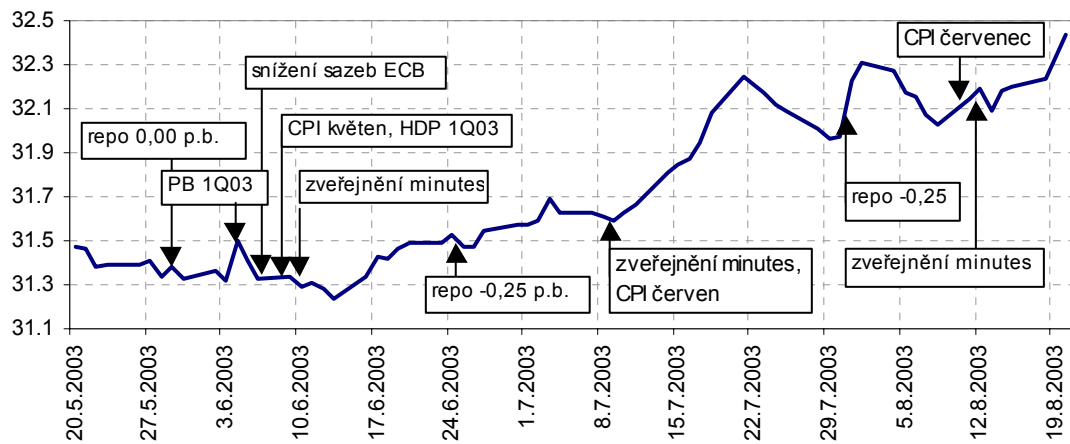
FRA



Příloha C: Devizové kurzy



Kurz CZK/EUR



Očekávání kurzu CZK/EUR na rok dopředu - aktuální kurz

