

Měnověpolitické doporučení pro 3.SZ 2004

Odbor měnové politiky a strategie

1 Základní scénář prognózy 1.SZ

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je lednová makroekonomická prognóza. Dle této prognózy se v HNT (3M2005 – 8M2005) bude inflace pohybovat ve spodní polovině cílovaného pásma (viz příloha A).

Trajektorie úrokových sazeb konzistentní s prognózou implikuje stabilitu sazeb v první polovině 2004 a jejich následný růst, do konce roku 2004 o cca 0,5 p.b. (viz příloha B). Bankovní rada na svém lednovém a únorovém zasedání rozhodla ponechat úrokové sazby nezměněny na úrovni 2 %. Východiskem pro měnověpolitické úvahy je tudíž stále vymezení se proti základním scénářem implikované stabilitě úrokových sazeb. V následujícím textu standardně zvažujeme argumenty vedoucí k nižším nebo vyšším úrokovým sazbám než jsou sazby konzistentní se základním scénářem.

2 Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb

Poslední politická jednání vlády naznačují **následující daňové úpravy** nezahrnuté v prognóze z 1.SZ. K přesunu ze snížené do základní sazby DPH by mělo dojít v položkách některých služeb (mj. pohostinství a ubytování). Zároveň by měla být snížena základní sazba z 22 % na 19 %. Navržené časování daňových změn předpokládá jejich účinnost od 1. května 2004, v případě ubytovacích služeb pak od 1. ledna 2005. Primární „účetní“, dopad do inflace v HNT by měl být nulový (v 1.SZ 0,17 p.b.) díky vzájemné kompenzaci daňových změn. Bezprostřední sekundární dopady jsou ohodnoceny na +0,4 p.b. (v 1.SZ 0,1). Důvodem kladných bezprostředních sekundárních dopadů je především předpoklad nesnížení cen relevantních položek v souladu se snížením základní sazby DPH a tím nárůst marží. Odhadovanou výši bezprostředních sekundárních dopadů z tohoto důvodu tak lze považovat za její horní odhad. Skutečná výše, rozsah a časování daňových úprav je stále spojeno s velkou nejistotou, protože nejsou Senátem a prezidentem schváleny příslušné zákony.

Z hlediska reakce měnové politiky na tyto daňové úpravy je nutné zvážit, zda nárůst marží (bezprostřední sekundární dopady) svědčí o obecném vzlínání poptávky. V tomto případě by bylo vhodné zvažovat reakci měnové politiky. Nárůst marží může ovšem také odrážet spíše strukturální faktory (nedokonalá konkurence) daného sektoru. V tomto případě by měnová politika na bezprostřední sekundární dopady reagovat neměla.

Hypotéza o vyšších sekundárních dopadech může být potvrzována současným vývojem **korigované inflace**, která byla v únoru vyšší o 0,4 p.b. oproti prognóze. Odchylka je přičítána vyšším než očekávaným sekundárním dopadům již proběhlých daňových úprav. V případě, že tato odchylka nebude kompenzována v následujících měsících, projeví se v meziročních změnách v následujících 12 měsících s dopady do celkové inflace cca +0,2 p.b.

Ačkoliv **vývoj cen potravin** v únoru je ve srovnání s prognózou nižší o 2 p.b., ve střednědobém pohledu existují spíše proinflační rizika. Únorová odchylka je způsobena nižšími než očekávanými primárními (účetními) dopady daňových změn. To je způsobeno předzásobením se alkoholickými a tabákovými výrobky maloobchody za nižší ceny. S vyčerpáním zásob by tak mělo dojít k očekávanému nárůstu cen. Rizikem pro vývoj cen potravin je do budoucna dynamika cen zemědělských výrobců, která byla v únoru vyšší oproti prognóze o cca 7 p.b. V případě, že nebude odchylka kompenzována vývojem v dalších měsících, je očekávaný dopad do inflace ohodnocen na 0,2-0,4 p.b. v následujících 12 měsících. Korigovaná inflace a ceny potravin mohou působit proinflačně i v HNT v případě, že by se jejich dynamika odrazila v nárůstu inflačních očekávání, což předpokládá zpěthledící tvorba inflačních očekávání QPM.

Dosavadní **vývoj cen ropy** je v 1Q2004 vyšší o 13 % oproti prognóze, což implikuje krátkodobé inflační riziko. Toto riziko je ovšem vyvažováno **vývojem kurzu koruny k dolaru**, který je za 1Q2004 apreciovanější oproti prognóze o 2%. Zároveň ovšem Consensus Forecasts přehodnotil odhad cen ropy za rok jen mírně nahoru a očekávaný meziroční pokles za rok se tím oproti předpokladu v 1.SZ dále prohloubil. Dle vypracovaných simulací ovšem tento vývoj cen ropy nepředstavuje významné střednědobé deflacionární riziko.

V HNT se dle prognózy bude **příspěvek regulovaných cen** (0,5-0,7 p.b.) pohybovat pod „normálním“ příspěvkem předpokládaným při stanovování inflačního cíle (1-1,5 p.b.). Tento faktor částečně vysvětluje pokles prognózy ze středu inflačního cíle do jeho spodní poloviny.¹ Vypracovaný měnověpolitický experiment v 1.SZ ukazuje implikace pro měnovou politiku v případě, kdy by příspěvek byl

¹ Dopad kladného rozdílu mezi lednovou skutečností a prognózou regulovaných cen a nově očekávaného snížení cen zemního plynu pro domácnosti se vzájemně kompenzuje a nebude mít významný dopad do inflace v HNT. Nejistotou je časování zvyšování regulovaného nájemného. 1.SZ předpokládala příspěvek z tohoto titulu +0,2 p.b. do inflace v HNT.

na úrovni „normálního“ příspěvku, tzn. inflační cíl byl snížen o hodnotu příspěvku regulovaných cen nedosahující „normálního“ příspěvku. Experiment implikuje, i přes odvolání se na institut výjimky, stabilitu úrokových sazeb v 1Q2004.

3 Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb

Zpracovaný alternativní scénář prognózy kvantifikuje rizika vyplývající z pozorované **apreciace eura vůči americkému dolaru**. Podle reakce ECB se alternativní scénář dále rozděluje na dvě varianty. *V první variantě* se ECB pomocí změn úrokových sazeb a intervencí na devizovém trhu podaří zabránit dopadům apreciace na reálnou ekonomickou aktivitu. Snižování sazeb v eurozóně implikuje potřebu snížení domácích úrokových sazeb, v 1Q2004 však ještě jejich stabilitu. *Ve druhé variantě* se ECB chová pasivněji, což vede k poklesu ekonomické aktivity a snížení dynamiky cenového vývoje v eurozóně. Tento vývoj má dezinflační implikace do vývoje domácí ekonomické aktivity a cen. Druhá varianta proto implikuje výraznější tlaky na uvolňování měnové politiky ve srovnání s první variantou, v 1Q2004 snížení o 0,25 p.b. Riziko vývoje dle alternativního scénáře potvrzuje nový Consensus Forecasts (3/2004), který oproti referenčnímu scénáři přehodnocuje vývoj očekávané trajektorie kurzu eura vůči dolaru ve směru další apreciace o cca 4,5 % a zároveň přehodnocuje růst HDP (o -0,1 p.b.) a inflace v Německu ve směru nižších růstů (o -0,2 p.b.) v roce 2004.² Na základě informací z časové struktury úrokových sazeb v eurozóně se výrazně mění výhled vývoje úrokových sazeb 12M EURIBOR až o -0,5 p.b. v roce 2004 ve srovnání s referenčním scénářem z 1.SZ.³ Trajektorie sazeb se tak blíží implikovaným sazbám první varianty (viz příloha D).

Deficit soustavy veřejných rozpočtů dosáhl za rok 2003 podle předběžných údajů výše cca 4,5 % HDP, prognóza předpokládala 5,3 %. Pro rok 2004 je schválen deficit na úrovni 6,2 %. Prognóza z 1.SZ předpokládá deficit ve výši 5,1%, což implikuje pro rok 2004 změnu poptávkově relevantního salda o +18 mld. s dopadem do růstu HDP +0,4 p.b. Příznivý výsledek za hospodaření za rok 2003 však může naznačovat, že výše deficitu pro rok 2004 by mohla být nižší, přibližně na úrovni 4,3 % HDP. S tímto deficitem by byla konzistentní nulová změna poptávkově relevantního salda a více záporná mezera výstupu v roce 2004 o 0,4 p.b. Nižší deficit veřejných rozpočtů však může vyvolávat riziko i na opačnou stranu v případě, že by lepší hospodaření z titulu vyššího výběru daní vedlo k odložení reformních kroků.

Nižší než očekávané poptávkově relevantní saldo za rok 2003 při dobře odhadnutém růstu HDP zároveň znamená, že autonomní poptávka v roce 2003 byla

² Podle předběžných údajů poklesl HDP v roce 2003 o 0,1 % (4Q2003 0,2 %), prognóza předpokládala stagnaci (za 4Q2003 0,5 %).

³ Aktuální vývoj 12M EURIBOR je oproti předpokladům lednové prognózy nižší o 0,2 p.b.

vyšší než predikovaná o 0,5 p.b. (rozdíl ve fiskálním impulsu). Implikace pro měnovou politiku závisí na identifikaci příčin této vyšší autonomní poptávky. Pokud je výsledkem uvolněnějších měnových podmínek, potom lze očekávat rychlejší uzavírání mezery výstupu. Pokud je ale vysvětlitelná nesystematickou částí poptávky (předzásobením se z důvodů daňových úprav), pak to implikuje budoucí pohyb v poptávce opačným směrem, tudíž nižší autonomní poptávku s opačným tlakem na měnovou politiku. Jednou možností, jak diskriminovat mezi důvody vyšší autonomní poptávky je sledovat tržby z prodeje a oprav automobilů. Jejich meziroční pokles indikuje, že část reverzního pohybu byla realizována už ve 4Q2003, přičemž pokles pokračoval i v lednu.

Ministerstvo financí pokračilo v přípravách **emise vládních dluhopisů v cizí měně** a jejím časování (předpokládaný objem první emise ve 2Q2004 se pohybuje zhruba okolo 1 mld. EUR),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. Pro minimalizaci případné nežádoucí apreciacie kurzu je vhodné koordinovat komunikaci ohledně způsobu zajištění emise s Ministerstvem financí.

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*. Měnověpolitický experiment „**Normativní reakční funkce**“ upravuje reakční funkci tak, aby inflace byla co nejbližší středu inflačního cíle v horizontu nejméně 6 měsíců. S tímto experimentem je konzistentní snížení úrokových sazeb o 1 p.b. ve 1Q2004 a jejich rychlejší růst ve srovnání se základním scénářem; inflace je vyšší v HNT o 0,3 p.b. Druhý experiment „*Taylorovo pravidlo*“ mění reakční funkci tak, že nereaguje na budoucí, ale na současnou odchylku inflace od cíle. S tímto experimentem je konzistentní pokles sazeb o 1,3 p.b. v 1Q2004 a inflace v HNT vyšší o 0,8 p.b.

4 Doporučení odboru měnové politiky

Po zvážení uvedených argumentů odbor měnové politiky doporučuje ***ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.***

5 Očekávání finančních trhů

Únorové rozhodnutí BR ponechat repo sazbu ve výši 2 % bylo v souladu s očekáváním finančních trhů. V březnu trh očekává stabilitu úrokových sazeb.

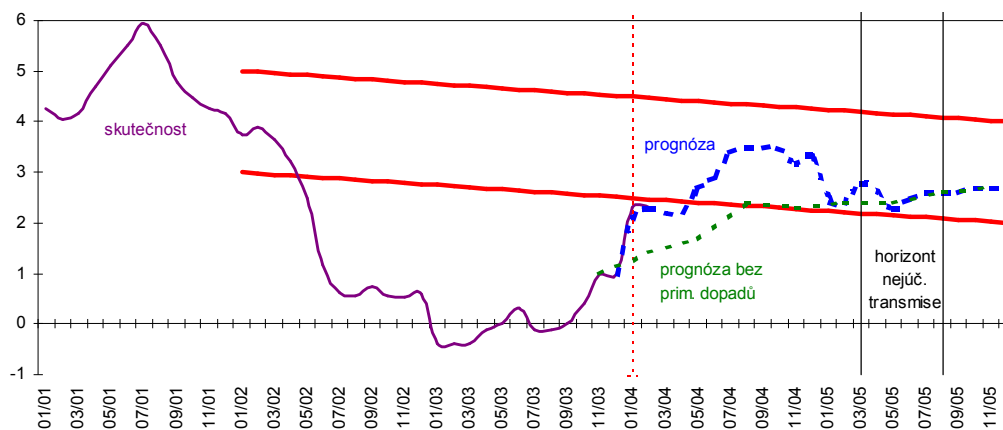
⁴ Nejistota panuje nadále ohledně časování a objemu dalších možných emisí vládních dluhopisů v cizí měně.

Začátek jejich zvyšování je předpokládán od 2Q2004, kdy je očekáváno zvýšení repo sazby o 0,25 p.b., do konce roku 2004 pak celkově až o 0,5 p.b. Od projednávání 3.SZ došlo na krátkém konci výnosové křivky k mírnému poklesu, od zpracování 1.SZ poklesly úrokové sazby na peněžním trhu až o 0,2 p.b. Trhem očekávané úrokové sazby se tak přiblížily trajektorii sazeb konzistentních s prognózou. Přibližně do půl roku jsou trhem očekávané sazby stále nad trajektorií dané prognózou (až o 0,2 p.b.), do jednoho roku jsou pak však očekávané sazby již pod touto trajektorií (až o 0,1 p.b.)

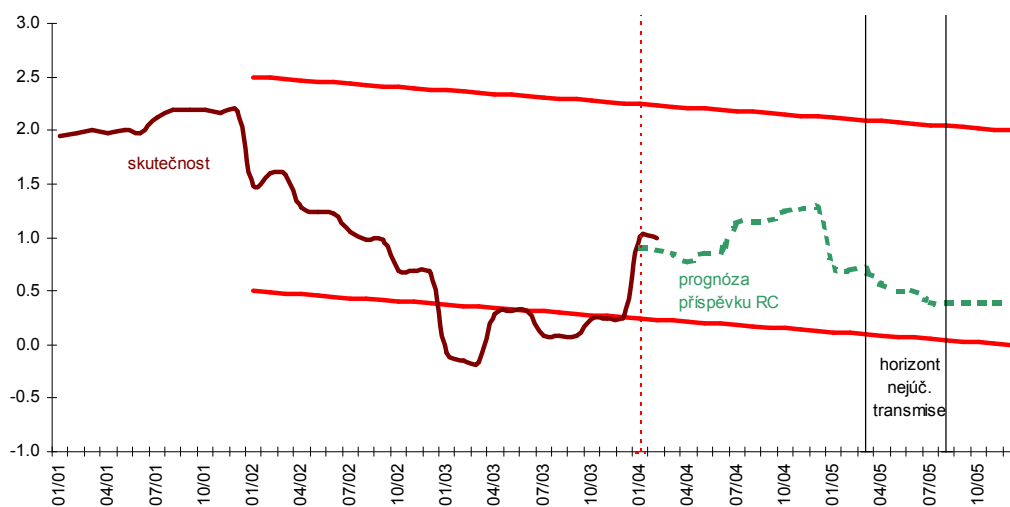
Koruna na únorové rozhodnutí BR nereagovala. Do konce února kurz oscilloval v úzkém pásmu kolem 32,50 CZK/EUR, od začátku března začal mírně depreciovat. V současnosti se kurz pohybuje kolem úrovně 33,20 CZK/EUR. Analytici finančního trhu v ročním horizontu očekávají zhruba 4,2 % apreciaci CZK.

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace z 1.SZ 2004 a cílové pásmo



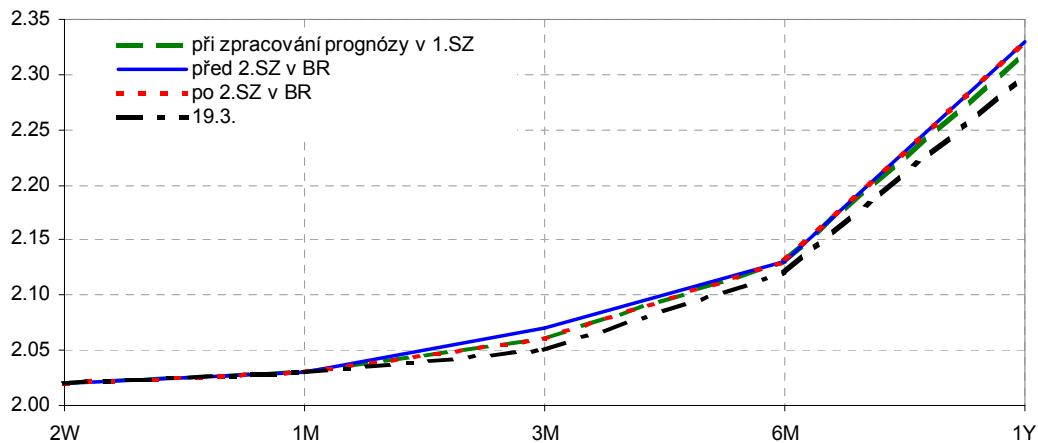
Prognóza příspěvku regulovaných cen do inflace



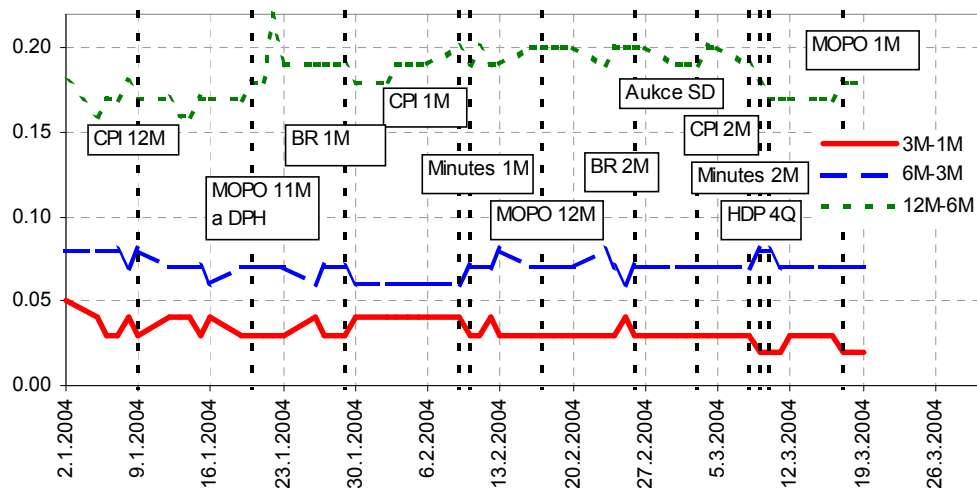
Poznámka: Inflační cíl předpokládá pokles příspěvku z 1,5 p.b. na 1 p.b., zde je navíc „konfidenční interval“ ± 1 p.b.

Příloha B: Úrokové sazby

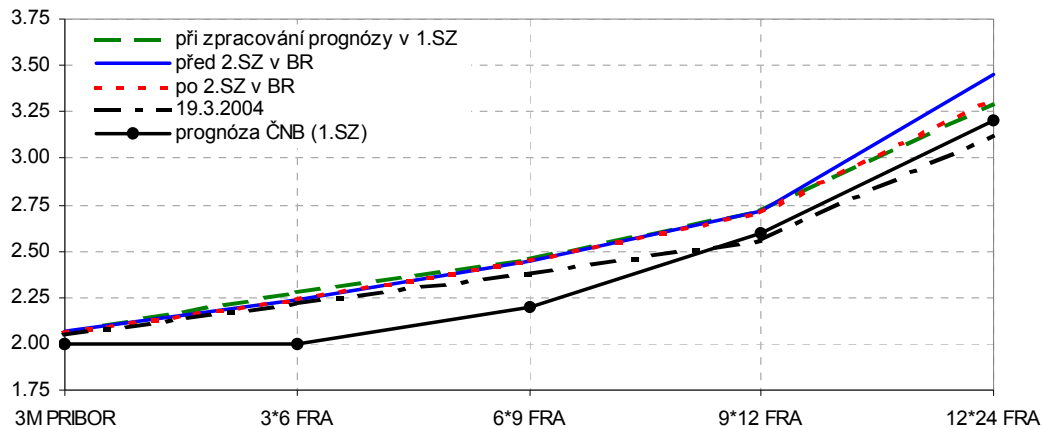
Výnosové křivky - PRIBOR



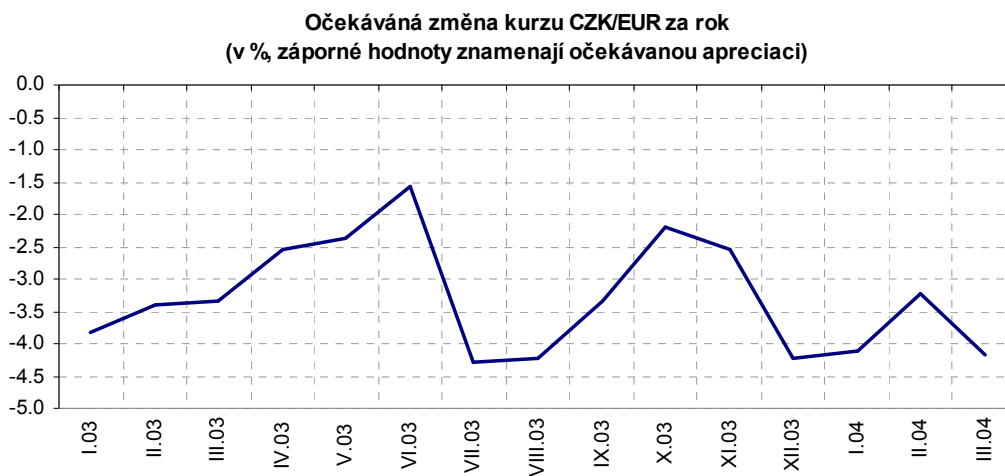
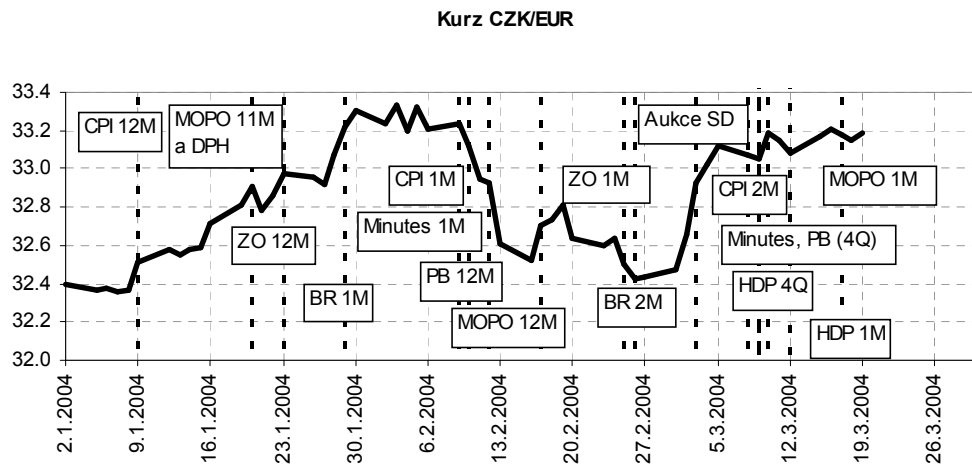
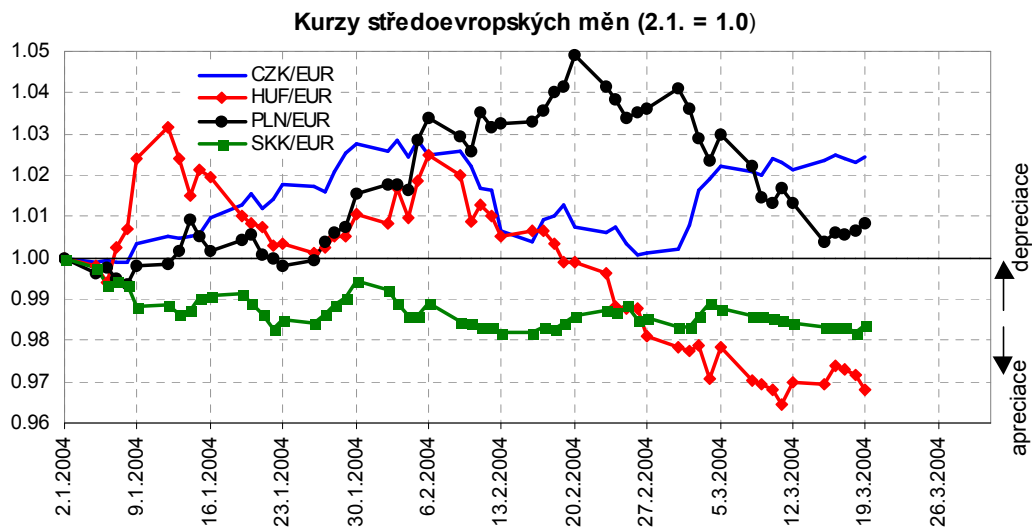
Úrokové spready - PRIBOR



FRA



Příloha C: Devizové kurzy



Příloha D: Očekávané sazby 12M EURIBOR

