

Měnově politické doporučení

1. Vyhodnocení měnově politických rozhodovacích kritérií pro 6. SZ

Aktuální domácí i zahraniční hospodářský vývoj od projednání 5. SZ většinou potvrzuje dubnovou prognózu inflace. V 6. SZ byla rizika stávající prognózy nadále vyhodnocována jako deflační, přičemž došlo k jejich mírnému zvýšení. Nejsilnějším rizikem zůstává rychlejší zhodnocování měnového kurzu CZK/EUR ve srovnání s referenčním scénářem (ref. scénář 31,25 CZK/EUR vs. průměr za duben až červen 30,47 CZK/EUR). Stan promítání tohoto vývoje do inflace panuje nadále nejistota. Na jedné straně statistické údaje potvrzují, že pokles cen obchodovatelných komodit není proporcionální apreciaci koruny. Riziko větší pružnosti cen směrem dolů tím klesá. Na druhé straně panuje shoda na tom, že pružnost cen směrem dolů je podmíněna dobou, po kterou bude pokračovat silná meziroční aprece kurzu koruny. V 6. SZ byla rovněž identifikována nová deflační rizika, mezi která patří zpevnování kursu koruny k USD a nižší dynamika PPI a hospodářského růstu (oproti prognóze CF) v Německu. Celkově lze říci, že ačkoliv prognóza inflace míří v horizontu nejučinnější transmise (červen – listopad 2003) do středu koridoru inflačního cíle, rizika prognózy inflace jsou jednoznačně na deflační straně. To vyvolává zamyšlení o správném nastavení měnové politiky.

Pro uvolnění měnové politiky hovoří následující argumenty:

- 1) Dubnové snížení měnověpolitických sazeb nevedlo k dostatečnému uvolnění měnových podmínek. Nominální úrokové sazby klesly sice k úrovni konzistentní se střednědobou prognózou, nicméně díky rychlejšímu než prognózovanému poklesu inflačních očekávání nedošlo k odpovídajícímu poklesu reálných úrokových sazeb. Podobně skutečný vývoj kurzové složky měnových podmínek není konzistentní se střednědobou prognózou inflace. I přes stabilizaci úrovně kurzu v posledních týdnech totiž nadále pokračuje výrazná meziroční aprece nominálního kurzu (10,3 %) a přetrvává mezera mezi aktuální úrovní kurzu a úrovní, na které je založena dubnová prognóza inflace. Pro podrobnější kvantifikaci viz přílohu č. 2.
- 2) Predikce vývoje inflace a její rizika naznačují další samovolné zpřísňování úrokové složky měnových podmínek prostřednictvím poklesu inflačních očekávání. Uvolnění měnové politiky a aktivní komunikace by mohla přenos skutečného vývoje inflace do inflačních očekávání zpomalit.

Proti uvolnění měnové politiky hovoří následující argumenty:

- 1) Díky posunu horizontu nejučinnější transmise se v současnosti střed inflační predikce nachází ve středu koridoru inflačního cíle. Zároveň pokračuje uspokojivá dynamika reálné ekonomické aktivity.
- 2) Časování. V horizontu jednoho měsíce bude k dispozici nová makroekonomická prognóza. Vyčkání s případným měnověpolitickým opatřením tak umožní promítnout některá ze stávajících rizik budoucího vývoje přímo do prognózy inflace a zároveň lépe posoudit oprávněnost reakce měnové politiky z hlediska struktury budoucího cenového pohybu (případné uplatnění výjimky z titulu externím vývojem dané deflace). Nová prognóza inflace zároveň výrazně usnadní komunikaci případného měnověpolitického opatření.

Případné rozhodnutí o uvolnění měnových podmínek již při příležitosti 6. SZ nadále naráží na strukturální aspekt působení měnových podmínek, jež byl zmíněn již v MP doporučení k 5. SZ. Vzhledem k uspokojivé dynamice domácí poptávky by bylo vhodnější uvolnění měnových podmínek prostřednictvím kurzového kanálu. Pomineme-li snahu o oslabení kurzu prostřednictvím snížení úrokových sazeb, zůstávají ke zvážení pouze devizové intervence.

Pro jejich použití v současném stádiu vývoje lze uplatnit dva argumenty. Za prvé, transfer prostředků utržených při prodeji a.s. Transgas na účet u ČNB v praxi demonstroval funkčnost Dohody mezi ČNB a vládou. Přesto nedošlo k citelnějšímu oslabení devizového kurzu. Za druhé, deklarování kurzové apreciace ze strany ČNB jako nežádoucí kurzové „bubliny“ by logicky vyžadovalo aktivní kroky k její eliminaci. Z tohoto hlediska by použití devizových intervencí nemělo představovat pro účastníky trhu překvapení.

Naopak v neprospěch devizových intervencí hovoří následující důvody. Za prvé, devizové intervence nejsou standardním nástrojem měnové politiky ČNB. Jejich použití ČNB v minulosti několikrát deklarovala pouze pro případ silné volatility kurzu. Od konce dubna je však kurz stabilní. Za druhé, komunikace použití intervencí by byla komplikovaná nejen z výše uvedeného důvodu, ale i z hlediska dubnového opatření. To bylo interpretováno jako snaha kompenzovat zpevňující měnové podmínky (substituce působení jednotlivých složek měnových podmínek), nikoliv jako snaha oslabit úrokovými sazbami měnový kurz. Konečně za třetí, přetrvávají silné nejistoty o dalším vývoji kurzu a o jeho rovnovážné úrovni. Zastavení apreciace po posledním snížení měnově politických sazeb může být předzvěstí pozvolného oslabování kurzu v budoucnosti.

2. Doporučení

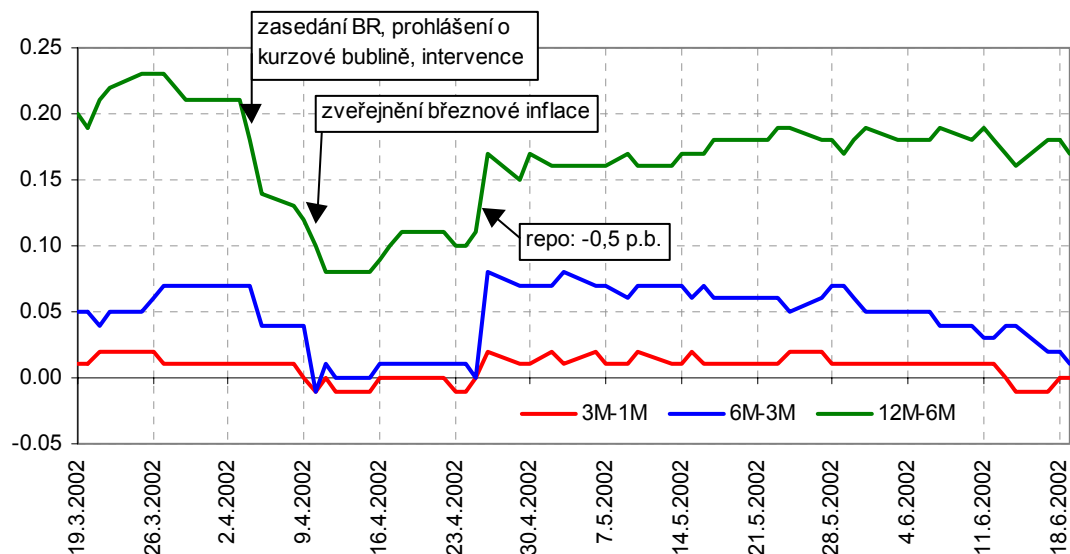
Na základě vyhodnocení výše uvedených argumentů odbor měnové politiky *doporučuje*:

- A. Ponechat měnově-politické sazby na stávající úrovni.
- B. Neprovádět devizové intervence.

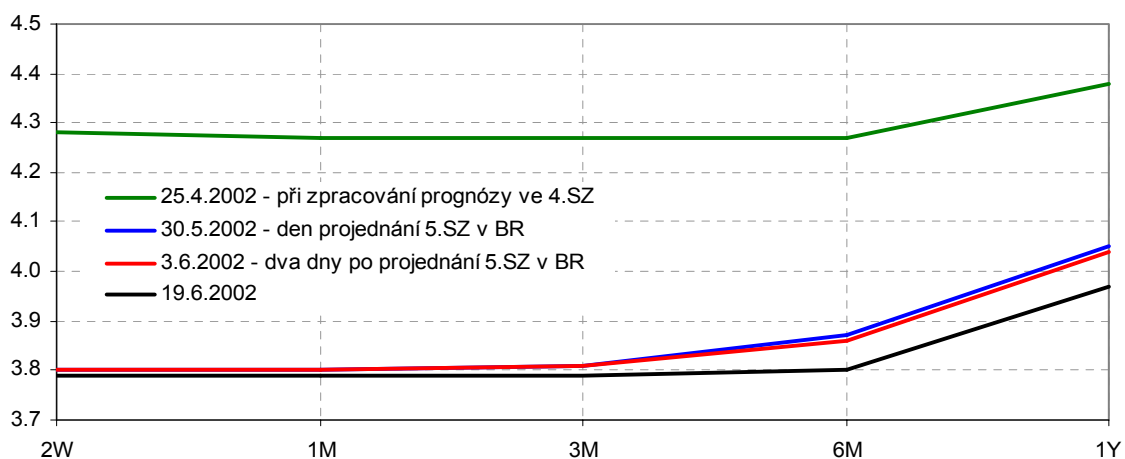
Přílohy

Příloha 1

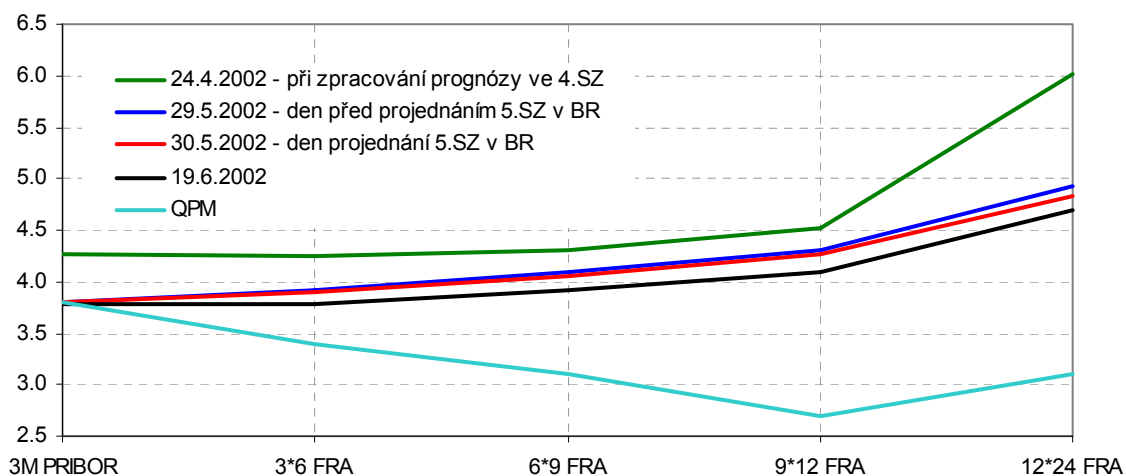
Úrokové spready - PRIBOR



Výnosové křivky - PRIBOR



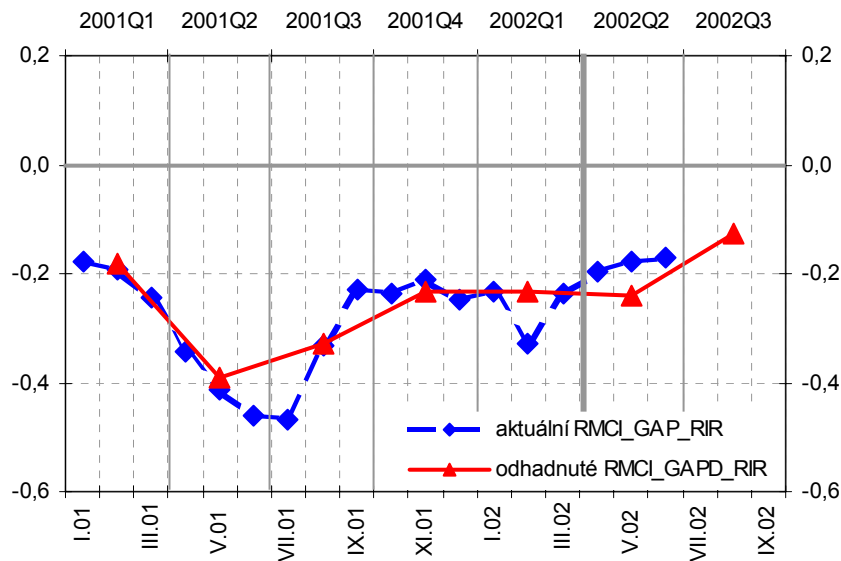
FRA



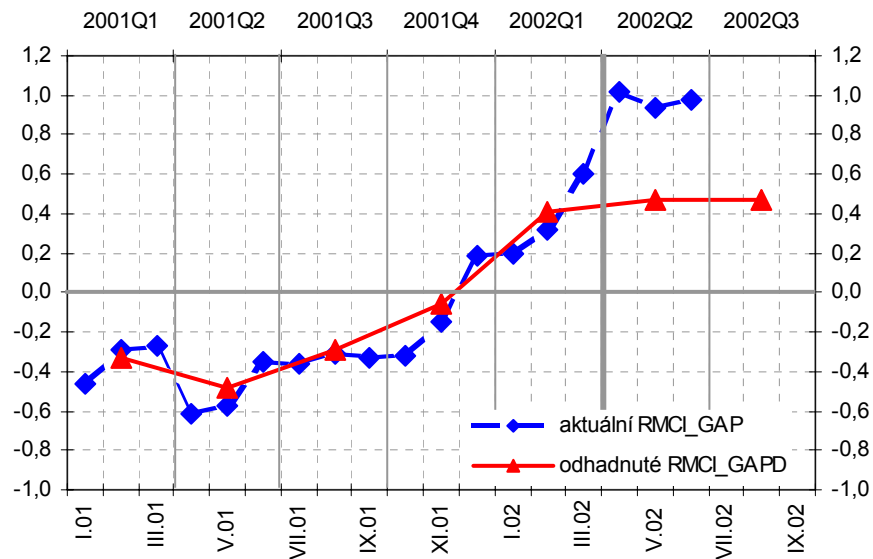
	4.SZ pro 2002Q2	duben	květen	červen	průměr
Inflace	2,8	3,2	2,5	2,2*	2,9
Infl. oček. FT	3,6	3,5	3,3	3,1	3,3
Nominální IR					
3M	3,8	4,2	3,8	3,8	3,9
1R	3,9	4,4	4,1	4,0	4,2
1R EURO	3,6	3,9	4,0	3,9	3,9
Reálné IR					
3M	0,3	0,7	0,5	0,7	0,6
1R	0,3	0,9	0,8	0,9	0,9
1R EURO	2,5	2,3	2,9	2,5	2,6
CZK/EUR	31,25	30,35	30,56	30,47	30,46
RER_GAP	4,9	8,1	7,5	7,7	7,8

* predikce

– trajektorie úrokové složky



Aktuální RMCI_GAP versus s prognózou konzistentní odhad $RMCI_GAP^D$



– trajektorie kurzové složky

