

Měnově politické doporučení

1. Vyhodnocení měnově politických rozhodovacích kritérií pro 7. SZ

Domácí i zahraniční hospodářský vývoj ve druhém čtvrtletí 2002 potvrdil předpoklady o desinflačním vlivu exogenních faktorů, které byly obsaženy v poslední makroekonomické predikci z dubna 2002. Potvrdila se také převažující kumulace desinflačních rizik, na kterou upozorňovala 6. SZ (zejména apreciace efektivního kurzu a nižší dynamika PPI a hospodářského růstu v Německu oproti prognóze CF). Mezi nové informace patří výrazné desinflační působení cen potravin a prognózovaný nízký příspěvek regulovaných cen (ve srovnání s předpoklady při stanovení pásma inflačního cíle).

Nově sestavená *makroekonomická prognóza* reflektující ve srovnání se 4. SZ výraznější protiinflační tlaky v oblasti efektivního kurzu, cen potravin a regulovaných cen, ale také větší zápornou mezeru výstupu, predikuje ve srovnání s dubnovou prognózou podstatné zpomalení cenové dynamiky minimálně v horizontu konce roku 2004. A to i přesto, že obsahuje reaktivní měnovou politiku. Až do konce první poloviny roku 2003 by se měla meziroční inflace pohybovat výrazně pod spodním okrajem inflačního cíle a v horizontu nejučinnější transmise (červenec až prosinec 2003) se střed prognózy spodnímu okraji inflačního cíle začíná teprve přibližovat. Návrat do středu pásma inflačního cíle je očekáván teprve v průběhu roku 2005.

Rizika budoucího cenového vývoje i uzavírání mezery výstupu jsou nejvíce spojena s vývojem efektivního kursu koruny. Referenční scénář vstupující do prognózy předpokládá v celém horizontu stabilizaci nominálního kurzu k EUR i USD zhruba na současné úrovni. S referenčním scénářem kurzu CZK/EUR jsou však spojeny významné nejistoty. Dosud se nepodařilo spolehlivě identifikovat příčiny skokových aprecií z přelomu března a dubna a přelomu června a července. Kurzové pohyby v tomto období nejsou dostatečně vysvětlitelné pohybem dluhového a nedluhového kapitálu. V SMS panuje pouze shoda o tom, že reálný efektivní kurz je v současnosti výrazně nadhodnocený a že nelze vyloučit pokračování apreciačního trendu ani v budoucnosti. Nadhodnocení reálného kurzu má negativní dopady na uzavírání mezery výstupu a prostřednictvím nepřímého kurzového kanálu tak na budoucí nízkoinflační vývoj. Nominální apreciace je prostřednictvím přímého kurzového kanálu jedním z klíčových faktorů poklesu současné i očekávané inflace.

Z prognózy inflace jednoznačně vyplývá potřeba *uvolnění měnové politiky*. Makroekonomická prognóza se zabudovanou reakcí měnové politiky však zároveň naznačuje, že ani razantnější uvolnění měnové politiky nezaručuje v horizontu nejučinnější transmise návrat inflace do pásma inflačního cíle vzhledem k velké váze a synergickému efektu exogenních desinflačních faktorů stojících ve značné míře mimo vliv měnové politiky (ceny potravin, regulované ceny a z části zřejmě i devizový kurz).

Vzhledem k velké váze exogenních faktorů na budoucím cenovém vývoji a předpokládanému vývoji inflace relativně k cílovému pásmu ČNB je nasnadě *diskuse aplikace institutu výjimek* z plnění inflačního cíle. Ty by bylo možno použít s ohledem na mimořádně nízký příspěvek cen potravin a odděleně i regulovaných k inflaci (aplikace výjimky na vývoj devizového kurzu byla diskutována a odmítnuta již u příležitosti 4. SZ). Využití výjimky u cen potravin naráží na skutečnost, že příspěvek cen potravin se stabilizuje na běžných hladinách právě

v horizontu nejúčinnější transmise (kombinovaný s příspěvkem cen pohonných hmot - viz příloha 1). Využití výjimky u příspěvku regulovaných cen se nabízí nejen proto, že to odpovídá stanovenému cíli a tím vyhlášené strategii ČNB (cíl předpokládal příspěvek 1 – 1,5 p.b. do inflace), ale zejména z komunikačních důvodů. ČNB bude poprvé publikovat nepodmíněnou prognózu, pravděpodobně sníží úrokové sazby dle profilu implikovaného prognózou a přesto sdělí, že cíl víceméně plnit nebude. Ani aplikace této výjimky zároveň příliš neovlivní intenzitu doporučeného uvolnění úrokových sazeb. Proti uplatnění výjimky u příspěvku regulovaných cen hovoří především to, že v případě uplatnění výjimky a nižšího snížení úrokových sazeb (než bez jejího uplatnění) hrozí riziko zafixování nízkých inflačních očekávání, které jsou převážně adaptivní a tudíž sekundární desinflační efekty.

Zatímco nutnost celkového uvolnění měnových podmínek vyplývá z provedených analýz a vypracované prognózy zcela jednoznačně, *strukturální aspekt uvolnění měnové politiky* vyžaduje podrobnější zhodnocení. Od 4. SZ došlo ke zpřísnění měnových podmínek v obou složkách, přičemž váha kurzové složky výrazně převažovala. Žádoucí by proto bylo především uvolnění kurzové složky měnových podmínek. Je třeba zvážit, jaké efekty lze očekávat při snížení měnově politických sazeb a využití devizových intervencí.

Proti snížení úrokových sazeb nelze v současné situaci uvést žádné významnější argumenty (ani riziko fiskálního vývoje, ani riziko inflačního vývoje při „splasknutí bubliny“ na např. 32 CZK/EUR). Snížení úrokových sazeb vyžaduje reakční funkce obsažená v inflační prognóze jak z hlediska očekávaného vývoje inflace, tak i očekávaného vývoje mezery výstupu. Snížení úrokových sazeb má navíc (při stávajícím výhledu a struktuře přílivu nedluhového kapitálu) potenciál ovlivnit prostřednictvím úrokového diferenciálu úroveň devizového kurzu. Jinými slovy, vztah mezi devizovým kurzem a úrokovým diferenciálem, tak jak je obsažen v prezentované prognóze, může být naplněn s pravděpodobností vyšší než v minulosti. Na druhou stranu se lze domnívat, že tento vztah se naplní pouze při určité úrovni snížení měnově politických sazeb. Poslední analýzy sazeb peněžního trhu ukazují, že roční úrokové sazby, které jsme identifikovaly jako rozhodující pro ovlivňování devizového kurzu, již obsahují očekávání o poklesu krátkodobých sazeb zhruba o 0,5 p.b. Snížení měnově politických sazeb by proto – ve snaze ovlivnit i úroveň kurzu – mělo být vyšší než očekávaných 0,5 p.b.

2. Experimenty ověřující robustnost MPD

Pro ověření robustnosti měnově-politického doporučení je vhodné provést sadu experimentů, které modifikují rozhodování měnové politiky. Pokud tyto potenciální změny v rozhodování výrazně neovlivní výsledné chování měnové politiky můžeme doporučení považovat za robustní. V této souvislosti byly provedeny následující experimenty:

Aplikace výjimky z plnění inflačního cíle z důvodu vývoje regulovaných cen

V základním scénáři predikce reaguje měnová politika na podstřelování inflačního cíle, které je do jisté míry způsobeno nižším (než při stanovení inflačního cíle uvažovaným) příspěvkem regulovaných cen k celkové inflaci. V případě, že by centrální banka označila nízký příspěvek regulovaných cen za výjimku z plnění inflačního cíle, reagovala by jen na část desinflačních tlaků. Potřebné snížení řídicí úrokové sazby by tak bylo přibližně o cca 0,2 p.b. nižší v průběhu většiny období prognózy. Slabší reakce měnové politiky vede k mírně vyšší mezeře výstupu v průběhu let 2003 a 2004 a k podobnému průběhu inflace jako v základním scénáři.

Snaha centrální banky o rychlejší návrat inflace do cílového pásma

V základním scénáři predikce vrací měnová politika inflaci do cílového pásma až počátkem roku 2004. Pro návrat inflace do cílového pásma již v polovině roku 2003 byl realizován experiment, ve kterém měnová politika reaguje na současnou odchylku inflace od inflačního cíle a současnou mezeru výstupu (tzv. Taylorovo pravidlo). Řídící úroková sazba by tak v tomto případě byla o cca 1,8 p.b. nižší ve srovnání se základním scénářem v druhé polovině roku 2002 a na začátku roku 2003. V reakci na tento vývoj úrokových sazeb by došlo k rychlému uzavření mezery výstupu a růstu inflace v rámci cílového pásma.

Cílování spodního okraje cílového pásma

Základní scénář predikce vychází z cílování středu cílového pásma. Ve skutečnosti nemusí inflace ve spodní polovině cílového pásma znamenat méně úspěšnou měnovou politiku. Cílování nižšího růstu CPI znamená logicky vyšší řídící úrokovou sazbu, v tomto případě o cca 0,3 p.b. v průběhu let 2002 a 2003. Tomu odpovídá výraznější záporná mezera výstupu, zejména pak v letech 2004 a 2005 a pochopitelně nižší inflace ve stejném období.

Experimenty ukazují, že změny v rozhodování měnové politiky nemají zásadní vliv na doporučení uvolnit měnové podmínky v průběhu roku 2002. Výrazná reakce měnové politiky v druhém případě je dána snahou překonat silné desinflační tlaky v relativně krátkém období. Poslední experiment je identický se snížením inflačního cíle o 1 p.b. Přesto i v něm dochází k uvolnění měnové politiky proti současnému stavu. Celkově tak z provedených experimentů vyplývá, že ani potenciální změny v rozhodování měnové politiky nevedou k přehodnocení směru měnově-politického doporučení.

3. Devizové intervence

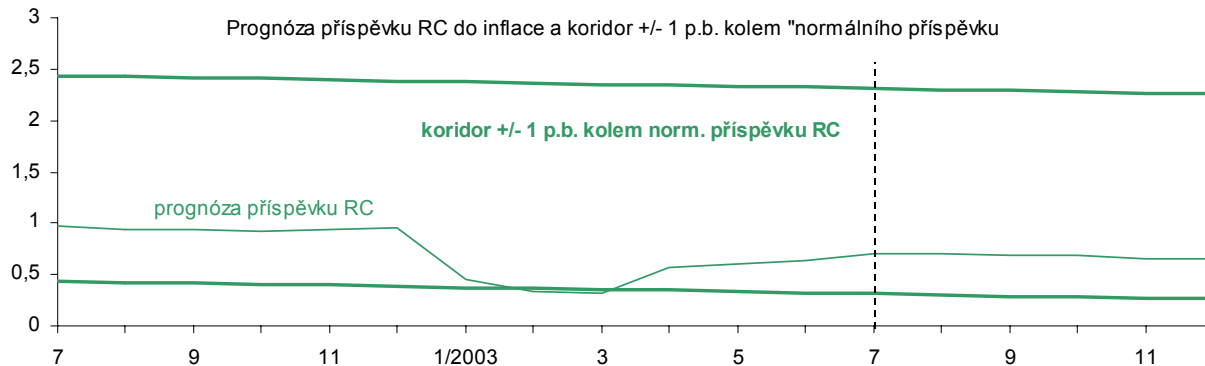
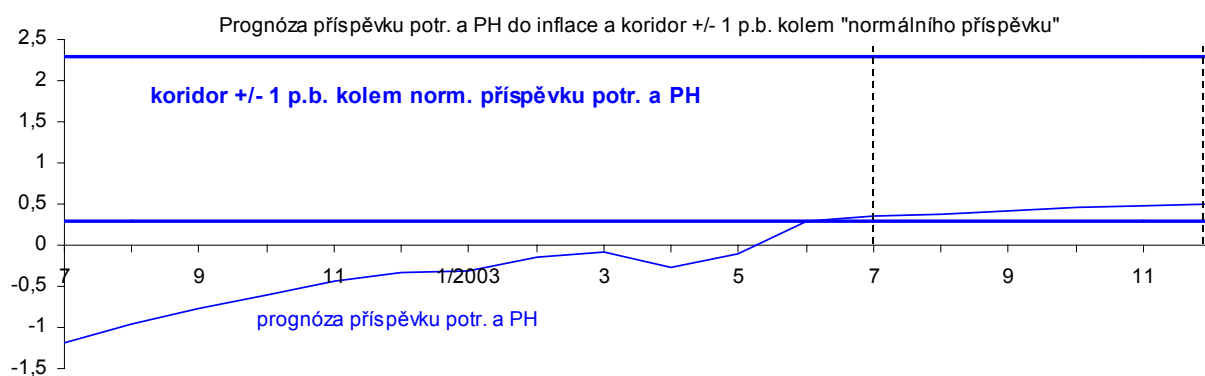
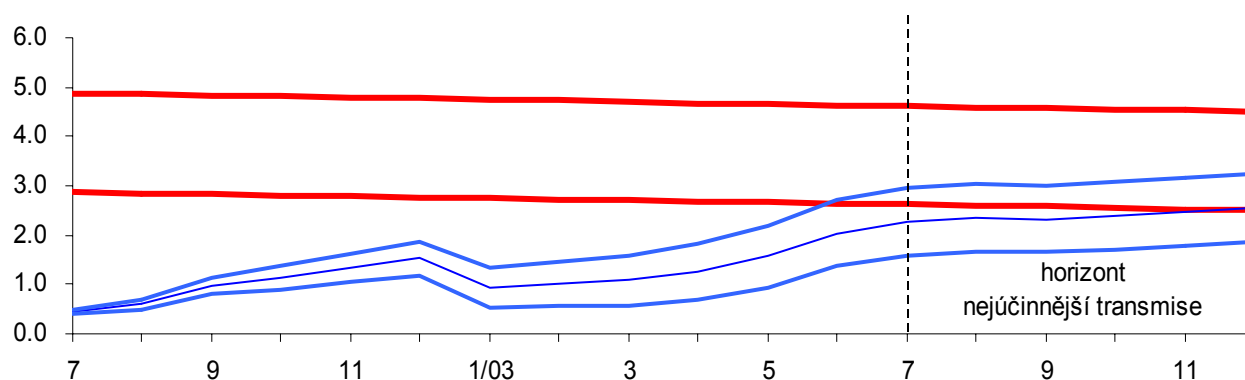
Nepodmíněná makroekonomická predikce ukazuje, že bez stabilizace devizového kurzu nelze očekávat v horizontu nejučinnější transmise návrat inflace do pásma inflačního cíle a uzavírání mezery výstupu. Praktické zkušenosti (minimálně tohoto roku) zároveň naznačují, že významnější změny ve vývoji kurzu nelze dosáhnout bez koordinovaného využití měnově politických sazeb a devizových intervencí. Opakovaná prohlášení ČNB o nadhodnoceném kurzu bez využití všech možností pro změnu tohoto nežádoucího trendu navíc oslabují důvěru v prohlášení a postoje ČNB a nahrávají spekulacím na další posilování kurzu. Tyto negativní tendence by byly výrazně posíleny se zveřejněním nové makroekonomické prognózy, která ukazuje klíčovou roli devizového kurzu pro další makroekonomický vývoj a vážná rizika spojená s případnou další apreciací.

4. Doporučení

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

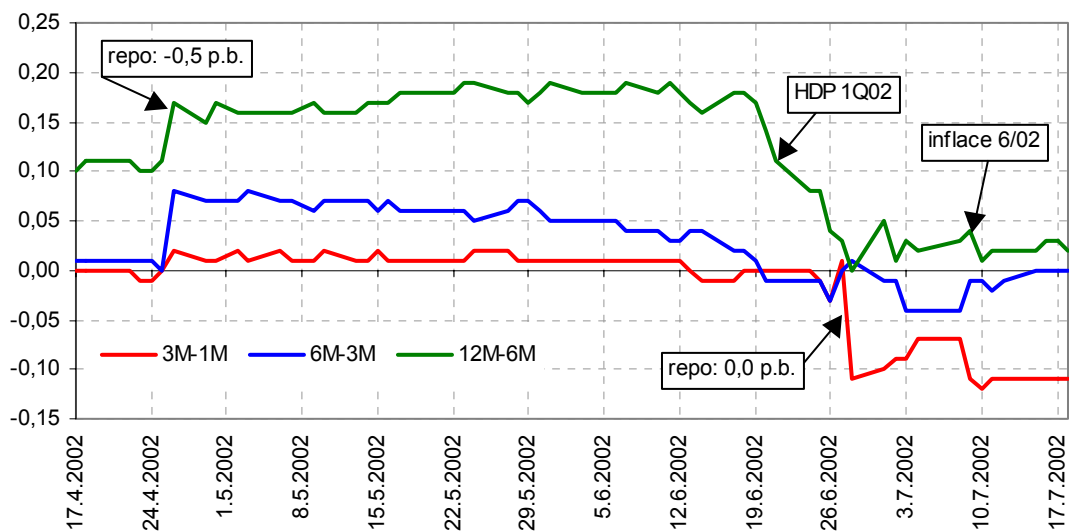
- A. Snížit měnově politické sazby o 0,75 proc. bodu.
- B. Současně přistoupit k provádění devizových intervencí
- C. V komunikaci vysvětlit příspěvek nízkých regulovaných cen k podstřelování cílového pásma (výjimka) a zdůraznit tlaky na budoucí uvolňování měnové politiky, které jsou obsaženy v červencové nepodmíněné prognóze.

Příloha 1

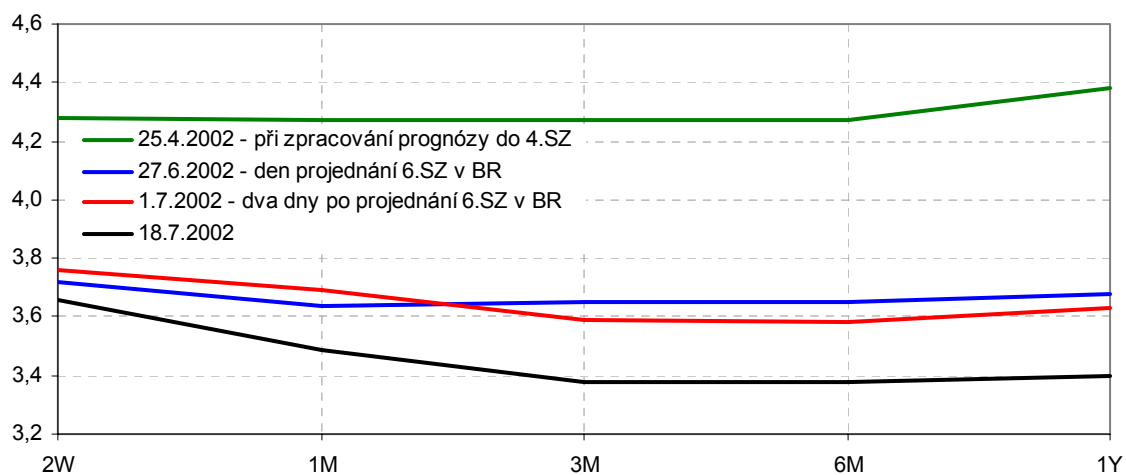


Příloha 2

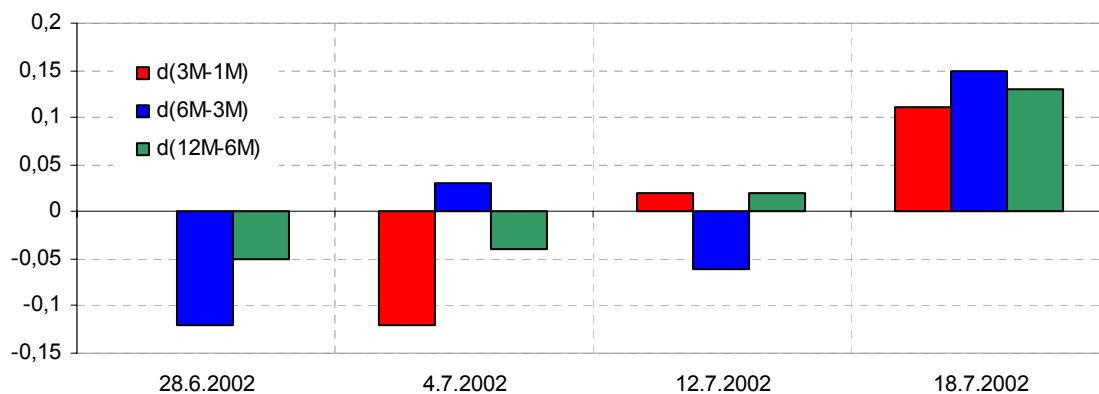
Úrokové spready - PRIBOR



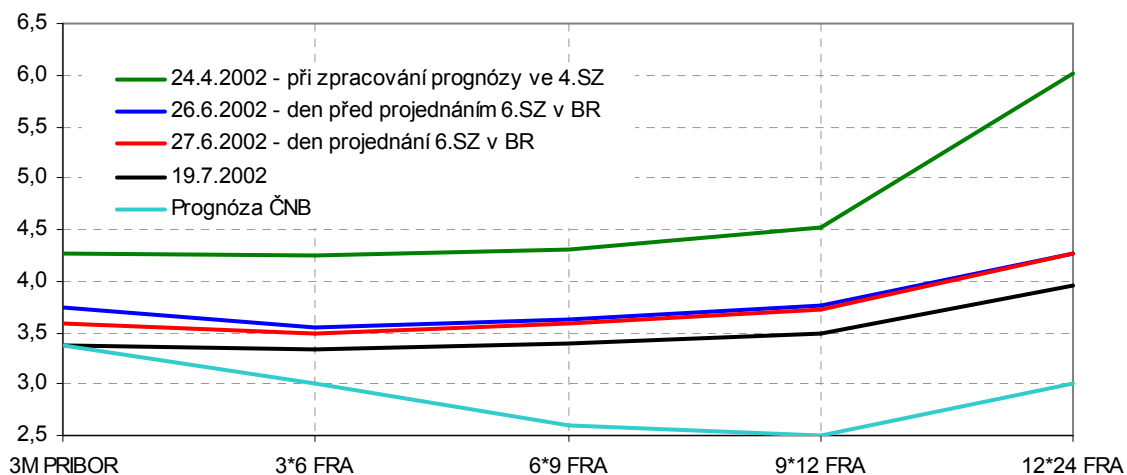
Výnosové křivky - PRIBOR



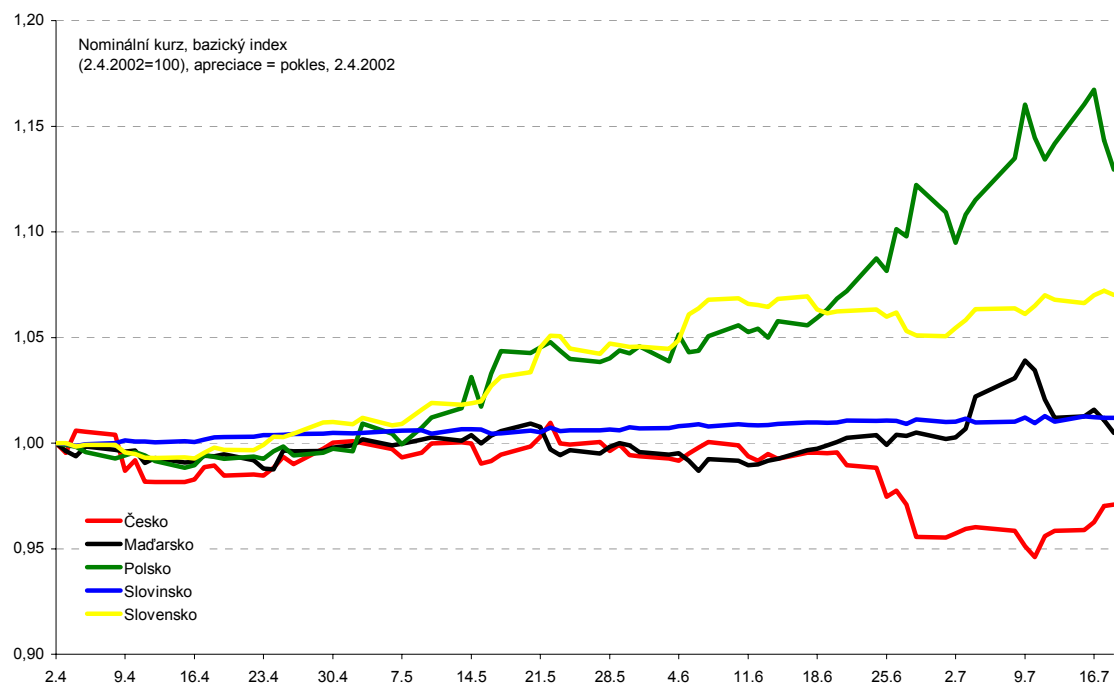
Týdenní změny spreadů PRIBOR



FRA



Příloha 3



Inflačním cílem vyžadovaná apreciace versus skutečný vývoj kurzu

