

Měnově politické doporučení (10. SZ 2002)

1. Základní scénář 10.SZ

Ve třetím čtvrtletí došlo k potvrzení desinflačních tendencí a zpomalování ekonomického výkonu. Měnové podmínky se vyvíjely podle předpokladů ze 7. SZ, došlo avšak ke změně jejich struktury. Vzhledem k mírné depreciaci nominálního kurzu se oproti prognóze více snížilo nadhodnocení reálného kurzu. Na druhou stranu reálné úrokové sazby působily, díky menšímu než předpokládanému poklesu odhadnutých inflačních očekávání, více restriktivně.

Nová makroekonomická prognóza předpokládá prohlubování záporné mezery výstupu v roce 2003 z důvodu zpomalení růstu spotřeby domácností a stagnace hrubé tvorby fixního kapitálu. V roce 2004 by mělo dojít k postupnému uzavírání mezery výstupu v reakci na s prognózou konzistentní uvolnění měnových podmínek a zahraniční oživení. Ve srovnání se 7.SZ bude dopad mezery výstupu do inflace omezen skutečností, že zpomalení ekonomické aktivity bude spojeno z velké části se stagnací hrubé tvorby fixního kapitálu, která je relativně více importně náročná s menšími dopady do indexu spotřebitelských cen. Proto, i přes výrazné prohloubení záporné mezery výstupu, dochází na konci roku 2003 k poklesu inflace jen o 0,2 p.b. V průběhu roku 2003 bude vyčerpán pozitivní nákladový šok a bude docházet k postupnému růstu inflace (průměrná inflace 1,4%) a k její stabilizaci v roce 2004 na úrovni 2,5% při postupném uzavírání mezery výstupu. V horizontu nejučinnější transmise se bude i při uvolnění měnových podmínek (předpoklad stability kurzu) inflace pohybovat pod inflačním cílem, resp. na jeho spodním okraji cíle.

S prognózou je konzistentní snížení úrokových sazeb v průběhu 4. čtvrtletí 2002 o 0,5 p.b., následná stabilita v roce 2003 a postupné zvyšování od poloviny roku 2004. Toto poselství prognózy je základním východiskem rozhodování o nastavení měnové politiky v průběhu 4. čtvrtletí 2002. Dále je třeba zvážit rizika stávajícího výhledu a případně faktory, jež nejsou v prognóze obsaženy.

2. Rizika a dodatečné faktory implikující menší uvolnění měnové politiky

a. Oslabení kurzu. V posledních týdnech docházelo k pohybu kurzu deprecičním směrem. Efekt irského referenda, kterým byl tento pohyb vysvětlován, se po pohledu na vývoj měn dalších kandidátských zemí ve srovnatelném období (viz příloha C) nejeví jako robustní. Faktorem oslabení kurzu může být větší kredibilita intervencí, či autonomní korekce předchozí nadměrné aprece. Pro zohlednění zvýšené nejistoty ohledně budoucího kurzového vývoje byla realizována alternativa, která předpokládá skokovou depreciaci kurzu způsobenou vývojem autonomních faktorů pro první dvě čtvrtletí na úroveň 31,0 CZK/EUR a následně uvolněnou kurzovou rovnici. Za těchto předpokladů dojde k rychlejšímu návratu inflace do cílového pásma ve třetím čtvrtletí 2003. S touto alternativou je konzistentní zvýšení úrokových sazeb o 0,5 p.b. ve čtvrtém čtvrtletí 2002 a jejich další růst v průběhu roku 2003.

b. Vyšší inflační očekávání. Inflační očekávání finančního trhu jsou vyšší než inflační očekávání v základním scénáři prognózy, což by implikovalo nižší reálné úrokové sazby, a proto potřebu nižšího uvolňování měnové politiky - viz alternativa „inflation expectations“. S alternativou je konzistentní pokles úrokových sazeb o 0,25 p.b. ve 4. čtvrtletí a růst sazeb od

počátku roku 2003. V této alternativě dochází k návratu inflace do cíle již v polovině roku 2003.¹

c. Struktura měnových podmínek. Přísnost měnových podmínek je způsobena především kurzovou složkou. Vzhledem k nedokonalé substituovatelnosti úrokového a kurzového kanálu, která nemusí být plně zachycena stávajícím predikčním aparátem ČNB, může být vhodnější uvolnit měnové podmínky devizovými intervencemi než snížením úrokových sazeb.

d. Nejistota o působení fiskálního stimulu. Existuje riziko, že fiskální stimul odhadovaný pro rok 2002 nebude realizován a prostředky budou přesunuty do roku 2003 s následnými dopady do mezery výstupu a inflace. To by zároveň znamenalo, že růst v roce 2002 je do větší míry než v základním scénáři tažen autonomní „nefiskální“ poptávkou. Pro zhodnocení dopadů byla realizována alternativa „fiscal impuls“. S ní je konzistentní podobná trajektorie úrokových sazeb jako v základním scénáři. Pokud by však byl dodatečný fiskální stimul realizován převážně prostřednictvím růstu investiční poptávky (např. v rámci mimorozpočtových fondů dopravy a bydlení) s nižší vazbou na inflaci, mohl by být dopad na úrokové sazby nižší.

3. Rizika a nejistoty implikující větší uvolnění měnové politiky

a. Odklad světového oživení. Pro vyhodnocení rizika pomalejšího světového oživení než předpokládá základní scénář byla vypracována vnitřně konzistentní alternativa, která předpokládá jen 0,5% růst HDP Německa v roce 2003 (vs. 1,5 % v základním scénáři). Tento vývoj by byl konzistentní se poklesem domácích úrokových sazeb o 1 p.b. ve 4. čtvrtletí 2002 a dalším uvolněním v průběhu roku 2003 až na úroveň 1 %. I při tomto snížení úrokových sazeb by nedošlo v průběhu predikovaného období k návratu inflace do cílovaného pásma.

b. Riziko deflace. Základní scénář byl upraven tak, aby zohlednil expertní názor o cenové rigiditě směrem dolů. V případě jejího nenaplnění existuje ovšem riziko deflace při neadekvátní měnové politice. Náklady chybné měnové politiky ústící v deflaci jsou větší, než náklady chybné měnové politiky ústící v inflaci nad úroveň inflačního cíle. Úrokový kanál se při deflaci stává neúčinným a dochází k dalšímu prohlubování poklesu cen. Pro snížení rizika deflace může být vhodné cílit výraznějším snížením úrokových sazeb na růst inflačních očekávání (kredibilita plnění cíle a moment překvapení trhu) v situaci, kdy existuje ještě dostatečný prostor pro pohyb sazeb směrem dolů.

c. Kurz – míra nadhodnocení a síla úrokového kanálu. S kurzovým vývojem jsou spojena dvě rizika podporující větší uvolnění sazeb než jaké jsou konzistentní se základním scénářem. První zvažovaným rizikem je možnost nesprávného nastavení počátečního nadhodnocení reálného měnového kurzu, mimo jiné z důvodu nedostatku dat o dopadu apreciacie. Pokud by byl kurz ve skutečnosti nadhodnocen více než jak předpokládá základní scénář, bylo by s prognózou konzistentní vyššího snížení úrokových sazeb ve 4. čtvrtletí o 0,75 p.b. Druhým faktorem spojeným s kurzem je vzájemný vztah pohybu úrokových sazeb a devizového kurzu. Podle stávajících mechanismů predikčního aparátu by pro oslabení kurzu o 0,8 CZK/EUR oproti základnímu scénáři na dobu tří čtvrtletí musely úrokové sazby klesnout téměř k nule. Ačkoliv je možné, že efekt úrokových sazeb na devizový kurz je v období záporného úrokového diferenciálu nelineární, tj. intenzivnější než v případě kladného úrokového

¹ Vyšší inflační očekávání a odložení daňových úprav mohou být částečně spojeny a nemusí jít zcela o jiný mechanismus tvorby očekávání: agenti na finančním trhu ve své prognóze očekávají jejich schválení, mírný pokles očekávání finančního trhu v říjnu z 3,1 na 2,5 může reflektovat jejich odložení.

diferenciálu, při současném návrhu zřejmě neexistuje riziko výrazného skokového oslabení měnového kurzu. Jiná simulace ukázala, že v případě absence faktorů stabilizujících kurzový vývoj v poslední době, na jejichž přítomnosti je založen předpoklad stabilního kurzu v následujících třech čtvrtletích na úrovni 30 CZK/EUR, by bylo s touto úrovní kurzu konzistentní snížení úrokových sazeb o 1 p.b. (alternativa s uvolněnou kurzovou rovnicí).

d. Rychlost návratu inflace do cíle. Reakční funkce v predikčním aparátu je relativně málo agresivní, což vede k pomalému návratu inflace do cíle. Snížení sazeb o 0,5 p.b. vede k návratu inflace do cílového pásma na začátku roku 2004, ovšem inflace se pohybuje na jeho spodní hranici po celé predikované období. Pro rychlejší návrat inflace ke středu inflačního cíle byl realizován experiment „Taylor rule“, ve kterém měnová politika reaguje na současnou odchylku inflace od cíle. Experiment ukazuje, že v případě snížení sazeb o 1 p.b. nedojde k rychlejšímu návratu do cíle jako takového, ale dojde k podstatně rychlejšímu návratu do středu cíle. Pro případ, kdy měnová politika naopak nereaguje vůbec a nesnižuje sazby po dvě čtvrtletí, byl realizován experiment „fixed interest rates for 2Q“. Nesnížení sazeb vede k oddálení návratu na spodní okraj cíle na konec roku 2004.

4. Výjimky z plnění cíle

Prognóza je založena na velmi nízkém příspěvku regulovaných cen do inflace (0 – 0,5 p.b.) a zároveň se uvažuje o urychlení harmonizace nepřímých daní s dopadem do inflace (dle horizontu až 1,5 p.b.). Úprava nepřímých daní není v prognóze obsažena, protože nebyla schválena Parlamentem ČR (a není ani jisté v jaké podobě návrhy nakonec projdou).

Inflační koridor ČNB je založen na příspěvku regulovaných cen do inflace v rozsahu 1 – 1,5 p.b. a na *nulovém* příspěvku nepřímých daní.

Pro zdůvodnění podstřelování inflačního cíle v následujících několika čtvrtletích i přes prognózu s proaktivní měnovou politikou je možno v rovině komunikace využít odkaz na nízký příspěvek regulovaných cen. Je pravděpodobné, že pokud by byl příspěvek regulovaných cen ve výši uvažované při sestavování inflačního cíle, tak by docházelo k rychlejšímu návratu prognózy do cíle. Z hlediska rozhodování je již tento faktor zohledněn přítomností mezery výstupu v reakční funkci CB.

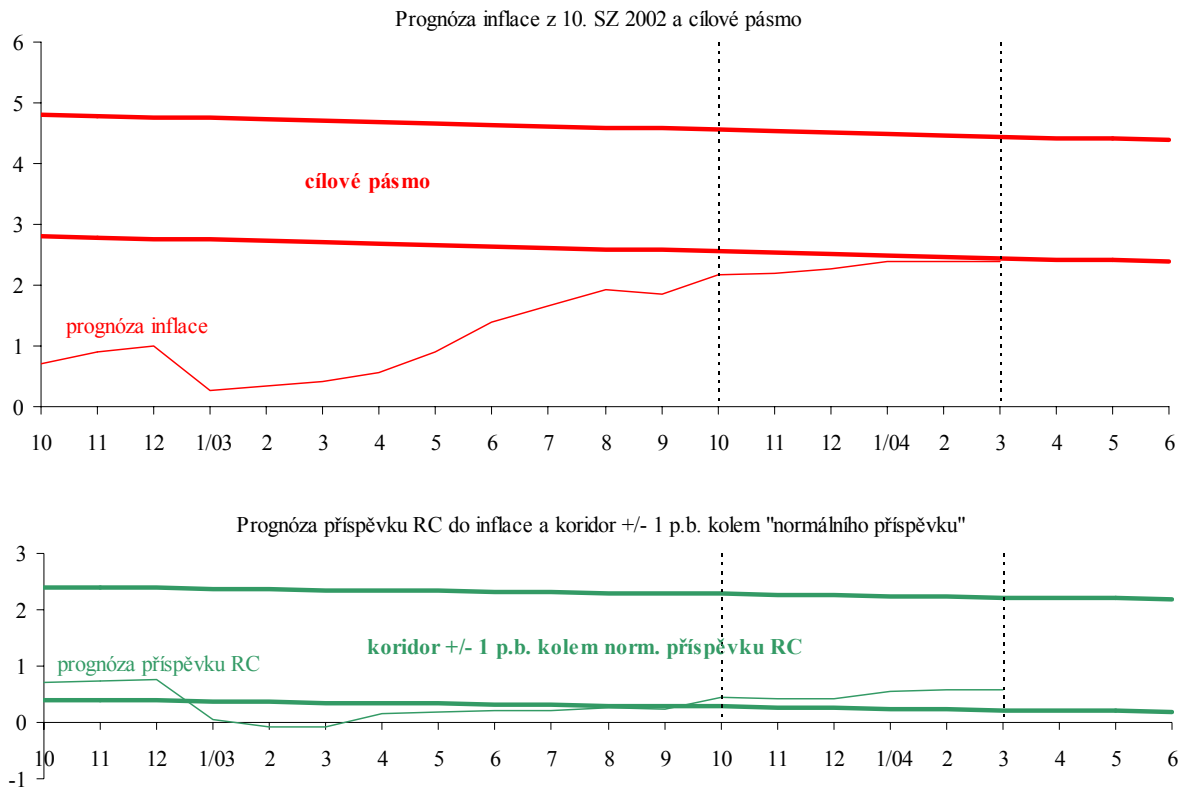
Případné zahrnutí úprav nepřímých daní do prognózy by vedlo ke zvýšení prognózy inflace, v určité variantě až na úroveň středu inflačního cíle. Rigidní přístup by potom velel od tohoto příspěvku abstrahovat, což by vedlo k nižší inflační prognóze a konzistentně k většímu uvolnění úrokových sazeb. Pragmatický přístup by naopak v přítomnosti nejistot tento faktor zvlášť nezohledňoval.

5. Doporučení

Na základě vyhodnocení všech výše uvedených argumentů se odbor měnové politiky domnívá, že ačkoliv jsou rizika na obě strany významná, lze je v konečném důsledku považovat za symetrická.

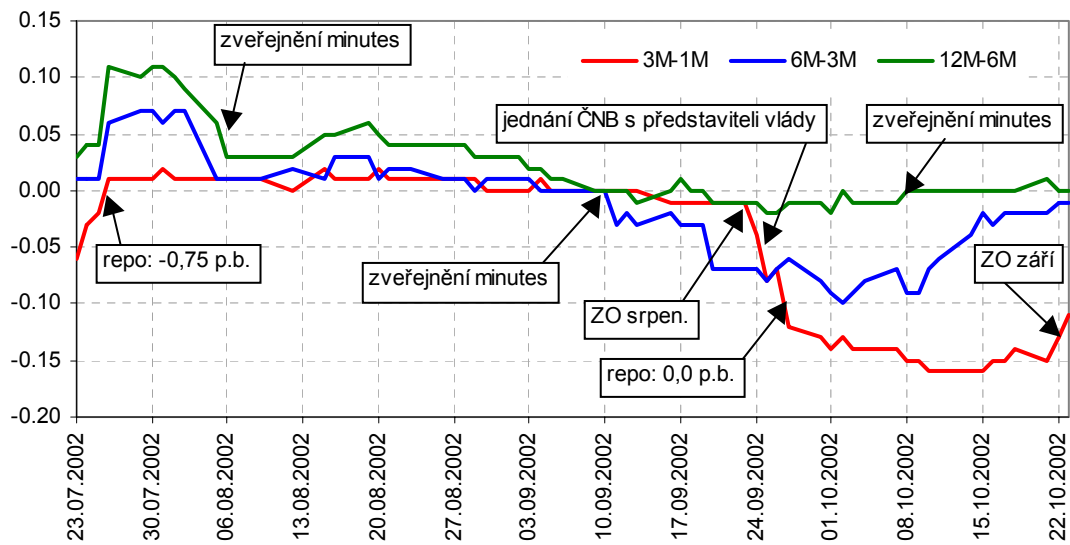
Doporučujeme snížit měnověpolitické úrokové sazby o 0,5 p.b.

Příloha A: Prognóza inflace a prognóza příspěvku regulovaných cen

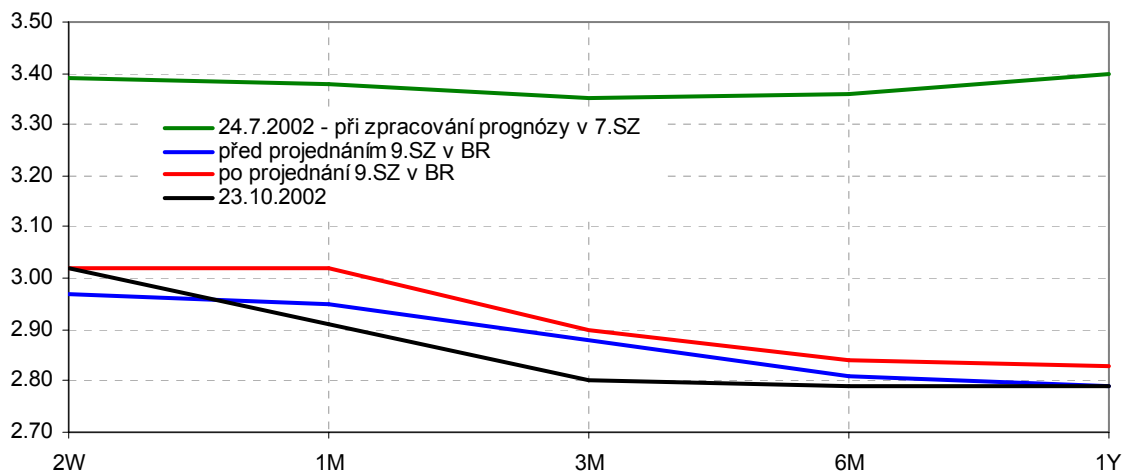


Příloha B: Očekávání finančních trhů

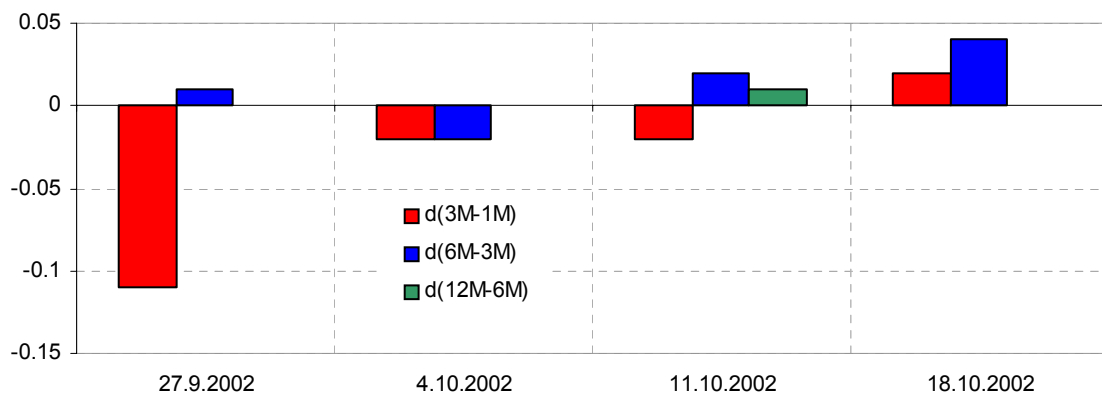
Úrokové spready - PRIBOR



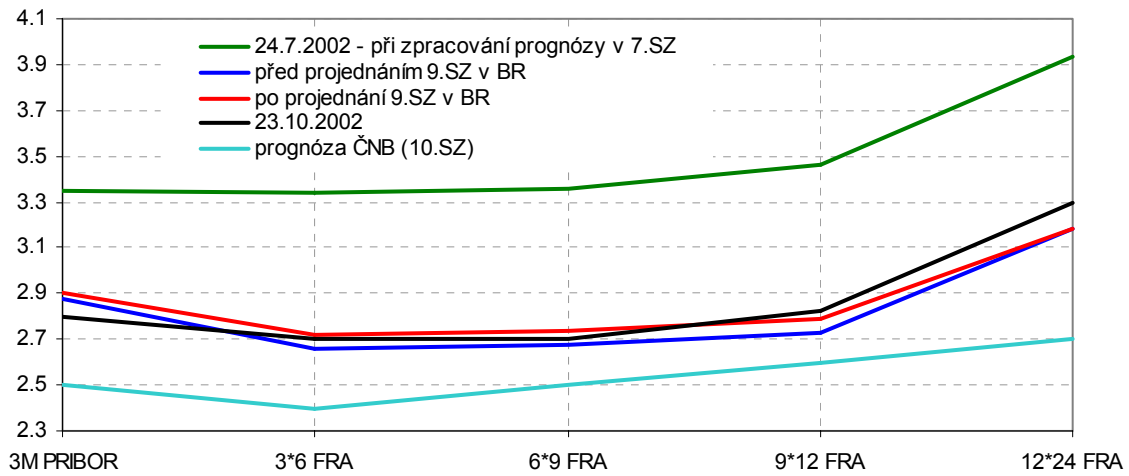
Výnosové křivky - PRIBOR



Týdenní změny spreadů PRIBOR



FRA



Příloha C: Vývoj nominálních kurzů CZK/EUR, HUF/EUR, PLN/EUR

