

## Měnově politické doporučení (11. SZ 2002)

### 1. Vyhodnocení měnověpolitických rozhodovacích kritérií

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování zůstává **říjnová makroekonomická prognóza** předložená v 10. (velké) SZ. Podle této prognózy se inflace vrátí do spodní poloviny pásma inflačního cíle zhruba na začátku druhého čtvrtletí 2004. Návrat ke středu pásma inflačního cíle lze očekávat teprve v průběhu roku 2005 (viz příloha A). S touto prognózou je konzistentní snížení úrokových sazeb o 0,5 proc. bodu v průběhu 4. čtvrtletí. Část tohoto snížení v rozsahu 0,25 proc. bodu byla realizována při projednávání 10. SZ dne 31. října 2002. Zbývající část snížení v rozsahu 0,25 proc. bodu by měla být realizována v dalším období.

**Rizika** stávající prognózy hodnotí 11. SZ jako malá a celkově vyrovnaná. Ve směru vyšší inflace může působit *kurz koruny*, který dosáhl ve 4. čtvrtletí (k 21.11.) průměrné hodnoty 30,68 CZK/EUR, zatímco prognóza počítá s hodnotou 30 CZK/EUR (depreciace o cca 2%). Dopad odchylky do inflace je nicméně malý (max. 0,2 p.b.). Zároveň je klíčové, že prognóza kurzu vyjadřuje nejpravděpodobnější úroveň kurzu konzistentní s prognózou, nikoliv úroveň nutně zajišťující plnění inflačního cíle. Dalším proinflačním rizikem je *vyšší růst regulovaných cen a nepřímých daní* ve srovnání s předpoklady prognózy. Dopad vyššího než v říjnu předpokládaného příspěvku regulovaných cen do celkové inflace bude v rozsahu do 0,2 p.b., příspěvek regulovaných cen nadále zůstává hluboko pod úrovní uvažovanou při stanovení inflačního cíle. Harmonizace nepřímých daní s EU, kterou je třeba v nezbytném rozsahu dokončit do data vstupu (květen 2004) může celkově zvýšit cenovou hladinu asi o 2,5 p.b. Časové rozložení harmonizace je dnes neznámé, položka je výjimkovatelná. Ve směru nižší inflace identifikovala SZ rizika spojená s *cenou ropy, kurzem USD/EUR a hospodářským a cenovým vývojem v Německu*. Rizika vyplývají jednak ze změn v listopadovém Consensu Forecasts, jednak z aktuálního vývoje. Jejich naplnění by neznamenal významnou odchylku inflace od prognózy.

Naplňování prognózy spolu s malými a celkově vyrovnanými riziky posunují diskusi o měnověpolitickém doporučení z roviny zda snížit sazby či ne, spíše do roviny **časování tohoto opatření**. Ve prospěch odložení snížení sazeb mohou zaznít následující argumenty:

1. *Komunikační problémy*. Oproti říjnu nemáme k dispozici žádnou zásadní informaci o změně trendu klíčových veličin — snížení sazeb by tak mohlo být chápáno jako nekonzistentní, resp. by byla nasnadě otázka: „proč jsme minulý měsíc nesnížili o více?“.

Zveřejněný záznam z jednání bankovní rady konstatoval, že s prognózou je konzistentní pokles úrokových sazeb ve 4. čtvrtletí a zároveň uváděl, že s rozhodováním je spojena vysoká míra nejistot. Některé z těchto nejistot se výrazně snížily. Jedná se zejména o vývoj kurzu koruny při tuzemských sazbách pod úrovní eurozóny. Snížení sazeb v trhem očekávaném rozsahu 0,25 proc. bodu kurz koruny neovlivnilo. Ve druhé dekádě listopadu začala koruna naopak znovu posilovat a zpevnění kurzu CZK/EUR během listopadu dosáhlo cca 30 hal (viz příloha D). Přitom úroveň kurzu z konce října byla BR označena za nadhodnocenou z hlediska potřeb ekonomiky.

2. *ECB ponechala svou MPÚS nezměněnou*, a proto by snížení tuzemských sazeb mohlo vést k nebezpečí odlivu krátkodobého spekulativního kapitálu či „currency substitution“ s negativními dopady na devizový a peněžní trh.

Argument je nerelevantní z důvodů uvedených v předchozím bodě.

3. Po v minulosti opakovaném snížení sazeb existuje riziko, že komerční banky již nemusí být ochotny k dalšímu snižování klientských sazeb a ČNB si zbytečně „vystřílí měnověpolitické střelivo“.

Tím spíše je nutné snížení sazeb provést co nejdříve. Náklady chybné měnové politiky ústící v deflaci jsou větší, než náklady chybné měnové politiky ústící v inflaci nad úroveň inflačního cíle. Pokud se potvrdí, že snížení měnověpolitických sazeb nemá vliv na bankovní sazby a kurz, bude nutné uvažovat o použití jiných nástrojů (devizové intervence).

4. *Došlo k většímu uvolnění měnových podmínek* ve srovnání s prognózou. Přílohy B a C ukazují vývoj měnových podmínek a jejich složek v případě deflování očekávaním finančních trhů a současnou inflací. V obou případech jsou aktuální měnové podmínky uvolněnější. Při deflování současnou inflací způsobuje uvolnění pouze kurzová složka. Při použití očekávání finančních trhů se na celkově vyšším uvolnění podílí složka úroková i kurzová.

Větší uvolnění kurzové složky je způsobeno odchylkou skutečného kurzu od referenčního scénáře. Tato odchylka je však malá (ve smyslu dopadu do inflace) a může být přechodná. Kurz hodnotí ČNB stále jako nadhodnocený a případné prohloubení odchylky kurzové složky snížením sazeb nezpůsobí přehřátí ekonomiky. Může dojít pouze k rychlejšímu návratu do pásma inflačního cíle.

5. *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.

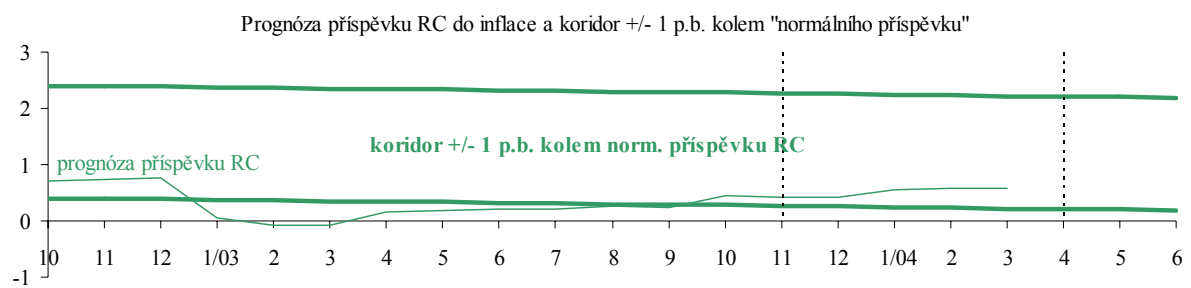
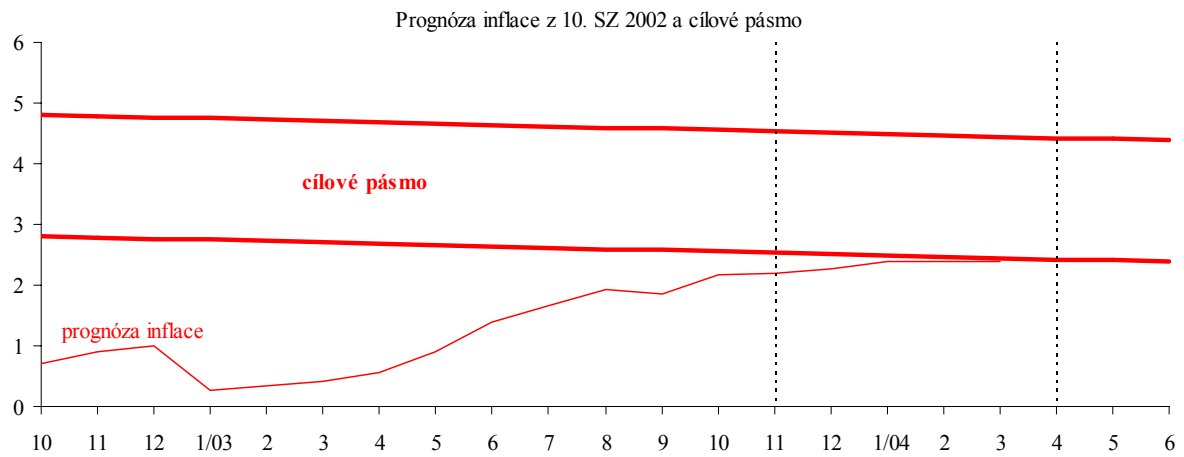
Alternativní scénář uvedený v 10. SZ (alternativa „fiscal impuls“) ukázal, že i v tomto případě by trajektorie úrokových sazeb měla být obdobná jako v základním scénáři. Na druhé straně způsob provedení alternativního scénáře není (díky „volnému kurzu“) plně srovnatelný se základním scénářem a je proto možné, že přesunutí fiskálního impulsu by si vyžadovalo mírně nižší snížení sazeb. Vzhledem k tomu, že fiskální impuls v r. 2003 by se však odehrál primárně prostřednictvím dopadu na investiční poptávku, lze očekávat menší dopad do inflace a tím úrokových sazeb.

## 2. Doporučení

Na základě vyhodnocení všech výše uvedených argumentů odbor měnové politiky doporučuje

*snížit měnověpolitické úrokové sazby o 0,25 p.b.*

## Příloha A: Prognóza inflace a prognóza příspěvku regulovaných cen

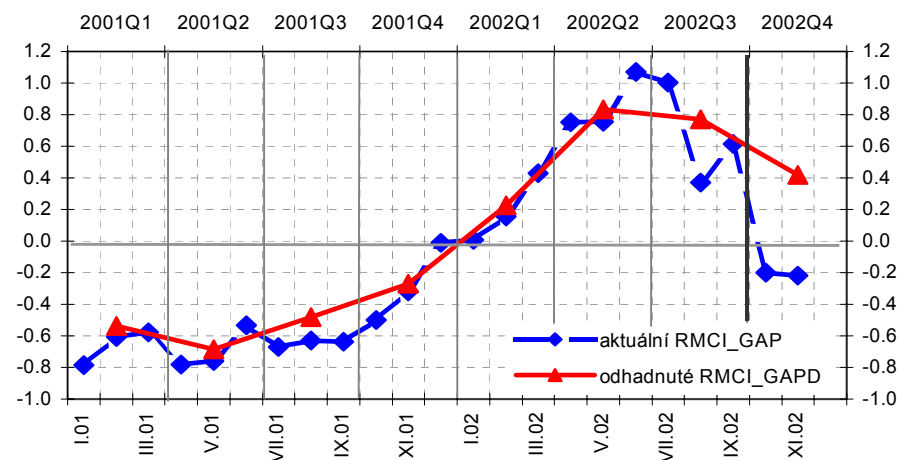


## Príloha B: Vývoj indexu měnových podmínek při deflování očekáváním finančních trhů

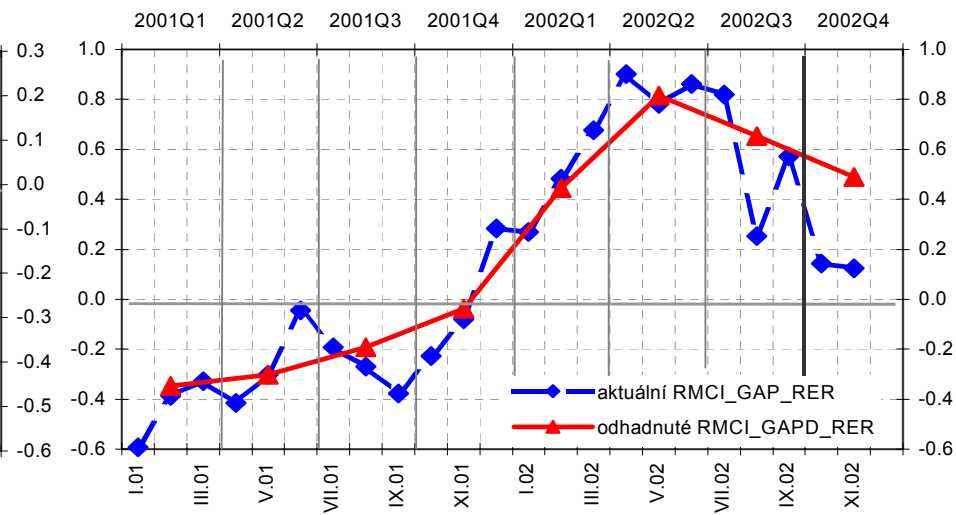
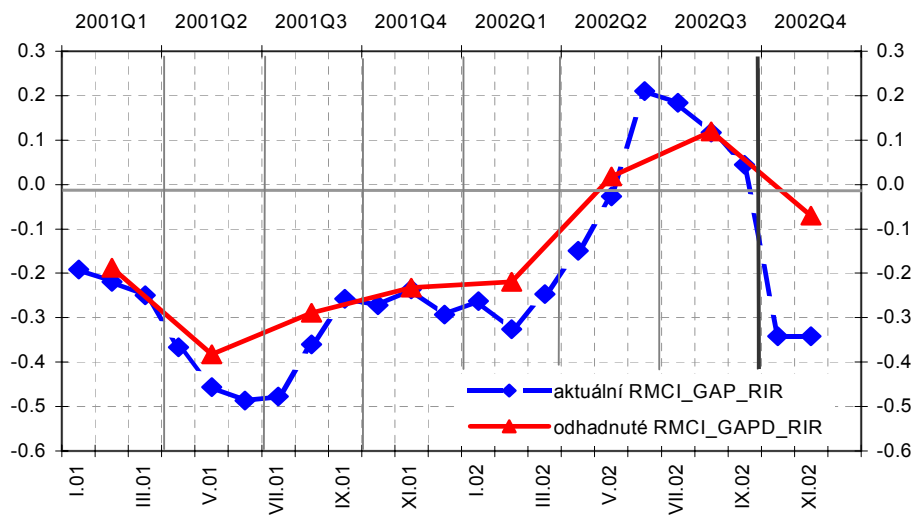
úrokové sazby deflovány inflačními očekáváním finančního trhu

11. SZ 2002	10.SZ pro 2002Q4	říjen	listopad	prosinec	průměr
Inflace	0.9	0.6	0.9	1.0	0.8
Infl. oček.	0.9	2.5	2.4		2.5
<b>Nominální IR</b>					
3M	2.5	2.8	2.8		2.8
1R	2.5	2.8	2.8		2.8
1R EURO	3.2	3.1	3.0		3.1
<b>Reálné IR</b>					
3M	1.6	0.3	0.4		0.3
1R	1.7	0.3	0.4		0.3
1R EURO	1.7	1.9	1.6		1.8
CZK/EUR	30.00	30.65	30.80		30.73
RER_GAP	3.3	0.9	0.8		0.9
RMCI_GAP	0.4	-0.2	-0.2		-0.2

Aktuální RMCI\_GAP versus s prognózou konzistentní odhad RMCI\_GAPD



– trajektorie kurzové složky

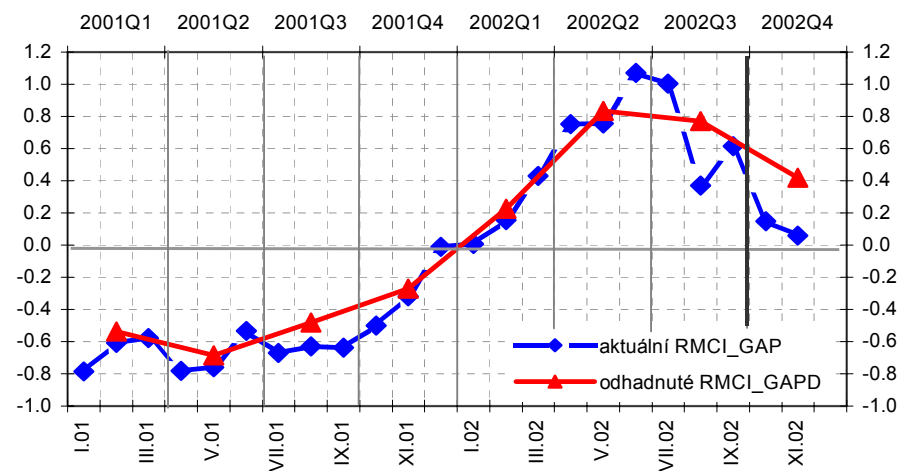


## Príloha C: Vývoj indexu měnových podmínek při deflování současnou inflací

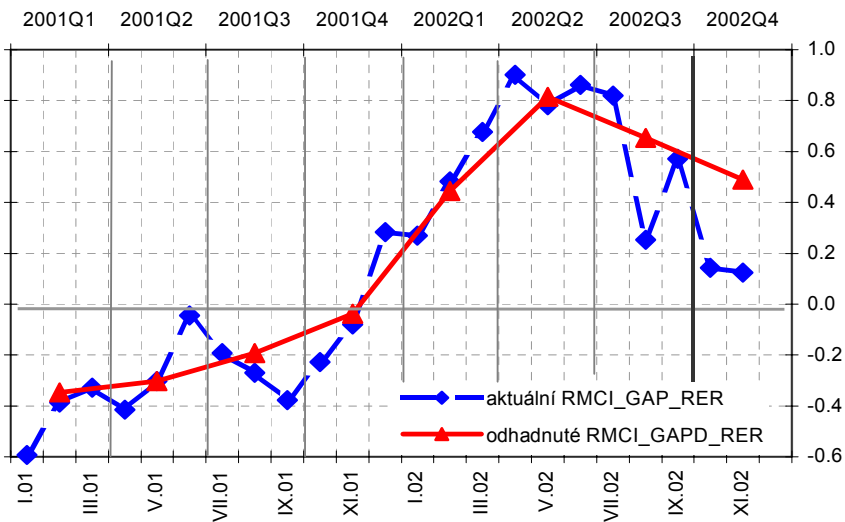
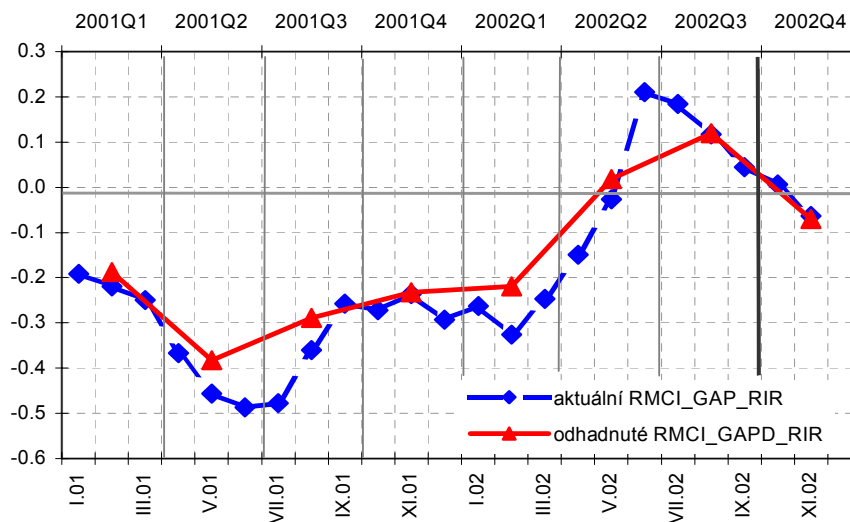
úrokové sazby deflovány současnou inflací

11. SZ 2002	10.SZ pro 2002Q4	říjen	listopad	prosinec	průměr
Inflace	0.9	0.6	0.9	1.0	0.8
Infl. oček.	0.9	0.6	0.9		0.8
Nominální IR					
3M	2.5	2.8	2.8		2.8
1R	2.5	2.8	2.8		2.8
1R EURO	3.2	3.1	3.0		3.1
Reálné IR					
3M	1.6	2.2	1.9		2.0
1R	1.7	2.2	1.9		2.0
1R EURO	1.7	1.9	1.6		1.8
CZK/EUR	30.00	30.65	30.80		30.73
RER_GAP	3.3	0.9	0.8		0.9
RMCI_GAP	0.4	0.1	0.1		0.1

Aktuální RMCI\_GAP versus s prognózou konzistentní odhad *RMCI\_GAPD*

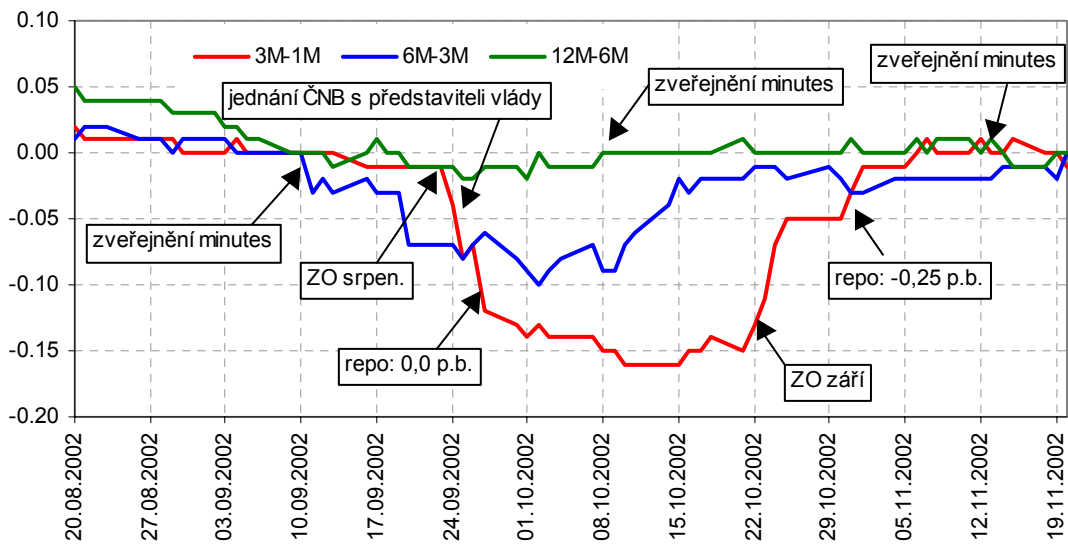


– trajektorie kurzové složky

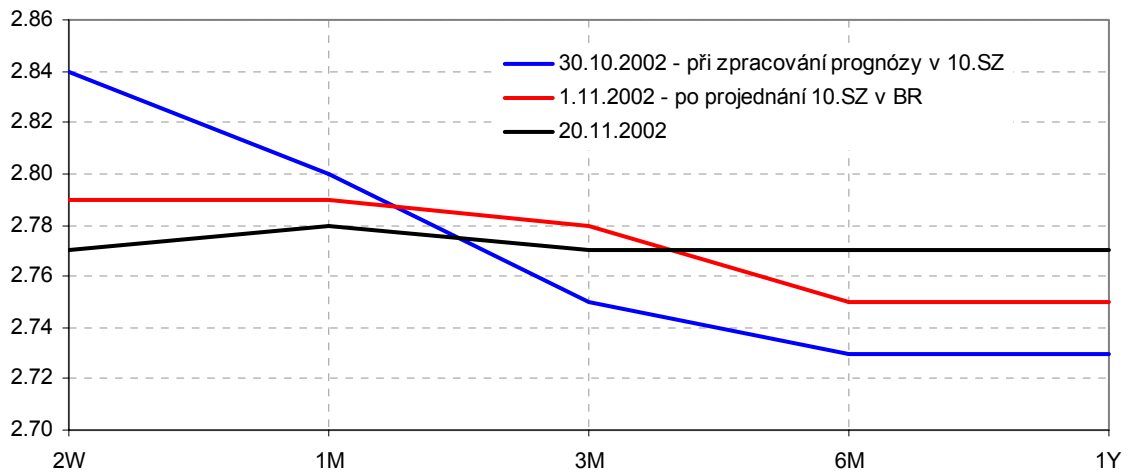


## Příloha D: Očekávání finančních trhů

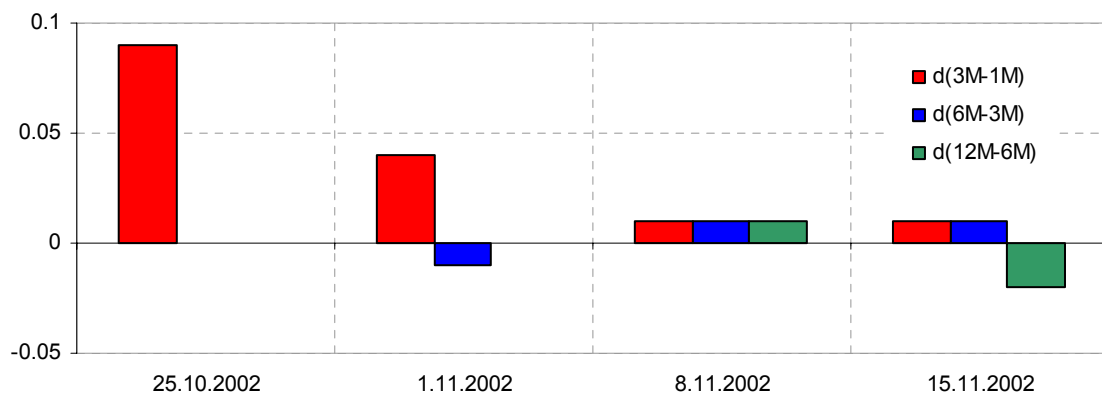
### Úrokové spready - PRIBOR



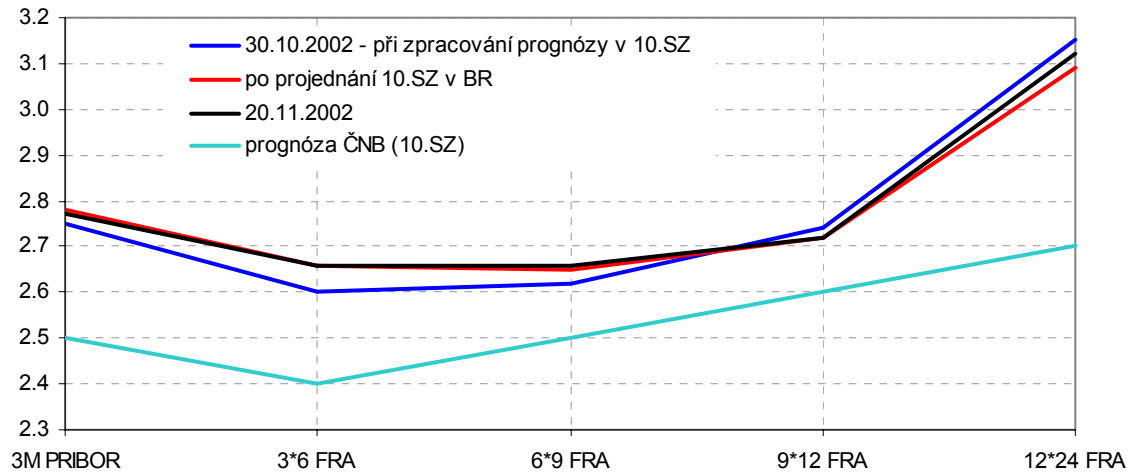
### Výnosové křivky - PRIBOR



### Týdenní změny spreadů PRIBOR



### FRA



### Kurz CZK/EUR

