

Měnově politické doporučení (12. 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.

Rizika stávající prognózy hodnotí 12. SZ jako celkově vyrovnaná, ale vyšší co do intenzity oproti 11. SZ. Ve směru vyšší inflace může působit *kurz koruny*, který dosáhl ve 4. čtvrtletí (k 11.12.) průměrné hodnoty 30,80 CZK/EUR, zatímco prognóza počítá s hodnotou 30 CZK/EUR (depreciace o 2,7%). Potenciální izolovaný dopad stávající odchylky kurzu do prognózy inflace zůstává poměrně malý (max. 0,3 p.b.). 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 (obdobně jako minule) rizika spojená s *hospodářským a cenovým vývojem v Německu a cenou ropy*. Listopadová a prosincová cena ropy byla nižší o cca 3 USD ve srovnání s cenou zahrnutou do prognózy.

Prognóza z 10.SZ se, i přes nižší než prognózovanou inflaci a vyšší schodek obchodní bilance, v hlavních rysech naplňuje a její rizika jsou vyrovnaná. S prognózou je konzistentní další pokles úrokových sazeb, otázkou zůstává jeho časování. Při zvažování časování tohoto opatření (prosinec versus později či vůbec) se k diskusi nabízí následující témata:

1. Depreciace kurzu koruny a alternativní scénář v 10.SZ

Vývoj kurzu koruny se blíží úrovni z alternativního scénáře zpracovaného v rámci říjnové predikce. Alternativa pracovala s oslabením kurzu na 31 Kč/EUR z důvodu růstu rizikové prémie. S alternativou bylo konzistentní zvýšení úrokových sazeb ČNB až na 5%.

a) nakolik se alternativa naplňuje?

Objevuje se argumentace, že oslabování kurzu je způsobeno politikou ČNB, nikoliv změnou rizikové prémie. Ve skutečnosti bylo ale říjnové snížení sazeb trhem očekáváno a intenzita ústních intervencí na oslabení koruny byla stejná jako například ve druhém či třetím čtvrtletí roku. Mezi důvody pro oslabení kurzu lze naopak identifikovat zveřejněná data o vývoji vnější nerovnováhy a odložení privatizace Telecomu. Tyto události mohly, spolu s výhledem na další snižování sazeb v okolních zemích (viz příloha C), vést k realokaci portfolií investorů koncentrujících se na středoevropské měny. Tato interpretace je blízko úvaze o růstu rizikové prémie. Tento pohled na rizikovou prémii je navíc konzistentní s vysvětlováním posilování koruny v 1H02 prostřednictvím poklesu rizikové prémie.

b) nakolik je alternativa věrohodná?

Výrazný růst úrokových sazeb konzistentní s touto alternativou je dán jak vlivem slabšího kurzu na inflaci, tak ve velké míře růstem politicky neutrální úrokové sazby (provázanost s kurzovou rizikovou premií). Domníváme se, že výše popsané důvody oslabení kurzu neimplikují tak silný posun *rovnovážných* úrokových sazeb, neboť se jedná o důvody spíše *cyklické* povahy. Potenciálně malý vliv kurzové odchylky na inflaci, představa o rovnovážném kurzu a komunikace „kurzové bubliny“ při kurzu 32 Kč/EUR a predikované podstřelování inflačního cíle rovněž hovoří v neprospěch prudkého zvýšení úrokových sazeb při 3% oslabení kurzu koruny.

Domníváme se tedy, že důvody oslabování kurzu koruny a jeho současná úroveň nepředstavují výraznou bariéru dalšího snížení úrokových sazeb.

2. Zhoršování vnější nerovnováhy

Horší než očekávané údaje o vývoji OB v září a říjnu byly potvrzeny údajem o vývoji BÚ PB za 3Q02. Záříjový deficit byl tažen především růstem dovozů, říjnový naopak poklesem vývozu. Pokles exportní aktivity je spojen se zpožděnými dopady silného kurzu. Z hlediska optimální reakce měnové politiky tak zůstává důležitá zejména identifikace příčiny růstu dovozů. Nabízí se dvě (navzájem se nevylučující) vysvětlení: růst spotřeby nebo její jiné rozdělení mezi domácí a zahraniční statky. V 11.SZ se SMS přiklonila k druhé hypotéze ohledně intratemporální substituce. Zveřejněné údaje o spotřebě domácností v 3Q02 (5,3 skutečnost vs. 3,9 predikce), revize stejného údaje za 2Q02 (z 3,6 a 5,1) a stabilní podíl zahraničního zboží ve spotřebě (viz příloha D) nahrávají spíše hypotéze první, tj. růstu spotřeby. Mezi důvody růstu spotřeby patří jak vyšší reálné mzdy oproti prognóze (nižší inflace), tak dynamika spotřebních úvěrů (viz příloha D) související s uvolňováním měnové politiky ČNB.

Dynamika spotřeby domácností se projevuje relativně rychlým růstem cenových položek v sektoru nontradables. Ostatní faktory nicméně stlačují růst CPI hluboko pod inflační cíl. Nadměrná spotřební poptávka však může mít negativní dopady prostřednictvím zhoršování vnější nerovnováhy (možný až 6% deficit BÚ na HDP v roce 2002). Další snížení úrokových sazeb by na jedné straně mohlo vést k vyšší inflaci, nižším reálným mzdám a žádoucímu zpomalení spotřeby. Pravděpodobné je ale převážení standardního kanálu podpory spotřeby prostřednictvím intertemporální substituce. Další růst spotřeby domácností by mohl podpořit prohlubování vnější nerovnováhy.

3. Riziko deflace

Náklady chybné měnové politiky ústící v deflaci jsou větší, než náklady chybné měnové politiky ústící v inflaci nad úroveň inflačního cíle. Minimálně 6 měsíců se ČR ve skutečnosti nachází na úrovni deflace, protože ekonomická teorie standardně připisuje 1 – 3% cenový růst kvalitativnímu růstu produkce a podobným faktorům. Kombinace současné úrovně inflace a hospodářského růstu implikuje velký tlak na pokles některých cen.¹

4. 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.

¹ Viz. M. Čihák, T. Holub: „Price Convergence to the EU: What Do the 1999 ICP Data Tell Us? (Listopad 2002). Na straně 42 autoři uvádějí různé míry inflace a růstu HDP, které vedou k tlaku na pokles některých cen. Např. při míře inflace 0,5% vede k těmto tlakům již růst HDP okolo 0,8%.

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. Otázkou je dopad na vnější nerovnováhu.

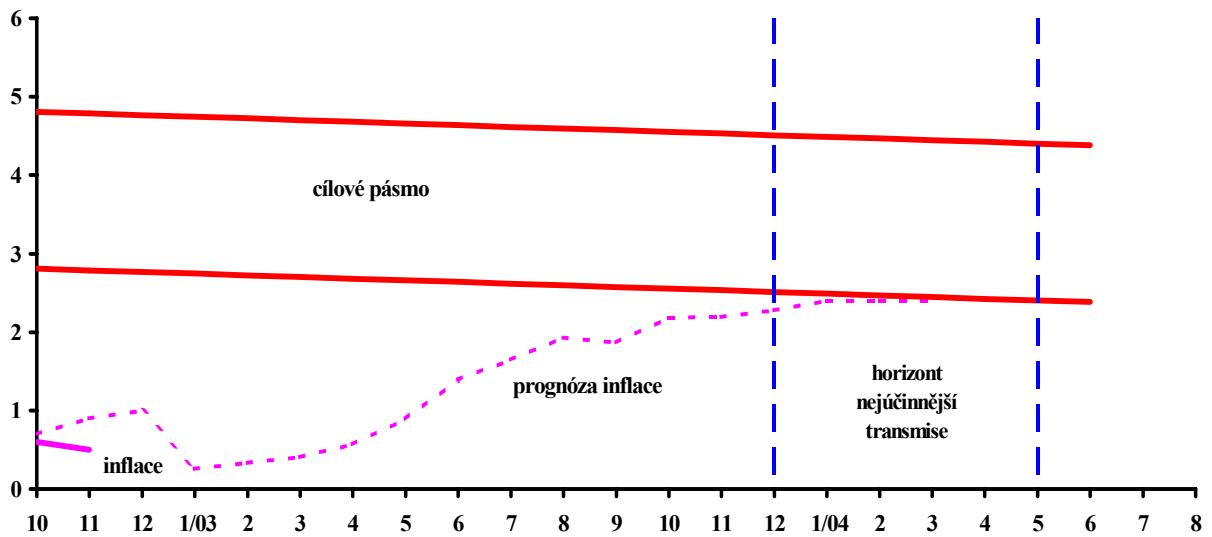
5. Doporučení

Na základě vyhodnocení všech výše uvedených argumentů odbor měnové politiky doporučuje

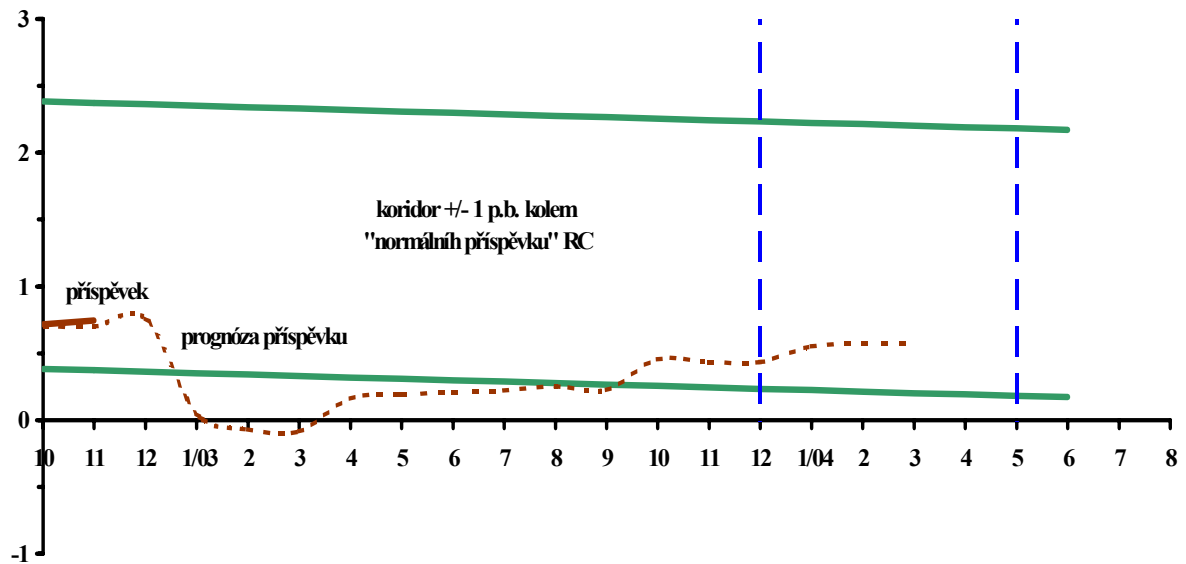
snížit měnověpolitické úrokové sazby o 0,25 p.b.

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace z 10. SZ 2002 a cílové pásmo

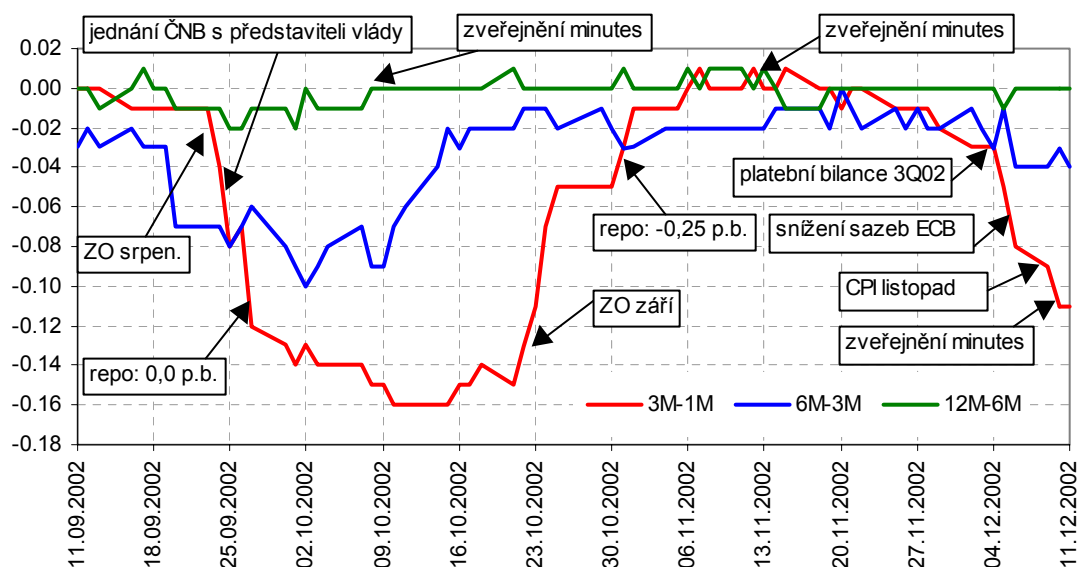


Prognóza příspěvku RC do inflace (koridor +/- 1 p.b. kolem "normálního příspěvku" RC)

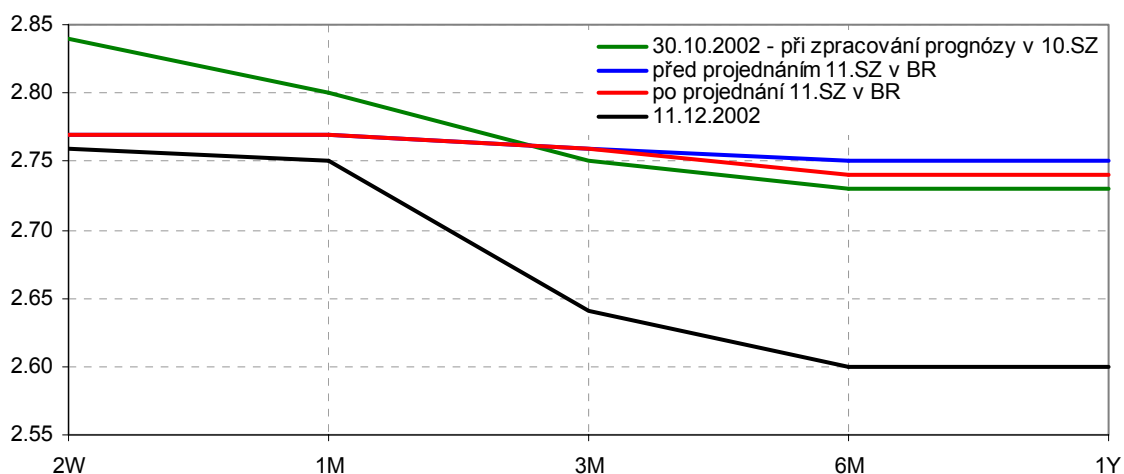


Příloha B: Úrokové sazby

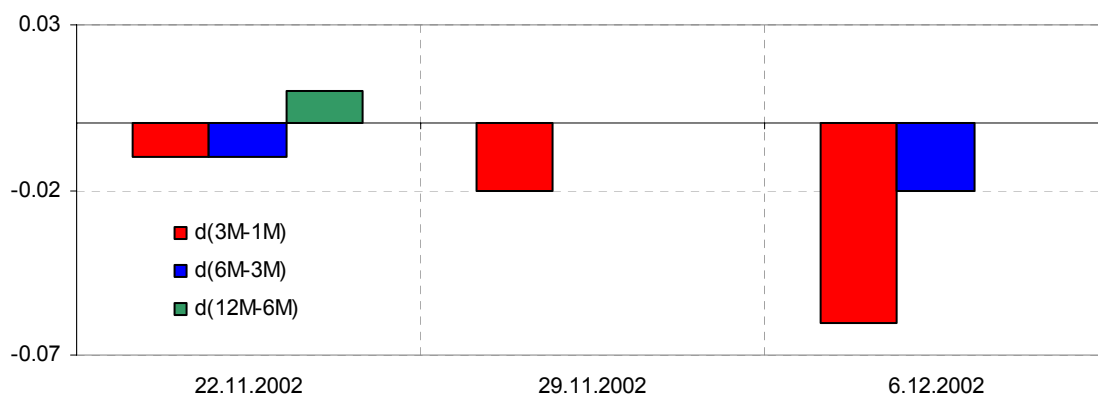
Úrokové spready - PRIBOR



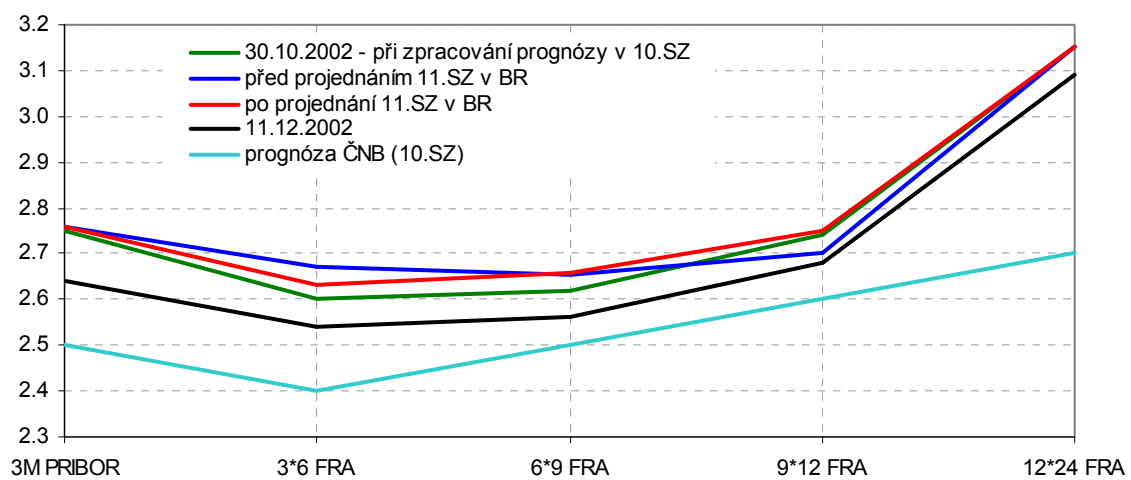
Výnosové křivky - PRIBOR



Týdenní změny spreadů PRIBOR

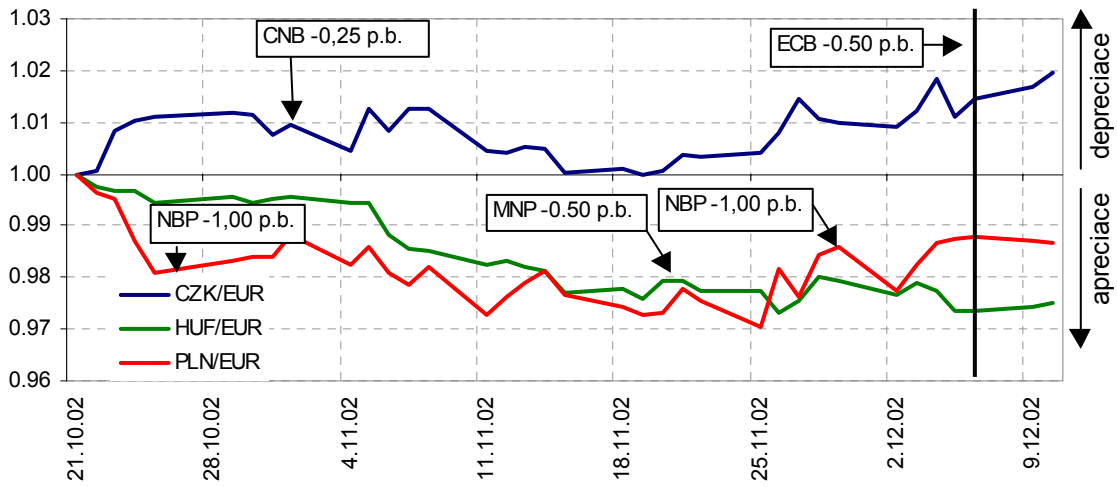


FRA

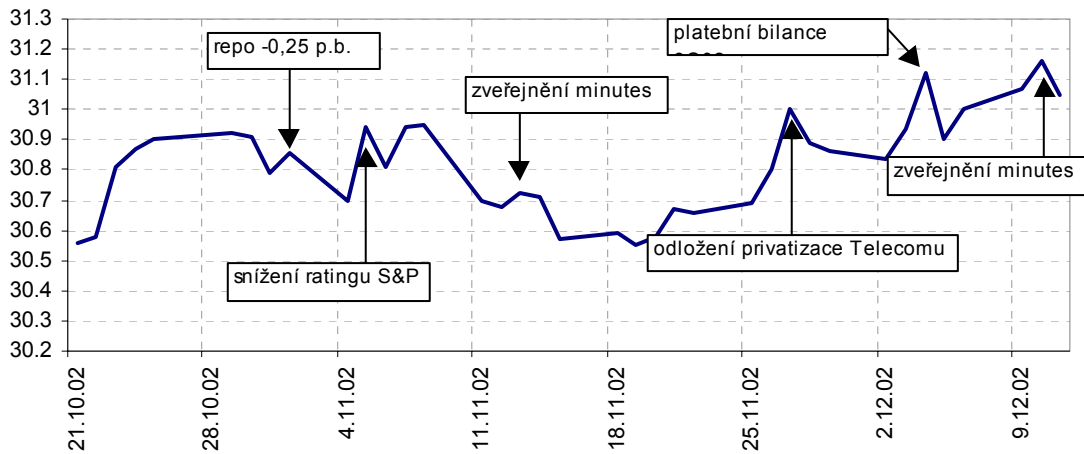


Příloha C: Devizové kurzy

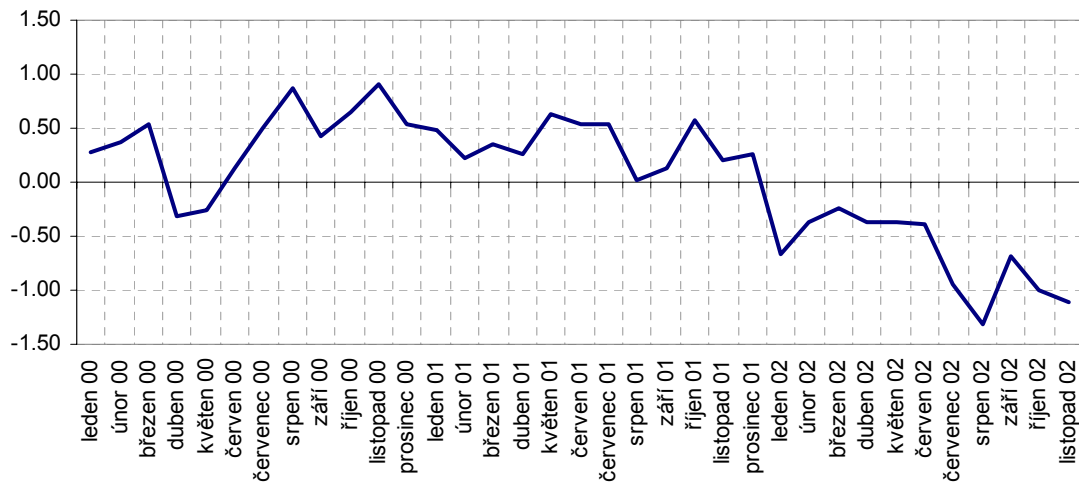
Kurzy středoevropských měn (21.10.=100)



Kurz CZK/EUR

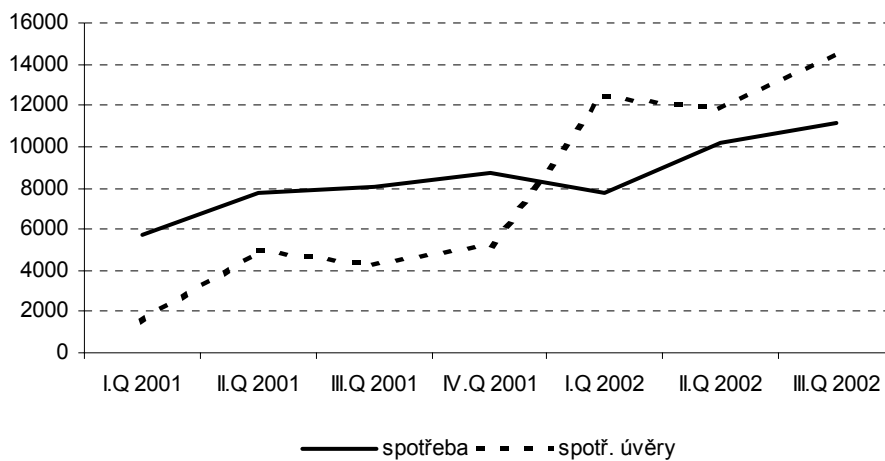


Očekávání kurzu CZK/EUR na rok dopředu - aktuální kurz



Příloha D: *Inter*-temporální versus *intra*-temporální substituce

Meziroční přírůstky spotřeby a spotř. úvěrů (s.c., mil. Kč)



Podíl spotřeby zahraničního zboží ve spotřebě (s.c.)

