

Měnově politické doporučení (4. SZ 2003)

1. Základní scénář 4. SZ

Statistické údaje zveřejněné za první čtvrtletí 2003 ukázaly rychlejší než očekávaný pokles inflace, a to zejména díky rychlejšímu poklesu cen potravin. Současně došlo ve srovnání s prognózou z 1. SZ k většímu uvolnění měnových podmínek. Stávající nastavení měnových podmínek je tak hodnoceno jako uvolněné. Hlavní vliv na uvolnění měnových podmínek má vývoj jejich kursově složky, který je dán mírnou depreciací nominálního kurzu a poklesem cenové hladiny. Působení úrokové složky je možno označit za neutrální.

Nová *makroekonomická prognóza předpokládá* pozvolné urychlování dynamiky růstu HDP v průběhu roku 2003 z nízkých hodnot na konci roku 2002. Důvodem je hlavně předpokládané uvolnění kursově složky měnových podmínek. V roce 2004 je očekáváno dočasné zpomalení dynamiky ekonomického růstu, které je způsobeno zejména důchodovým efektem úprav nepřímých daní. Inflační výhled je ve srovnání s předchozí prognózou zásadně ovlivněn zahrnutím úprav nepřímých daní do současné makroekonomické prognózy. Mimo tyto úpravy je v průběhu roku 2003 dále očekáváno vyčerpání pozitivního nákladového šoku a postupný nárůst ostatních složek inflace. Také inflační vývoj v roce 2004 je ovlivněn úpravami nepřímých daní, zatímco pro ostatní složky inflace je očekáván stabilní vývoj na úrovni předchozího roku. Prognóza předpokládá reakci měnové politiky pouze na sekundární dopady úprav nepřímých daní. V horizontu nejučinnější transmise se bude inflace pohybovat kolem 4,5 %, tedy kolem horního okraje inflačního cíle.

S prognózou jsou konzistentní stabilní až mírně rostoucí úrokové sazby ve 2. čtvrtletí 2003 (růst o 0,1 p. b.) a následný postupný růst v dalším období. Základním východiskem pro měnověpolitické úvahy je tedy nejistota mezi ponecháním či zvýšením úrokových sazeb o 0,25 p.b. Rozhodnutí vyžaduje pečlivé zvážení rizik stávajícího výhledu a případně faktorů, jež nejsou v prognóze obsaženy.

2. Rizika a nejistoty implikující zvýšení úrokových sazeb (změna + 0,25 p.b.)

- a. Inflační očekávání. Anketně získávaná inflační očekávání ve 4. čtvrtletí 2002 a v 1. čtvrtletí 2003 jsou (zejména v segmentu domácností) výrazně vyšší ve srovnání s inflačním očekáváním v základním scénáři prognózy. V případě promítnutí vyšších inflačních očekávání by bylo současné nastavení měnových podmínek uvolněnější. To by implikovalo rychlejší uzavírání mezery výstupu, vyšší budoucí inflační tlaky a konzistentně s tím i přísnější měnovou politiku než v základním scénáři.
- b. Veřejné rozpočty. Díky absenci potřebných dat přetrvávají velké nejistoty o velikosti a struktuře fiskálního impulsu v minulosti i v budoucnosti. Míru nejistot dále zvyšuje zatím neznámý osud připravované reformy veřejných financí. Základní scénář makroekonomické prognózy pracuje s reformním scénářem I. Při daných nejistotách je riziko vychýleno na stranu ještě mírnější reformy (rozsahem či časově), což by implikovalo proinflační působení veřejných financí. S tímto vývojem by byl konzistentní tlak na zpřísnění měnové politiky.
- c. Sekundární dopady zvýšení nepřímých daní. Jednou z nejistot základního scénáře je intenzita, se kterou se budou v ekonomice propagovat sekundární efekty úprav nepřímých

daní. Základní scénář předpokládá 20 % prolínání sekundárních efektů oproti obvyklé situaci, což předpokládá úspěšnou komunikaci měnové politiky. V případě, že centrální banka nebude svou komunikací schopna výrazně omezit sekundární efekty změn nepřímých daní, lze očekávat vyšší inflační tlaky implikující přísnější měnovou politiku. Zpracovaný alternativní scénář č. 1 konkrétně uvažuje s 80% prolínáním sekundárních efektů oproti obvyklé situaci. Vzhledem k tomu, že první úprava nepřímých daní je plánována až na třetí čtvrtletí roku 2003 a sekundární efekty následují přímý dopad se zpožděním, je vyšší trajektorie úrokových sazeb patrná až od čtvrtého čtvrtletí 2003 dále. Tuto simulaci by bylo tedy možno naopak vnímat jako potvrzení robustnosti základního scénáře – neměnit úrokové sazby.

- d. Původní reakční funkce. Pro zachycení vlivu změny kalibrace reakční funkce v predikčním aparátu byl proveden měnověpolitický experiment s *původní specifikací reakční funkce*. Výsledky ukazují zvýšení úrokových sazeb ve 2Q2003 o 0,3 p.b. na 2,8% a jejich následná stabilitu do konce roku 2003. Rozdílná implikovaná reakce ve srovnání se základním scénářem je dána především nižší mírou perzistence a také nižší vahou kladenou na mezeru výstupu v původní reakční funkci ve srovnání se stávající reakční funkcí. V tomto případě je inflace v horizontu nejúčinnější transmise nižší o 0,1-0,3 p.b. a na rozdíl od základního scénáře je uvnitř cílového pásma. Výsledky měnověpolitických experimentů viz Příloha D.
- e. Neuplatnění výjimky na nepřímé daně. Simulace zkoumající neuplatnění výjimky a reakci úrokových sazeb i na *primární dopady* změn nepřímých daní implikuje zvýšení sazeb ve 2Q2003 o 0,3 p.b. (2,8%) a další v průběhu roku 2003 až na 3,2%. Přísnější měnová politika vede k tomu, že inflace v horizontu nejúčinnější transmise je ve středu cílového pásma a ve srovnání se základním scénářem je nižší o 0,9-1,2 p.b.

3. Rizika a nejistoty implikující zachování stávajících úrokových sazeb (změna 0 p.b.)

- a. Dlouhodobé nejistoty o rovnovážné úrovni kursu. Významnou nejistotou zůstává, zda by více méně stabilita devizového kurzu, jež je konzistentní se základním scénářem prognózy, vedla k tak výraznému uvolňování kurzové složky měnových podmínek, jakou předpokládá základní scénář. Jinými slovy, nejistota zůstává ohledně předpokládaná trajektorie rovnovážného reálného kurzu. Alternativní scénář č. 2 prognózy uvažuje cca o 2 p.b. nižší tempo rovnovážné reálné apreciacie v nedávné minulosti, současnosti a v budoucnosti, kdy je ve shodě se základním scénářem dále předpokládán pozvolný pokles tempa apreciacie. Snížení tempa rovnovážné reálné apreciacie je doprovázeno proporcionálním poklesem rizikové premie. Ve srovnání se základním scénářem vede tato alternativa k přísnější kurzové složce měnových podmínek. Tato situace potom implikuje potřebu mírného uvolnění měnové politiky.
- b. Hospodářský růst v Německu. Alternativní scénář č. 3 se věnuje nejistotě spojené s ekonomickým vývojem v eurozóně. Ve srovnání se základním scénářem alternativa uvažuje snížení dynamiky ekonomického růstu v Německu o zhruba 1 p.b. v roce 2004. Alternativa předpokládá, že další odložení německého oživení za rok 2004 by bylo způsobeno apreciací eura vůči americkému dolaru. Konzistentně s tímto je v Německu uvažována výrazně nižší dynamika cen a hladina úrokových sazeb. Vliv všech těchto událostí se projeví ve srovnání se základním scénářem zhruba stejným nastavením měnové politiky v nejbližším období a uvolněnějším nastavením měnové politiky od počátku roku 2004.

- c. Ceny ropy. Rychlé ukončení iráckého konfliktu bez výraznějších škod na tamnější infrastrukturu (až po zveřejnění Consensus Forecasts) zvyšuje pravděpodobnost brzkého razantního zvyšování exportu irácké ropy, která by významně zvýšila světovou nabídku této suroviny. Vzhledem k americkému a britskému vlivu není pravděpodobné, že by Irák obnovil členství v OPEC. Obě skutečnosti implikují budoucí pokles cen ropy na úroveň nižší, než obsahuje referenční scénář.
- d. Komunikace. Údaje plynoucí z výnosových křivek i vyjádření účastníků trhu jasně ukazují, že zvýšení úrokových sazeb v tomto čtvrtletí trhy neočekávají. Oproti lednové makroekonomické prognóze nenastaly dle účastníků trhu v ekonomice žádné výraznější změny implikující nutnost zpřísnění měnové politiky. Nelze vyloučit, že skutečná inflace za duben, případně i květen zůstane ještě záporná. Zvýšení úrokových sazeb bez identifikace výrazných poptávkových tlaků by bylo velmi obtížně komunikovatelné.
- e. Dopady případného ponechání úrokových sazeb ve 2Q2003 na stávající úrovni byly ohodnoceny měnověpolitickým experimentem, který zafixoval sazby v 2Q2003 na úrovni předchozího čtvrtletí. Ze simulace vyplynulo, že odložení MP opatření by mělo na budoucí trajektorii inflace a úrokových sazeb zanedbatelný dopad.

4. Doporučení

Po zvážení uvedených argumentů odbor měnové politiky doporučuje

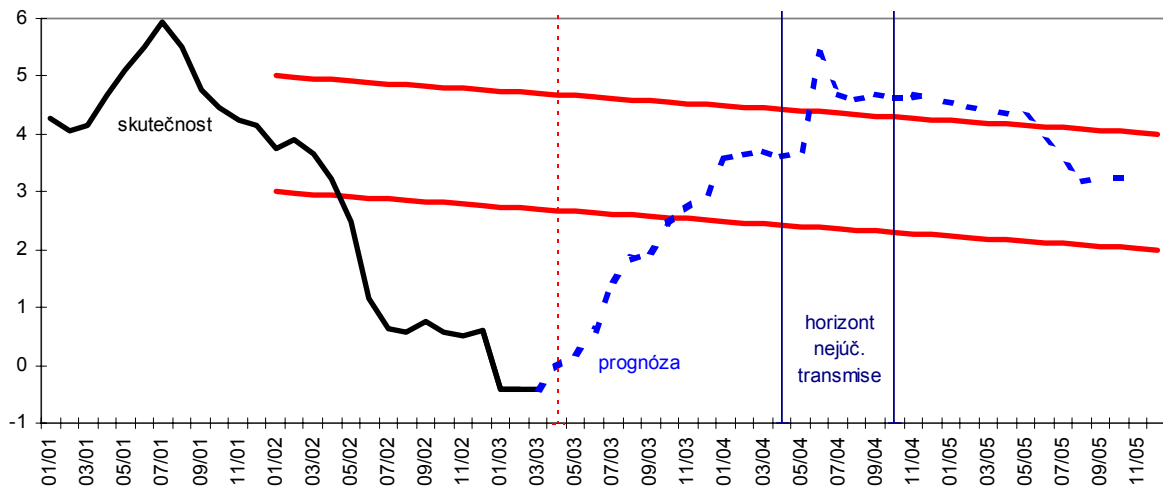
ponechat úrokové sazby na současné úrovni.

5. Očekávání finančních trhů

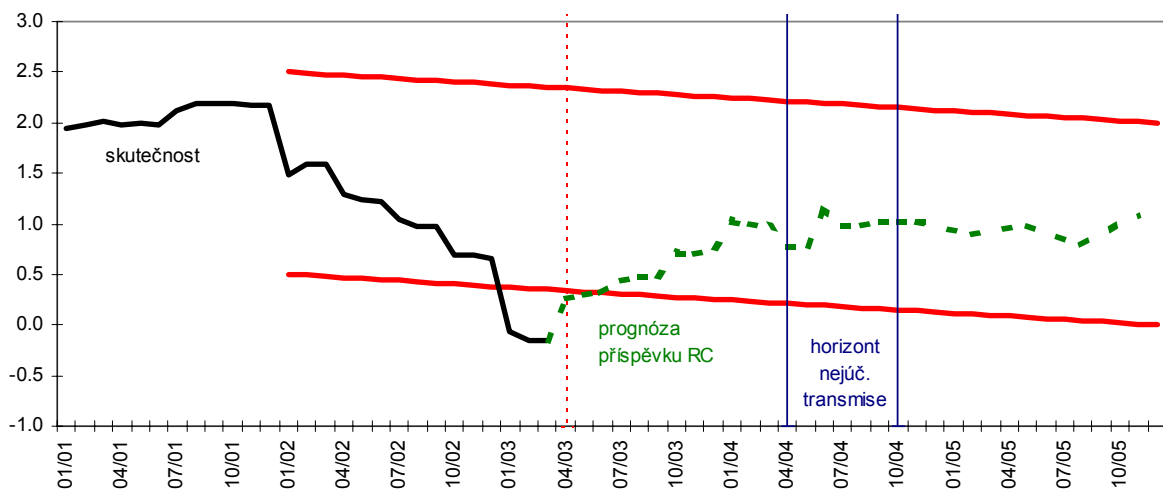
Od březnového zasedání BR došlo k mírnému růstu delšího konce výnosové křivky peněžního trhu, a to o zhruba 0,05 p.b. Sklon křivky však zůstává mírně inverzní, část trhu tak očekává další snížení úrokových sazeb v průběhu druhého čtvrtletí (viz příloha B). Spread mezi 3M a 1M PRIBORem, indikující krátkodobá očekávání, v současnosti činí -0,05 p.b a spread mezi 6M a 3M PRIBORem a 12M a 6M PRIBORem je nulový. Tyto údaje signalizují slabé očekávání poklesu sazeb ve druhém čtvrtletí a očekávání jejich stability po zbytek roku. Podobný obrázek poskytuje trh FRA, sazby FRA jsou ve všech dobách splatnosti pod trajektorií sazeb konzistentních s dubnovou prognózou, a to o 0,2 – 0,3 p.b. Analytici finančního trhu nadále očekávají v horizontu 12 měsíců posílení kurzu koruny vůči euru o cca 3% (viz příloha C).

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace ze 4. SZ 2003 a cílové pásmo

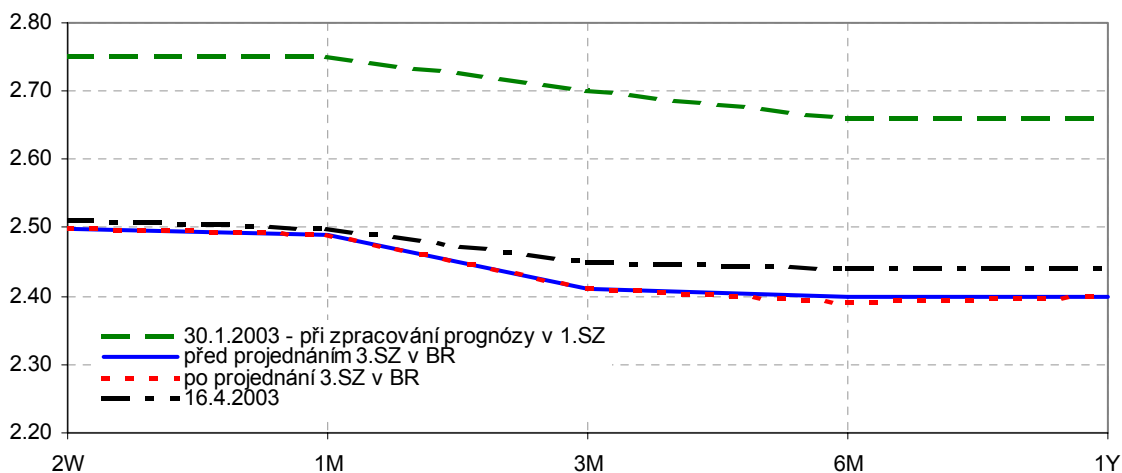


Prognóza příspěvku RC do inflace (koridor +/- 1 p.b. kolem "normálního příspěvku")

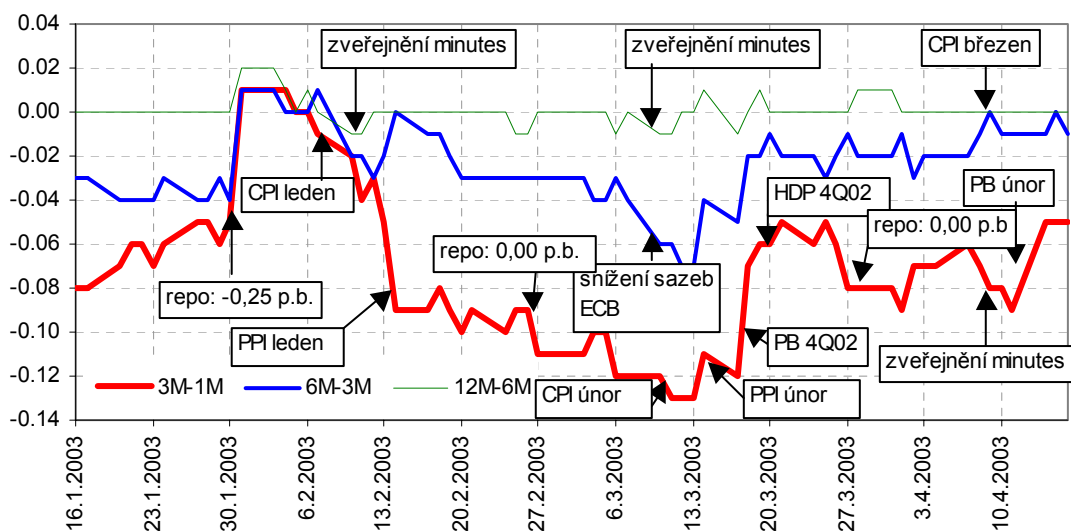


Příloha B: Úrokové sazby

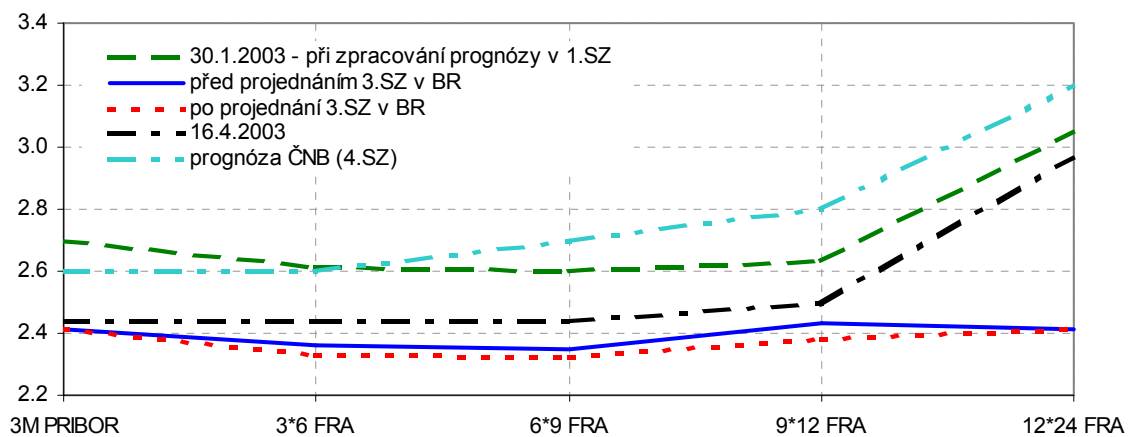
Výnosové křivky - PRIBOR



Úrokové spready - PRIBOR

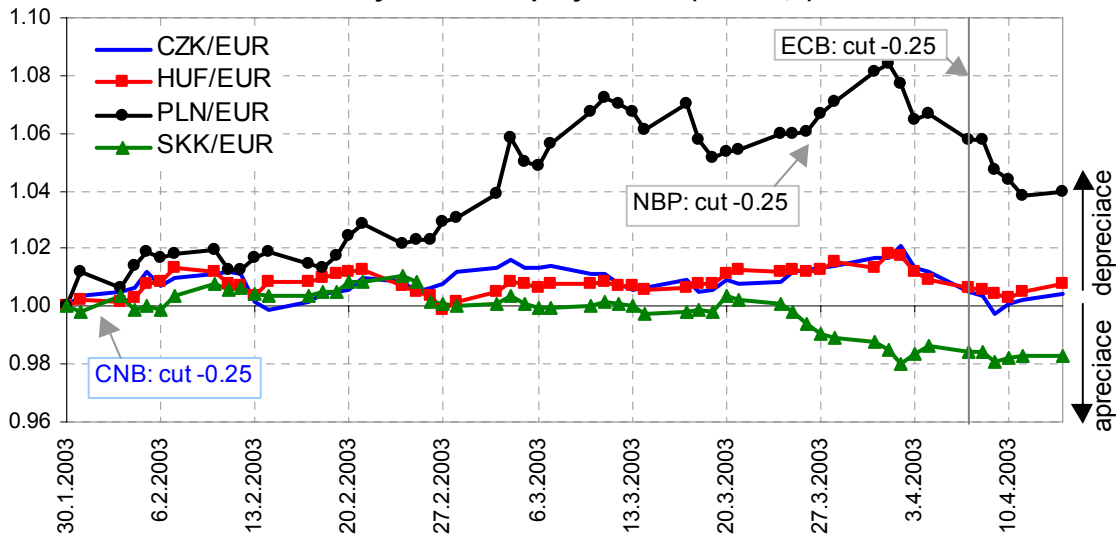


FRA

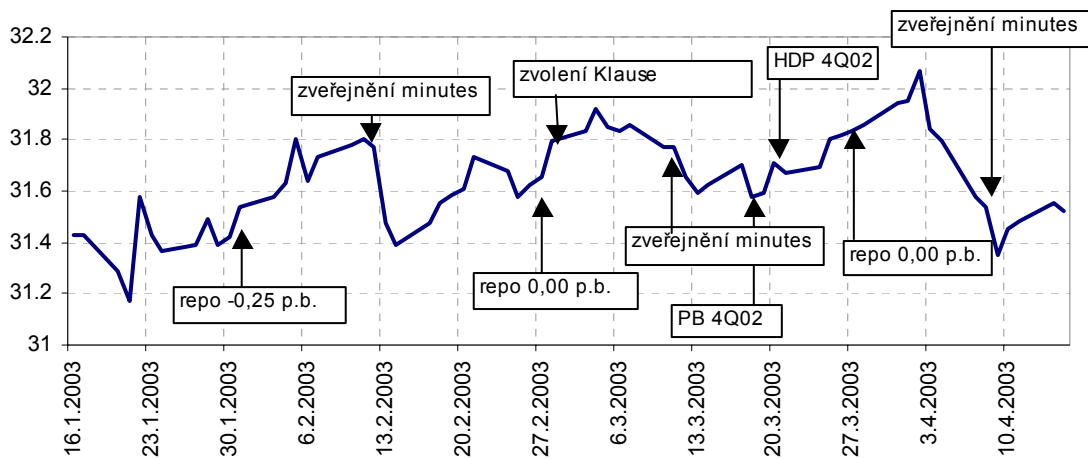


Příloha C: Devizové kurzy

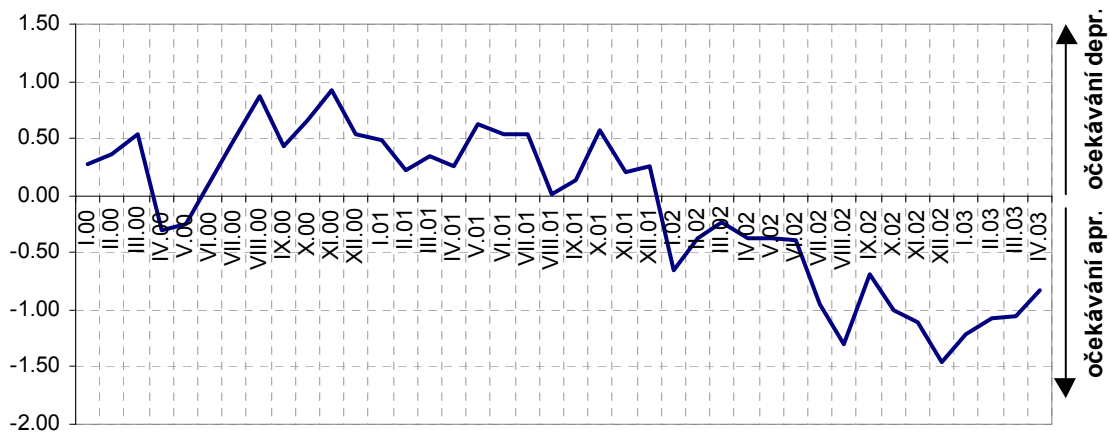
Kurzy středoevropských měn (30.1.=1,0)



Kurz CZK/EUR



Očekávání kurzu CZK/EUR na rok dopředu - aktuální kurz



Příloha D: Měnověpolitické experimenty

