

Měnově politické doporučení (7. SZ 2003)

1. Základní scénář 7. SZ

Statistické údaje zveřejněné ve druhém čtvrtletí 2003 potvrzují přetrvávající nízkoinflační prostředí české ekonomiky. Oproti dubnové prognóze došlo k nižšímu růstu inflace, zejména ve složce korigovaná inflace bez PH. Ačkoliv protiinflační vnímáním rizik dubnové prognózy vyústilo na červnovém jednání BR ve snížení sazeb o 0,25 p.b, stávající nastavení měnových podmínek je ve srovnání s předpoklady dubnové prognózy méně uvolněné. Oproti předpokladům prognózy restriktivní působení kurzové složky převážilo oproti prognóze uvolněné působení úrokové složky.

Počátečními podmínkami nové *makroekonomické prognózy* jsou: prohloubení záporné mezery výstupu na 2,3%, reálný kurz podhodnocený o 2,5% a reálné roční úrokové sazby nadhodnocené o 1 p.b. Z hlediska počátečních předpokladů je největší změnou červencové prognózy oproti dubnové prognóze snížení rovnovážné apreceiace kurzu a s tím související pokles rizikové prémie, růst domácích a pokles zahraničních rovnovážných úrokových sazeb. Další změnou je odlišný odhad velikosti a časování úprav nepřímých daní a snížení okamžitých sekundárních dopadů těchto úprav na 2/3 původní hodnoty. Prognóza předpokládá inflaci v horizontu nejučinnější transmise (druhé pololetí 2004) mírně pod středem inflačního cíle. Dosažení cíle je však dáno vlivem nepřímých daní: prognóza očištěná o primární dopady změn nepřímých daní je pod koridorem inflačního cíle, a to i přesto, že měnová politika v prognóze reaguje právě jen na tuto inflaci a primární dopady změn nepřímých daní výjimkuje. Po odeznění primárního vlivu úprav nepřímých daní v roce 2005 celková inflace opět poklesne ke spodní hraně koridoru inflačního cíle. Inflace regulovaných cen bude mít v HNT „normální příspěvek“.

S prognózou je konzistentní snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b. ve 3Q03 a jejich další snížení až na úroveň 1,7% na začátku roku 2004. V dalším období je s prognózou konzistentní mírný růst sazeb. Základním východiskem pro měnověpolitické úvahy je tedy vymezení se proti základním scénářem prognózy implikovanému snížení sazeb o 0,25 p.b. V následujícím textu zvažujeme rizika prognózy a další argumenty vedoucí k vyššímu nebo nižšímu snížení sazeb než implikuje základní scénář prognózy.

2. Rizika a argumenty implikující výraznější snížení úrokových sazeb než 0,25 p.b.

a. Riziko deflace. Predikční aparát ČNB neobsahuje omezení v podobě nemožnosti poklesu nominálních úrokových sazeb do záporných hodnot. Vzhledem k možnému riziku neúčinnosti standardních nástrojů měnové politiky v deflaci je namístě při měnověpolitickém rozhodování zvažovat rizika prognózy asymetricky, tj. přikládat vyšší váhu protiinflačním rizikům. Tato asymetrie v hodnocení rizik by přitom měla narůstat s tím, jak se nominální úrokové sazby blíží nule. V diskusi může zaznít argument, že aktuální riziko deflace je malé a razantnější snížení úrokových sazeb proto není nutné. Povede pouze k nežádoucímu zúžení prostoru pro působení MP spojenému s poklesem její kredibility a tím k nižší schopnosti bránit se případným budoucím deflačním tlakům. Tento argument však není příliš relevantní, neboť razantnější snížení úrokových sazeb je prevencí proti vzniku deflace a riziko, že bude třeba s ní za zhoršených podmínek bojovat, s nimi tudíž klesá.

b. Rychlejší návrat inflace do cíle flexibilnější měnovou politikou. Základní scénář predikce obsahuje reaktivní MP, která je aproximována pomocí vpředhledící reakční funkce. Tato RF je aproximovaná tak, aby odrazila minulé chování ČNB – tzv. *pozitivní přístup k RF*. Měnověpolitický experiment „*Reaktivnější MP*“ uznává výjimečnost dezinflačního šoku a zvyšuje reaktivnost RF tak (snížení perzistence z 0,75 na 0 a zvýšení agresivity na dvojnásobek z 1,2 na 2,4), aby inflace očištěná o vliv primárních dopadů úprav nepřímých daní – *ekonomická inflace* - byla co nejbližší středem inflačního cíle v horizontu nejučinnější transmise. Tato úprava RF je v souladu s tzv. *normativním přístupem k RF*. S tímto experimentem je konzistentní snížení úrokových sazeb o 2,0 p.b. ve 3Q2003 a jejich následný růst. Druhý experiment „*Taylorovo pravidlo*“ mění RF tak, že nereaguje na budoucí, ale na současnou odchylku inflace od cíle. Současně byla z důvodů stability modelového experimentu snížena perzistence z 0,75 na 0,5. S tímto experimentem je konzistentní inflace nad inflačním cílem v HNT a snížení sazeb o 2,75 p.b. a následně jejich postupný růst (viz příloha D).

3. Rizika a argumenty implikující zachování stávajících úrokových sazeb

a. Vyšší inflační očekávání. Modelový aparát aproximuje inflační očekávání jako silně vzadhledící. Ty jsou proto nyní velmi nízké, což činí domácí úrokovou složku měnových podmínek přísnou. Údaje o inflačních očekáváních získaných ze statistického šetření však nasvědčují tomu, že skutečná inflační očekávání mohou být vyšší, než předpokládá prognóza. Proto byl zpracován alternativní scénář, který předpokládá, že inflační očekávání nepoklesnou pod 2%. Tento scénář implikuje růst úrokových sazeb o 0,5 p.b. v tomto čtvrtletí a inflaci nad středem inflačního cíle v HNT.

b. Odklad fiskální reformy. Působení *fiskální politiky* je i nadále spojeno s vysokou mírou nejistoty a představuje tak jedno z nejvýznamnějších rizik prognózy. Červencový odhad působení fiskální politiky lze označit za nevychýlený. Za relevantní a spíše proinflační však lze považovat v těchto dnech rostoucí riziko odkladu zahájení reformy v případě neschválení vládních návrhů Poslaneckou sněmovnou, které může být navíc doprovázeno politickou nestabilitou. Existenci tohoto rizika naznačuje i oslabení kurzu koruny v posledních týdnech, na druhou stranu ale k podobnému vývoji došlo i na devizových trzích ostatních středoevropských zemí. Jelikož nebyla vypracována alternativa odložení reformy, lze přesný vliv tohoto rizika na inflaci v HNT odhadovat pouze na základě modelové alternativy sestrojené v lednové SZ. Ta oproti lednovému základnímu scénáři implikovala výrazně vyšší úrokové sazby po celé období predikce a inflaci v HNT vyšší o zhruba 1 p.b.

c. Neuplatnění výjimky na nepřímé daně. V případě, že na ekonomiku dopadne šok – změna daní – s cenovými dopady, tyto (primární) dopady budou zpravidla přechodné. MP by se proto neměla snažit na tyto primární dopady reagovat, tj. držet *celkovou inflaci* v cíli, nýbrž by měla udržovat v cíli *ekonomickou inflaci* (tj. eliminovat pouze případné sekundární dopady šoku)¹. V souladu s tímto přístupem MP v základním scénáři červencové prognózy nereaguje na primární dopady změn nepřímých daní. Režim *striktního inflačního cílování* by naopak vyžadoval reakci na vývoj celkové inflace, tj. i na primární dopady šoku – CB by se snažila plnit inflační cíl i v období přechodného působení šoků. Byl vypracován experiment, který předpokládá, že MP reaguje i na

¹ Blíže viz: [\\DdPR\Sitzpr\\$\S\Situační zprávy\Aktuální podklady pro zpracování 6. a 7. SZ\10\) 4. kolo prognózy\Šok ze strany změn nepřímých daní a vhodná reakce MP_.doc](#)

primární dopady. S tímto experimentem je konzistentní inflace v cílovaném koridoru při stabilitě úrokových sazeb (viz příloha D).

- d. Komunikace. Údaje plynoucí z výnosových křivek i z vyjádření účastníků trhu ukazují, že trhy v tomto čtvrtletí neočekávají další snížení úrokových sazeb (viz příloha B). Červnové snížení sazeb o 0,25 p.b. považují za dostatečné, ukazatele zveřejněné od červnového jednání BR naopak snížily očekávání trhu ohledně dalšího snižování sazeb. Případné snížení sazeb tak bude pro trh překvapením a může vést ke snížení vnímané transparentnosti měnové politiky ČNB. Na druhou stranu změna sazeb doprovázená zveřejněním nové prognózy, která výrazně snižuje inflaci v HNT, by mohla vést k vyššímu než běžnému poklesu dlouhých sazeb a tím ke zvýšení efektivity této změny.
- e. UUEfekt J-křivky. Existuje nejistota o míře vlivu reálného kurzu na mezeru výstupu. V situační zprávě je argumentováno, že výrazná apreciace z minulého roku se neprojevila ve výstupu (naopak dochází zlepšení obchodní bilance) z důvodů strukturálních změn, proto může být intratemporální substituce slabší. Na druhou stranu však existují názory, že jde o efekt J-křivky a že po počátečním zlepšení obchodní bilance (cenový efekt) dojde k jejímu zhoršení (důchodový efekt). Větší váhu při tvorbě (dubnové i červencové) prognózy získal první názor a v základním scénáři byla snížena elasticita mezery reálného kurzu v IS křivce na polovinu. S ohledem na tuto nejistotu byla vypracována alternativa vyššího vlivu reálného kurzu na mezeru výstupu. Tato alternativa implikuje takřka shodné úrokové sazby jako základní scénář prognózy, a proto ji nelze ve skutečnosti využít jako argument pro zachování sazeb na stávající úrovni.

4. Doporučení

Po zvážení uvedených argumentů odbor měnové politiky doporučuje

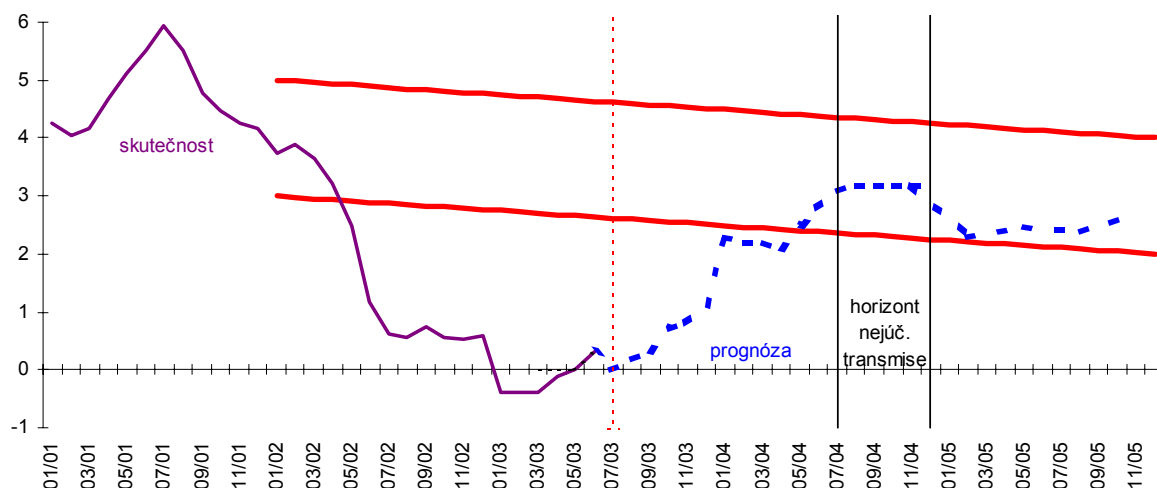
snížit měnověpolitické úrokové sazby o 0,25 p.b.

5. Očekávání finančních trhů

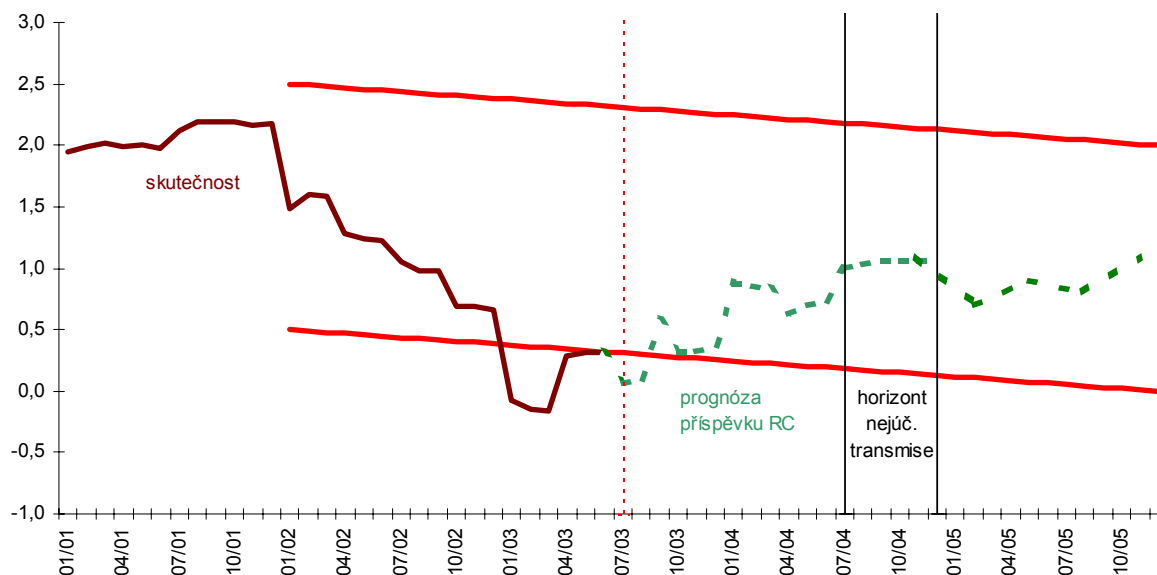
Červnové rozhodnutí BR snížit úrokové sazby o 0,25 p.b. bylo pro trh překvapením a proto okamžitě po zveřejnění tohoto rozhodnutí došlo k poklesu celé výnosové křivky peněžního trhu. V dosavadním průběhu července ale došlo s příchodem nových informací k růstu očekávání zachování sazeb na současné výši a k růstu delšího konce výnosové křivky. 6-měsíční a delší úrokové sazby jsou tak v současnosti na své úrovni před zasedáním BR. Sklon výnosové křivky je nyní neutrální, většina trhu tak předpokládá stabilitu úrokových sazeb v průběhu celého roku. Spready mezi různými dobami splatnosti jsou tak nulové. Stabilitu sazeb v průběhu celého roku 2003 předpokládá i trh FRA, mírný růst sazeb je očekáván nejprve ve druhé polovině roku 2004. Sazby FRA jsou ve všech dobách splatnosti nad trajektorií sazeb konzistentních s červencovou prognózou, a to o 0,2 – 0,8 p.b. dle doby splatnosti (viz příloha B). Analytici finančního trhu v horizontu 12 měsíců očekávají zhruba 4% apreciaci kurzu koruny (viz příloha C), která je dána jak poklesem očekávané hodnoty kurzu za 12 měsíců (o 40h), tak i depreciací kurzu koruny v průběhu posledního měsíce (také o 40h).

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace ze 7. SZ 2003 a cílové pásmo

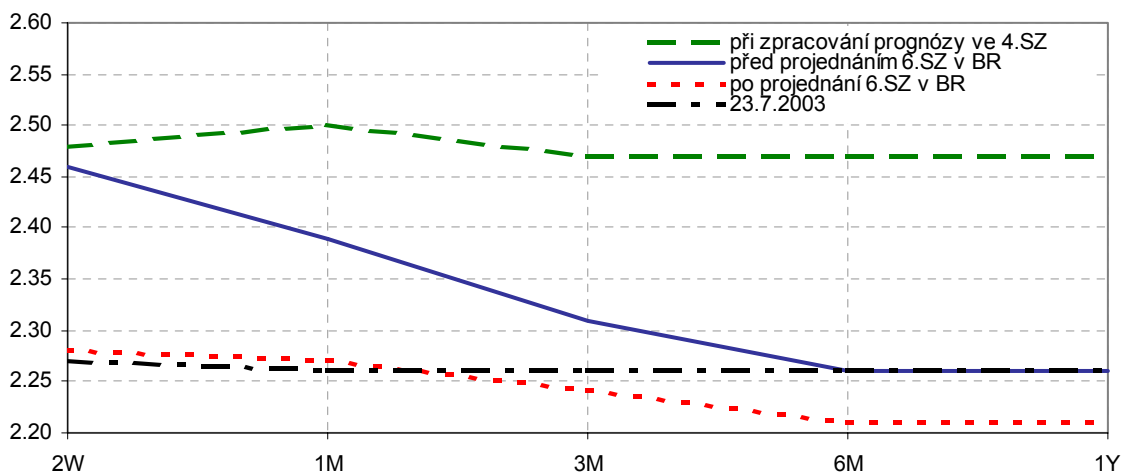


Prognóza příspěvku RC do inflace (koridor +/- 1 p.b. kolem "normálního příspěvku")

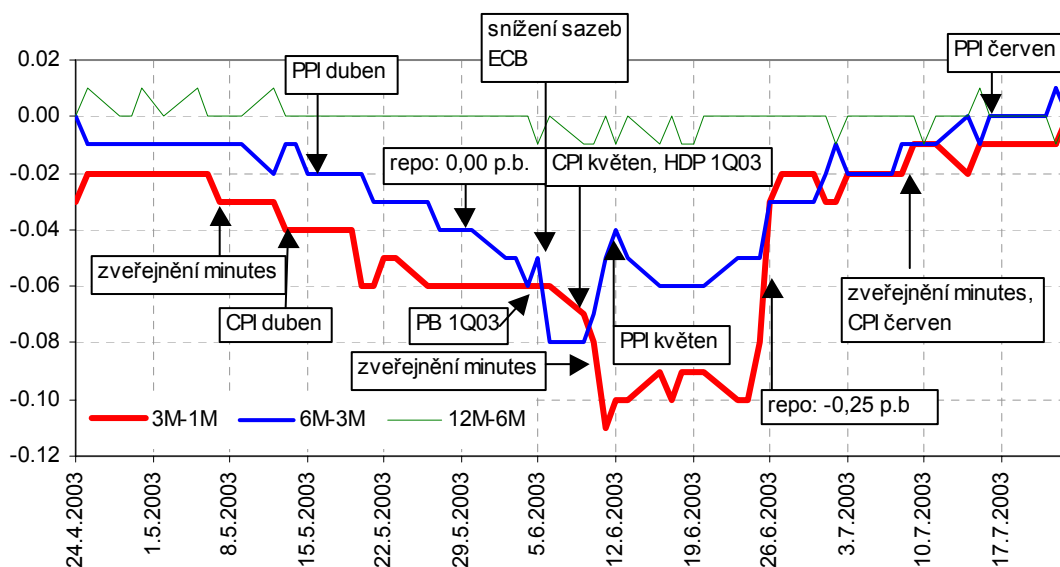


Příloha B: Úrokové sazby

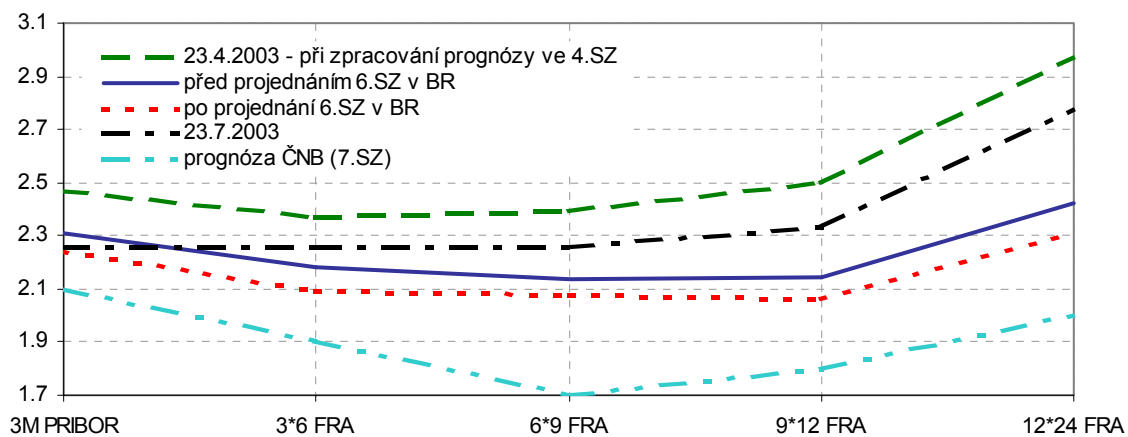
Výnosové křivky - PRIBOR



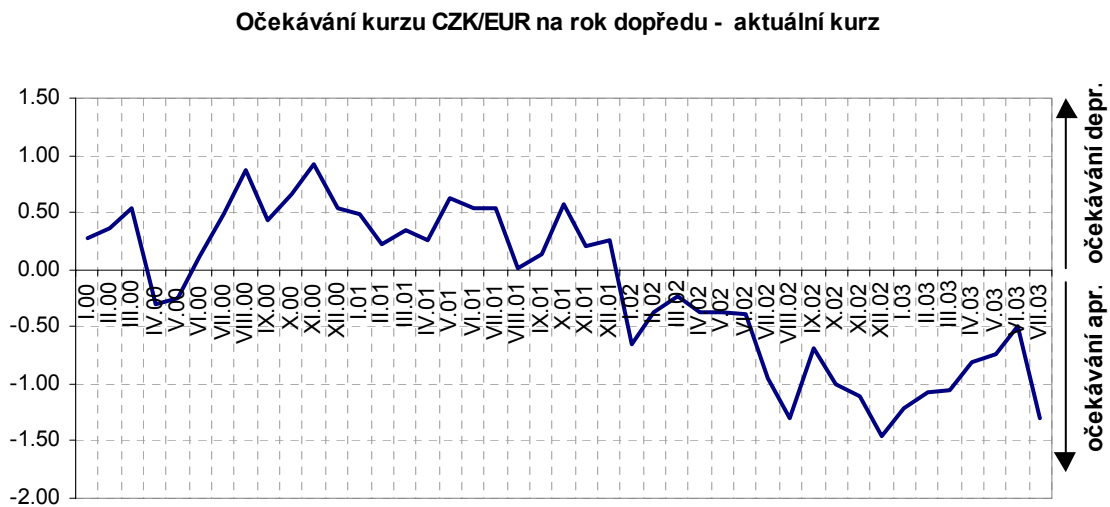
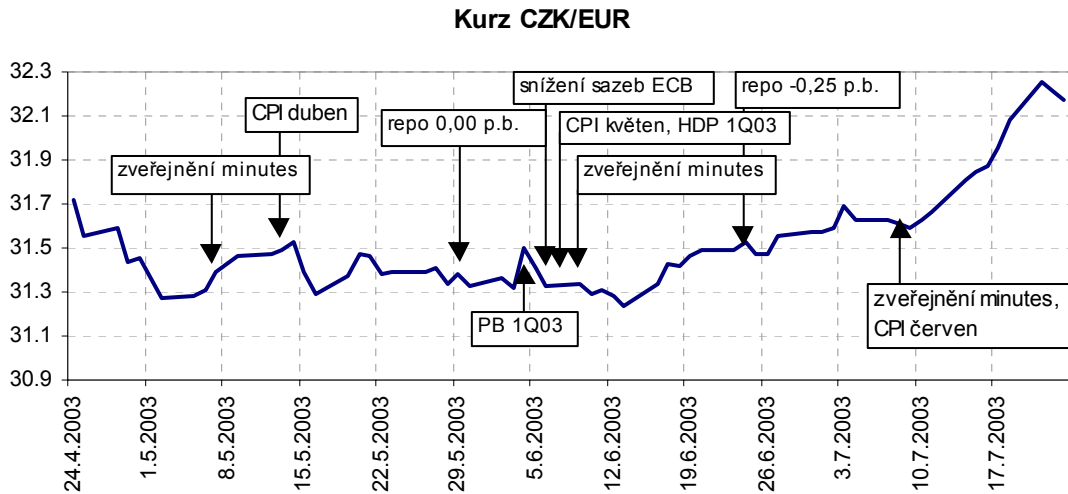
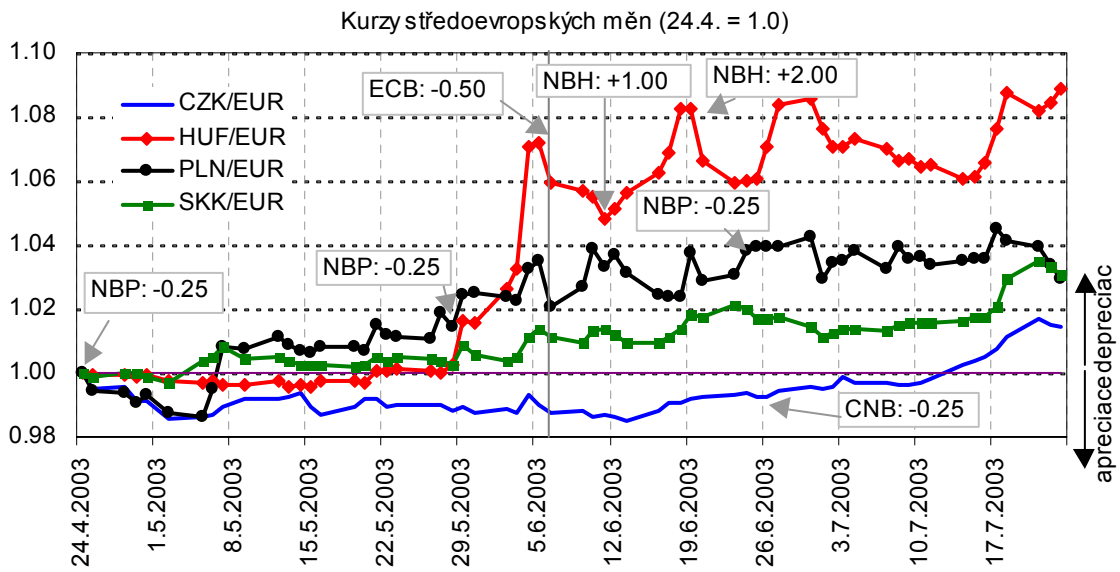
Úrokové spready - PRIBOR



FRA



Příloha C: Devizové kurzy



Příloha D: Měnověpolitické experimenty

