

Měnověpolitické doporučení pro 12.SZ 2003

Odbor měnové politiky

1 Základní scénář prognózy 10.SZ

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je říjnová makroekonomická prognóza. Tato prognóza předpokládá v HNT (4Q2004 – 1Q2005) inflaci na spodní hraně cílovaného pásma¹ (viz příloha A).

Trajektorie úrokových sazeb konzistentní s prognózou implikuje snížení sazeb o 0,25 p.b. ve 4Q2003, stabilitu v první polovině roku 2004 a následný pozvolný růst.² Bankovní rada na svém říjnovém i listopadovém zasedání rozhodla ponechat úrokovou sazbu nezměněnou na úrovni 2,0 %, proto východiskem pro měnověpolitické úvahy je stále vymezení se proti základním scénářem implikovanému snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b. V následujícím textu standardně zvažujeme argumenty vedoucí k nižšímu nebo vyššímu snížení úrokových sazeb než implikuje základní scénář ve světle informací získaných od 10. SZ.

2 Argumenty pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni

Základní scénář prognózy předpokládá, že nedojde k přesunu služeb **pohostinství a ubytování** ze snížené do základní sazby DPH. Po jednání ECOFINu (12.-13. září) se však výrazně zvýšilo riziko, že v rámci EU bude veřejné stravování ponecháno ve skupině s vyšší DPH³. Pokud se Ministerstvu financí se nepodaří vyjednat výjimku na uplatnění vyšší sazby, bude to pro ČR znamenat nutnost přesunu pohostinství do skupiny s vyšší DPH, který by pravděpodobně nastal ještě před

¹ Inflace regulovaných cen v HNT by měla mít podle prognózy mírně nižší než „normální příspěvek“, cca 0,7-1,0 p.b.

² Implikovaná trajektorie vychází z předpokladu, že měnová politika nereaguje na primární dopady změn nepřímých daní (viz příloha A).

³ Dále existuje možnost zavedení nových ekologických daní EU.

HNT. Pro ohodnocení tohoto rizika byl v 10.SZ zpracován alternativní scénář, který zároveň předpokládá vyšší bezprostřední sekundární dopady změn nepřímých daní (v důsledku postihu většího množství subjektů a jejich snazší propagace) a tudíž i vyšší inflaci, na kterou měnová politika reaguje. Celkové inflační dopady do prognózy v HNT jsou odhadnuty na cca 1,5 p.b. Implikovaná trajektorie úrokových sazeb předpokládá (díky reakci pouze na sekundární dopady) stabilitu sazeb ve 4Q2003.

Nejistota ohledně počátečního nastavení **úrokové složky měnových podmínek** se zvýšila. Při zpracování prognózy některé informace naznačovaly, že úroková složka měnových podmínek byla v minulosti uvolněnější, a proto se bude mezera výstupu uzavírat rychleji, než předpokládá základní scénář. V 10.SZ byly zpracovány tři alternativy, které předpokládají v minulosti více uvolněnou úrokovou složku měnových podmínek: vyšší inflační očekávání, jiné postavení ekonomiky v cyklu a nižší počáteční podhodnocení reálného kurzu. První alternativa předpokládá, že vstup do EU je veřejností spojován s růstem cen (ať už jde o zákonné úpravy daní nebo očekávané vyrovnávání cenových rozdílů), což může být důvodem pro více než obvykle vpředhledící inflační očekávání a tudíž pro jejich vyšší úroveň. Pro třetí alternativu hovoří více záporný čistý export ve srovnání s prognózou, což naznačuje možnost méně uvolněné kurzové složky měnových podmínek. Implikované trajektorie těchto dvou alternativ předpokládaly stabilitu až zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b. ve 4Q2003. Od 10.SZ publikovaná data zvyšují riziko naplnění alternativního vývoje. Jde především o publikovaná data o HDP. Vývoj spotřeby domácností (7% ve 3Q2003, predikce 4,7 %) implikuje vyšší potenciální poptávkově-inflační tlaky, přestože část spotřeby se realizuje přes import.⁴

Kromě těchto dvou střednědobých proinflačních rizik plyne z aktuálního inflačního vývoje také **krátkodobé proinflační riziko prognózy**. Odchylka říjnové a listopadové inflace od prognózy (0,4 a 0,8 p.b.) byla v listopadu způsobena především vyšším než očekávaným růstem cen potravin a v říjnu pak především nižším než očekávaným poklesem regulovaných cen. SZ předpokládá, že se jedná o jednorázové skokové změny, a že nedojde v následujících měsících ke kompenzaci tohoto vývoje opačným směrem. Proto se tato jednorázová odchylka promítne do inflace v následujících 11 měsících. Tento „krátkodobý“ pohled ovšem abstrahuje od možných sekundárních dopadů: vyšší inflace zpřísňuje kurzovou složku měnových podmínek (což je částečně kompenzováno vyšší než očekávanou inflací v Německu) a v případě silně vzadhledících inflačních očekávání se projeví v jejich zvýšení.

⁴ Další údaje: statisticky zjišťovaná inflační očekávání za listopad ve srovnání s modelovými inflačními očekáváním (3,1 %), rekordní tržby maloobchodu (7,5 % ve 3Q2003 oproti predikovaným 5,7 %; 9,4 % v samotném září) a stále vysoká dynamika spotřebních úvěrů.

Z hlediska **komunikace** může být obtížné zdůvodnit případné rozhodnutí ČNB snížit úrokové sazby. V říjnu měla ČNB k dispozici novou prognózu a rozhodla ponechat úrokové sazby beze změny, i přesto, že s prognózou jsou konzistentní nižší sazby v 4Q03. V průběhu listopadu a prosince nebyly publikovány informace, které by výrazně měnily pohled na budoucnost, a proto by snížení úrokových sazeb bez silné argumentace mohlo vést ke snížení transparentnosti ČNB. Údaje o vyšší než očekávané inflaci tuto komunikaci dále znesnadňují, tento argument avšak předpokládá, že jsme doposud nedokázali trhy přesvědčit o naší vpředhledivosti. Ve druhém měsíci mezi velkými SZ, tedy měsíc před novou makroekonomickou prognózou lze navíc argumentovat potřebou podrobných, časově náročných analýz nových dat a odložit tak možnou změnu nastavení úrokových sazeb na zasedání BR v lednu. Měnověpolitický experiment z 10. SZ ukazuje, že odložení snížení úrokových sazeb o jedno čtvrtletí se projeví v nižší inflaci v HNT o cca 0,1 p.b.

3 Argumenty pro razantnější snížení úrokových sazeb

Od zpracování 10.SZ se zvýšila pravděpodobnost případné **emise vládních dluhopisů v cizí měně** (předpokládaný objem se pohybuje zhruba okolo 32 mld. CZK),⁵ která by mohla být spojena s apreciačními tlaky. Kompenzace apreciačních tlaků by byla spojena s nižší implikovanou trajektorií úrokových sazeb. To by byla pravda zejména v případě, že by konverze získaných prostředků neproběhla prostřednictvím ČNB.

Nižší vývoj jádrové inflace bez PH v listopadu (0,2 %, prognóza 0,5 %) je v kontrastu s vyšším než očekávaným růstem HDP a spotřeby domácností (ve 3Q2003 a po revizi i v 1H2003). Vyšší poptávkové tlaky se tak nepromítají do vyšší jádrové inflace aproximující ekonomickou inflaci. Tento vývoj potvrzuje představu komunikovanou ve 7. a 10. SZ o krátkodobě se **měnící reakci inflace na ekonomický vývoj** v prostředí dlouhodobě záporné mezery výstupu.⁶

V průběhu 4Q2003 aprecioval **kurz CZK/USD** a je o cca 7 % silnější vzhledem k referenčnímu scénáři, zároveň Consensus Forecasts upravil předpověď kurzu v horizontu jednoho roku vstupující do prognózy v 10.SZ ve směru apreciacce, také o cca 5 %. **Cena ropy** je v dosavadním průběhu 4Q2003 vyšší ve srovnání s referenčním scénářem o 10 %, prognóza dle Consensus Forecasts předpovídá v horizontu jednoho roku přibližně stabilitu cen ropy. Tento vývoj (apreciovanější kurz a vyšší cena ropy) nepředstavuje v krátkodobém horizontu významné inflační riziko, neboť tyto dva faktory se navzájem kompenzují. Ve střednědobém hori-

⁵ Vedle vlády chce emitovat dluhopisy nebo získat úvěry v zahraniční měně také Ostrava, Sazka, ČSL, Praha a ČD (předpokládaný objem se pohybuje zhruba okolo 17 mld CZK).

⁶ Druhým vysvětlením může být vyšší než předpokládaný vývoj potenciálního výstupu a tudíž více záporná mezera výstupu.

zontu (za jeden rok) meziroční stabilita kurzu CZK/USD a meziroční pokles cenropy však představuje dezinflační riziko.

Základní scénář predikce obsahuje reaktivní měnovou politiku, která je zachycena pomocí vpředhledící reakční funkce. Tato reakční funkce je aproximovaná tak, aby odrážela minulé chování ČNB – tzv. *pozitivní přístup k reakční funkci*. Ten se vyznačuje zejména tím, že netlačí inflaci zpět do středu inflačního cíle. V říjnové SZ byl vypracován měnověpolitický experiment, který uznává výjimečnost dezinflačního šoku a zvyšuje reaktivnost reakční funkce tak, aby byla inflace očištěná o vliv primárních dopadů úprav nepřímých daní – *ekonomická inflace* (viz příloha A) – co nejbliže středu inflačního cíle v horizontu nejúčinnější transmise.⁷ Tato úprava reakční funkce je v souladu s tzv. **normativním přístupem k reakční funkci**. S tímto experimentem je konzistentní snížení úrokových sazeb o 1,25 p.b. ve 4Q2003 a jejich pozvolný růst; inflace je vyšší v HNT o 0,4 p.b. a pohybuje se v dolní polovině inflačního pásma.

4 Doporučení odboru měnové politiky

Po zvážení uvedených argumentů odbor měnové politiky doporučuje ***ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.***

5 Očekávání finančních trhů

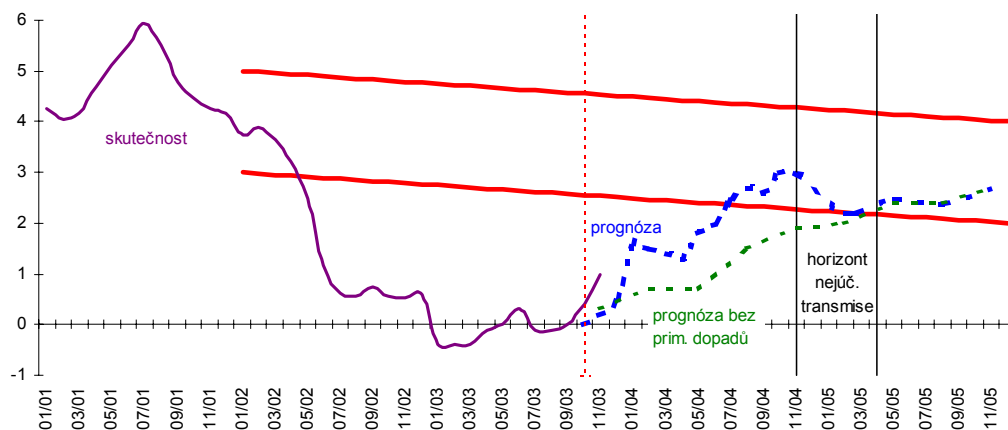
Listopadové rozhodnutí BR ponechat repo sazbu na úrovni 2 % bylo zcela v souladu s očekáváním finančního trhu. Po oznámení rozhodnutí došlo jen k mírnému růstu sklonu výnosové křivky na dlouhém konci a sklon zůstává výrazně pozitivní (viz příloha B). Očekávání trhu o budoucím vývoji úrokových sazeb se nemění; trh očekává zvýšení úrokových sazeb ve druhém čtvrtletí příštího roku, a to zhruba o 0,25 p.b a jejich další růst v průběhu roku. Úrokové sazby jsou tak v současnosti výrazně (o 0,3 – 0,8 p.b. dle doby splatnosti) nad sazbami konzistentními s prognózou z 10.SZ

Kurz koruny nereagoval okamžitě na oznámení rozhodnutí ČNB o ponechání sazeb na stávající úrovni (viz příloha C). Na začátku prosince postupně oslaboval směrem k hranici 32,5 CZK/EUR, následně avšak korigoval svou hodnotu (časově začátek korekce odpovídá zveřejnění dat o PB za 3Q2003) a nyní se pohybuje kolem 32,15 CZK/EUR. Analytici finančního trhu v horizontu 12 měsíců očekávají zhruba 2,5% apreciaci kurzu koruny (údaj vychází z listopadového šetření, prosincové bude k dispozici 18.12., viz příloha C).

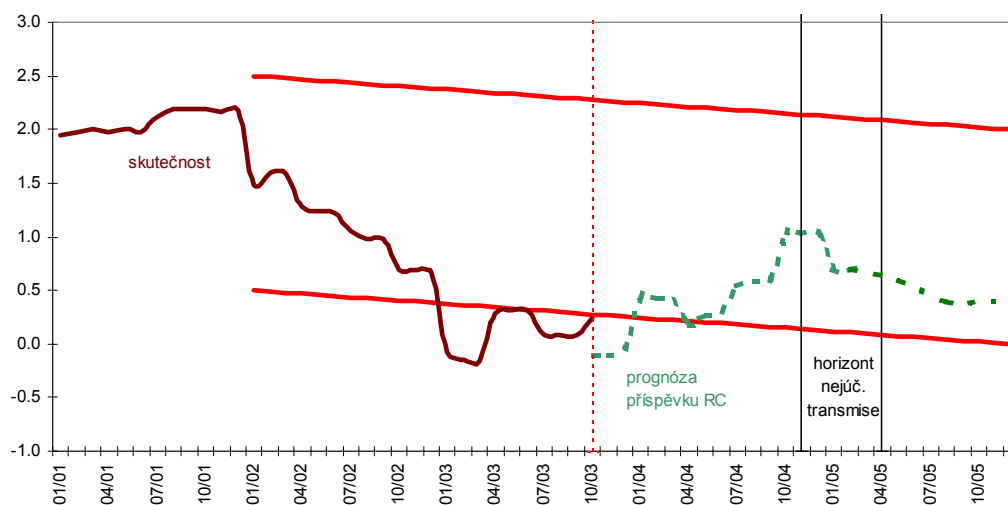
⁷ Přestože říjnová a listopadová inflace je oproti prognóze vyšší o 0,4, resp. 0,8 p.b., rozdíl se koncentruje do vývoje cen potravin a regulovaných cen. Naproti tomu vývoj korigované inflace bez pohonných hmot (tj. „ekonomické inflace“) se pohybuje dokonce mírně pod prognózou.

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace z 10.SZ 2003 a cílové pásmo



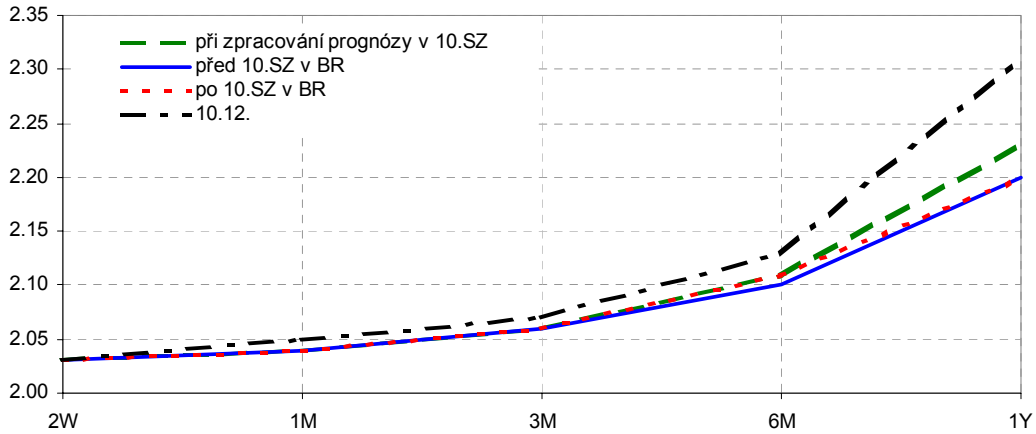
Prognóza příspěvku regulovaných cen do inflace



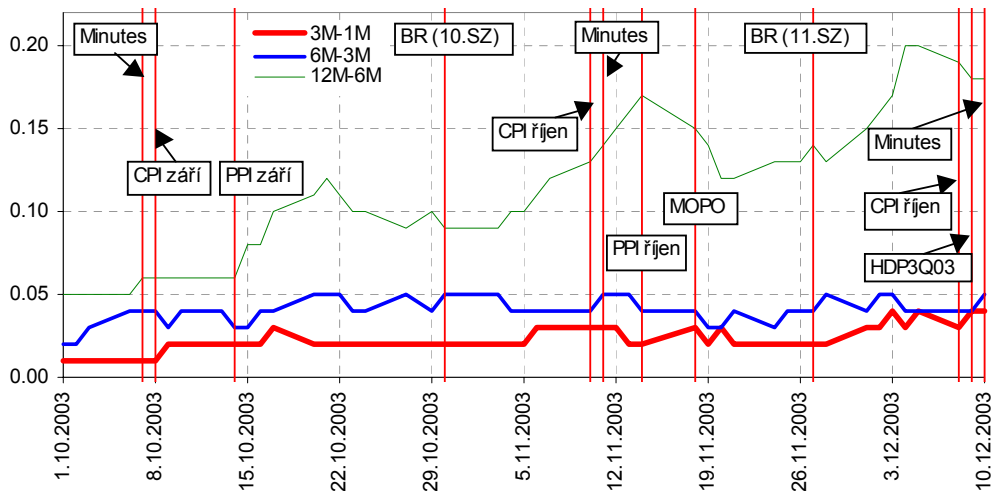
Poznámka: Inflační cíl předpokládá pokles příspěvku z 1,5 p.b. na 1 p.b., zde je navíc „konfidenční interval“ ± 1 p.b.

Příloha B: Úrokové sazby

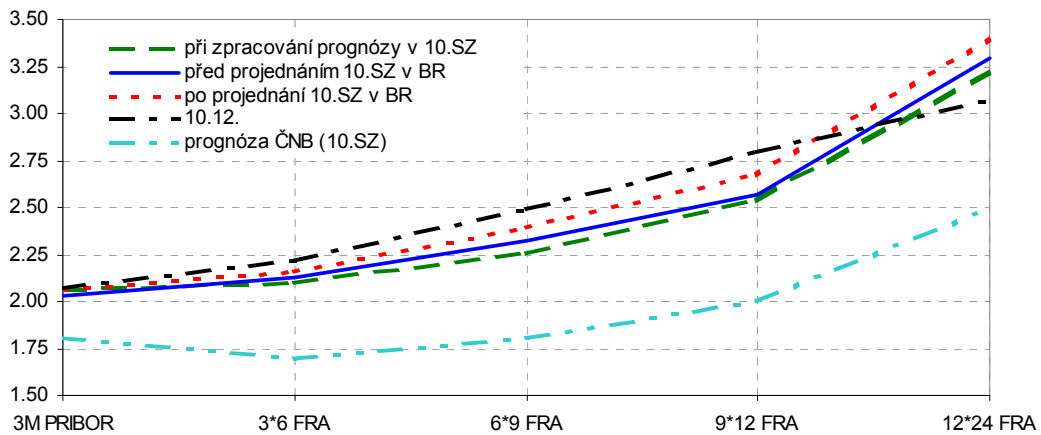
Výnosové křivky - PRIBOR



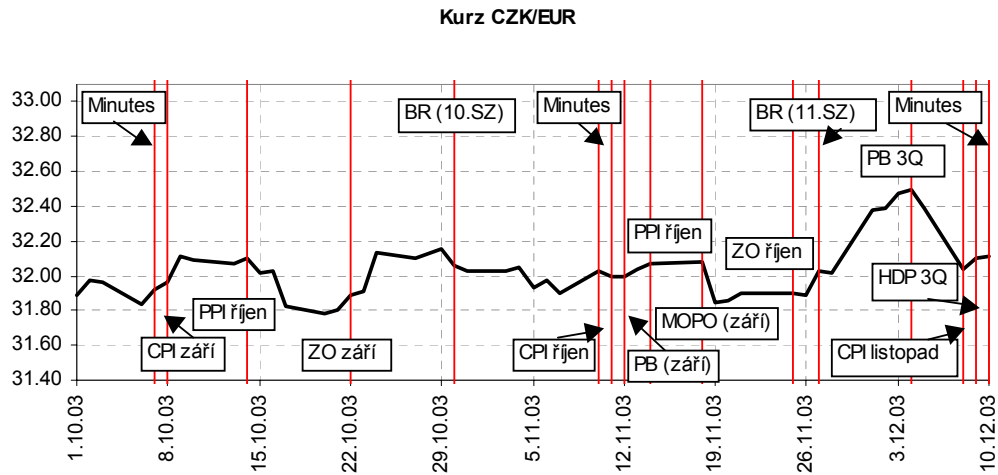
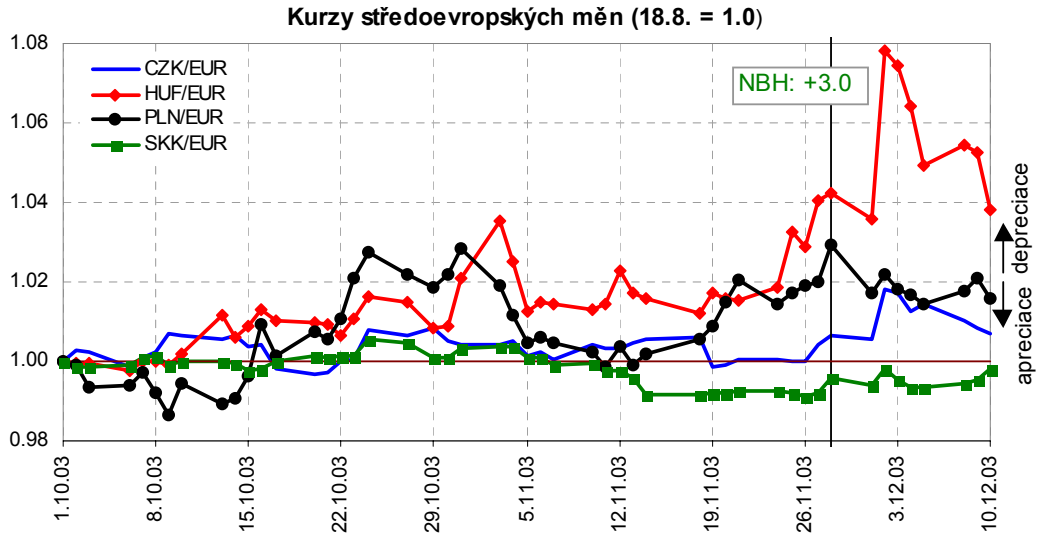
Úrokové spready - PRIBOR



FRA



Příloha C: Devizové kurzy



Očekávání kurzu CZK/EUR na rok dopředu - aktuální kurz

