

Měnověpolitické doporučení pro 7.SZ 2004

Odbor měnové politiky a strategie

1. Základní scénář prognózy 7.SZ

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *červencová makroekonomická prognóza*. Dle této prognózy bude celková inflace v HNT (3–4Q 2005) ve středu cílovaného pásma a v roce 2006 mírně nad cílovanou hodnotou 3%. Vedle rychlého uzavírání záporné mezery výstupu v 2H04, zůstává výrazný vliv úprav nepřímých daní. MP-relevantní inflace se do cílového pásma navrácí v 2Q05 a do blízkosti nového bodového cíle až ve druhé polovině r. 2006.

Vyznění prognózy *oproti dubnu* je do značné míry determinováno třemi faktory. Prvním je proinflační nákladový tlak v podobě začlenění dalšího zvyšování daní na cigarety v lednu 2005 a 2006 a odkladu primárních efektů letošního zvýšení. MP nadále reaguje jen na sekundární dopady daňových úprav, jejichž propagace je pětina oproti normálu. Druhým faktorem je protiinflační poptávkový tlak v podobě otevřenější počáteční mezery výstupu a snížený průsak nákladových faktorů (CZV, dovozní ceny) do CPI. Třetím je protinflační kurzový tlak v podobě apreciovanější kurzové trajektorie. Celkově je červencová trajektorie úrokových sazeb oproti dubnové prognóze nižší o zhruba 50 b.b. Protože tato trajektorie zhruba odpovídá trajektorii kurzové alternativy dubnové prognózy, lze zjednodušeně říci, že působení nákladových faktorů (daně, CZV, dovozní ceny) na jedné straně a nižší inflace v 2Q04 na straně druhé (=> nižší gap/poptávka) na úrokové sazby se kompenzuje.

S červencovou prognózou je konzistentní postupný nárůst úrokových sazeb až na úroveň 4% na přelomu let 2005 a 2006. Přesto měnové podmínky zůstávají po celé prognózované období uvolněné. V průběhu samotného 3Q04 je s prognózou konzistentní růst sazeb o 25 b.b. (viz příloha B). V následujícím textu se pokoušíme vyjmenovat argumenty směřující k vyšší, resp. nižší trajektorii úrokových sazeb než implikuje červencová prognóza.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb

- a. Směrem nahoru působí nejistota o *promítání nákladových tlaků do inflace*. V červencové prognóze byly učiněny dvě expertní úpravy tohoto promítání: a/ snížení průsaku CZV do cen potravin, b/ snížení průsaku dovozních cen do CPI. Ad a/ Promítání CZV do potravin bylo expertně omezeno s tím, že CZV rostou pouze díky růstu vybraných komodit, které mají vyšší váhu v CZV než v cenách potravin, a že vzhledem k diferencovanému růstu CZV došlo k poklesu marží prodejců. Pokud by však k poklesu marží došlo pouze dočasně, lze předpokládat vyšší růst cen potravin a celkové inflace v HNT. Mimoto lze argumentovat, že inflační očekávání domácností mohou být silně citlivá na růst cen základních potravin. Ad b/ Promítání dovozních cen do CPI bylo sníženo na základě argumentu růstu dovozních cen pouze vybraných komodit (železo a šrot), které se promítají do CPI s delším zpožděním. Prognóza však již neobsahuje vyšší promítání dovozních cen do CPI v pozdějším období.
- b. Proinflační riziko může představovat i *cena ropy*. Červencový CF prognózuje o 4 p.b. vyšší meziroční růsty ceny ropy v r. 2004 a o 1 p.b. vyšší růst v roce 2005 než je referenční scénář (RS) prognózy (dle CF 6/2004). Z hlediska prognózy inflace v HNT byla změna vyplývající z CF07 vyhodnocena jako nevýznamná. Nicméně vysoká aktuální cena a neustálé přehodnocování CF (RS07 zohledňuje cenu o 13 % vyšší ve 2. čtvrtletí než byl výhled RS04) zvyšuje nejistotu o předpokládaném poklesu cen ropy. V případě, že nedojde k předpokládanému snížení cen ropy, jak očekává střední předpověď CF07, ale ceny by zůstaly na horní hranici konfidenčního intervalu, která je prakticky vodorovná zhruba na hranici 40 USD/b ropy WTI (odpovídající cena uralské ropy je cca 34 USD/b), byly by ve zbytku roku ceny dovážené ropy do ČR vyšší v průměru o 13 % a v roce 2005 až o 23 %. Lze však očekávat, že přímý cenový efekt tohoto scénáře by byl tlumen pravděpodobně nižším ekonomickým oživením, jak v ČR tak ve světě (viz také bod 3.d).

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb

- a. Směrem k nižším úrokovým sazbám působí nejistota ohledně **velikosti poptávkových tlaků**. Motivací může být možnost vyššího tempa růstu potenciálního produktu oproti předpokladům prognózy či uvažovaná struktura oživení. Existuje několik způsobů, jak ohodnotit významnost této nejistoty pro MP rozhodování. *Za první* lze uvažovat otevřenější počáteční mezeru výstupu, např. na úrovni implikované čistě krátkodobou prognózou (cca -1,5%; viz MP experiment „Mezera výstupu“ v části D). *Za druhé* lze uvažovat, že oživení prostřednictvím investic a čistých vývozů nepovede ke stejným inflačním tlakům jako při uzavírání mezery výstupu prostřednictvím spotřeby domácností. Konečně *za třetí* lze tuto nejistotu zachytit přísnějšími počátečními měnovými podmínkami, zejména v úrokové složce, a s tím spojeným pomalejším uzavíráním mezery výstupu. Vypracované citlivostní analýzy a MP experimenty odrážející výše uvedené varianty ukazují na nižší úrokové sazby cca do 25 b.b. než je trajektorie konzistentní se ZS prognózou.
- b. Protiinflačně působí i nejistoty u **spotřebních daní na cigarety**. Jedná se (a) o nejistoty související s již realizovanými daňovými úpravami a (b) o nejistoty spojené s očekávanými úpravami. Ad (a): dubnová prognóza odsunula dosud nepozorované primární efekty na 2Q04, červencová prognóza pak znovu na 3Q04. Pokud by se efekty v nejbližších měsících nedostavily, bylo by pravděpodobné, že prodejci absorbovali část daňové zátěže svými maržemi (tzv. negativní bezprostřední sekundární efekt). Ad (b): očekávané další úpravy spotřebních daní na cigarety podléhají dvěma typům nejistot. *Za první* je nejisté časování. Prognóza počítá s úpravami v lednu 2005 a 2006. Úpravy mohou být ale odsunuty na rok 2007, což by mělo implikace z hlediska inflace v HNT. *Za druhé* panuje nejistota o intenzitě propagace primárních efektů daňových úprav. Základní scénář uvažuje pětinovou propagaci. Případný neúspěch komunikace o přechodnosti tohoto vlivu by mohl vést k vyšší propagaci než u úprav přímo souvisejícím s datem vstupu do EU. Na druhou stranu pro nižší propagaci může hovořit to, že cigarety jsou finálním výrobkem, navíc s cenově neelastickou poptávkou (možný negativní efekt na jiné položky spotřebního koše). Citlivostní analýza celkově hodnotí možné dopady těchto nejistot do úvah o úrokových sazbách v r. 2004 v řádu +/- 25 b.b. (nahoru 100% propagace; dolů 0 propagace a případné podhodnocení BSE). Celkově hodnotíme riziko spojené s daňovými úpravami u cigaret jako protiinflační.
- c. Směrem nahoru leží i riziko spojené s tvarem současné **výnosové křivky**. Ta je strmější než výnosová křivka v prognóze ČNB: krátké sazby jsou shodné, na trhu jsou vyšší dlouhé sazby než v prognóze ČNB pro 3Q04 (a konzistentně s tím i silnější než prognózovaný kurz koruny). Jsou možná dvě vysvětlení: (a) trh očekává vyšší sazby; (b) trh je více vpřed-hledící než počítá prognóza ČNB. Pokud platí (a), pak nová prognóza a umírněná komunikace mohou stlačit dlouhodobé sazby níže. V situaci (b) by ČNB pro dosažení požadované úrovně jednoletých sazeb stačilo menší zvýšení 3-měsíčních sazeb, resp. jejich stabilita v 3Q04. V tomto kontextu byl sestaven MP experiment „Tržní sazby“, ve kterém se roční sazby v 3Q04 plně a v následujících 4 čtvrtletích částečně odvíjí od očekávání trhu. Tento experiment vyúsťuje v nižší inflaci a odložení růstu MP sazeb až na 2Q05 (viz příloha D). V budoucnosti jsou pak sazby zvyšovány relativně rychleji. K tvaru výnosové křivky a komunikaci ČNB viz též část 5 níže.

- d. Protiinflačním směrem může působit také mírná nejistota o pokračování tempa *oživení světové ekonomiky*. Nejistota souvisí s tím, že v poslední době přicházela z USA, které jsou primárním zdrojem současné konjunktury, horší data než se čekalo. Také předstihové ukazatele OECD implikují zpomalení ekonomik G7. Přetrvává riziko spojené s narůstající CA nerovnováhou mezi USA a Asií s možnou náhlou depreciací dolaru. Dalším faktorem s možnými negativními dopady pro globální oživení by bylo přetrvávání současných vysokých cen ropy. Pravděpodobnost naplnění těchto rizik v krátkém horizontu byla vyhodnocena jako malá. Nicméně střednědobě je především riziko náhlé korekce globálních nerovnováh považováno za významné.¹
- e. Důležitost vpřed-hledící politiky dokumentuje MP experiment „*Taylorovo pravidlo*“. Zpět-hledící MP by v současnosti vedla k výraznému poklesu úrokových sazeb (na 1,2% v 3Q04) a v budoucnu naopak k prudšímu nárůstu sazeb (na 5,3% v 4Q05, viz příloha D).

4. Měnověpolitické doporučení

Po zvážení uvedených argumentů doporučuje sekce měnová a statistiky *zvýšit měnověpolitické úrokové sazby o 25 b.b.*

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na červnovém zasedání (26.6.) ČNB překvapivě zvýšila svoji repo sazbu o 25 b.b. na 2,25 %. Na trhu všeobecně panovalo přesvědčení, že tak učiní až po nové makroekonomické prognóze. Po oznámení rozhodnutí došlo k růstu úrokových sazeb na krátkém, ale i dlouhém konci výnosové křivky, u 1R PRIBORu, až o 19 b.b. (viz příloha B). Vliv na další růst křivky měl i dodatečný komentář na TK, že dubnová prognóza počítala ještě s výraznějším růstem sazeb, než ke kterému došlo, stejně jako následná rezignace V. Špidly na post premiéra (26.6.). Minutes ani pozdější komentáře členů BR (viz tabulka 1 níže) již sklon výnosové křivky příliš neovlivnily.

Roční sazby peněžního trhu jsou v dosavadním průměru čtvrtletí oproti prognóze vyšší o zhruba o 40 b.b. *Analytici očekávají* mírnější nárůst sazeb než implikuje tvar výnosové křivky: zhruba polovina z nich čeká repo sazbu ke konci roku na úrovni 2,5%, druhá polovina 2,75%. Zajímavé je, že většina analytiků nečeká zvýšení v červenci v souvislosti s novou prognózou, ale až v srpnu nebo v září (viz histogram očekávání v příloze D). U kurzu trhu očekávají mírnou apreciaci CZK/EUR v horizontu jednoho roku (viz příloha C), modelová trajektorie kurzu je zhruba totožná s tržním očekáváním.

Červnové zvýšení sazeb a *doprovodná komunikace* vedly k posunu výnosové křivky na úroveň implikovanou dubnovou prognózou. Přehodnocení prognózy sice nadále implikuje růst úrokových sazeb, ale pomalejším tempem než v dubnu a s prognózou je tedy konzistentní níže položená výnosová křivka. MP opatření bude proto potřeba doprovodit citlivou komunikací tak, aby nedošlo k dalšímu růstu ročních sazeb. SMS navrhuje následující komunikaci pro účely TK a ZoI:

¹ Kvantitativní dopady změn kurzu dolaru vůči euru na českou ekonomiku byly simulovány v alternativách 1.SZ.

S prognózou je konzistentní mírný růst úrokových sazeb ve zbytku roku 2004 a další růst v následujícím období (také věta pro ZoI). Bankovní rada po diskusi prognózy a jejích rizik vyhodnotila jako adekvátní zvýšit úrokové sazby v souladu s prognózou. Toto opatření implikuje vzhledem ke stávající prognóze na nejbližší měsíce relativně neutrální výhled úrokových sazeb.

Při představení prognózy na TK by bylo vhodné zmínit rovněž přechodnost proinflačního působení úprav spotřebních daní u cigaret.

Diskuse v SMS vyústily v návrh **alternativní komunikační strategie** také pro případ, kdy by rozhodnutí BR bylo ponechat v červenci úrokové sazby nezměněny. Pokud by důvodem ponechání sazeb byla obava, že růst repo sazby dva měsíce po sobě povede k nepřiměřenému růstu dlouhodobých sazeb (tj. obava z neúspěšnosti výše navržené komunikace nikoliv odmítnutí prognózou implikované trajektorie z jiných věcných důvodů), potom by mohlo být vhodné signalizovat možný nárůst sazeb v nejbližším období např. následovně:

S prognózou je konzistentní mírný růst úrokových sazeb ve zbytku roku 2004 a další růst v následujícím období (také věta pro ZoI). Bankovní rada po diskusi prognózy a jejích rizik rozhodla ponechat úrokové sazby nezměněny s tím, že bude bedlivě monitorovat makroekonomické údaje v nejbližších měsících.

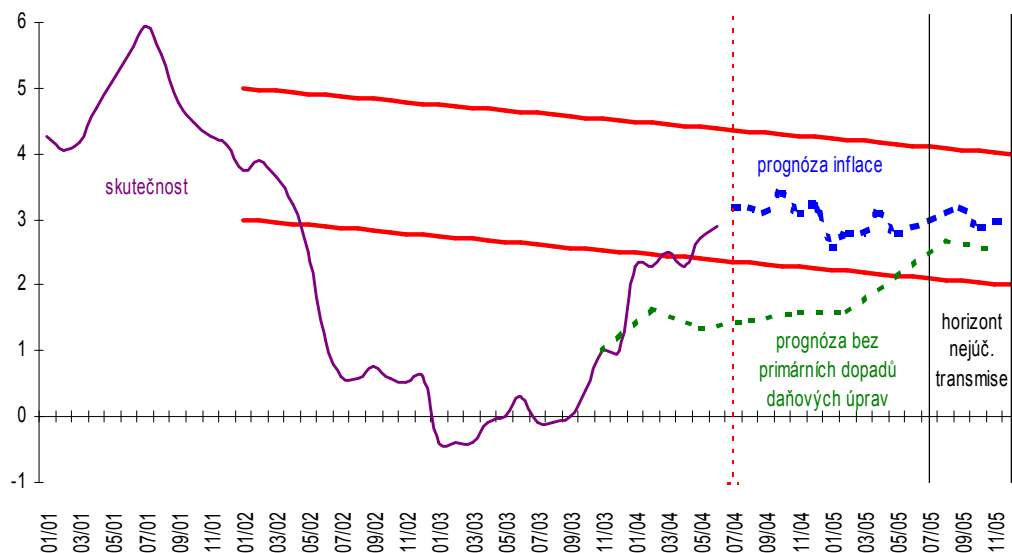
Tabulka 1:

Prohlášení členů BR v tisku

28.6.	Z.Tůma	Jsme přesvědčeni, že ČR je zemí s nízkou inflací. Na konci letošního roku by mělo dojít pouze k mírnému zvýšení inflace ze současných dvou procent přibližně na dvojnásobek. V příštím roce by se však měla pohybovat kolem tří procent. Zvýšení sazeb o čtvrt procentního bodu na 2,25 procenta z minulého týdne bylo pouze reakcí na strukturu růstu ekonomiky. Nepředznamenává to však, jaké kroky učiníme příště, a hlavně kdy.
8.7.	P. Racocho	ČNB bude pokračovat ve zvyšování úrokových sazeb, zároveň se ale bude snažit neudusit růst ekonomiky. Načasování a rozsah dalšího zpřísnění měnové politiky naznačí až červencová inflační prognóza. Není pochyb o tom, že další kroky budou nahoru, ale otázkou je, kdy a o kolik. Nelze vyloučit růst sazeb o jeden procentní bod v horizontu jednoho roku. Nynější růst kolem tří procent je pro českou ekonomiku málo. To může brzdit náš apetit zvyšovat sazby příliš razantně.
21.7.	J.Frait	From a long-term perspective, there are no inflation pressures in the Czech Republic. We really live in a low-inflation environment, and relatively low interest rates are consistent with it. I expect the new forecast will suggest smaller inflation pressures than in April and thus smaller increase in interest rates that would be consistent. There are positive trends in a part of the economy which would ensure that accelerated growth doesn't necessarily have to bolster any big inflation pressures.

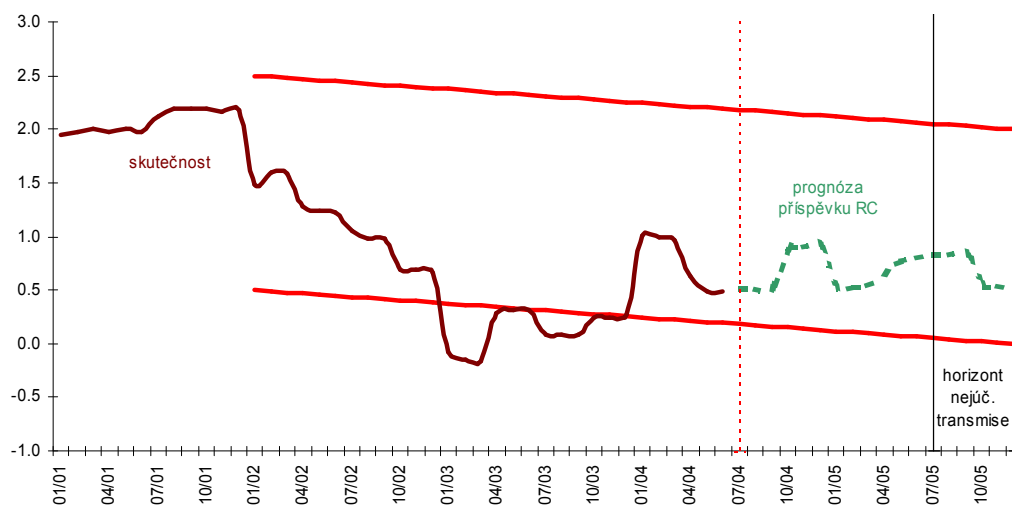
Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace ze 7.SZ 2004 a cílové pásmo



Poznámka: MP relevantní inflace je inflace očištěná o primární a bezprostřední sekundární efekty úprav spotřební daně na cigarety.

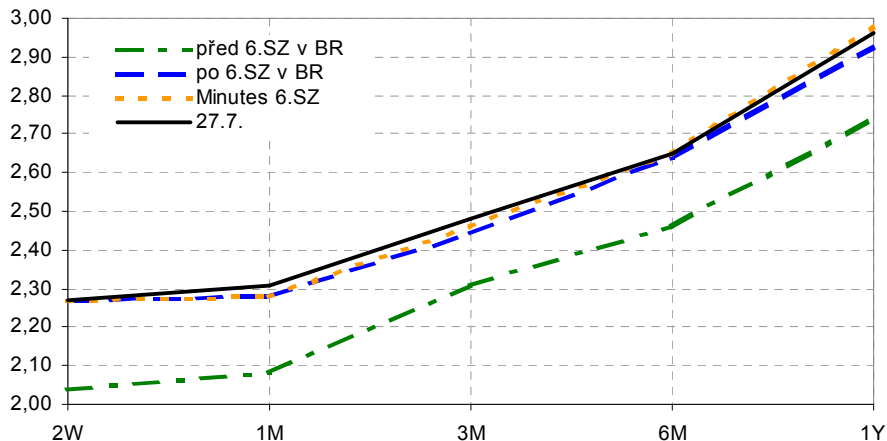
Prognóza příspěvku regulovaných cen do inflace



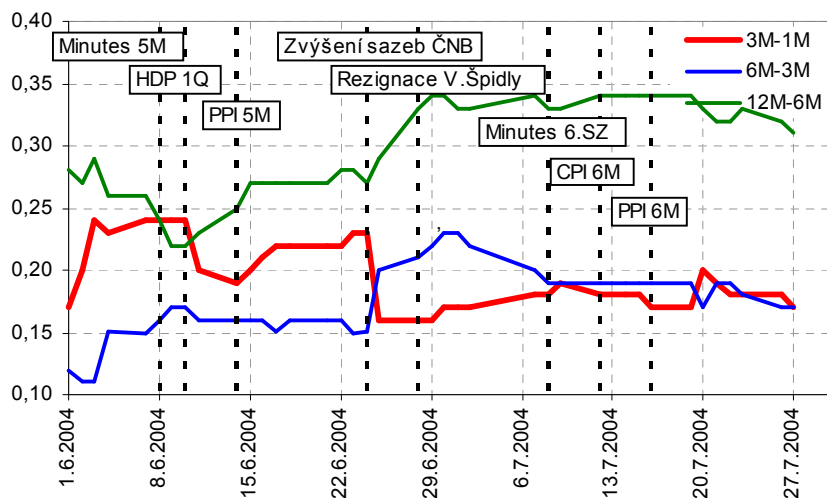
Poznámka: Inflační cíl předpokládá pokles příspěvku z 1,5 p.b. na 1 p.b., zde je navíc „konfidenční interval“ ± 1 p.b.

Příloha B: Úrokové sazby

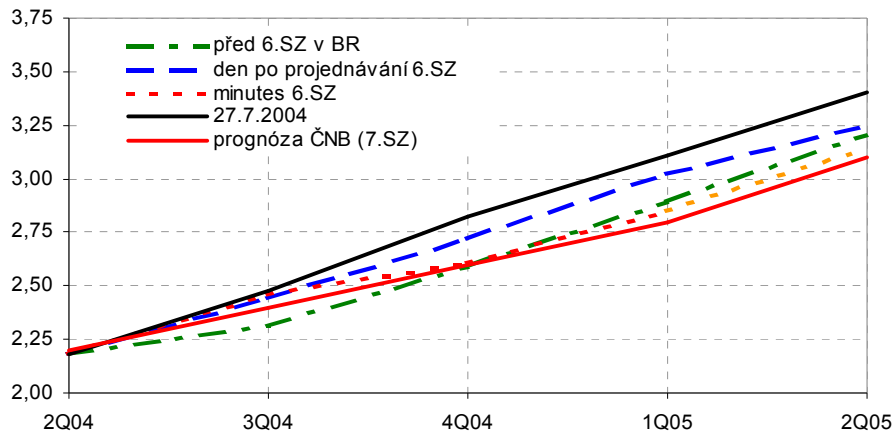
Výnosové křivky - PRIBOR



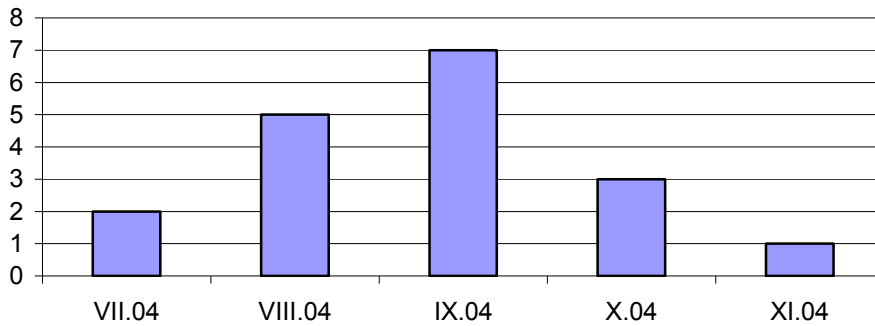
Úrokové spready - PRIBOR



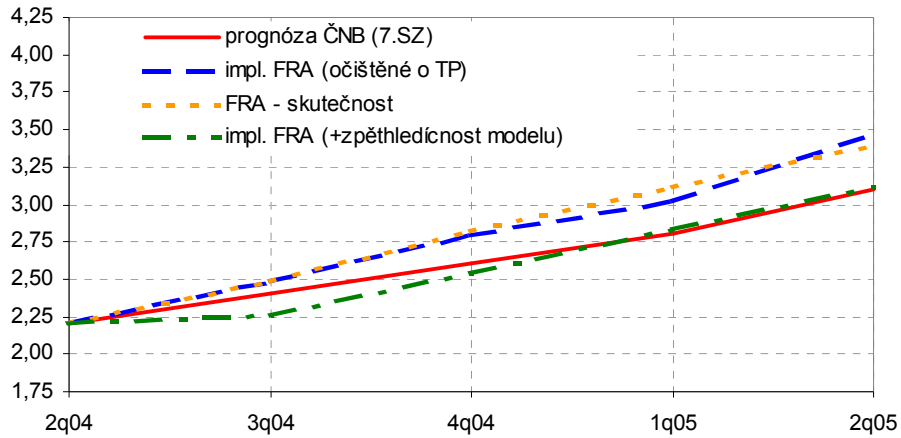
FRA



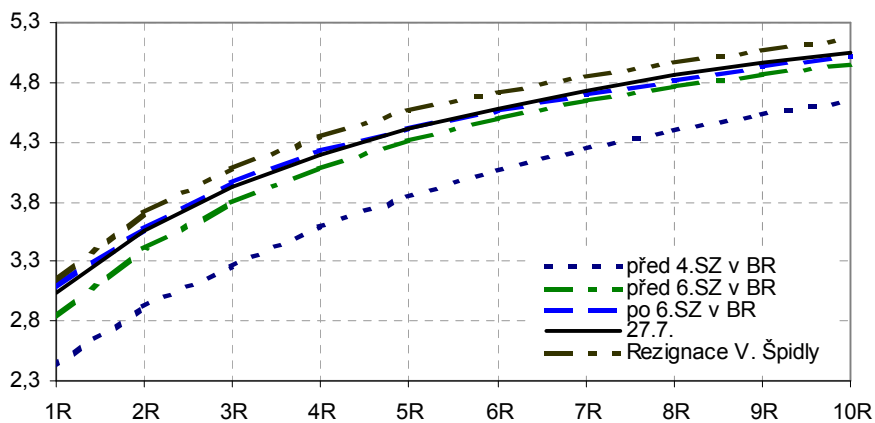
Histogram očekávání nejbližšího zvýšení sazeb (25bp) dle Reuters poll (20 analytiků)



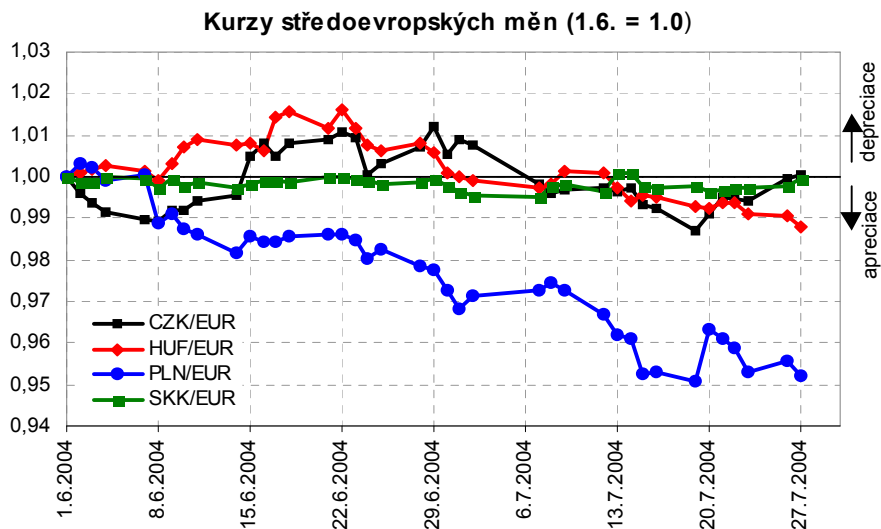
Srovnání implikovaných 3M sazeb (27.7.)



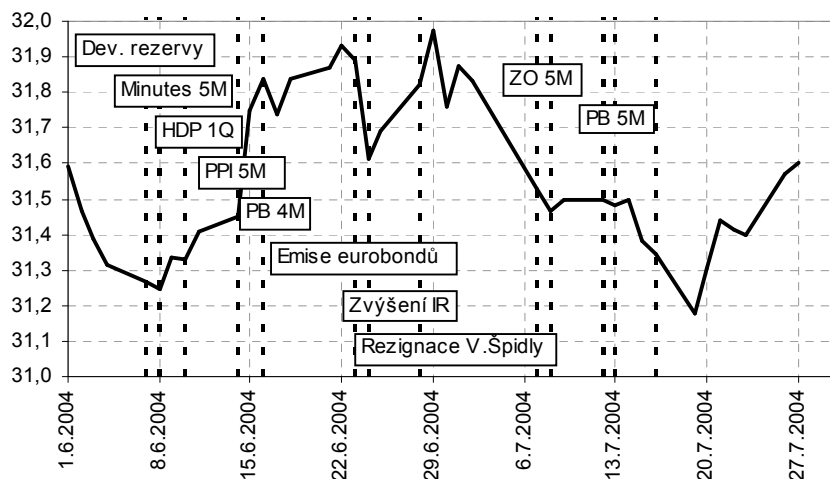
IRS



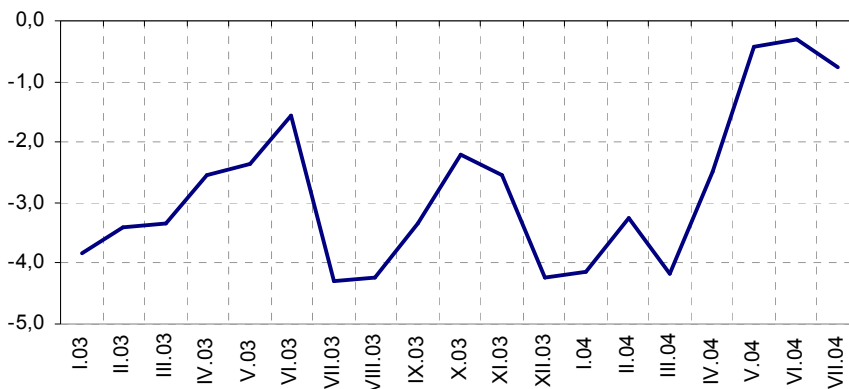
Příloha C: Devizové kurzy



Kurz CZK/EUR



Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %, záporné hodnoty znamenají očekávanou apreciaci



Příloha D: Alternativní scénáře a MP experimenty

