Měnověpolitické doporučení pro 8.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%. MP-relevantní inflace se do cílového pásma navrací v 2Q05 a do blízkosti nového bodového cíle až ve druhé polovině roku 2006 (viz Příloha A).

S červencovou prognózou je konzistentní postupný nárůst úrokových sazeb až na úroveň 4% na přelomu let 2005 a 2006, v průběhu samotného 3Q04 pak nárůst o 25 b.b. Bankovní rada se na červencovém zasedání rozhodla ponechat úrokové sazby nezměněny. Aktuální situační zpráva hodnotí rizika červencové prognózy jako relativně nízká a celkově vyrovnaná. V následujícím textu zvažujeme argumenty vedoucí k vyšším nebo nižším úrokovým sazbám než jsou sazby konzistentní se základním scénářem.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb

a. Přetrvává riziko vyššího ***promítání nákladových tlaků do inflace,*** již identifikované v 7.SZ. Ve světle vyššího než predikovaného růstu cen potravin (3,8% versus 3,3% mzr.) vystupuje do popředí především riziko většího průsaku CZV do cen potravin. Toto riziko je umocněno vyšším než předpokládaným růstem CZV v červenci 2004 (13,5% versus 8,7% mzr.), jakožto i PPI (7,3% versus 6,2% mzr.)

b. Pro vyšší úroveň sazeb na první pohled hovoří i naplnění dalšího rizika, identifikovaného v minulém MPD, vývoje ***ceny ropy***. Srpnový CF změnil oproti předpokladům červencové prognózy vývoj ceny ropy ve třetím čtvrtletí o 20% a v horizontu jednoho roku o cca 7%. Z kotací forwardových kontraktů je patrné, že trh očekává ještě vyšší cenu než CF. Proinflační působení vyšší ceny ropy ale může být do značné míry kompenzováno negativním dopadem na světový hospodářský růst s tím, že celkově tak může být efekt vyšších cen ropy neutrální nebo i mírně protiinflační (viz bod 3a níže)[1].

c. Proinflačním směrem může působit i riziko spojené s budoucí ***fiskální politikou***. Na jednu stranu dochází v 8.SZ v důsledku snížení schodku hospodaření FNM k mírnému snížení odhadu fiskálního impulsu (o 0,2 p.b. v roce 2004 a 0,1 p.b. v roce 2005). Na druhou stranu lze ale z dosavadních prohlášení členů vlády tušit

[1] Historku o spíše protiinflačním působení cen ropy se zdá dle analýzy Goldman Sachs z 24.8.2004 potvrzovat i pokles cen dluhopisů, ke kterému došlo po včerejším mírném poklesu ceny ropy (nižší ropa = vyšší růst = vyšší sazby = nižší ceny bondů).

možné prohloubení schodků veřejných financí nad rámec záměrů starou vládou schválené reformy veřejných financí. Za předpokladu, že nedojde k urychlené privatizaci některé z velkých firem však bude tato dodatečná případná expanze malá.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb

a. Protiinflačním směrem působí riziko ***zpomalení světového růstu***, které do značné míry odráží vysoké ceny ropy, ale i další faktory. Srpnový CF oproti předpokladům červencové prognózy snižuje růst HDP v SRN v roce 2005 jen o 0,1 p.b. Nicméně souběžný pokles eurové výnosové křivky může znamenat, že trh již předpokládá vliv akomodativní měnové politiky. Z hlediska prognostického aparátu ČNB vedou nižší zahraniční sazby na jednu stranu k uvolnění úrokové složky měnových podmínek, na druhou stranu vedou prostřednictvím vyššího úrokového diferenciálu k apreciaci kurzu koruny (pozorované již v dosavadním průběhu srpna) a tím ke zpřísnění kurzové složky. Celkově tento kanál převáží, tj. nižší zahraniční sazby působí směrem k nižší inflaci (o 0,1 p.b. v HNT). Riziko zpomalení světového oživení není zatím kvantitativně velké. Mezi ostatními riziky však zaujímá zvláštní pozici v tom, že jeho realizace by nezpůsobovala jen odchylky oproti ZS prognózy, ale mohla by narušit její vyznění jako takové.

b. Protiinflačně působí i nejistota ohledně vývoje ***spotřebních daní na cigarety a regulovaných cen***. Ačkoliv v současnosti v cenách cigaret již pozorujeme takřka celý primární dopad změn spotřebních daní z ledna t.r., existují stále nejistoty ohledně (a) velikosti sekundárních efektů a (b) časování a rozsahu změn spotřebních daní v následujících letech. K těmto nejistotám lze přiřadit nejistotu ohledně (c) realizace úprav regulovaných cen. Ad (a): červencová prognóza jakožto i předchozí prognózy snížily propagaci cen cigaret na pětinovou obvyklé hodnoty. Kromě použitého argumentu jednorázovosti úprav daní lze však najít další argumenty směřující k ještě nižší propagaci (finální výrobek, záporný důchodový efekt). Ad (b): jakkoliv je zvýšení cen cigaret nevyhnutelné, nelze vyloučit, že k němu dojde v nejzazším možném termínu, tj. až v roce 2007. Ad (c): Narostlo riziko neschválení zvýšení televizních a rozhlasových poplatků (již jednou odmítnutého) a neschválení růstu nájmů, obsažené v červencové prognóze (dopad celkem až –0,4 p.b. v HNT)[2]. Dopad všech zmíněných faktorů do inflace je větší než do MP sazeb (jen sekundární efekty), nicméně i tak by jejich realizace vychýlila sazby o cca 25 b.b. níže.

c. Stejně tak lze zopakovat argument směrem k nižším sazbám plynoucí z tvaru současné ***výnosové křivky***. Ta je strmější než výnosová křivka v prognóze ČNB: krátké sazby jsou zhruba shodné, na trhu jsou vyšší dlouhé sazby než v prognóze ČNB pro 3Q04 (čímž lze v logice prognostického aparátu ČNB částečně vysvětlit i silnější než prognózovaný kurz koruny) – viz Příloha B. Nabízí se tři možná vysvětlení: (a) trh je více vpřed-hledící než počítá prognóza ČNB; (b) trh očekává v budoucnu vyšší sazby a (c) v současnosti je vyšší časová prémie. Při platnosti hypotézy (a) by ČNB pro dosažení požadované úrovně jednoletých sazeb stačilo menší zvýšení 3-měsíčních sazeb, resp. jejich stabilita v 3Q04.[3] Mezi hypotézou (b) a (c) je obtížné

[2] Dále by klesl příspěvek růstu regulovaných cen k inflaci výrazně pod „normální“ úroveň 1-1,5 p.b.

[3] V tomto kontextu byl v červenci 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. V budoucnosti jsou pak sazby zvyšovány relativně rychleji.

rozlišit. Analytici FT v horizontu 1R očekávají nižší sazby (3,2%) než je zabudováno ve výnosové křivce (3,75% vč. RP). Rozdíl může naznačovat buď odlišné vidění situace z pozice tradingu vs. z pozice analytiků nebo rizikovou prémii (RP). Vývoj tohoto spreadu (trh mínus analytici), který je aproximací RP, ukazuje graf na straně 7 MPD. Graf indikuje výrazný nárůst rizikové prémie v posledním roce, který může souviset především s očekávaným ekonomickým obratem a s tím související změnou tvaru výnosové křivky.

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **červencovém zasedání** (29.7.) BR ponechala svoji repo sazbu na stávající úrovni ve výši 2,25 %, což bylo v souladu s tržním očekáváním. Na pozdější tiskové konferenci BR zopakovala, že *s červencovou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní trajektorie úrokových sazeb, která je rostoucí, nicméně leží oproti dubnové prognóze mírně níže*. Úrokové sazby na zveřejnění nové makroekonomické prognózy i doprovodný komentář zareagovaly mírným poklesem (u FRA kontraktů až o 6 b.b., u IRS kontraktů o 3 b.b.). Očekávané 3M sazby i přesto zůstávaly v horizontu do 1R nad modelově konzistentní trajektorií až o 30 b.b., 1R PRIBOR se pohyboval přibližně 40 b.b. nad modelovou trajektorií (viz Příloha B). Zatímco krátké sazby (až do horizontu 1R) šly po zveřejnění minutes (10.8.) nepatrně výše, delší splatnosti i vlivem korekce eurových výnosů pokračovaly ve svém mírném poklesu.

Očekávání růstu MP-sazeb v srpnu je více konsensuální než v červenci. Zatímco před červencovém zasedání BR dva analytici očekávali zvýšení sazeb s oznámením nové makroekonomické prognózy a pět dalších v srpnu, nyní očekává podle Reuters poll růst sazeb v srpnu již 18 analytiků. Zbylých šest dotázaných analytiků očekává jejich zvýšení v září. Do konce roku 2004 by mělo podle anketního zjišťování agentury Reuters dojít k dalšímu růstu MP-sazeb na konečných 2,75 %. Podle tržních FRA by však růst sazeb měl být ještě výraznější; na konci roku 2004 by se MP-sazby měly přiblížit hranici 3 % a v průběhu 2Q05 hranici 3,5 %, což je o 40 b.b. nad modelem implikovanou trajektorií.

Trhy i nadále očekávají **posílení kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz CZK/EUR apreciovat o 1,7 %, což je více než trh očekával v červenci (viz Příloha C). Za očekávaným rychlejším posílením kurzu by mohl v logice prognostického aparátu ČNB stát rostoucí úrokový spread mezi 1R korunovými a eurovými výnosy.

Klíčovým dilematem MP rozhodování při 8.SZ zůstává **dopad opatření a jeho komunikace na delší (roční) úrokové sazby**. Lze identifikovat následující varianty reakce trhu:

1. <u>ponechání sazeb</u> (+ komunikace, že výhled zůstává rostoucí)
   a. *roční sazby se nezmění* (cca 3,0%): stejné dilema jako dnes budeme mít v září
   b. *roční sazby poklesnou na úroveň prognózy* (průměr za 3q04 2,6%): situace, kterou bychom chtěli; stejně ale zůstává s prognózou konzistentní zvýšení; zvýšíme v září
   c. *roční sazby poklesnou pod úroveň prognózy*: selhání komunikace; mohlo by indikovat, že trhy přestávají věřit tomu, že zvýšíme – zvýšením v budoucnu je

překvapíme = zbytečná volatilita (prognóza se naplňuje, není pravděpodobná její výrazná revize)

2. zvýšení sazeb (+ komunikace, že rizika do budoucna vyrovnaná, resp. že výhled neutrální)
   a. *roční sazby se nezmění*: preferovaná varianta při zvýšení
   b. *roční sazby se zvýší*: selhání komunikace; MP je zbytečně přísná; odsunujeme další zvýšení sazeb více do budoucna

Dopad opatření na delší sazby je věcí komunikace. Z popsaných variant je zřejmě nejhorší varianta 2b a varianta 1c. Zatímco u varianty 2b situaci vykompenzujeme tím, že budeme déle držet stabilní krátké sazby, u varianty 1c bychom buď rozkmitali trh zvýšením sazeb nebo ohrozili udržení cenovém stability nezvýšením. Následné MP opatření po chybě při variantě 1c je tedy obtížnější než po případné chybě při variantě 2b.

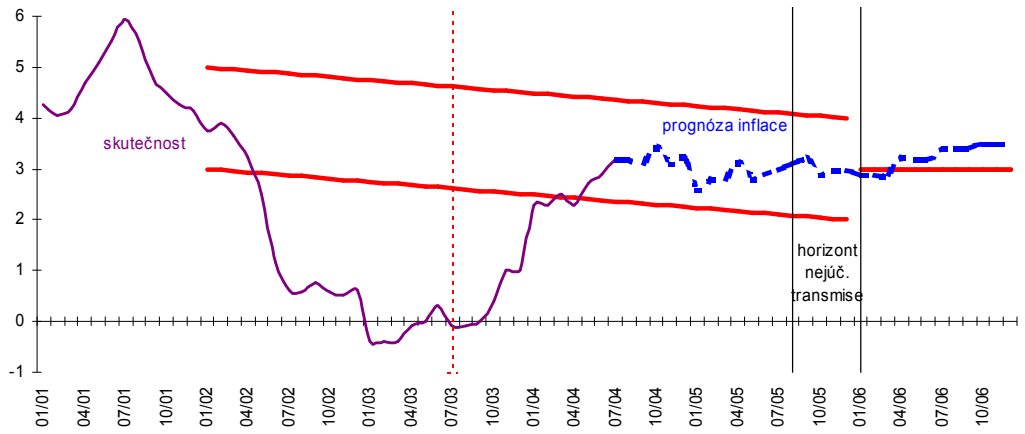
Pokud se tedy při zpětném pohledu ukáže, že naše opatření nebylo správné; je méně bolestivá chyba ve zvýšení sazeb (2b) než v jejich ponechání (1c). U všech variant ponechání sazeb navíc zvýšení pouze odkládáme. Pokud k němu ale přistoupíme v září, pak můžeme vyvolat dojem, že opět čekáme na data o HDP (viz červen) - tedy zpět hledící politika, navíc podle HDP a nikoliv inflace.

5. Měnověpolitické doporučení

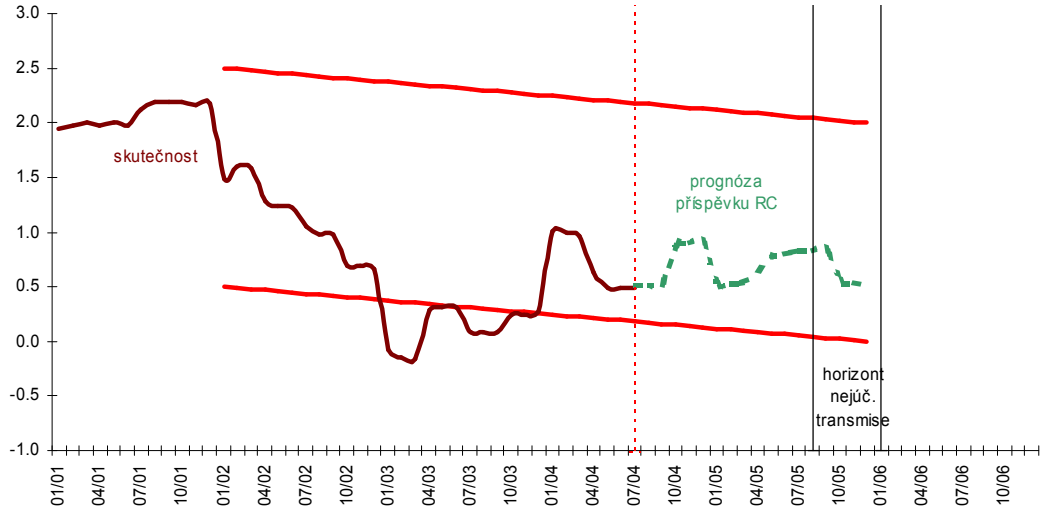
Po zvážení uvedených argumentů doporučuje sekce měnová a statistiky ***zvýšit úrokové sazby o 25 b.b.***

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace ze 7.SZ 2004 a cílové pásmo



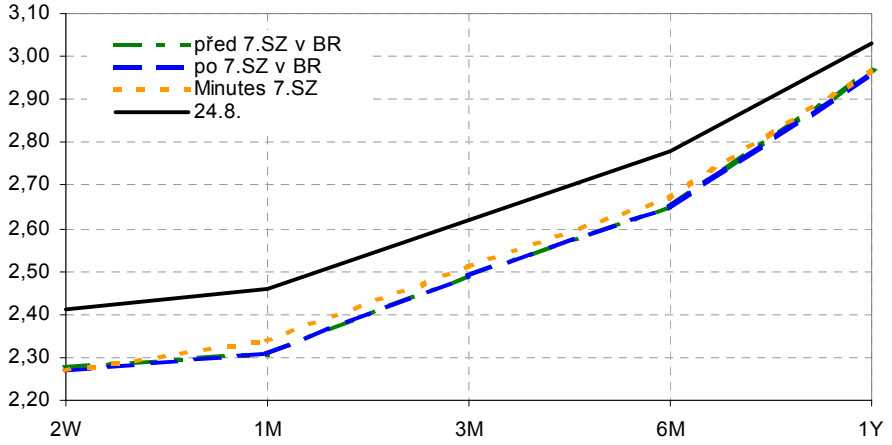
Prognóza příspěvku regulovaných cen do inflace



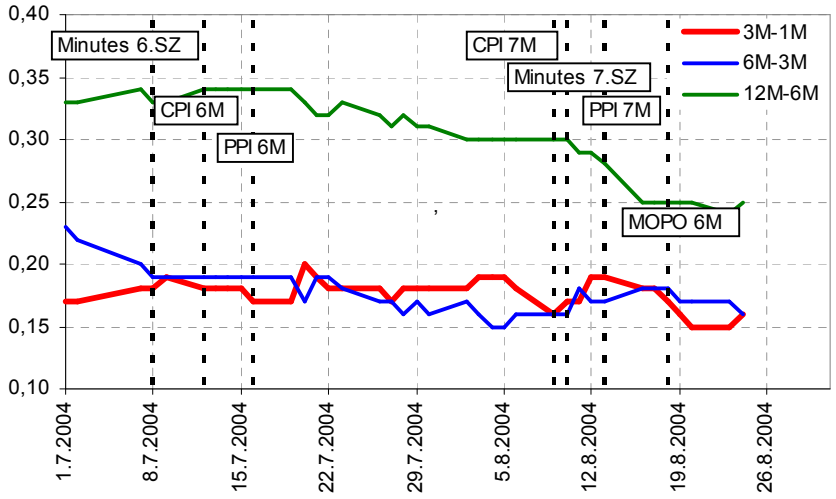
Poznámka: Inflační cíl předpokládá pokles příspěvku z 1,5 p.b. na 1 p.b., zde je navíc „konfidenční interval“ ±1 p.b.

Příloha B: Úrokové sazby

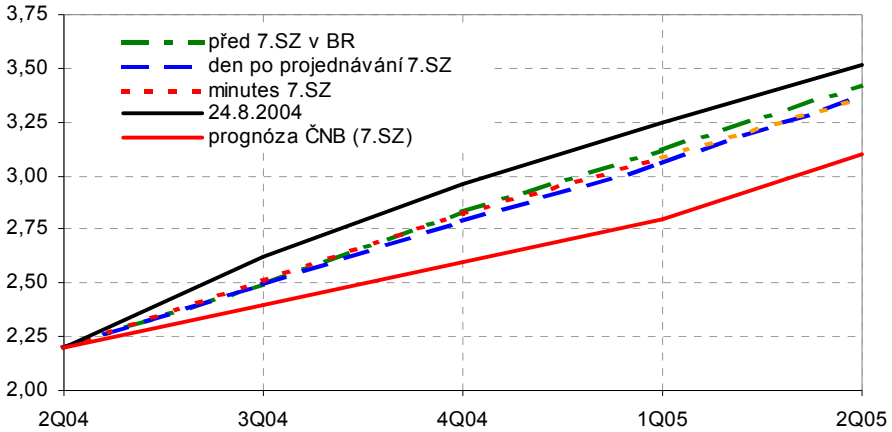
Výnosové křivky - PRIBOR



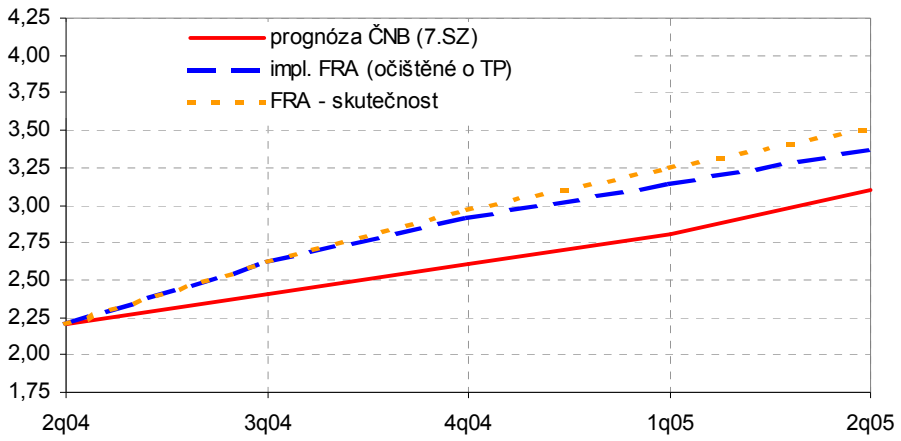
Úrokové spready - PRIBOR



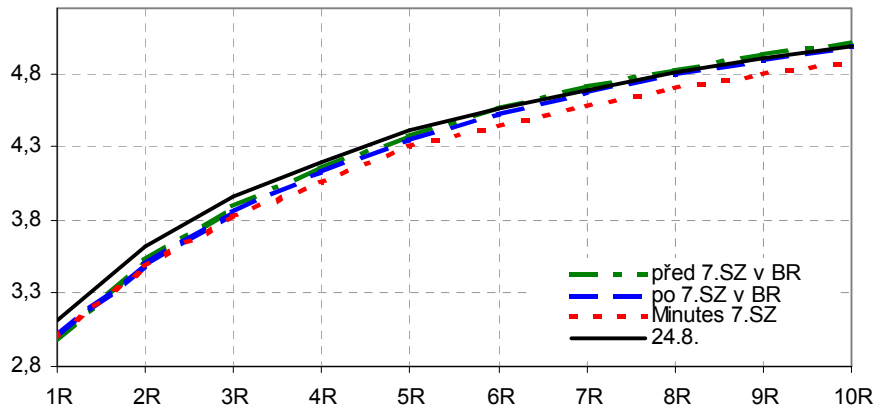
FRA



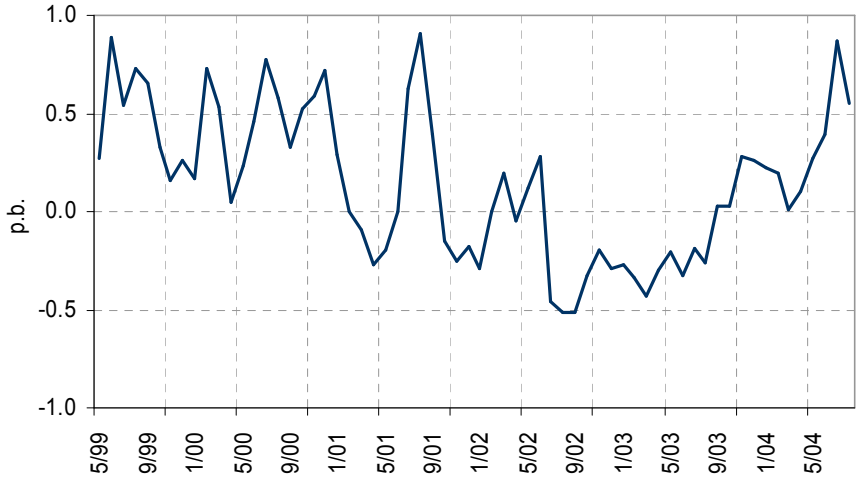
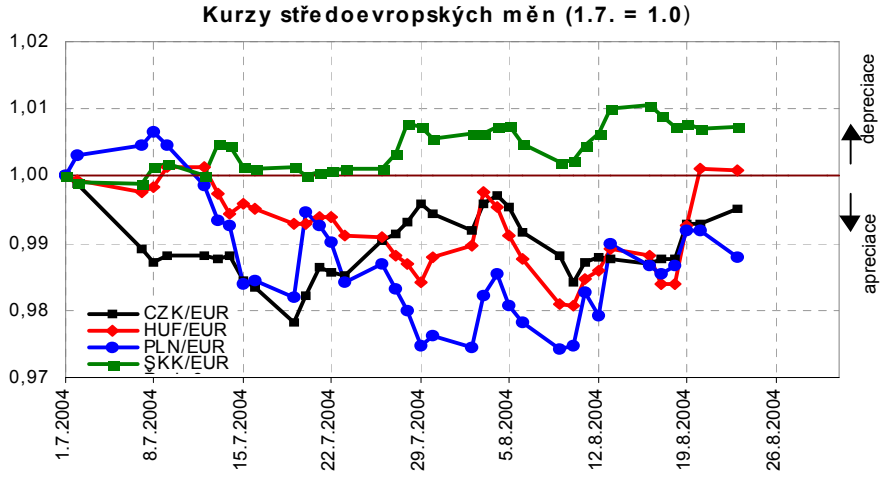
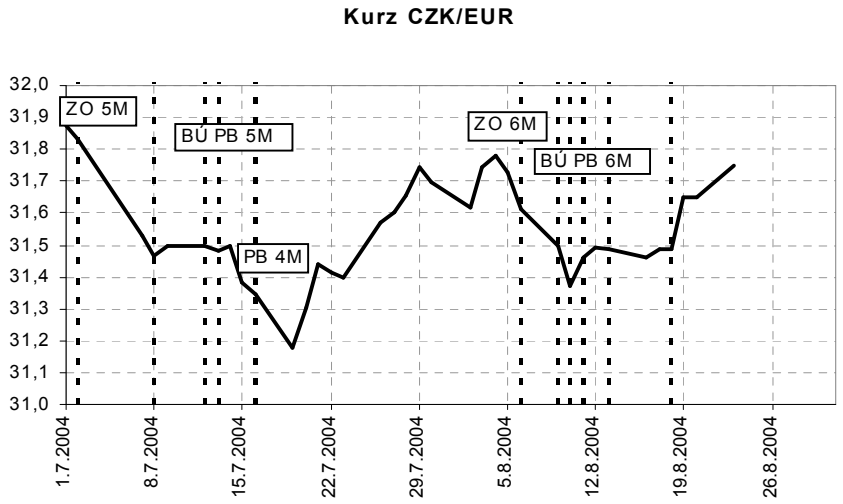
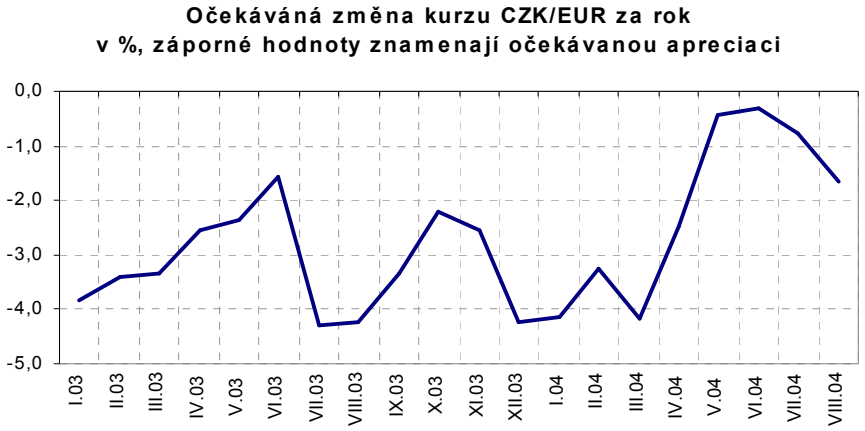
Srovnání implikovaných 3M sazeb (24.8.)



IRS



Odhad rizikové prémie



Příloha C: Devizové kurzy