Měnověpolitické doporučení pro 10.SZ 2004

Odbor měnové politiky a strategie

1. Základní scénář prognózy 10.SZ 2004

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování *je říjnová makroekonomická prognóza*. S ní je konzistentní ve 4. čtvrtletí takové nastavení repo sazby, které zajistí pohyb 3MPRIBORu zhruba na úrovni 2,7 %. Za předpokladu udržení současného mírného pozitivního sklonu krátkého konce výnosové křivky (spread 3MPRIBOR-2TREPO ve výši mezi 10 a 20 b.b.) to znamená, že s prognózou je konzistentní repo sazba ve 4. čtvrtletí na úrovni zhruba 2,5 %. Z hlediska prakticky volených hodnot repo sazby je tedy se základním scénářem prognózy konzistentní neměnnost sazeb.

Celková inflace bude dle prognózy v horizontu měnové politiky v blízkosti středu cíle. Současné reálné měnové podmínky jsou uvolněné v kurzové i úrokové složce. Kurzová složka zůstává hlavním faktorem uvolněné měnové politiky. Její uvolnění se ovšem snižuje zejména vlivem apreciace nominálního kurzu, zatímco úroková složka se od počátku roku mírně uvolnila z důvodu nárůstu inflace, a tím i inflačních očekávání.

Uvolněné měnové podmínky vedou k uzavření produkční mezery v 2. čtvrtletí 2005 a k následnému otevírání kladné produkční mezery implikujícímu poptávkové tlaky. S prognózou konzistentní postupný růst nominálních úrokových sazeb a předpokládaný vývoj inflačních očekáváních povede k tomu, že úrokovou složka měnových podmínek bude zpřísňovat, avšak zůstane i nadále uvolněná.

Jak bylo konstatováno výše, v průběhu 4. čtvrtletí je s prognózou konzistentní ponechání repo sazby na úrovni 2,5 %. V následujícím textu se pokoušíme argumentovat ve směru k vyšší, resp. nižší trajektorii úrokových sazeb, než implikuje říjnová prognóza.

2. Argumenty pro vyšší úroveň sazeb

A. Referenční scénář (RS10) vycházející z CF9 předpokládá postupný pokles dolarové **ceny ropy** bez výrazných dopadů do světového oživení. V novějším CF10 jsou ceny ropy po celé prognózované období o více než 3 USD výše než v RS10. Forwardové ceny ropy implikují, že by dolarové ceny ropy měly být v příštím roce oproti CF9 výše dokonce o třetinu. Alternativní scénář říjnové prognózy je opřen právě o forwardové ceny. Proinflační působení ceny ropy přes vyšší dovozní ceny je v tomto scénáři do velké míry eliminováno protiinflačním působením zpomalené zahraniční ekonomické aktivity ve střednědobém horizontu. Výsledkem je tedy jen mírně vyšší růst domácích úrokových sazeb při zpočátku pomalejším uzavírání produkční mezery.

B. V prognóze je obsaženo snížené promítání dovozních cen do CPI z důvodu vyššího růstu u komodit, které se promítají do CPI jen nepřímo a tedy s delším zpožděním. Protože prognóza již neobsahuje vyšší promítání dovozních cen do CPI v pozdějším období, **zpožděné promítání dovozních cen** do CPI je proinflačním rizikem.

3. Argumenty pro nižší úroveň sazeb

V předminulém měsíci BR rozhodla zvýšit úrokové sazby a v průběhu října nebyly publikovány žádné překvapivé informace v dezinflačním směru. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb uvedené v této části je tedy třeba chápat spíše jako argumenty pro jejich pomalejší růst v následujících měsících, případně jako podklad pro komunikaci (viz část 5).

A. Protiinflačně působí nejistoty u **spotřebních daní na cigarety**. Jde o nejistoty ohledně velikosti sekundárních efektů a časování změn spotřebních daní v následujících letech. Existuje riziko nižší propagace sekundárních dopadů, než předpokládá prognóza (finální výrobek, záporný důchodový efekt) a tudíž nižší měnověpolitické dopady zvýšení spotřebních daní. Pokud jde o časování, nelze vyloučit, že ke zvýšení spotřební daně na cigarety dojde v nejzazším možném termínu, tj. až v roce 2007. Prognóza počítá v souladu s vládním výhledem s úpravami v dubnu 2005 a v lednu 2006.

B. Měnové podmínky se mírně zpřísňují, i když jde vzhledem ke krátkému období pouze o první signál. Průměrný **kurz koruny k euru** je od počátku října apreciovanější oproti prognóze na 4. čtvrtletí. Dosavadní průměr za říjen je 31,45 CZK/EUR, zatímco prognóza pracuje pro 4. čtvrtletí s kurzem 31,60 CZK/EUR. Tento rozdíl implikuje mírně nižší potřebu růstu úrokových sazeb.

Rovněž průměrné **jednoleté nominální úrokové sazby** jsou od počátku října oproti prognóze na 4. čtvrtletí mírně vyšší. Dosavadní průměr 1Y PRIBORu za říjen je zhruba 3,1 %, zatímco prognóza pracuje pro 4. čtvrtletí se sazbou 3,0 %.

D. Někteří pozorovatelé mohou v diskusi o optimálním nastavení sazeb ČNB argumentovat **aktuální ekonomickou situací** (inflace mírně pod středem cíle, záporná produkční mezera). Tento názor může nacházet oporu také v prognózou předpokládaném tlaku na nižší inflaci ze strany cen potravin, přičemž však hlubší výkyv v cenách potravin v nejbližších čtvrtletích může mít za následek o to vyšší dynamiku v tomto segmentu v delším horizontu. Přístup opírající se jen o současná data je zachycen v MP experimentu "Taylorovo pravidlo", který by vedl k razantnímu snížení úrokových sazeb v současnosti (resp. do začátku roku 2005) až k úrovni 1% a k prudšímu nárůstu sazeb v budoucnu.

4. Měnověpolitické doporučení

Po zvážení uvedených argumentů doporučuje sekce měnová a statistiky

ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

Doporučené znění věty o vývoji sazeb do prezentace na TK: *S říjnovou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní přibližná stabilita úrokových sazeb do konce roku 2004 a jejich postupný růst od počátku roku 2005.*

Doporučení ke komunikaci: Bankovní rada (BR) v posledních dnech opakovaně vyjádřila nízkou pravděpodobnost dalšího zvyšování sazeb v nejbližších měsících (viz tabulka 1). Výsledkem byl zřetelný pokles sazeb 3M PRIBOR směrem k úrovni 2T REPO. Tento pokles se prozatím zastavil na hladině zhruba odpovídající říjnové prognóze pro 4. čtvrtletí. Pokud bude BR nadále držet tuto komunikační linii, není vyloučeno, že sazby 3M PRIBOR dále klesnou a že jejich průměr za 4. čtvrtletí bude pod úrovní konzistentní s prognózou. Doporučujeme proto v komunikaci klást důraz (v souladu s prognózou) na *mírný odklad v načasování růstu úrokových sazeb, přičemž se však nemění výhled, že ke zvyšování sazeb bude ČNB muset v blízké budoucnosti přikročit*.

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **zářijovém zasedání** (30.9.) BR ponechala v souladu s tržním očekáváním limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni ve výši

2,50 %. Na pozdější tiskové konferenci guvernér Z. Tůma uvedl, že *s červencovou prognózou je konzistentní současné nastavení úrokových sazeb a že si pro nejbližší měsíce dovede představit jejich stabilitu.* Tržní úrokové sazby v reakci na doprovodný komentář BR mírně klesly podél celé výnosové křivky (o 6 b.b.). I přes tento pokles trhy do konce roku 2004 očekávaly růst sazeb o 25 b.b. na 2,75 % (viz Příloha B). V dalších dnech zveřejněné minutes (12.10.) a četné komentáře členů BR (viz Tabulka 1) dále oslabovaly tržní očekávání ohledně budoucího zvyšování úrokových sazeb. Zatímco v průběhu září většina členů BR hovořila pouze o umírněném zvyšování úrokových sazeb, v říjnu již o jejich stabilitě v nejbližších měsících.

Současné tržní očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb jsou následující. Z šetření agentury Reuters ze dne 21.10. plyne, že žádný z analytiků neočekává pro říjnové zasedání BR změnu měnově politických sazeb. Podle většiny z nich (14 z 23) by k růstu sazeb o 25 b.b. mělo dojít na listopadovém nebo až prosincovém zasedání; ostatní analytici očekávají do konce roku 2004 jejich stabilitu. Na peněžním trhu se očekává stabilita sazeb do konce roku 2004 (3M PRIBOR ve výši 2,63 %) a jejich zvýšení až v 1Q05 (FRA 3*6 ve výši 2,78 %). Tržní trajektorie sazeb je tak ve 4Q04 v souladu s prognózou, v roce 2005 se pohybuje nad trajektorií konzistentní s prognózou (přibližně o 25 b.b.)

Trhy i nadále očekávají **posílení kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz CZK/EUR apreciovat o 1,5 %, což je přibližně stejný odhad jako v září (viz Příloha C).

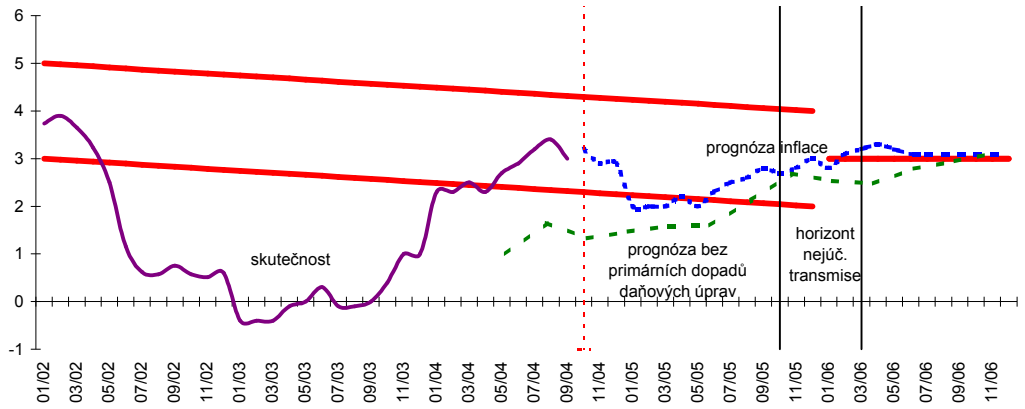
Tabulka 1: Prohlášení členů BR v tisku

11.10.	P.Racocha	Česká národní banka v současné době nevidí dost důvodů k tomu, aby se v blízké době vrátila ke zpřísňování měnové politiky.
13.10.	Z.Tůma	Nevidím v současné době důvod pro zvýšení úrokových sazeb, ale ekonomický výhled pro příští léta je zatížen značnou nejistotou. Můžu pouze odkázat na naše poslední rozhodnutí (bankovní rady). Řekli jsme, že momentálně vidíme rizika poměrně vyvážená a nevidíme důvod k tomu, abychom nyní zvýšili sazby… Pro nastavení úroků je nejpodstatnější delší ekonomický výhled. Banka se rozhoduje na základě prognóz inflace a ekonomické kondice v dalších 12 až 18 měsících. Těch rizik, co se za rok za dva bude dít, je nesmírně mnoho... Co se bude dít (na měnovém zasedání rady) příští měsíc, za dva měsíce, za tři, nevím, protože nevím, jak se budou vyvíjet rizika a jakým způsobem je budeme vyhodnocovat.
18.10.	J.Frait	… v blízké budoucnosti by inflace měla zůstat víceméně stabilní, a to bez zásadní změny v nastavení měnověpolitických nástrojů ČNB. Tento závěr je v souladu s výsledky publikovaných prognóz centrální banky. To ale neznamená, že inflace nemůže v důsledku různých šoků či administrativních opatření dočasně i výrazněji kolísat. Jedním z takových šoků může být stávající růst cen energetických i jiných surovin.
19.10.	L.Niedermayer	Nepovažuji úroveň našich úrokových sazeb za nízkou, protože ve střednědobém období neočekáváme téměř žádné inflační tlaky.

19.10.	Z.Tůma	Prognóza se téměř shoduje s doporučením odborové centrály pro mzdová vyjednávání členských organizací na příští rok...Při daném růstu (ekonomiky) a při daném růstu produktivity je to něco, co neznamená nějaké vyšší inflační riziko…Pokud v části veřejného sektoru... dojde k výraznému zvýšení platů, tak to může mít implikace pro případné výrazné požadavky v dalších částech ekonomiky. V tomto směru platí, že jistou obavu ze mzdové nákazy máme.
20.10.	P.Štěpánek	Další pohyb sazeb bude nahoru... Ale podle mne ten pohyb může být menší, než bychom si donedávna mysleli, a řekněme, že nevidím v dohledné době nutnost to začít realizovat… Sazby by již letos nemusely doznat změny…Ta hypotéza, že by budoucí inflační tlaky mohly být slabší, než se mohlo jevit donedávna, ta hypotéza má u mne dobrou naději a velkou váhu.

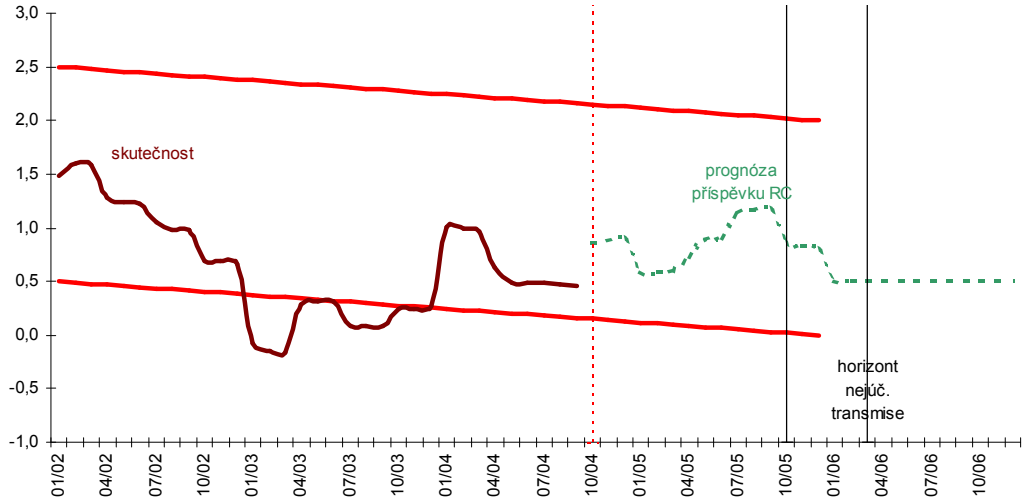
Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace z 10.SZ 2004 a cílové pásmo

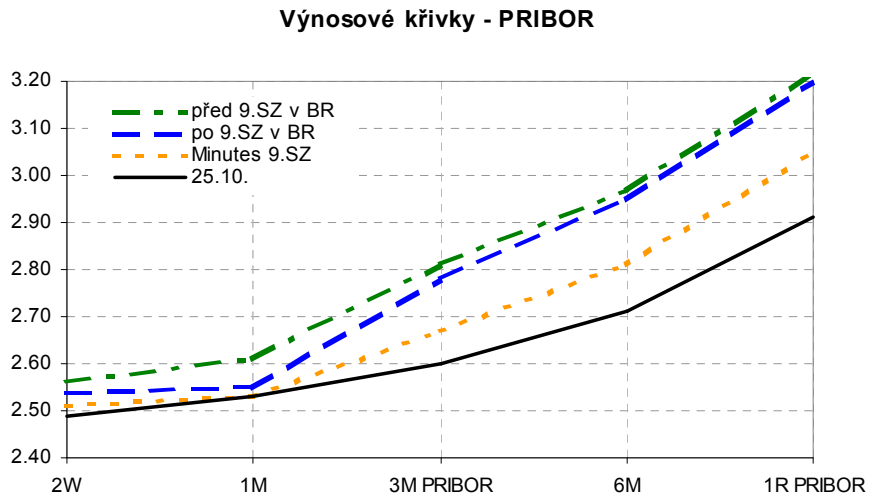


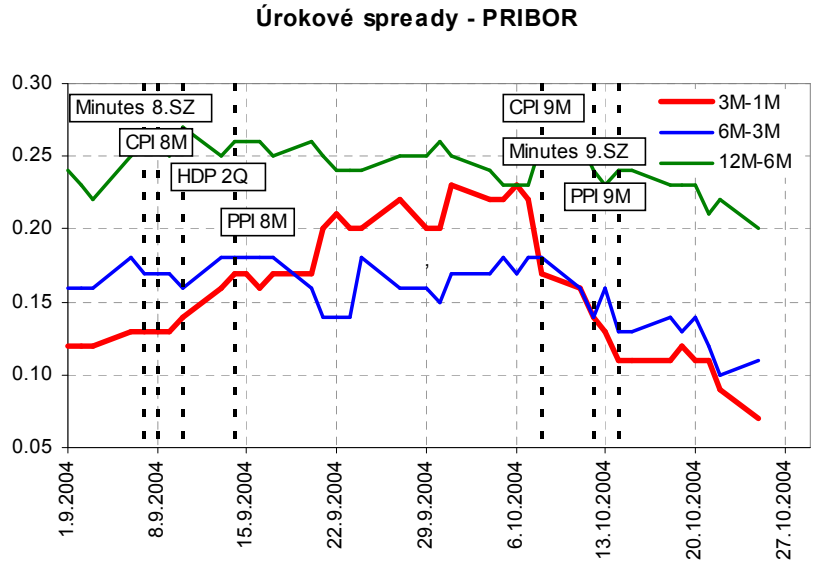
Poznámka: MP relevantní inflace je inflace očištěná o primární a bezprostřední sekundární efekty úprav spotřební daně na cigarety.

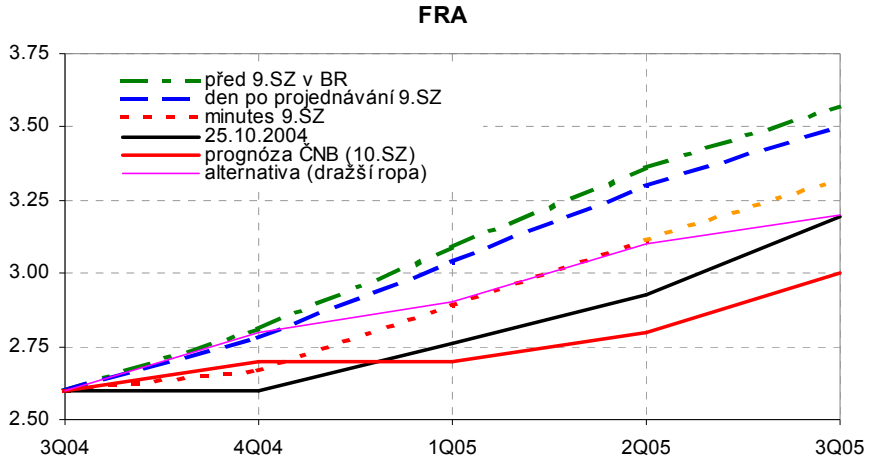
Prognóza příspěvku regulovaných cen



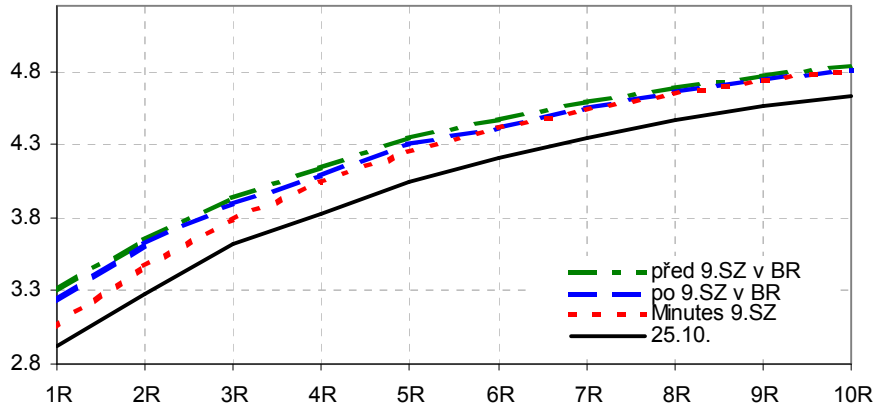
Příloha B: Úrokové sazby



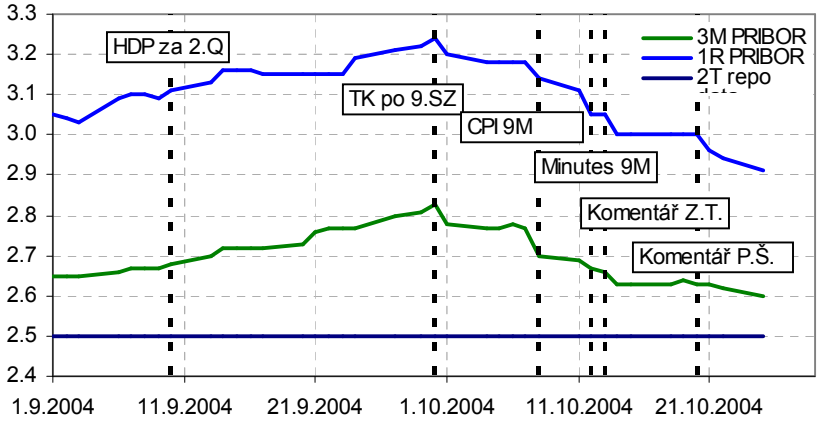




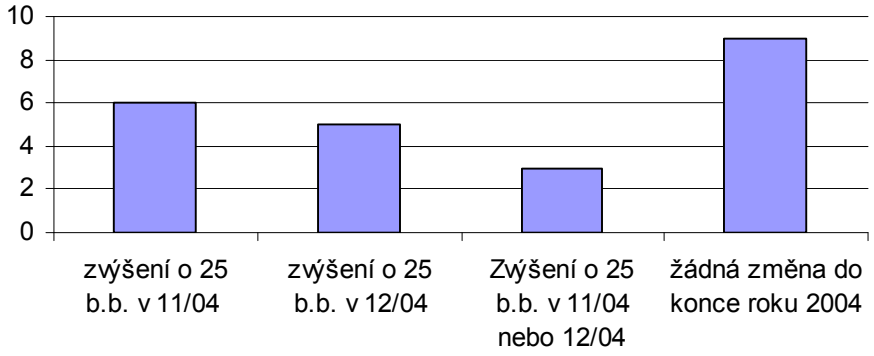
IRS



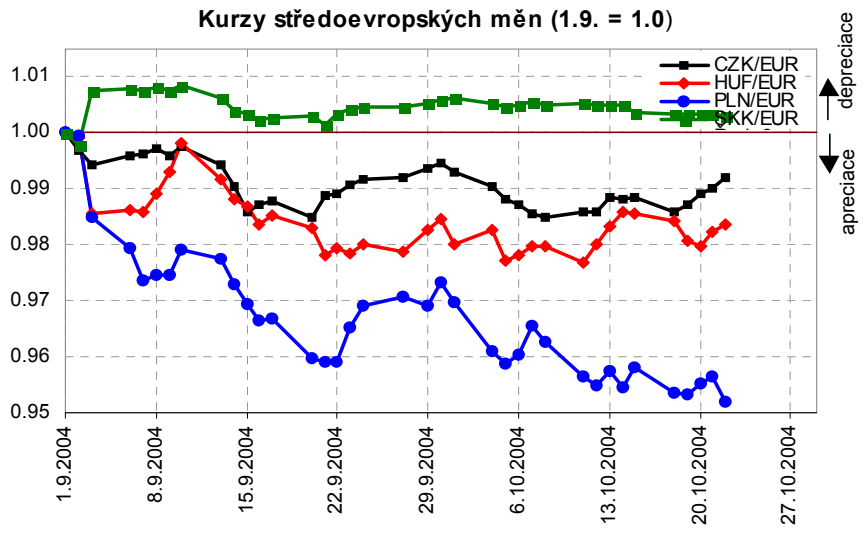
PRIBOR

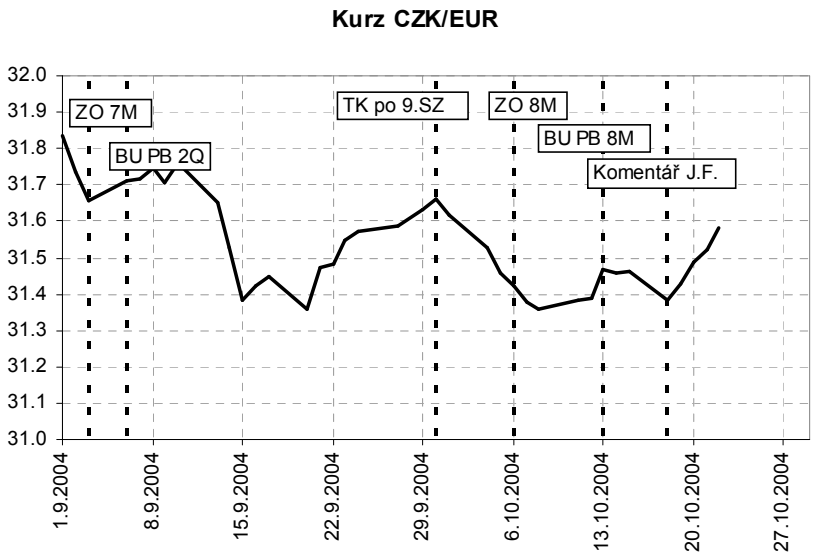


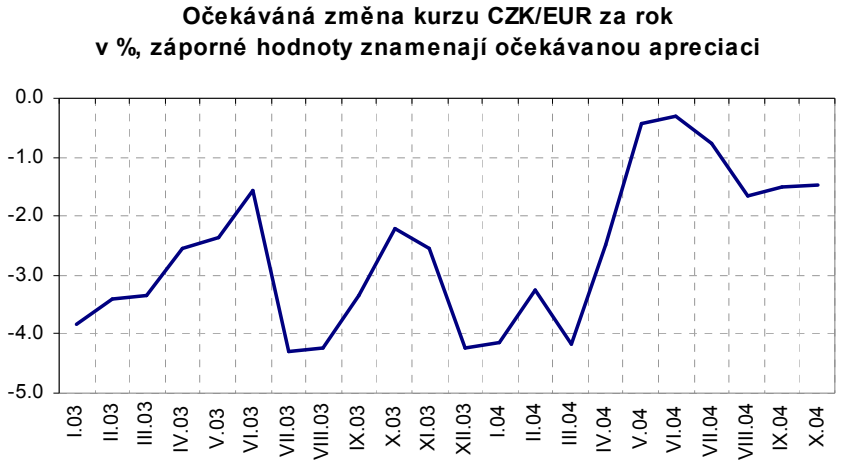
Histogram očekávaného pohybu úrokových sazeb v roce 2004 dle Reuters poll (23 analytici), říjen



Příloha C: Devizové kurzy







Příloha D: Alternativní scénáře a MP experimenty