

Měnověpolitické doporučení pro 11.SZ 2004

Odbor měnové politiky a strategie

1. Základní scénář prognózy 10.SZ 2004

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *říjnová makroekonomická prognóza*. Jak bylo popsáno už v minulém měnověpolitickém doporučení, s touto prognózou je konzistentní ve 4. čtvrtletí zhruba ponechání 2T REPO sazby na 2,5 %. Na říjnovém zasedání se bankovní rada rozhodla úrokové sazby neměnit.

Aktuální situační zpráva hodnotí rizika říjnové prognózy jako proinflační, což je dáno chybou v prognóze cen potravin v říjnu, související s vývojem cen zemědělských výrobců (CZV). V následujícím textu uvádíme argumenty ve prospěch vyšší, resp. nižší trajektorie úrokových sazeb, než implikuje říjnová prognóza.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb

- A. Předpoklady 10.SZ o výrazném poklesu **cen potravin** v říjnu se nepotvrdily. Tomu odpovídá o 0,2 p.b. vyšší meziměsíční růst cenové hladiny v říjnu, než předpokládala prognóza (na základě velmi dobré úrody a signálů z „týdenních šetření“), což implikuje proinflační riziko prognózy. Prognózou očekávaný propad tempa růstu cen potravin by ovšem měl být do značné míry přechodný (z velké části by měl vyprchat během 1 roku), a do trajektorie úrokových sazeb v říjnové prognóze se proto promítl jen zčásti. Na základě stejné logiky je proto nynější úprava této trajektorie naznačená grafem rizik inflační prognózy v SZ spíše horním odhadem skutečně adekvátní úpravy.
- B. Přetrvává riziko **pozdějšího (nepřímého) promítání dovozních cen** do CPI. Prognóza obsahuje snížené promítání růstu dovozních cen do CPI v nejbližších dvou čtvrtletích, protože tento růst je tažen cenami komodit, které se promítají do CPI jen nepřímo, a tedy s delším zpožděním (kovy apod.). Prognóza však neobsahuje prognosticky obtížně uchopitelné promítání růstu cen těchto komodit do CPI nepřímo, v pozdějším období. Jde tedy o proinflační riziko prognózy.
- C. Listopadový CF11 implikuje vyšší očekávanou **cenou ropy** než RS10. Toto riziko je však částečně relativizováno vývojem cen ropy po uzávěrce CF11.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb

Vzhledem k tomu, že s prognózou je konzistentní postupný růst nominálních úrokových sazeb v následujících dvou letech téměř až ke 4 %, je třeba chápat argumenty pro nižší úroveň sazeb, uvedené v této části, spíše jako argumenty pro jejich pomalejší růst v následujících měsících.

- A. Mírně protiinflačním směrem působí změny ve **výhledu kurzu USD/EUR a zahraničních sazeb**. Budoucí trajektorie eurodolarového kurzu v CF11 byla přehodnocena směrem ke slabšímu dolaru (a vývoj po uzávěrce CF11 svědčí ve prospěch dalšího oslabení dolaru), z čehož plyne také přehodnocení trajektorie kurzu CZK/USD směrem k silnější koruně. Dále byla snížena očekávaná budoucí trajektorie sazeb 1R EURIBOR v CF11 oproti RS10 (a vývoj po uzávěrce CF11 svědčí ve prospěch dalšího snížení této trajektorie – viz nečekaně slabý růst HDP v SRN ve 3Q04). Snížení 1R EURIBORu sice na jedné straně povede k jistému uvolnění úrokové složky měnových podmínek pro českou ekonomiku, tlak na posílení kurzu CZK/EUR a tedy na zpřísnění kurzové složky však bude silnější. Výsledkem je mírně slabší potřeba zvyšovat v budoucnu úrokové sazby.
- B. **Domácí měnové podmínky** v dosavadním průběhu třetího čtvrtletí jsou mírně přísnější. Dosavadní průměr 1R PRIBORu je zhruba na úrovni hodnoty prognózy pro 4Q04. Průměrný kurz CZK/EUR od počátku října je oproti prognóze mírně apreciovanější (průměr do 23.11. činí 31,45 CZK/EUR, prognóza na celé čtvrtletí je 31,60 CZK/EUR). Pokud by se ovšem kurz měl udržet delší dobu na úrovni kolem 31 CZK/EUR, které dosahuje v posledních dnech, význam tohoto protiinflačního rizika by se zřetelně zvýšil. Tento scénář může nastat například v případě, že se k apreciačnímu vlivu výnosového diferenciálu připojí vliv tržních očekávání ohledně termínu a způsobu úhrady platby za Český Telecom.
- C. Nepříliš výrazné pro celkové vyznění prognózy je protiinflační riziko odložení **nárůstu platů** v ozbrojených složkách. Toto odložení by vedlo k poklesu fiskálního impulsu v roce 2005 o 0,1 p.b.
- D. Nový odhad meziročního růstu HDP pro 3Q2004 ve výši 3,9 % (oproti 4,2 %, se kterým pracovala říjnová prognóza) vedl v další simulaci v 11. SZ k přehodnocení počáteční podmínky **produkční mezery** protiinflačním směrem (dopad, jak do inflace, tak do úrokových sazeb je na horizontu měnové politiky v řádu -0,1 až -0,2 p.b.). Nevelký kvantitativní význam tohoto výsledku je dále snížen skutečností, že jde pouze o horní odhad skutečné úpravy.
- E. Nejistoty ohledně velikosti sekundárních efektů a časování změn **spotřebních daní na cigarety** v následujících letech působí protiinflačně (viz 10.SZ). Existuje riziko nižší propagace sekundárních dopadů a zároveň 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.

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na říjnovém zasedání (27.10.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,50 %. Toto rozhodnutí bylo zcela v souladu s tržním očekáváním. Na následné tiskové konferenci guvernér Z. Tůma uvedl, že *pro nejbližší měsíce nelze předpokládat výraznější pohyb úrokových sazeb směrem nahoru a že s říjnovou prognózou je konzistentní mírný nárůst úrokových sazeb v delším období*. Jelikož uvedený komentář neobsahoval žádnou překvapivou informaci, reakce finančních trhů byla vlažná. Zatímco do 1Q05 se predikce růstu 3M sazeb téměř neznamenatelně zvýšila (o 2 b.b.), v horizontu do 3Q05 se očekávání naopak mírně snížila (o 5 b.b.). Do konce roku 2004 trhy očekávaly stabilitu úrokových sazeb (3M PRIBOR ve výši 2,61 %). V dalších dnech po tiskové konferenci převážil trend mírného poklesu tržních očekávání. Růst sazeb po vyšším nárůstu říjnového CPI, než trh očekával (8.11.), byl více než kompenzován jejich poklesem v reakci na zveřejnění ZoI (4.11.), minutes (9.11.) a komentáře člena BR J. Fraita (viz Tabulka 1).

Tabulka 1: Prohlášení členů BR v tisku

15.11.	M.Erbenová	„... prodej (státního podílu v Telecomu) přes burzu by mohl vést k tlakům na posílení koruny“ ... ČNB je odhodlána jednat, pokud by se trh rozkolísal.
16.11.	J. Frait	„... Úrokové sazby mohou na současných úrovních zůstat ještě po delší čas, poskytnou tak ekonomice ochranu proti slabšímu růstu v zahraničí. Zvyšování sazeb by mělo být pomalé a pozvolné, což umožňují inflační tlaky, které jsou v současné době nízké.“

Současná tržní očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb jsou tedy následující. Z šetření agentury Reuters ze dne 19.11. plyne, že žádný z analytiků neočekává pro listopadové zasedání BR změnu měnově politických sazeb. Pouze dva analytici z 25 dotázaných očekávají růst o 25 b.b. již na prosincovém zasedání. Většina analytiků však posouvá očekávání růstu sazeb až na březen (6 respondentů), případně ještě pozdější termín (8 respondentů). Obdobná situace je patrná i z peněžního trhu. Na trhu se do konce roku 2004 očekává stabilita sazeb a jejich zvýšení až v 1Q05 (FRA 3*6 ve výši 2,75 %). Tržní trajektorie úrokových sazeb tak ve 4q04 a prakticky i v 1Q05 zůstává v souladu se základním scénářem prognózy z 10.SZ, v následujících dvou čtvrtletích se pohybuje přibližně o 14 b.b. nad prognózou implikovanou trajektorií. Oproti projednávání 10.SZ se tak očekávání růstu 3M sazeb mírně oddálila a snížila (nejvíce v horizontu 1R o 7 b.b.). Spread mezi očekávanými tržními a prognózou implikovanými 3M sazbami v horizontu 1R se ve stejném období zúžil z 19 b.b. na 12 b.b. Roční sazby se již pohybují pod prognózou implikovanými sazbami (1R PRIBOR ve výši 2,9 %).

Trhy i nadále očekávají mírné **posílení měnového kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz apreciovat o jedno procento na 31 CZK/EUR, což je zcela v souladu se základním scénářem prognózy z 10.SZ (viz Příloha C). Oproti říjnovému odhadu (1,5 %) je míra apreciace nižší.

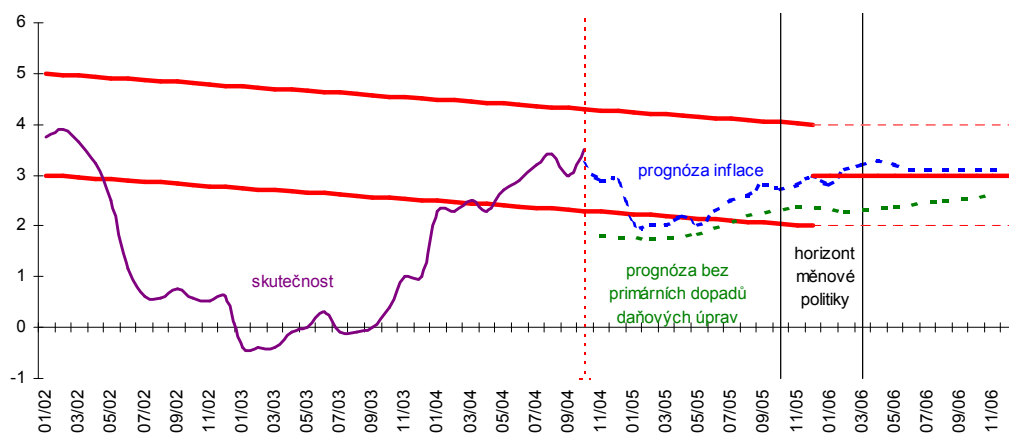
5. Měnověpolitické doporučení

Po zvážení uvedených argumentů doporučuje sekce měnová a statistiky

ponechat měnověpolitické úrokové sazby na stávající úrovni.

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace z 10.SZ 2004 a cílové pásmo

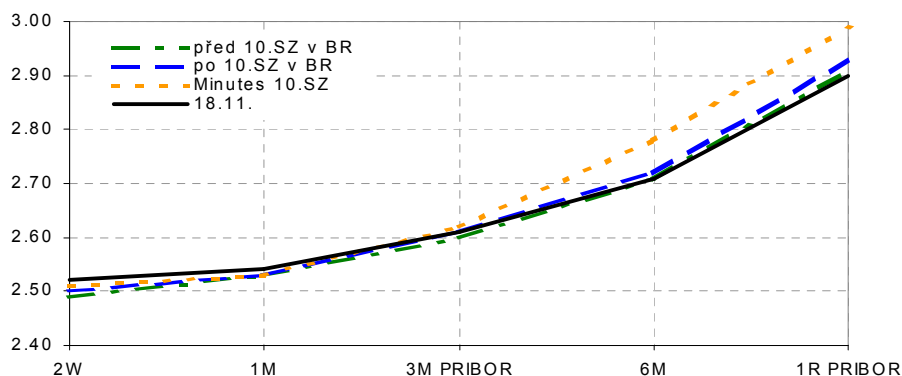


Prognóza příspěvku regulovaných cen

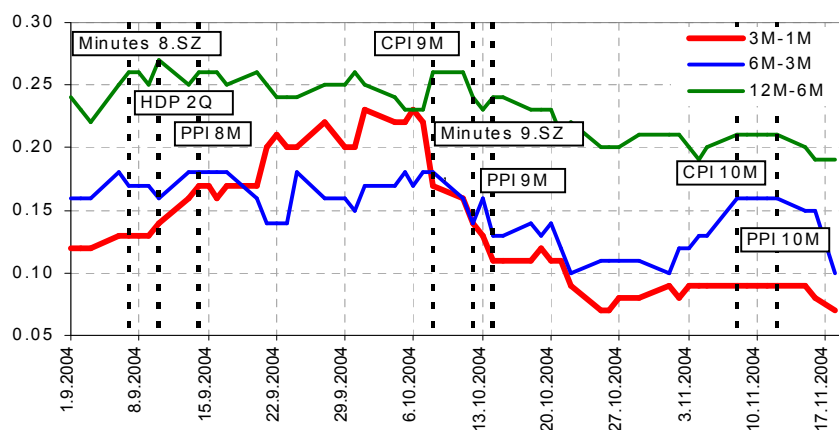


Příloha B: Úrokové sazby

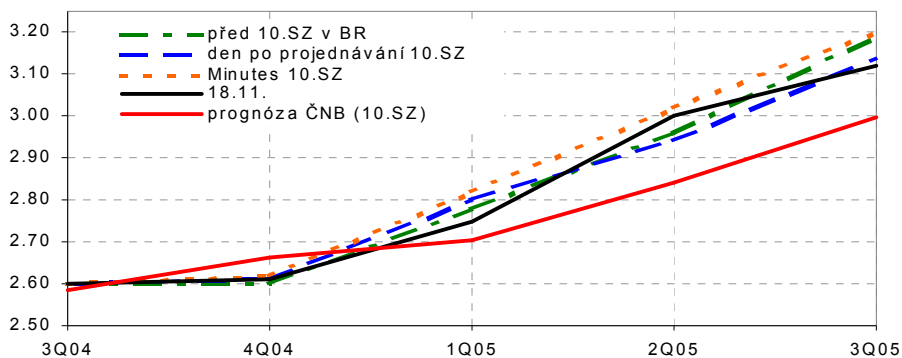
Výnosové křivky - PRIBOR



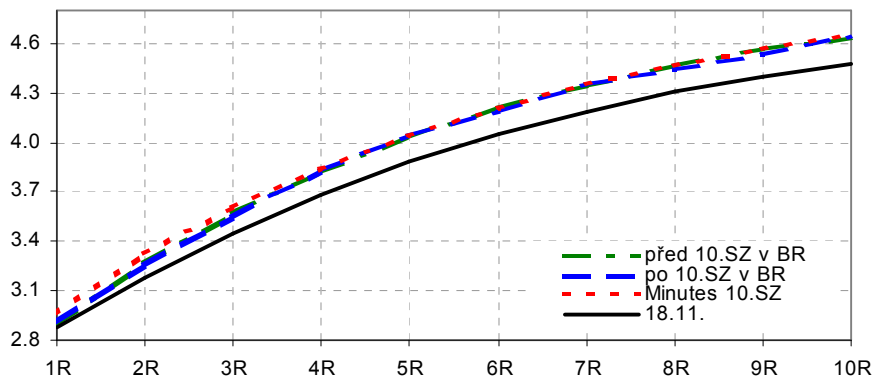
Úrokové spready - PRIBOR



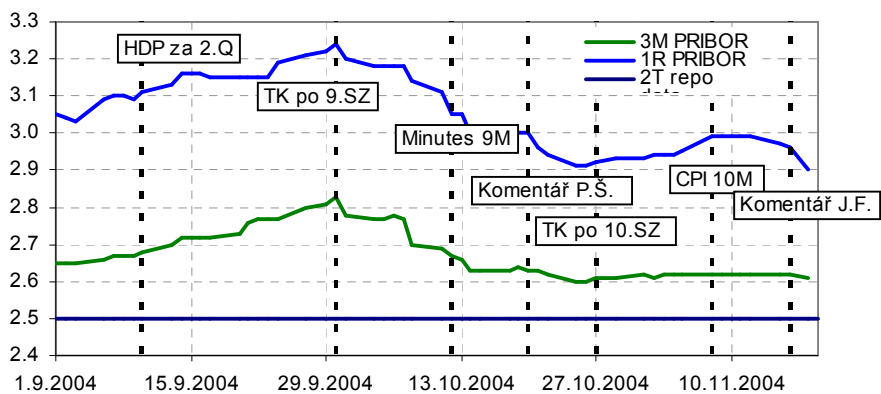
FRA



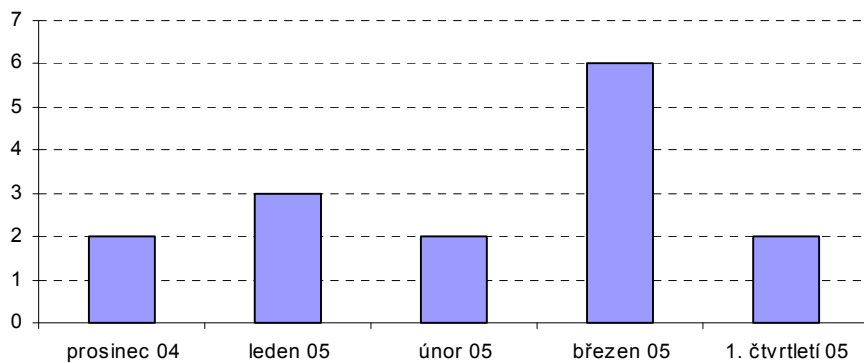
IRS



PRIBOR



Histogram očekávaného zvýšení sazeb o 25 b.b. dle Reuters poll (25 analytiků), listopad



Příloha C: Devizové kurzy

