

Měnověpolitické doporučení pro 1.SZ 2005

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář prognózy 1.SZ

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *lednová makroekonomická prognóza*. Tato prognóza oproti prognóze z 10. SZ posouvá období uzavření záporné mezery výstupu o zhruba 3 čtvrtletí do budoucna (do 1Q 2006) a přehodnocuje směrem dolů trajektorii celkové inflace i úrokových sazeb. Podle základního scénáře bude celková inflace v HMP (1Q a 2Q 2006) mírně pod cílovou hodnotou 3 %. Se základním scénářem prognózy je konzistentní mírný pokles úrokových sazeb v první polovině roku 2005 a jejich následná stabilita a postupný růst v první polovině roku 2006.

Výraznou nejistotou je prognóza tentokrát zatížena v oblasti dalšího vývoje fiskální politiky. Vedle základního scénáře, který předpokládá v letech 2005 a 2006 zhruba neutrální fiskální impuls, přináší SZ alternativní scénář v podobě dvou protikladných variant vývoje ve fiskální sféře. „Dolní“ varianta představuje v období 2005-2006 mírně záporný fiskální impuls, „Horní“ varianta zřetelně kladný impuls. V závislosti na tom, kterou z těchto krajních variant budeme pokládat za realističtější, se pak výhled vývoje fiskálu stává buď argumentem pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze, nebo (velmi slabým) argumentem pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze.

V následujících dvou částech Měnověpolitického doporučení zvažujeme argumenty vedoucí k vyšším nebo nižším úrokovým sazbám, než jsou sazby konzistentní se základním scénářem prognózy, přičemž fiskální politika je v souladu s výše uvedenou úvahou zmíněna jako argument v obou částech.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb

- a. V současné situaci je jediným významnějším argumentem ve prospěch vyšších úrokových sazeb riziko, že **fiskální sféra se bude pokoušet realizovat deficity zakotvené v KoPru**. Extrémní forma tohoto rizika (extrémní proto, že vláda pravděpodobně nebude technicky schopná tyto deficity plně realizovat) je kvantitativně zachycena „Horní“ variantou alternativního scénáře prognózy (fiskální impulsy v letech 2005 a 2006 ve výši 0,7 p.b. a 0,2 p.b., zatímco impulsy v základním scénáři jsou zhruba nulové). Fiskální sféra se podle této varianty nebude ohlížet na výdajové limity, ani se nebude snažit o trend snižování deficitů. Pravděpodobnost této varianty je podpořena skutečností, že rok 2006 je rokem volebním. Výrazně pozitivní působení fiskálu zejména v letošním roce vede v této variantě k uzavření záporné mezery výstupu již v první polovině letošního roku, k vyšší inflaci a k mírnému růstu úrokových sazeb (níže v Grafu 10 jde o alternativu B).

- b. Vzhledem k tomu, že ČNB již několik čtvrtletí avizuje zvyšování sazeb (pouze s rostoucím odkladem), **realizace mírného snížení sazeb konzistentního s prognózou by v této chvíli mohla být považována za příliš náhlou změnu dosavadní rétoriky**. Nevýrazné náklady odkladu snížení sazeb o jedno čtvrtletí kvantifikuje MP experiment zachování sazeb v 1Q 2005 na stávající úrovni. Experiment vcelku logicky ukazuje velmi mírný posun trajektorie sazeb v následujících čtvrtletích směrem dolů, s jistým zpožděním nastává velice mírný posun směrem dolů také u HDP a u inflace.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb

- a. Průměr kurzu CZK/EUR za dosavadní průběh 1Q 2005 (kolem 30,40 CZK/EUR) se pohybuje pod úrovní, s níž pracuje prognóza v 1Q 2005 (30,80 CZK/EUR). Přestože tato **apreciační odchylka kurzu CZK/EUR** je podle názoru SMS spíše přechodná a fundamentálně nepodložená, není vyloučeno, že kurz vykáže určitou perzistenci na dosažené úrovni namísto návratu na fundamentální úroveň. Vzniká tak zřetelné protiinflační riziko. SZ přináší standardní citlivostní analýzu, která kvantifikuje prognózovanou trajektorii úrokových sazeb v případě, že by protiapreciační komunikace ČNB (viz část 4) neuspěla a že by v 1Q 2005 došlo k další zřetelné apreciaci. Tato simulace pro jednoduchost předpokládá apreciaci nominálního kurzu o jednu korunu v 1Q 2005 při zachování nastavení sazeb podle základního scénáře, přičemž počínaje druhým čtvrtletím jsou kurz i úrokové sazby určovány již endogenně. Inflace na horizontu měnové politiky je v této simulaci řádově o 0,8 p.b. nižší i přes postupný pokles nominálních sazeb ve stejném řádu.
- b. Rostou obavy, že nastane **skokové oslabení kurzu USD/EUR**, zapříčiněné náhlou ztrátou důvěry trhů v udržitelnost deficitu běžného účtu USA a/nebo ústupem dolaru z pozice rezervní měny v portfoliích velkých centrálních bank. Toto skokové oslabení by mohlo přinést nestabilitu a zpomalení globálního růstu a z hlediska české ekonomiky zejm. oslabení zahraniční poptávky. Vývoj kurzu USD/EUR v dosavadním průběhu 1Q 2005 se však tímto směrem prozatím nevydal (průměrná hodnota kolem 1,32 USD/EUR je jen nepatrně nižší než hodnota 1,33 CZK/EUR, s níž pro 1Q 2005 pracuje prognóza).
- c. V prognostickém aparátu vystupuje kurz CZK/USD v importních cenách, nikoli však ve výpočtu reálných měnových podmínek. V podmínkách kurzů USD/EUR a CZK/USD, které převládaly v posledních letech, se jedná o přijatelný zjednodušující předpoklad. Nynější a případně další (ať už skokové nebo postupné) **posilování kurzu CZK/USD** však při zachování uvedeného předpokladu může začít vychylovat skutečné působení měnových podmínek oproti prognóze přísnějším směrem, tj. prognóza nedostatečně zachytí kurzem CZK/USD způsobené protiinflační tlaky.
- d. Jen velice slabým argumentem pro nižší úroveň úrokových sazeb je možnost, že namísto výše zvažované snahy o realizaci deficitů zakotvených v KoPru bude vládou zvolena naopak **tvorba fiskálních rezerv v období 2005-2006 bez čerpání rezerv z předchozích let**. Tento možný vývoj fiskální sféry je kvantifikován „Dolní“

variantou alternativy v SZ, která indikuje fiskální impulzy v letech 2005 a 2006 ve výši -0,1 p.b. a -0,2 p.b. (zatímco impulzy v základním scénáři jsou zhruba nulové) a jen minimální změny v trajektorii úrokových sazeb oproti základnímu scénáři (níže v Grafu 10 jde o alternativu A).

- e. Ve prospěch nižších úrokových sazeb vypovídá **MP experiment směřující MP-relevantní inflaci v HMP do středu inflačního cíle** (oproti základnímu scénáři je v modelové reakční funkci výrazně zvýšena váha na odchylku inflace od cíle). Experiment je motivován skutečností, že v minulých letech zřetelně převažovalo podstřelování inflačních cílů ČNB a že podstřelování (u MP relevantní inflace) je naznačeno také v aktuální prognóze. Experiment implikuje prudké snížení sazeb až pod hodnotu 2 % v 1Q-3Q 2005 a jejich postupný nárůst od 4Q 2005.

4. Měnověpolitické doporučení

Diskuze vedení sekce nad MP doporučením ukázala existenci dvou poněkud odlišných přístupů. Jeden přístup vnímal silně především riziko dalšího posilování kurzu CZK/EUR a navrhoval okamžitý zásah v podobě snížení úrokových sazeb na úroveň 2,25 %. Na trh by se tak vneslo určité – nikoli zásadní – překvapení, které jediné může napomoci oslabení kurzu v situaci, kdy hrozba intervencí není věrohodná (vzhledem k všeobecně známým potížím ČNB s hospodářskou ztrátou). Tento přístup podpořili také přítomní ředitelé sekcí bankovních obchodů a řízení rizik. Druhý přístup vnímal dosavadní posilování kurzu zatím jen jako jisté varování, které musí být nejprve ověřeno nebo eliminováno vývojem během února. Implikace tohoto přístupu, který v diskusi celkově převážil, jsou blíže rozebrány v následujících doporučeních ohledně nastavení úrokových sazeb a komunikace.

Doporučení k nastavení MP sazeb:

Sekce měnová a statistiky doporučuje **ponechat sazby na stávající úrovni**. Toto doporučení se odchyluje od trajektorie konzistentní s prognózou, jedná se však o velmi mírnou odchylku a navíc jeden z hlavních faktorů působících v prognóze směrem ke snížení sazeb, a to silná koruna, je v první fázi žádoucí řešit spíše komunikací možného snižování sazeb než přímou reakcí sazbami.

Doporučení ke komunikaci:

ČNB již několik čtvrtletí avizuje zvyšování sazeb (pouze s rostoucím odkladem). Jádrem této úvahy bylo nastavení MP sazeb zřetelně pod úroveň, která je považována za neutrální (tj. odpovídající plnění inflačního cíle a nulové mezeře výstupu). V období od sestavení říjnové prognózy a zejména v posledních týdnech však zesílily faktory působící v HMP spíše protiinflačním a protirůstovým směrem (nový tvar časové řady HDP, restriktivnější chování fiskálu v roce 2004, posilování koruny, slabší výhled zahraničního růstu). Tyto faktory stojí za mírným posunem trajektorie sazeb konzistentních s prognózou pro nejbližších několik čtvrtletí od stability směrem k přechodnému poklesu a jsou natolik zřetelné (a veřejně známé), že opravňují k posunu i v komunikaci, aniž by tento posun mohly trhy a veřejnost pokládat za zcela nečekaný a nepodložený.

Doporučujeme komunikovat, že **v dlouhodobém horizontu přetrvává potřeba zvýšit sazby**, nicméně že výhled ekonomické situace v horizontu měnové politiky se oproti dosavadnímu výhledu zřetelně posunul (pod vlivem výše uvedených faktorů, mezi nimiž dominuje vývoj kurzu CZK/EUR) ve směru nižší inflace a slabšího růstu, takže **pro nejbližších několik čtvrtletí je třeba začít zvažovat i přechodné uvolnění měnové politiky**. Tento posun v komunikaci otevře prostor pro případné pozdější skutečné snížení sazeb, resp. může napomoci jistému oslabení kurzu, čímž by prognózou indikovaná potřeba mírného snížení sazeb byla částečně eliminována.

Takto volená komunikace zhruba odpovídá větě popisující v první verzi Zprávy o inflaci (a v SZ) trajektorii sazeb konzistentních s prognózou („S prognózou je konzistentní mírný pokles sazeb a jejich následná stabilita. Opětovný nárůst sazeb se odkládá až na první polovinu roku 2006.“).

5. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na *prosincovém zasedání* (22.12.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,50 %. Toto rozhodnutí bylo zcela v souladu s tržním očekáváním. V prosinci nicméně došlo ke změně v hodnocení rizik, když guvernér Z. Tůma označil rizika říjnové prognózy jako vyvážená, zatímco v listopadu byla rizika mírně proinflační. Proti přetrvávající nejistotě ohledně vývoje cen potravin stojí nejisto-ta spojená s mírně přísnějšími měnovými podmínkami z titulu apreciacie nominálního kurzu CZK/EUR a nejistota ohledně slabšího růstu světové ekonomiky. Úrokové sazby na krátkém konci výnosové křivky v reakci na posun v rétorice BR mírně klesly (o 20 b.b.); sazby u IRS kontraktů zůstaly stabilní (viz grafy 4,5). Trend mírného poklesu úrokových sazeb, posilovaný zveřejněnými minutes (4.1.) a komentáři členů BR (viz Tabulka 1), přetrvával i v dalších dnech.

Současná **tržní očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou tedy následující. Z posledního šetření agentury Reuters (20.1.) vyplývá, že žádný z analytiků v nejbližších měsících neočekává změnu měnověpolitických sazeb. První zvýšení se očekává v dubnu 2005 (dva analytici z 23 dotázaných). Nejpravděpodobnějším scénářem je zvýšení MP sazeb o 25 b.b. ve červenci 2005 (7 analytiků), což oproti prosincovému šetření představuje další oddálení jejich růstu. Obdobná situace je patrná i z peněžního trhu. V 1H05 by se 3M sazby měly pohybovat kolem stávající úrovně ve výši 2,6 %, k jejich růstu by mělo dojít až ve 3Q05 (FRA 6*9 ve výši 2,71 %). Tržní trajektorie 3M sazeb se tak do konce roku 2005 nachází nad základním scénářem prognózy. Rozdíl mezi tržními sazbami a sazbami implikovanými prognózou v čase narůstá a v horizontu 1R dosahuje 40 b.b., což je o 10 b.b. více než činil při projednávání 12.SZ.

Graf 9 ilustruje historický vývoj míry překvapení trhu rozhodnutím BR (rozdíl mezi 1M PRIBOR den po a den před zasedáním BR v daném měsíci; kladná hodnota znamená nečekaně vysoké nastavení úrokových sazeb a naopak). Graf ukazuje, že určitá překvapivost snížení úrokové sazby na 2,25 % (pokud by se k němu BR přiklonila) by při nynějších očekáváním na trhu nebyla v historickém kontextu výjimečná.

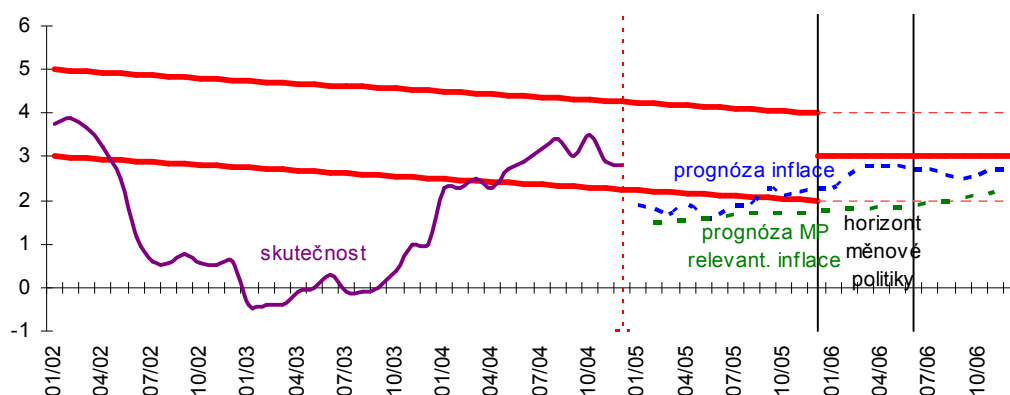
Na **delším konci výnosové křivky** se trend poklesu úrokových sazeb mírně zpomalil. Od prosince došlo k poklesu pětiletých až 10letých IRS kontraktů v průměru o 40 b.b. Výnosová křivka se zploštila o 20 b.b. a její sklon, měřeno rozpětím 10R – 2R, k 21.1. dosahoval 100 b.b. Hlavní vliv na tento pokles měly podobný vývoj v zahraničí a posunutí očekávaného zvyšování MP sazeb do delšího horizontu pod vlivem posilující koruny.

Analytici finančních trhů očekávají po několika měsících stability **kurzu** jeho mírnou apreciaci. V horizontu 1R by měl kurz posílit o 1,2 % na 29,9 CZK/EUR (viz Graf 8), zatímco základní scénář prognózy očekává pro 1Q 2006 kurz na úrovni 30,4 CZK/EUR. Důvodem tohoto rozdílu by mohla být vyšší trajektorie očekávaných tržních sazeb, než implikuje základní scénář prognózy.

Tabulka 1: Prohlášení členů BR v tisku

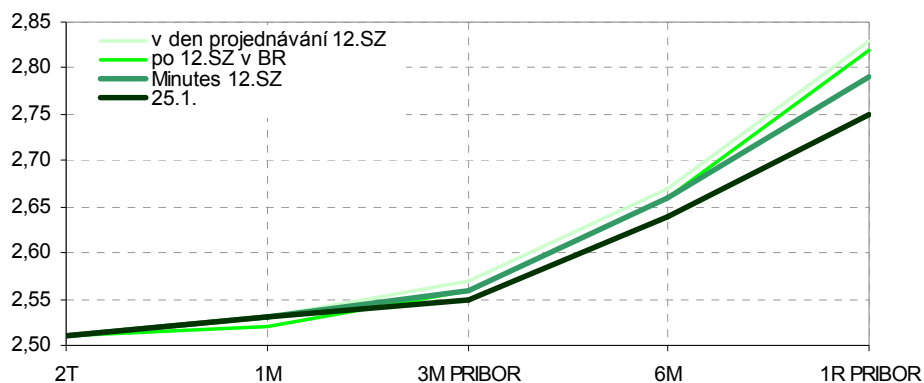
7.1.	Z.Tůma	ČNB nemůže svými opatřeními plně kompenzovat efekty vzniklé měnovým zhodnocením. Pokud koruna zůstane takto silná, ČNB odloží zvýšení úrokových měr.
12.12.	J.Frait	Kurz české koruny se v poslední době vůči euru dostal na takovou úroveň, z níž už si žádné další zpevnění nemůže dovolit. Každé další zpevnění kurzu zvyšuje riziko, že začne vážnout růst ekonomiky. Vzhledem ke zpevnění koruny v loňském roce už by kurz české měny měl být letos stabilní...není tu další prostor pro zhodnocení.
12.12.	O.Dědek	Inflace zatím není v České republice závažným problémem a centrální banka ji má pod kontrolou. Předpověď ukáže, že je inflace pod kontrolou.
14.12.	O.Dědek	Očekávaný pokles inflační prognózy umožní ponechat centrální bance sazby beze změny ještě několik měsíců... Pro nejbližší období je výhled neutrální, pro stabilitu úrokových sazeb... Nevidím důvody pro aktivistickou politiku, ty sazby nějakým způsobem snižovat nebo zvyšovat....Rizikem je růst vládních výdajů.

Graf 1: Prognóza inflace ze 1.SZ 2005 a cílové pásmo

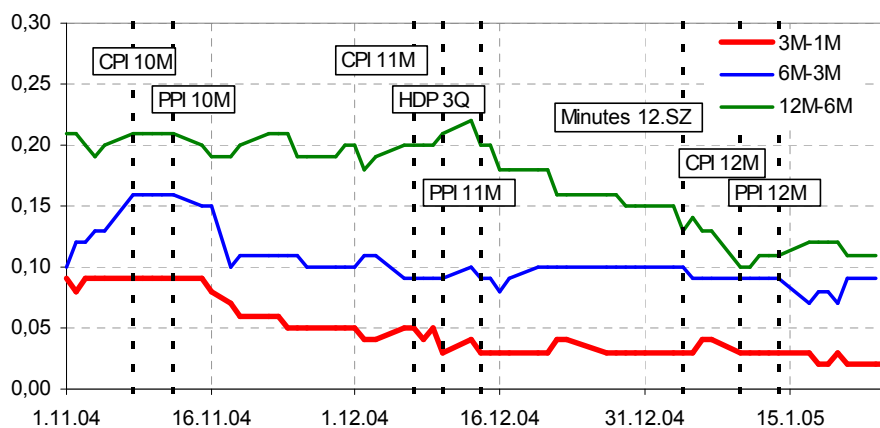


Poznámka: MP relevantní inflace je inflace očištěná o primární a bezprostřední sekundární efekty úprav spotřební daně na cigarety.

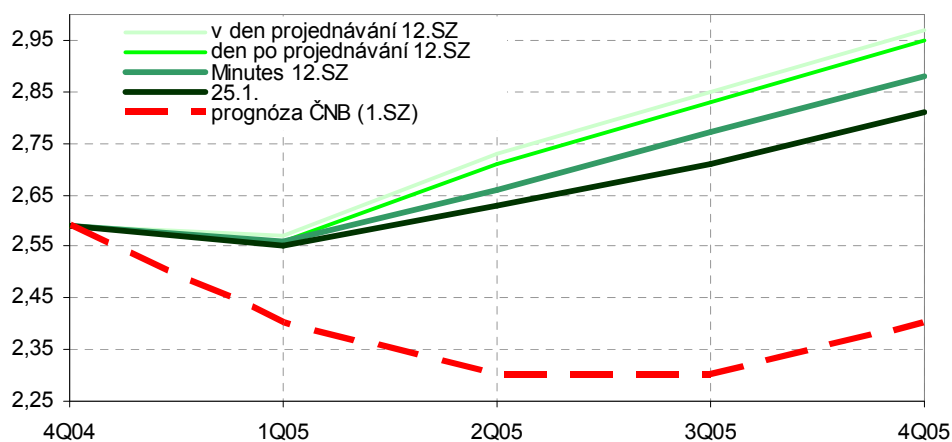
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



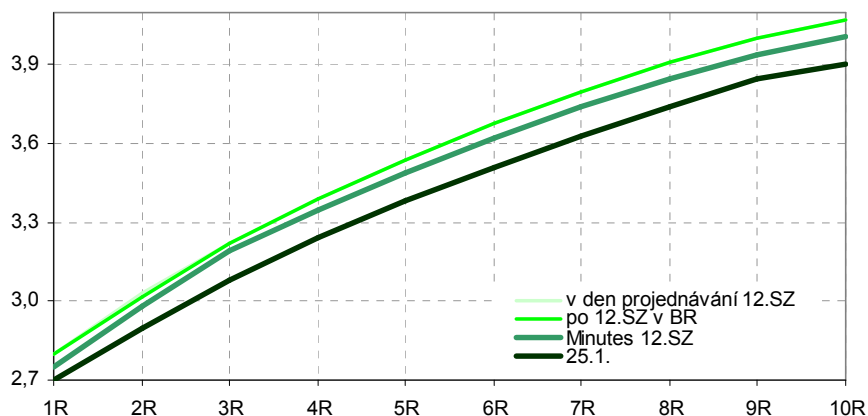
Graf 3: Úrokové spready - PRIBOR



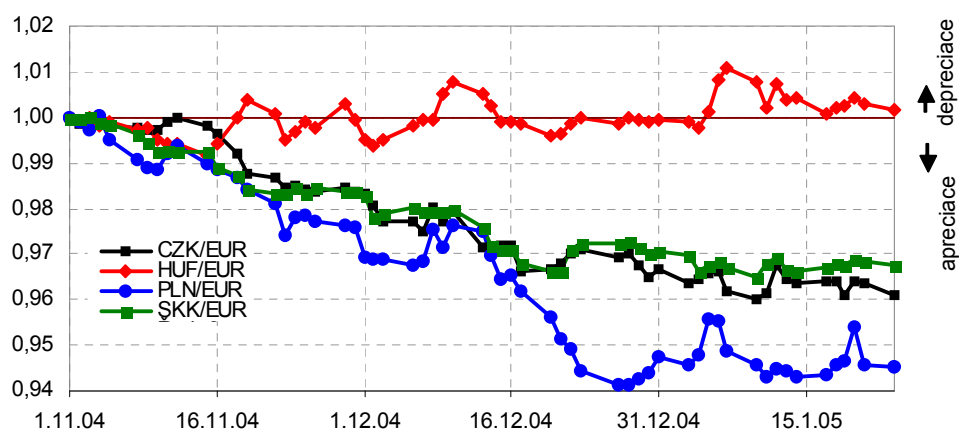
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



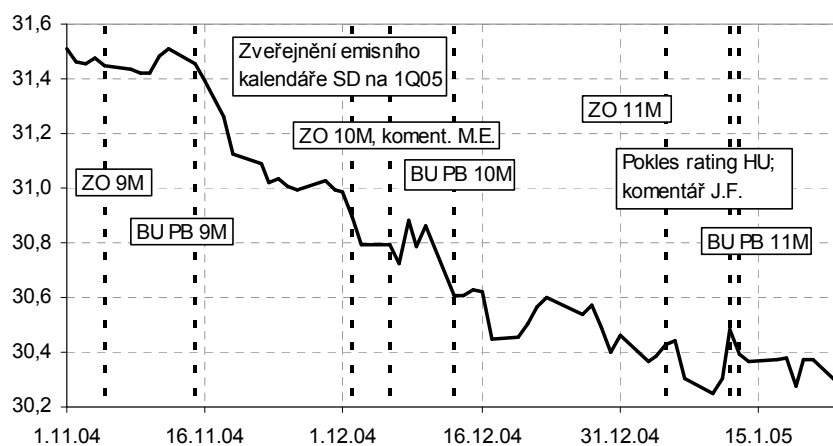
Graf 5: IRS



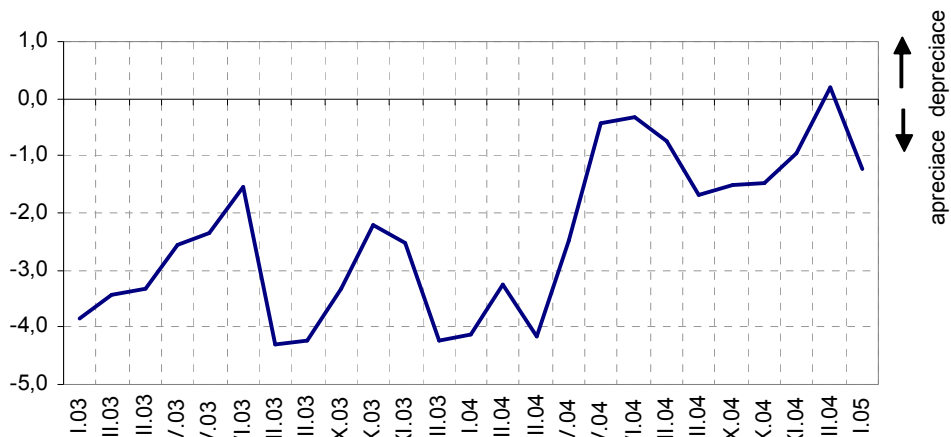
Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.11. = 1.0)



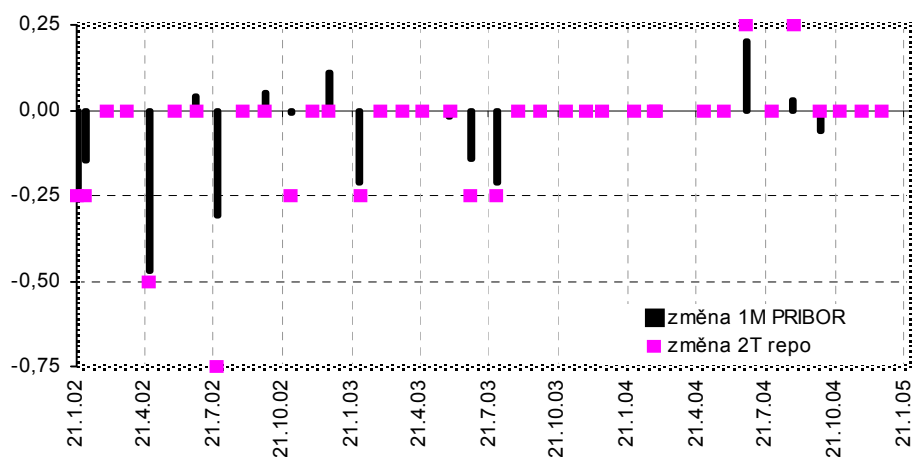
Graf 7: Kurz CZK/EUR



Graf 8: Očekávaná změna kurzu CZK/EUR za rok v %



Graf 9: Překvapivost změny 2T repo sazby pro trhy



Graf 10: Experimenty, alternativy

