

Měnověpolitické doporučení pro 2.SZ 2005

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář lednové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je lednová makroekonomická prognóza. Dle základního scénáře této prognózy by měla být celková inflace v horizontu měnové politiky (1Q a 2Q 2006) mírně pod cílovou hodnotou 3 %.

S lednovou prognózou byl konzistentní mírný pokles úrokových sazeb v první polovině roku 2005 a jejich následná stabilita a postupný růst v první polovině roku 2006. Bankovní rada v lednu rozhodla o snížení úrokových sazeb o 25 b.b. na úroveň 2,25 %. *Za rozhodnutí konzistentní s prognózou lze tedy nyní považovat ponechání sazeb na úrovni 2,25 %.*

Aktuální situační zpráva celkově hodnotí rizika lednové prognózy v HMP jako protiinflační, což je dáno zejména rozdílným vývojem spotřebitelských cen a domácích měnových podmínek, kde především apreciovanější vývoj koruny vůči euru otevírá prostor pro přehodnocení budoucí trajektorie úrokových sazeb oproti stávající prognóze.

V následujícím textu zvažujeme argumenty vedoucí k vyšším a nižším úrokovým sazbám než jsou sazby konzistentní s lednovou prognózou.

2. Argumenty pro vyšší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

V tomto směru lze uvést jen malé množství velmi slabých argumentů.

- a) Přetrvává riziko (zminěné již v MPD k 1. SZ), 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 lednové prognózy (fiskální impulzy v letech 2005 a 2006 ve výši 0,7 p.b. a 0,2 p.b., zatímco impulzy v základním scénáři jsou zhruba nulové). Vývoj v otázce tvorby a užití fiskálních rezerv v tomto roce a v dalších letech je však obestřen velkou nejistotou. Nelze proto zcela vyloučit ani možnost, že se tento vývoj nakonec ubere spíše mírně protiinflačním směrem.
- b) Určitým signálem proinflačním směrem se může zdát oproti prognóze lepší **čistý vývoz** v 4Q04. Toto zlepšení je však dáno především slabším dovozem zboží investiční povahy, takže z hlediska růstu HDP může dojít ke kompenzujícímu zvolnění domácí poptávky (tomu však neodpovídají další související ukazatele, jako je nepřestávající růst úvěrů nefinančním podnikům). Vzhledem k tomu, že propad investičních dovozů působí v kontextu předchozího vývoje této řady dosti neobvykle, však nelze tomuto ukazateli přikládat příliš velkou váhu.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) V důsledku vývoje **kurzové složky reálných měnových podmínek** od počátku ledna je nastavení těchto podmínek v 1Q 2005 prozatím méně proinflační (o 0,3 p.b. přísnější) než v prognóze. Nominální kurz CZK/EUR za dosavadní průběh 1Q05 (kolem 30,20 CZK/EUR) se pohybuje asi o 2 % pod úrovní, s níž pracuje prognóza v 1Q05 (30,80 CZK/EUR), přičemž tato odchylka v čase narůstala (16.2. byl kurz 30,06 CZK/EUR).¹ Nižší než prognózovaná inflace (viz níže) zdaleka nestačila dopad této odchylky do kurzové složky reálných měnových podmínek kompenzovat. Naproti tomu úroková složka se vyvíjí takřka přesně v souladu s prognózou (nižší hodnota 1R PRIBORu je kompenzována nižší inflací).
- b) V lednu 2005 byl ve všech hlavních segmentech spotřebního koše zaznamenán pomalejší než prognózovaný **růst spotřebitelských cen** (meziročně 1,7 %, meziměsíčně 0,7 %, tj. obojí 0,2 p.b. pod příslušným prognózovaným údajem). Výjimkou jsou regulované ceny, které vzrostly oproti prognóze rychleji (v důsledku meziroční povahy sledovaného indexu CPI se tato chyba týká jen následujících 11 měsíců). Odchylka ve vývoji tržních cen působí směrem k nižší budoucí inflaci prostřednictvím její vysoké perzistence. Nezvykle nízký růst cen v lednu pravděpodobně souvisí aspoň zčásti se slabšími než prognózovanými poptávkovými tlaky. Není však vyloučen ani vliv spíše technického faktoru v podobě změn v cenové politice ekonomických subjektů (změna sezónnosti; leden coby počátek roku byl dosud tradičně spojen s vlnou cenových nárůstů). Proto bude velmi důležité, do jaké míry se oproti prognóze nižší meziměsíční růst cen bude opakovat také v únoru.
- c) Mírným tlakem na nižší než prognózovaný růst CPI se může v budoucnu projevit skutečnost, že meziroční **růst dovozních cen** za 4Q04 (1,8 %) byl nižší než prognózovaný (3,8 %), a to ve všech svých základních kategoriích. Projevil se zde rychlejší než očekávaný pokles světových cen surovin a polotovarů ke konci roku 2004 a rovněž výraznější reakce na apreciaci koruny ve druhé polovině loňského roku. Oproti prognóze byl nižší i růst cen výrobců.

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **lednovém zasedání** (27.1.) BR snížila limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 25 b.b. na 2,25 %. Pro finanční trhy byl tento pohyb dosti překvapivý. Nikdo z 23 analytiků dotázaných agenturou Reuters pro nejbližší měsíce neočekával změnu MP sazeb. Na pozdější tiskové konferenci guvernér Z. Tůma zdůvodnil pokles sazeb hlavně snížením prognózy inflace (v jejímž pozadí je v první řadě posilování kurzu). Ohledně budoucí trajektorie úrokových sazeb Z. Tůma prohlásil, že „s inflační prognózou je konzistentní mírný pokles sazeb v první polovině roku 2005. Nicméně v delším období ČNB drží výhled postupného růstu sazeb; jejich zvýšení se však odkládá na první polovinu roku 2006“. Na překvapivé snížení a doprovodný komentář sazby zareagovaly výrazným poklesem. Na krátkém konci výnosové křivky klesla trajektorie očekávaných 3M sazeb až o 45 b.b., na delším konci (IRS kontrakty) došlo k poklesu sazeb v průměru o 25 b.b. (viz níže grafy 4 a 5). I v dalších dnech, souběžně s pokračující appreciací kurzu CZK/EUR a po zveřejnění nižšího než predikovaného růstu indexu spotřebitelských cen a Minutes z 1.SZ (shodně 8.2.), docházelo především v horizontu 1R k dalšímu poklesu úrokových sazeb (viz graf 2).

¹ V rámci zpracování lednové prognózy byla provedena citlivostní analýza dopadů změny kurzu koruny vůči euru v odchylkách od základního scénáře. Současný vývoj devizového kurzu se výrazně posunul od základního scénáře směrem k apreciační variantě této analýzy.

Současná **tržní očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb** jsou tedy následující. Z posledního šetření agentury Reuters (16.2.) vyplývá, že tři z 25 dotázaných analytiků očekávají snížení MP sazeb o 25 b.b. již v únoru a dalších 10 analytiků podobný krok očekává do konce prvního pololetí roku 2005. Pro konec roku 2005 je nejpravděpodobnější variantou výše limitní úrokové sazby pro dvoutýdenní repo operace dvě nebo 2,25 % (shodně 9 analytiků).

Obdobná situace je patrná i z peněžního trhu. Trajektorie očekávaných 3M sazeb se v průběhu celého roku 2005 pohybuje mezi 2,15 % a 2,25 %. Tržní trajektorie 3M sazeb se do konce roku 2005 pohybuje v průměru o 10 b.b. pod základním scénářem prognózy z 1.SZ.

Na **delším konci výnosové křivky** se trend poklesu po překvapivém snížení MP sazeb dále prohloubil. Vlivem rychlejšího poklesu kratších splatností (1R, 2R IRS o cca 50 b.b.) došlo ke zvýšení strmosti výnosové křivky o 28 b.b. a její sklon, měřeno rozpětím 10R – 2R, k 16.2. dosahoval 128 b.b.

Analytici finančních trhů očekávají **apreciaci kurzu**. V horizontu 1R by měl kurz posílit o 1,3 % na 29,46 CZK/EUR (viz graf 8), zatímco základní scénář prognózy očekává pro 1Q 2006 kurz na úrovni 30,4 CZK/EUR.

Tabulka 1: Vybrané citace prohlášení členů BR v tisku k úrokových sazbám

27.1. L.Niedermayer (rozhovor pro BBC – česká redakce)	Slovní intervence, to je takový podivný názor. Samozřejmě projevít názor, jak vidíme, jak to vypadá s kurzem, kam by se mohl pohnout, či nemohl, co to udělá ekonomice. Tuhle informaci poskytnout možno lze, ale přece jenom ten nástroj jsou opravdu úrokové sazby, eventuelně intervence když ta ekonomika se ... blíží ke svému potenciálu, tak to je situace, která opravdu vyvolává velmi seriózní úvahu o snížení sazeb, respektive spíš by člověk musel hledat důvody, proč úrokové sazby nesnížit.... Podle mého názoru to, co jsme doteďka viděli, to není zrovna ta situace, kdy centrální banka, nebo kdy já osobně bych uvažoval o intervencích.
7.2. Z.Tůma (rozhovor pro Listy hlavního města Prahy)	V současné době se česká ekonomika nachází stále ještě pod svým potenciálem a to je jedním z důvodů, proč jsou sazby skutečně mimořádně nízké. Druhým podstatným důvodem je výrazné posílení české koruny vůči euru a dolaru.
14.2. Z.Tůma (rozhovor pro MF Dnes)	Jsme ve fázi cenové stability a nelze očekávat dramatické změny ve vývoji cen i úroků. Takže úroky mohou jít trochu nahoru, trochu dolů, to závisí na vývoji rizik.
14.2. M.Singer (rozhovor pro Hospodářské noviny)	Centrální banka už bere v úvahu silný kurs koruny. Chápe, že posilování měny vytváří restriktivnější prostředí a na to je potřeba vhodným způsobem reagovat. Nikoliv proto, že mám nějaký názor, jak silný by kurs měl být, ale protože mám nějaké prostředí.... Výsledky zahraničního obchodu ukazují, že to nejsou nějaké náhodné výkyvy. Ukazují, že ekonomika silný kurs koruny zvládá. To už není jen otázka, že kvůli silnější měně se zpřísnily podmínky. Je potřeba se dívat nakolik snížení úroků o čtvrt procentního bodu toto zpřísnění vyrovnává.
16.2. M.Singer (rozhovor pro Reuters)	V rámci střednědobé perspektivy jsem přesvědčen, že koruna může a bude posilovat....Ty všechny důvody (pro apreciaci koruny) tu jsou, jsou (to) důvody zásadní, fundamentální, a nevidím žádný důvod, proč by tu neměly být i nadále.

5. Doporučení k nastavení MP sazeb a ke komunikaci

Doporučení k nastavení MP sazeb:

SMS doporučuje snížit sazby o 0,25 p.b.

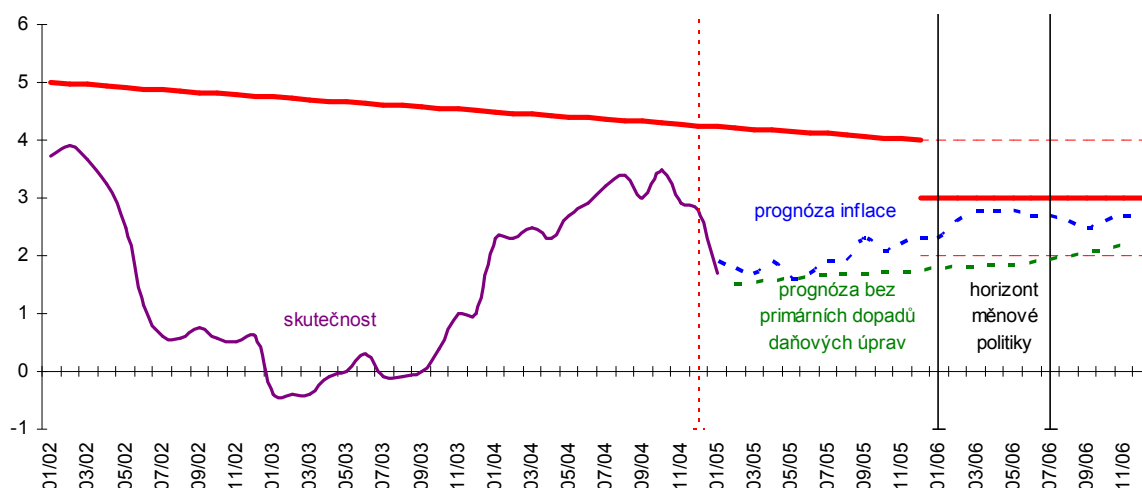
Doporučení k MP komunikaci:

SMS doporučuje komunikovat, že **informace získané od jednání bankovní rady ČNB na konci ledna vychylují rizika lednové prognózy zřetelně v protiinflačním směru** (kurz, růst spotřebitelských cen). Proto také nynější MP rozhodnutí nastavuje hladinu úrokových sazeb mírně níže, než signalizovala lednová prognóza.

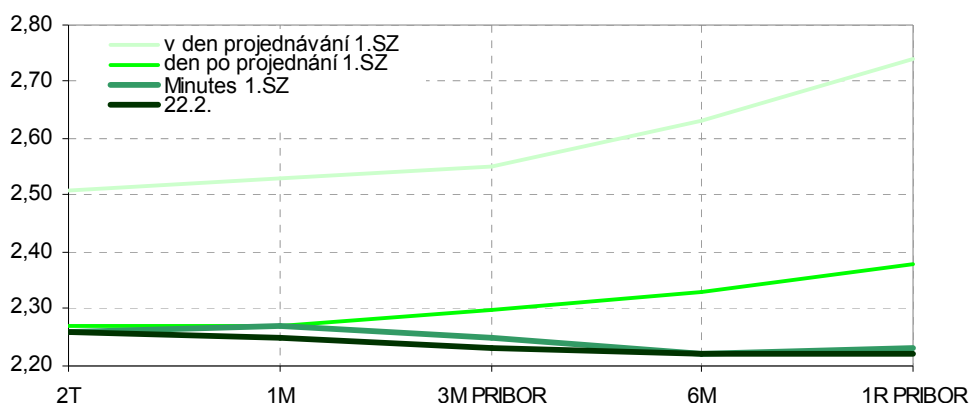
Ve snaze **nenapomáhat dalšímu posilování kurzu** dále SMS doporučuje v komunikaci zdůrazňovat, že pokračující posilování kurzu v posledních týdnech je dáno především vlivem vývoje v ostatních zemích středoevropského regionu (razantní hospodářský růst v Polsku a na Slovensku, v menším rozsahu také v Maďarsku) a očekáváním privatizace státního majetku. Naproti tomu celkový stav a výhled české ekonomiky podle analýz ČNB svědčí spíše jen pro mírné posilování koruny v dlouhodobějším horizontu.

6. Grafy

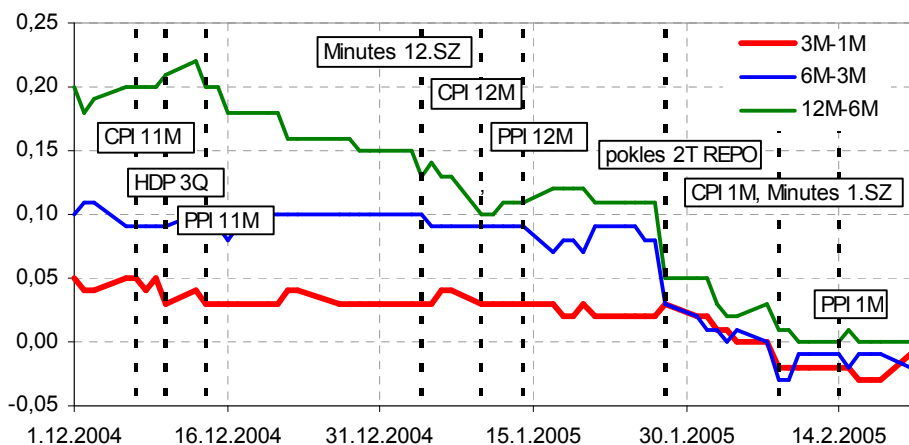
Graf 1: Prognóza inflace z 1. SZ



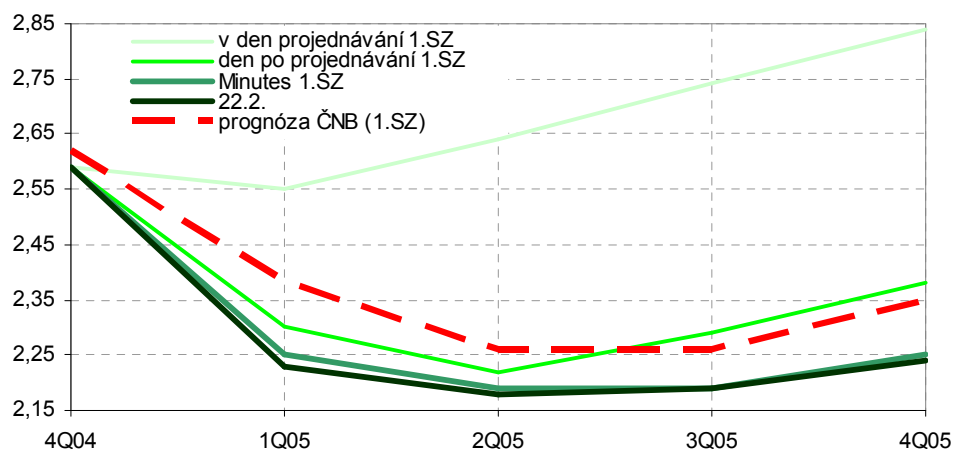
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



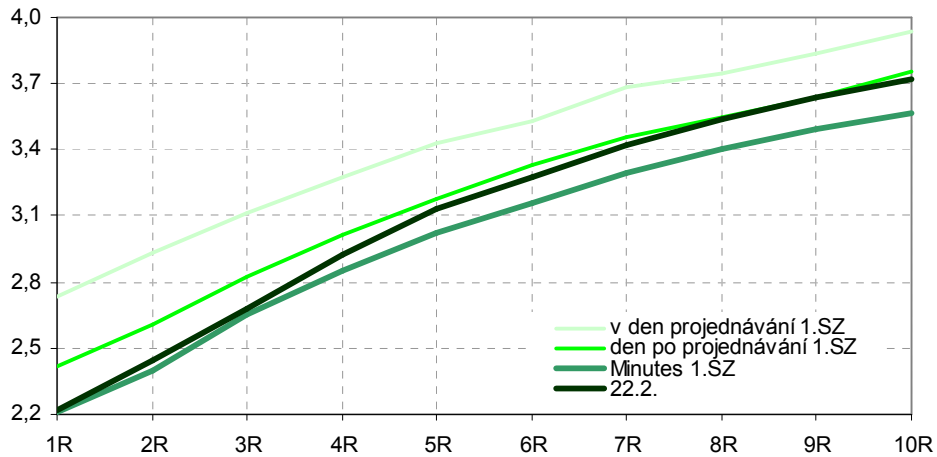
Graf 3: Úrokové spready - PRIBOR



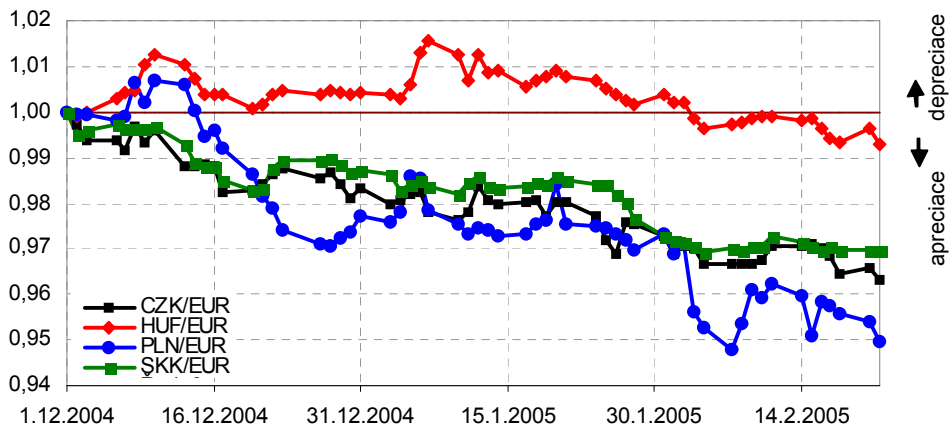
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



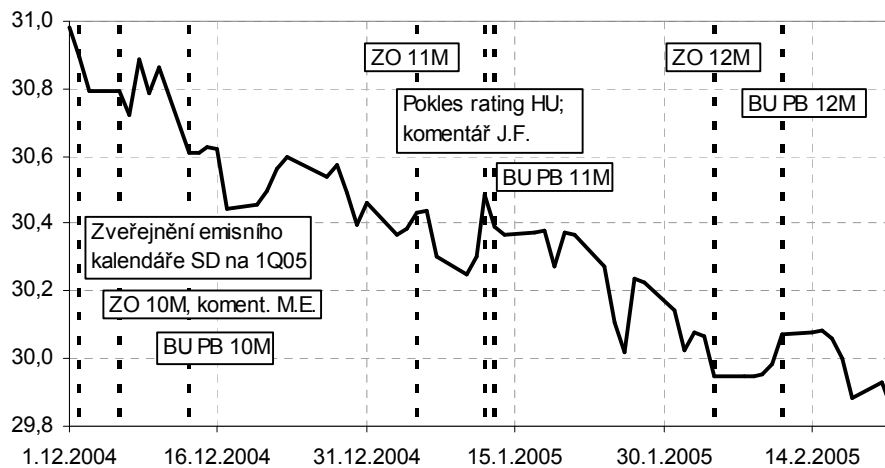
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.12. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

