

Měnověpolitické doporučení pro 3.SZ 2005

Sekce měnová a statistiky

1. Základní scénář lednové prognózy

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je lednová makroekonomická prognóza. Dle základního scénáře této prognózy bude 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, jejich následná stabilita a postupný růst v první polovině roku 2006. Poté co bankovní rada v lednu rozhodla o poklesu sazeb o 25 b.b., při svém únorovém zasedání ponechala úrokové sazby na stávající úrovni 2,25 %. *Za rozhodnutí konzistentní s prognózou lze tedy nyní považovat ponechání sazeb na úrovni 2,25 %.*

Aktuální situační zpráva hodnotí souhrnně rizika lednové prognózy vzhledem k horizontu MP jako protiinflační. Naplnění lednové prognózy je ohroženo především z důvodu apreciovanějšího kurzu koruny k euru, který spolu s nižší inflací otevírá prostor pro přehodnocení budoucí trajektorie úrokových sazeb oproti lednové 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

- a) Nejistota ohledně budoucího vývoje fiskálu se od minulého měsíce nezměnila. I nadále tedy přetrvává už v minulých MPD identifikované **riziko, že se stát 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). Potenciálním impulzem směrem k expanzi může být pro české veřejné finance také čerstvě schválené rozvolnění Paktu stability a růstu. 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 vývoj ve fiskální sféře nakonec ubere spíše opačným, protiinflačním směrem (v takovém případě však jen ve velmi omezeném rozsahu).
- b) Z indikátorů publikovaných během března vedly k největší simulované odchylce proinflačním směrem od lednové prognózy (v Grafu rizik inflační prognózy v SZ) nové údaje o **růstu HDP za 4Q04** (skutečnost 4,3 %, lednová prognóza 3,5 %). Změnu oproti prognóze přinesly také údaje za celý rok 2004 (skutečnost 4,0 %, led-

nová prognóza 3,6 %). Po zohlednění spíše nižší než očekávané inflace v prvních měsících tohoto roku však nové údaje o HDP naznačují, že je spíše třeba poněkud zvýšit trajektorii inflačně neutrálního výstupu, takže výhled mezery výstupu a s ním konzistentního vývoje úrokových sazeb by se z titulu nových údajů o HDP neměl příliš změnit.

- c) Odchytky faktorů **vnějšího prostředí** od předpokladů prognózy se navzájem zhruba kompenzovaly (mírně vyšší výhled 1R EURIBORu, nižší německá inflace pro rok 2005 a HDP v roce 2004). Z tohoto obrázku se vymyká pouze **vývoj cen ropy** v posledním období – jejich růst již přestává být kompenzován oslabováním dolaru a cena ropy v korunovém vyjádření roste.

3. Argumenty pro nižší úroveň úrokových sazeb oproti prognóze

- a) Průměr **nominálního kurzu CZK/EUR** za dosavadní průběh 1Q 2005 (kolem 30,01 CZK/EUR) se pohybuje asi o 2,5% pod úroveň, s níž pracuje prognóza v 1Q 2005 (30,80 CZK/EUR). Do značné míry se tak naplňuje apreciační verze lednové analýzy citlivosti prognózy na autonomní výchylku kurzu o 1 Kč oproti základnímu scénáři. Uvedená odchylka je hlavním faktorem toho, že reálné měnové podmínky se v dosavadním vývoji za první čtvrtletí od lednové prognózy odchylojí přísnějším směrem (nominální úrokové sazby sice klesly mírně více, než bylo konzistentní s prognózou, reálný dopad tohoto poklesu je však zhruba kompenzován nižší inflací). Dosavadní aprece ovšem může být v následujícím období poněkud korigována možností pokračování již probíhajícího odlivu krátkodobého zahraničního kapitálu ze středoevropského regionu a rovněž vyplácením dividend.
- b) **Růst spotřebitelských cen v únoru** byl těsně pod prognózou (1,7 %, tj. o 0,1 p.b. méně než předpokládal základní scénář). Signály, že odchylka od lednové prognózy směrem dolů by mohla nastat i v nejbližších čtvrtletích, pocházejí zejména ze segmentu cen potravin (nečekaně rychlý pokles CZV v posledních dvou měsících). Jedině regulované ceny rostly oproti prognóze rychleji, na druhé straně se však zvyšuje riziko, že během letošního roku nedojde k prognózou předpokládanému zvýšení regulovaného nájemného a TV a rozhlasových poplatků.

4. Očekávání finančních trhů a komunikace ČNB

Na **únorovém zasedání** (24.2.) BR ponechala limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni ve výši 2,25 %. Uvedené rozhodnutí bylo v souladu s očekáváním většiny analytiků. Pouze tři analytici z 25 dotázaných agenturou Reuters (16.2.) očekávali snížení MP sazeb o 25 b.b. již na únorovém zasedání. Na následné tiskové konferenci guvernér Z. Tůma oznámil, že BR vážně zvažovala i snížení MP sazeb. Argumenty pro jejich pokles však nebyly tak robustní, jako pro jejich zachování. Ohledně dalšího vývoje Z. Tůma prohlásil, že na základě dnešních informací bude příští pohyb sazeb pravděpodobně směrem dolů. Úrokové sazby na rozhodnutí BR a pozdější komentář zareagovaly mírním poklesem. Na krátkém konci výnosové křivky sazby klesly v průměru o 3 b.b., zatímco na dlouhém konci to bylo v průměru o 2 b.b. (viz graf 4 a 5). K poklesu sazeb docházelo i v první březnové dekádě. Vedle zveřejněných minutes a nižšího než predikovaného růstu indexu spotřebitelských cen (shodně 8.3.) byla hlavním důvodem klesajících úrokových sazeb pokračující aprece kurzu

CZK/EUR, tažena obdobným vývojem v celém střeoevropském regionu. Avšak vybírání zisků zahraničními investory vedlo od 10.3. k postupnému oslabení kurzu koruny, a tím i k částečné korekci klesajících úrokových sazeb.

Současná *tržní očekávání ohledně budoucího pohybu úrokových sazeb* jsou tedy následující. Z posledního šetření agentury Reuters (24.3.) vyplývá, že 13 analytiků z 23 dotázaných očekává snížení sazeb již v březnu, další dva volí mezi březnem a dubnem a zbylých osm očekává pokles sazeb o 25 b.b. v průběhu 2Q05. Všichni dotázaní analytici se tedy shodují, že MP sazby budou muset ještě klesnout, otázkou je pouze kdy. Obdobná je situace na peněžním trhu, kde je patrné očekávání dalšího snížení úrokových sazeb na přelomu 1Q05 a 2Q05, a to cca o 25 b.b. (viz graf 2). Na konci roku 2005 by však mělo dojít ke zpřísnění měnové politiky, a to o 25 b.b. na 2,25 %. Tržní trajektorie 3M sazeb se tak do konce roku 2005 pohybuje v průměru o 15 b.b. pod základním scénářem prognózy z 1.SZ.

Analytici finančních trhů očekávají *apreciaci kurzu*. V horizontu 1R by měl kurz posílit o 3,2 % na 29,11 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 médiích

8.3.	J.Frait (článek „Silná koruna exportérům nevadí“, Hospodářské noviny)	Předpokládáme, že koruna by v nejbližších letech měla reálně zhodnocovat zhruba tříprocentním tempem, aniž by působila problémy. Tempo reálného posilování z posledních měsíců ale považuji za dlouhodobě neudržitelné.
9.3.	P.Řežábek (rozhovor pro BBC – česká redakce)	Silná koruna je velký problém a ještě větší problém je ta dynamika posilování koruny. A to bych hodnotil asi jako největší aktuální problém ... považuji devizovou intervenci až vlastně za poslední krok, který bychom měli činit.
10.3.	L. Niedermayer (ČTK)	Česká národní banka nevyklučuje přímý zásah proti silné koruně na trhu...Devizové intervence mohou mít krátkodobý efekt, ale jejich dlouhodobý účinek je značně omezený.
11.3.	M.Erbenová (rozhovor pro ČT 1 – Události, komentáře)	Česká národní banka ... má řadu nástrojů, kterými může ovlivňovat ekonomický vývoj. Patří mezi ně standardně úrokové sazby a jejich změny, patří mezi ně také devizové intervence. Na druhou stranu je třeba říct, že kolísání kurzu měn je přirozené a normální. V této době se nacházíme v etapě posilování kurzu koruny, zhruba před rokem koruna naopak oslabila, takže není nutné z každého pohybu kurzu hned vyvozovat dalekosáhlé důsledky.
22.3.	Z.Tůma (Evropské bankovní a finanční fórum)	Příští pohyb úrokových sazeb bude spíše směrem dolů. To ještě neznamená, že tuto pozici budu mít v okamžiku, kdy budeme rozhodovat o nastavení měnové politiky...Je dobře, že koruna oslabila. Tempo posilování z uplynulých měsíců bylo neudržitelné.

Měnověpolitické doporučení

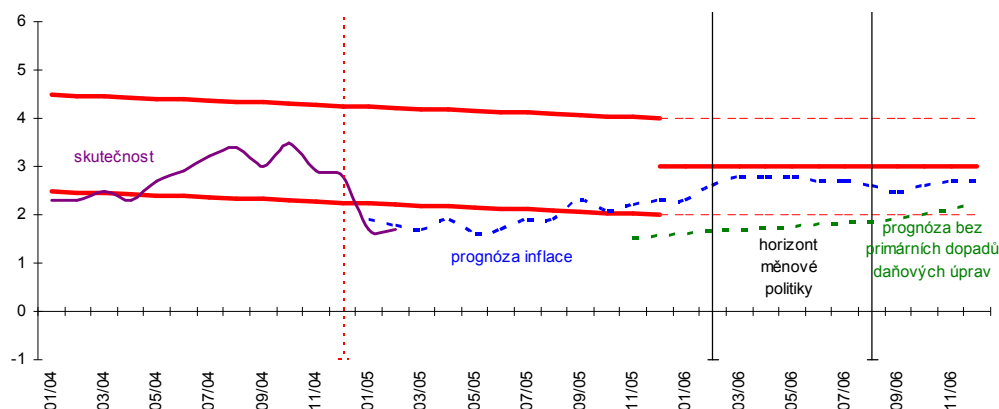
Po zvážení uvedených argumentů doporučuje sekce měnová a statistiky **snížit úrokové sazby o 0,25 p.b.**

Doporučení ke komunikaci rozhodnutí:

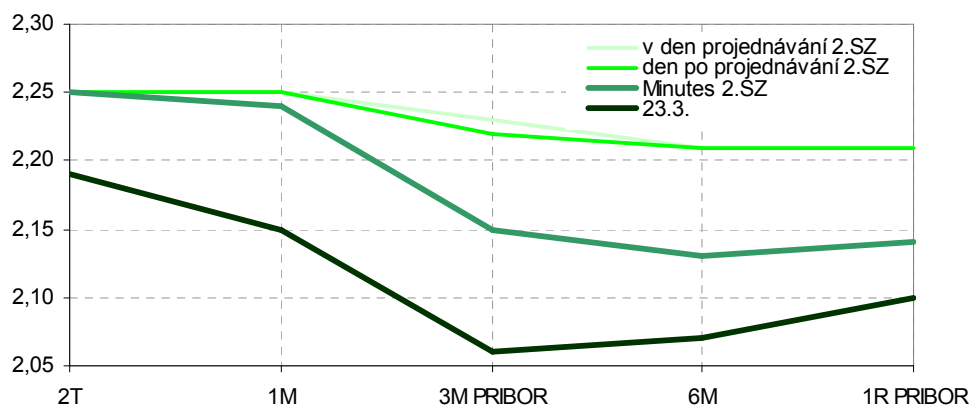
Snížení úrokových sazeb nebude nijak překvapivé, zejména bude-li vysvětleno jako snaha **zabránit přílišnému poklesu budoucí inflace v důsledku dosavadní apreciacie koruny. Mírné oslabení kurzu v posledních dnech** neodstraňuje potřebu snížit úrokové sazby. ČNB pracuje přednostně s průměry za delší období, přičemž průměrné hodnoty kurzu za 1Q implikují zřetelně přísnější nastavení měnových podmínek, než signalizovala prognóza.

Jistý zájem médií a analytiků může být zaměřen také na to, zda je snížení sazeb na místě i po nových údajích o růstu **HDP v roce 2004**. Přetrvávající nízká inflace však naznačuje, že překvapivě solidní růst HDP je založen na vyšším než dříve předpokládaném růstu kapacitních zdrojů v ekonomice, aniž by docházelo k oživování proinflačních tlaků.

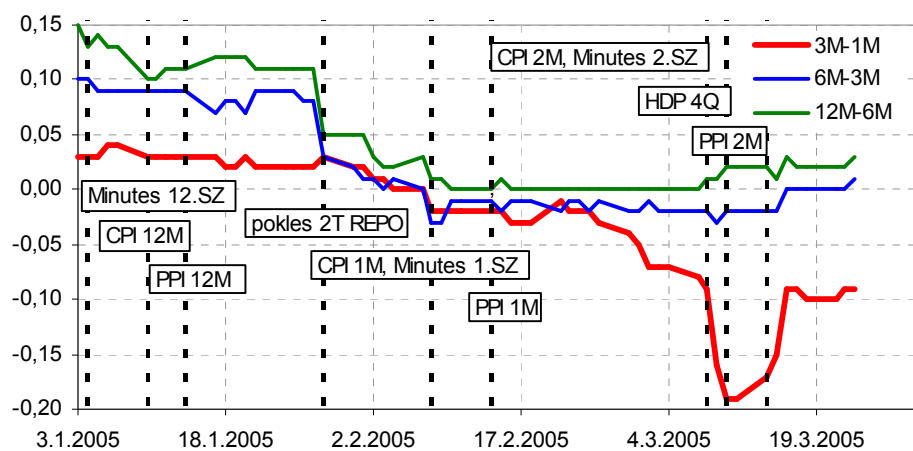
Graf 1: Prognóza inflace z 1.SZ 2005 a cílové pásmo



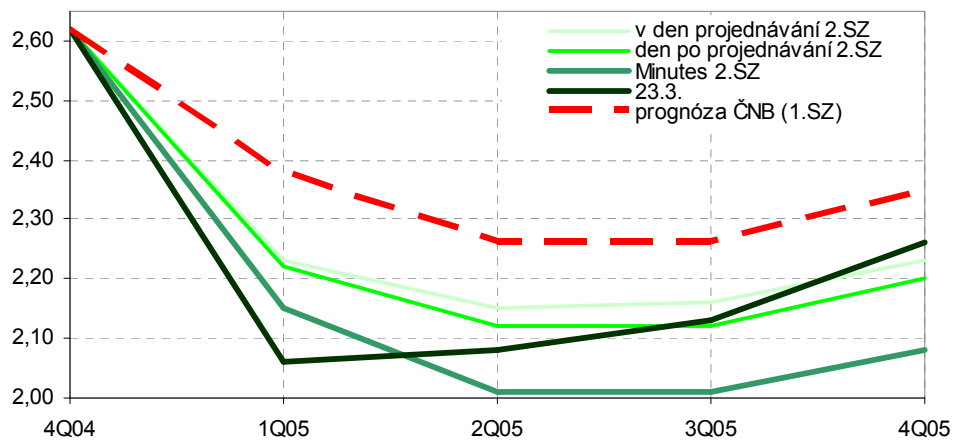
Graf 2: Výnosové křivky PRIBOR



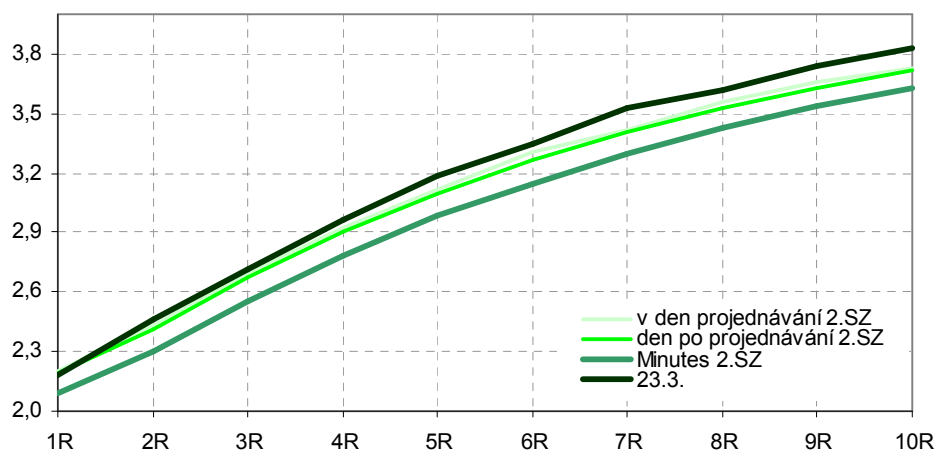
Graf 3: Úrokové spready - PRIBOR



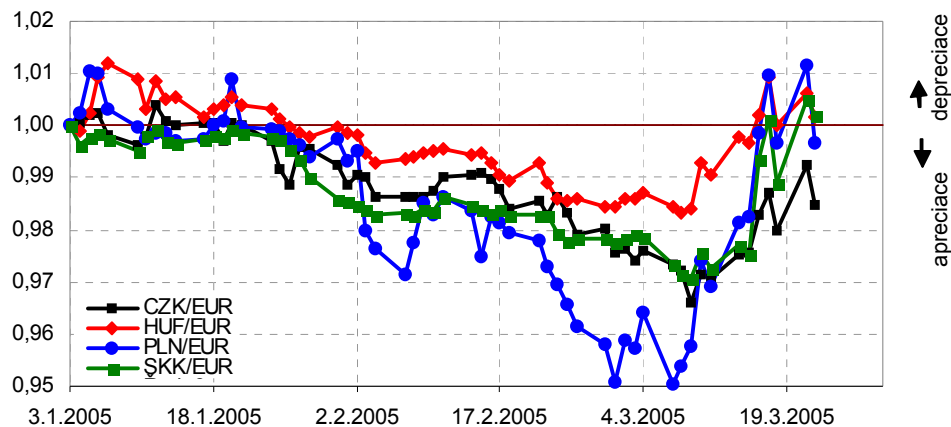
Graf 4: 3M PRIBOR, FRA



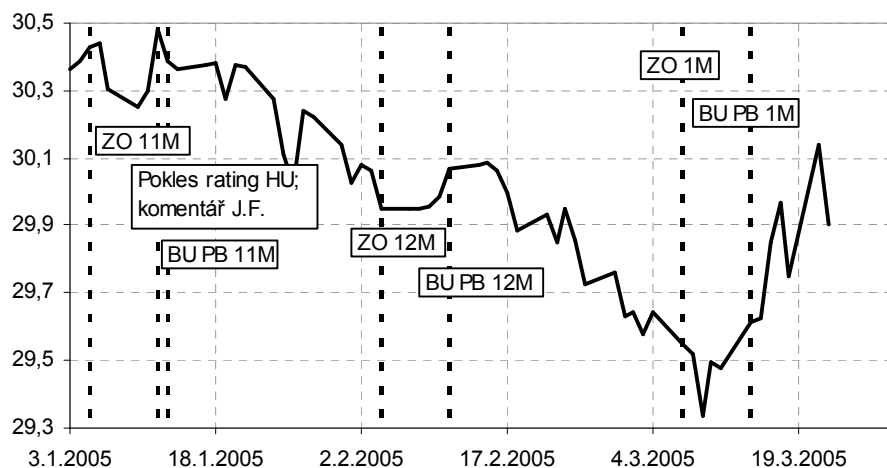
Graf 5: IRS



Graf 6: Kurzy středoevropských měn (1.1. = 1.0)



Graf 7: Kurz CZK/EUR



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

