

Měnově politické doporučení (3. SZ 2003)

1. Vyhodnocení měnověpolitických rozhodovacích kritérií

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *lednová makroekonomická prognóza* předložená v 1. (velké) SZ. Podle této prognózy se inflace navrátí do spodní poloviny pásma inflačního cíle zhruba na začátku druhého čtvrtletí 2004. Návrat ke středu pásma inflačního cíle lze očekávat teprve na konci roku 2005 (viz příloha A). S touto prognózou bylo konzistentní snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b na začátku roku 2003 a jejich následná stabilita. Snížení sazeb v rozsahu 0,25 p.b. ze dne 30.1.2003 bylo v souladu s těmito předpoklady lednové prognózy.

Rizika stávající prognózy zůstávají dle 3.SZ v horizontu nejučinnější transmise (březen až srpen 2004) celkově mírně proinflační. Ve směru vyšší inflace v roce 2004 může působit oproti prognóze slabší *kurz koruny*, který dosáhl v dosavadním průběhu roku (k 20.3.) průměrné hodnoty 31,62 CZK/EUR, zatímco prognóza počítá pro první pololetí 2003 s hodnotou 31 CZK/EUR. Směrem k růstu inflace může působit i odchylka *ceny ropy* na světových trzích od referenčního scénáře lednové prognózy v důsledku válečného konfliktu v Iráku (jak v 1Q2003, tak rozdíl CF z března a ledna pro rok 2003). Prognóza cen ropy je momentálně spojena s mimořádnými nejistotami. Dalším proinflačním rizikem – ovšem bez dopadu do měnové politiky – je pravděpodobný vyšší růst *regulovaných cen* a především *nepřímých daní* (viz níže). Jako riziko ve směru nižší inflace identifikovala SZ nadále nižší než předpokládaný růst cen zemědělských výrobců (předpoklad meziročně v 1Q2003 –9,9%, zatím 15,5%), pravděpodobný pomalejší růst mezd v roce 2003 a pomalejší očekávaný hospodářský růst v EU (opět snížení v CF a dalších aktuálních prognózách).

Mírně proinflační vnímání rizik lednové prognózy by naznačovalo, že je namístě zvážit oproti prognóze neutrální nebo přísnější nastavení úrokových sazeb. Vedle rizik naplnění lednové prognózy uvedených v SZ lze ale jmenovat **další rizika a argumenty**, které by měly být při MP rozhodování vzaty v potaz.

Působení *fiskální politiky* je sporné. Na jedné straně pravděpodobný odklad reformy veřejných financí a z něj plynoucí vyšší deficit v roce 2004 lze jednoznačně označit za proinflační riziko (viz alternativní scénář setrvačného vývoje hospodaření veřejných rozpočtů z 1.SZ 2003). Na druhé straně došlo ve 3.SZ k dalšímu snížení odhadu deficitu v roce 2002 a 2003. Vliv tohoto přehodnocení na inflaci zůstává však nadále nejistý, neboť není zcela zřejmá jeho struktura (viz minulé MPD).

Oproti lednové prognóze bude vyšší dopad úprav *regulovaných cen* a především *nepřímých daní*. Technické promítnutí předpokládaných úprav nepřímých daní vede dle časování odhadovaného ČNB k dočasné výchylce prognózy inflace na horní hranu inflačního cíle v 3Q2004 až 1Q2005 (viz graf A2 v příloze). Podíl změny prognózy regulovaných cen na tomto technickém propočtu je poměrně malý. Navíc se bude příspěvek RC dostávat směrem k 1-1,5% předpokládaným při stanovení inflačního cíle (tj., mimo dosah výjimek). Diskuse reakce měnové politiky by se tak měla soustředit na příspěvek nepřímých daní. Ten je dle dohody ČNB s vládou („Stanovení inflačního cíle pro 2002-5“) plně výjimkovatelný. To znamená, že výhled uvedený v grafu A2 by neměl zavádět příčiny ke zpřísnování měnové politiky (navíc je spíše za horizontem nejučinnější transmise). Naopak, případné další uvolnění měnové politiky, které by pravděpodobně vedlo k podpoře domácí poptávky, by nemělo být

omezováno obavou z dočasného přestřelování inflačního cíle z titulu působení nepřímých daní.

Kromě působení FP a nepřímých daní s neutrálním vlivem na měnovou politiku lze, podobně jako při 2.SZ, identifikovat několik faktorů působících směrem ke zvýšení i snížení úrokových sazeb.

Směrem ke zvýšení sazeb lze stejně jako v minulém MPD uvést přetrvávající odchylku skutečného vývoje *inflačních očekávání* od předpokladů prognózy (cca 1,5 p.b. v 1Q2003 a přes 2 p.b. ve 2Q2003). Vyšší inflační očekávání by tak potvrzovaly relevanci alternativního scénáře s uvolněnějšími počátečními podmínkami v důsledku vyšších inflačních očekávání, se kterým je konzistentní přísnější měnová politika. Na druhé straně je pravděpodobné, že v inflačních očekáváních analytiků je obsažen předpokládaný vliv úprav nepřímých daní. Pokud je tomu tak, pak by ani zahrnutí (přímého vlivu) změn nepřímých daní do prognózy, tedy i do inflačních očekávání, nemělo vést k přehodnocení nastavení měnové politiky (viz výše). To by znamenalo, že základního scénář úrokových sazeb by byl i po zohlednění diskrepance v inflačních očekáváních relevantním vodítkem pro současné MP rozhodování.

Za argument ve směru zvýšení sazeb lze dále považovat *rozpor mezi vývojem úrokového diferenciálu a kurzem koruny*. Zatímco úrokový diferenciál je v důsledku poklesu sazeb v eurozóně (1R) oproti prognóze vyšší o cca 0,7 p.b., kurz koruny je ve srovnání s prognózou slabší. To znamená, že se prosazují jiné faktory působící mimo nepokrytou úrokovou paritu (např. odkládání fiskální reformy, negativní sentiment na středoevropských trzích), které tlačí kurz směrem k depreciaci. Tato úvaha by mluvila ve prospěch naplnění alternativního scénáře z 1.SZ depreciace kurzu o 1 Kč v důsledku změny očekávání trhu.

Naopak, podobně jako v 1.SZ, lze jako důvod pro snížení sazeb uvést snahu o *dřívější návrat inflace do cíle* než implikuje prognóza. Inflace se v horizontu nejučinnější transmise nachází na spodním okraji cílového pásma a až do konce roku 2005 je v jeho spodní polovině. Systematické podstřelování inflačního cíle, které se v reakční funkci přenáší z minulosti do budoucnosti, vede k úvaze, že implikovaná trajektorie úrokových sazeb by měla být v současnosti považována spíše za horní mez optimálního nastavení sazeb (viz v lednu provedené tři MP experimenty agresivnějšího úrokového pravidla). Náhled na případný rychlejší návrat do cíle z titulu působení nepřímých daní byl diskutován v rámci rizik prognózy.

Stejným směrem, tj. ke snížení sazeb, vede i skutečnost, že predikční aparát (resp. v něm obsažené úrokové pravidlo) neobsahuje omezení v podobě *nemožnosti poklesu nominálních úrokových sazeb do záporných hodnot*. Proto je nutné při měnověpolitickém rozhodování přistupovat k rizikům prognózy asymetricky, tj. přikládat vyšší váhu dezinflačním rizikům. Tato asymetrie v hodnocení rizik by přitom měla narůstat s tím, jak se nominální úrokové sazby blíží nule. Pro asymetrické chápání rizik hovoří i nižší náklady přestřelení cíle (vyšší než přirozené inflace) ve srovnání s jeho podstřelením (nižší než přirozené inflace) z důvodů cenových rigidit na některých trzích.

2. Doporučení

Po zvážení uvedených argumentů odbor měnové politiky doporučuje

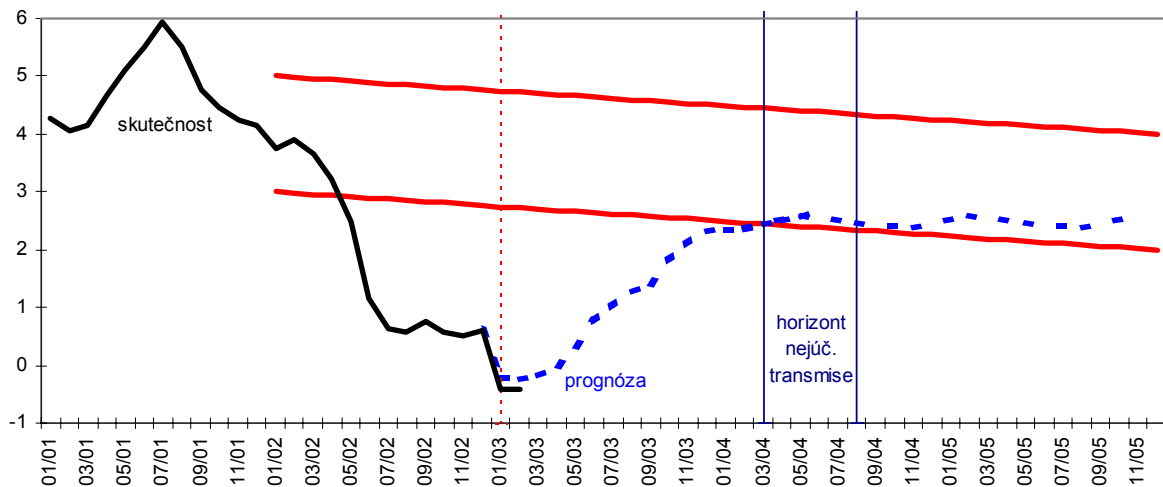
ponechat úrokové sazby na současné úrovni.

3. Očekávání finančních trhů

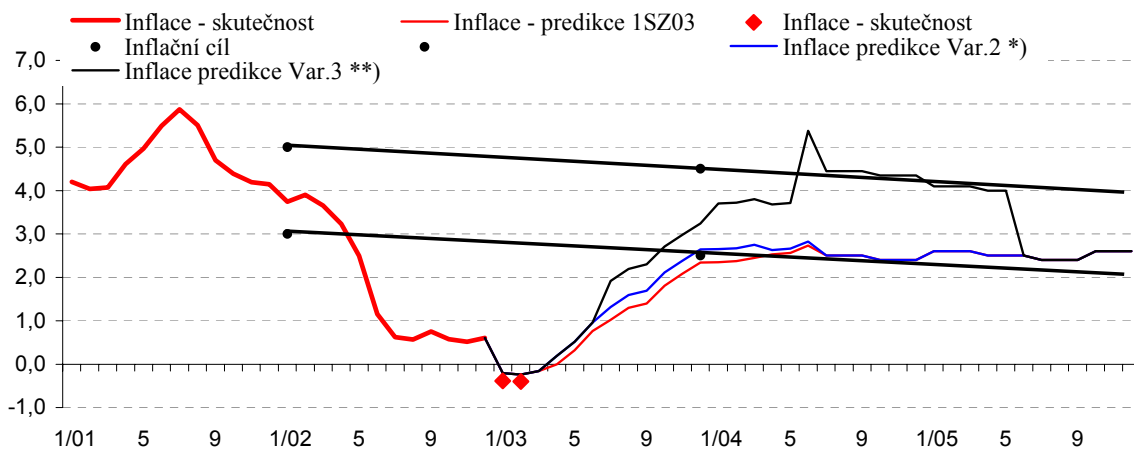
Až do zveřejnění výsledků platební bilance za loňský rok v úterý 18.3. se prohlubovalo očekávání účastníků finančního trhu ohledně dalšího snížení úrokových sazeb. Po zveřejnění nepříznivého vývoje vnější nerovnováhy ale došlo k výrazné korekci tohoto očekávání a výnosová křivka peněžního trhu se vrátila nad úroveň před projednáním 2.SZ (viz příloha B). Spread mezi 3M a 1M PRIBORem, indikující krátkodobá očekávání, v současnosti činí $-0,06$ p.b. Spread mezi 6M a 3M PRIBORem a 12M a 6M PRIBORem je nulový, což signalizuje slabé očekávání poklesu sazeb ve druhém čtvrtletí a očekávání jejich stability po zbytek roku. Podobný obrázek poskytuje trh FRA, sazby FRA jsou ve všech dobách splatnosti pod trajektorií sazeb konzistentních s lednovou prognózou, a to o cca 0,2 p.b. Analytici finančního trhu nadále očekávají v horizontu 12 měsíců posílení kurzu koruny vůči euru o cca 3% (viz příloha C).

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Graf A1: Prognóza inflace z 1. SZ 2003 a cílové pásmo



Graf A2: Technické promítnutí dopadů uvažovaných administrativních zásahů do predikce inflace z 1. SZ 2003

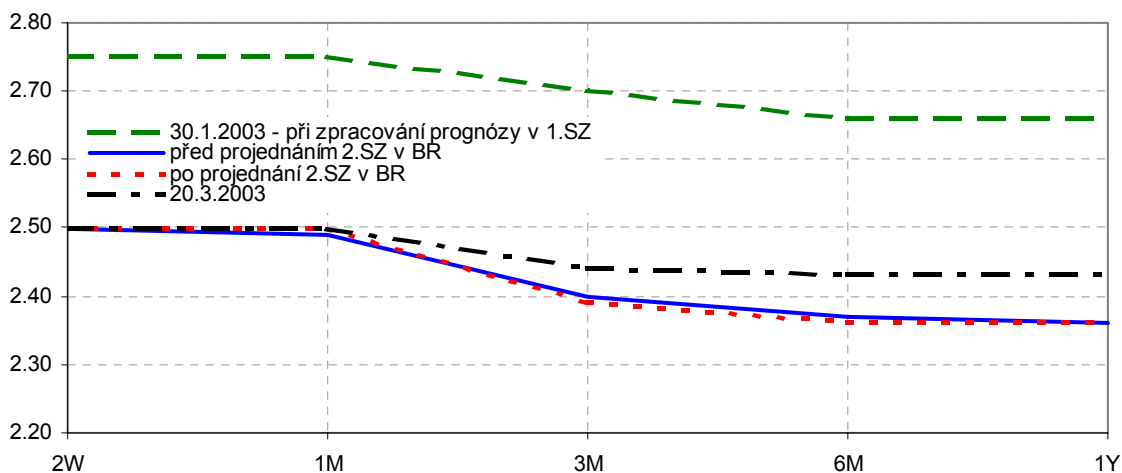


*) Predikce inflace z 1. SZ 2003 se zahrnutím nového odhadu růstu cen plynu v roce 2003

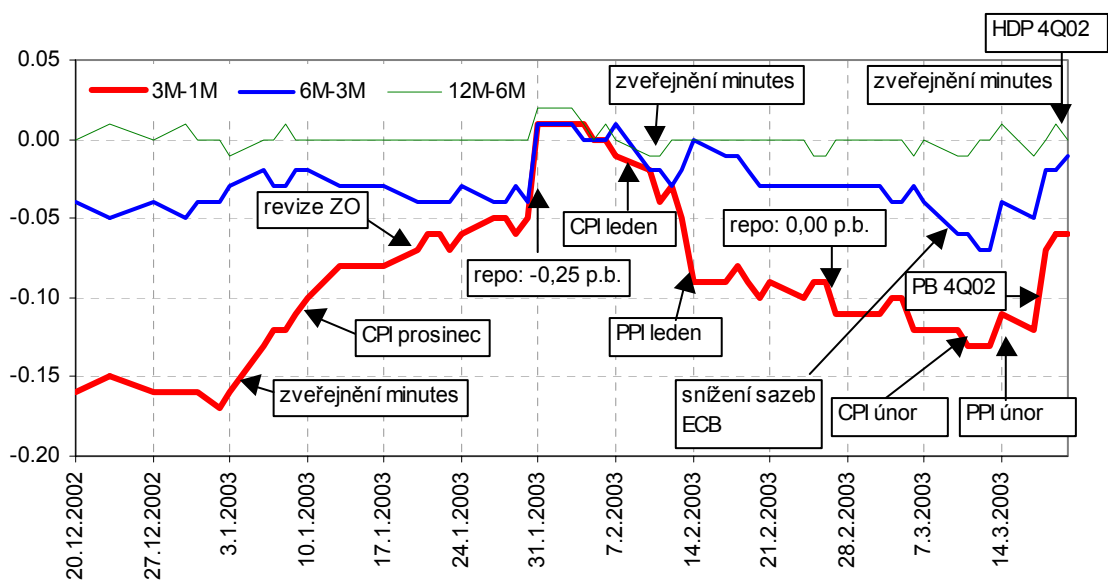
***) Predikce inflace z 1. SZ 2003 se zahrnutím nového odhadu růstu cen plynu a předpokladu o uskutečnění všech uvažovaných znění nepř. daní: spotřební daně 1.7.03 (termín je odhadem ČNB) a 1.1.04, DPH 1.6.04 (ke dni vstupu do EU)

Příloha B: Úrokové sazby

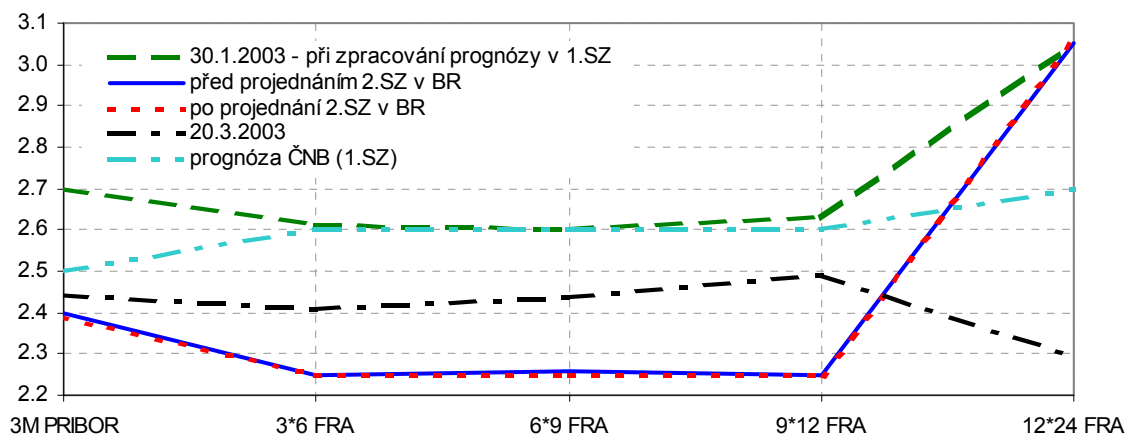
Výnosové křivky - PRIBOR



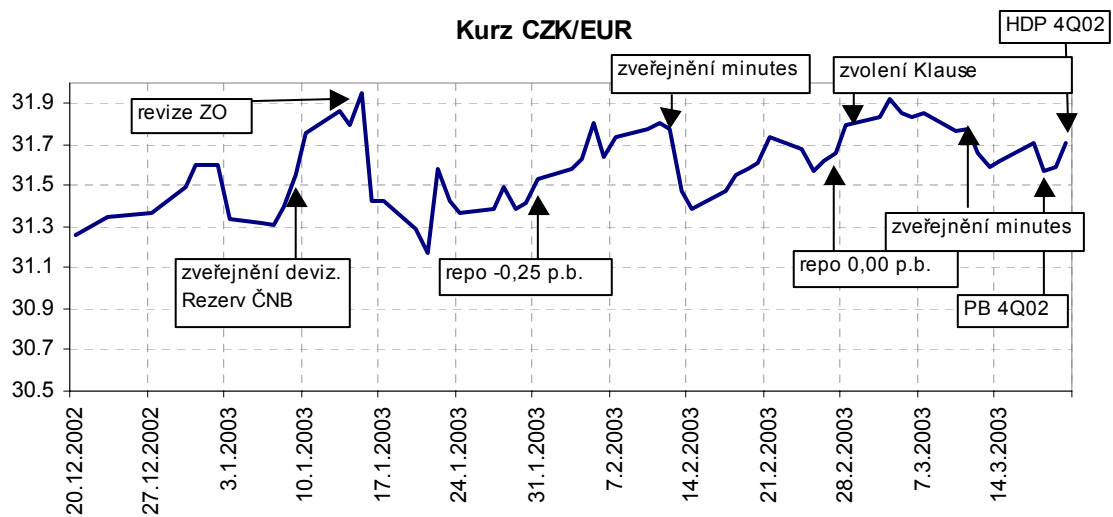
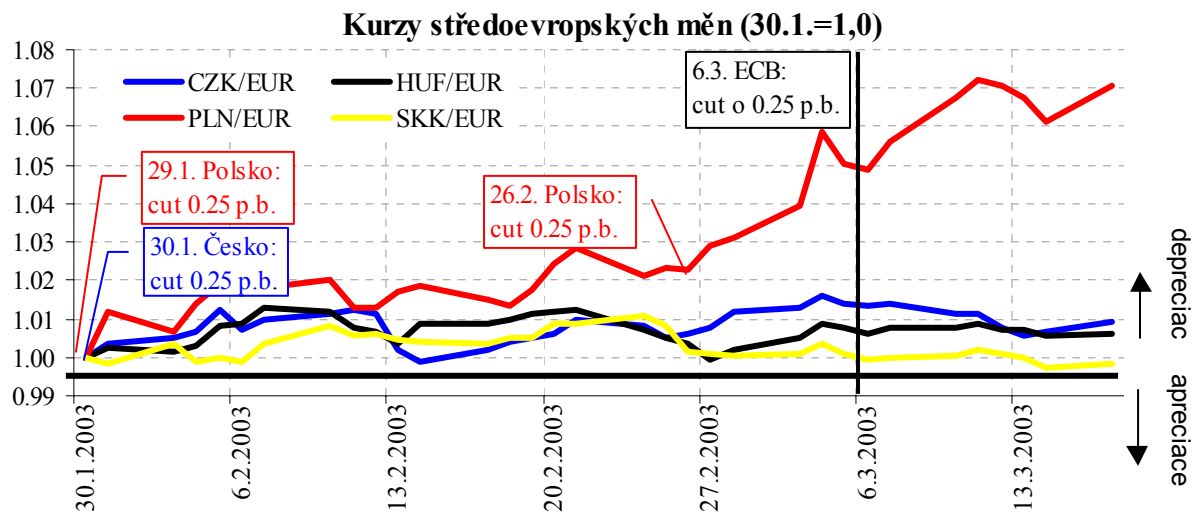
Úrokové spready - PRIBOR



FRA



Příloha C: Devizové kurzy



Očekávání kurzu CZK/EUR na rok dopředu - aktuální kurz

