

ČESKÁ NÁRODNÍ BANKA

sekce měnová

V Praze dne 11. srpna 1998

Materiál k projednání v bankovní radě České národní banky Doplňující analýza a prognóza k 7. SZ

Stručný obsah – důvod předložení:

Materiál se předkládá na základě
BR z 30. 7. 1998

Část I.

Návrh usnesení bankovní rady

Útvary, s nimiž byl materiál projednán:

Část II.

Předkládací zpráva

Zaměstnanci, kteří budou k tomuto materiálu přizváni na jednání bankovní rady:

Ing. Matalík, Ing. Kalous, Ing. Polák,
Ing. Hájek, doc. Ing. Izák

Část III.

Vlastní materiál včetně příloh

Předkládá: Ing. Miroslav Hrnčář, DrSc.
Kontroloval: doc. Ing. Aleš Čapek, Csc.
Zpracoval: sekce měnová

N á v r h

Rozhodnutí bankovní rady České národní banky

Bankovní rada po projednání materiálu „Doplňující analýza a prognóza k 7. SZ“

s c h v a l u j e s účinností od 14. 8. 1998:

- a) snížení limitní úrokové sazby pro 2T REPO operace ČNB ze 14,5 % na 14,0 %,
- b) snížení diskontní sazby ze 13 % na 11,5 % a snížení lombardní sazby z 19 % na 16 %.

Předkládací zpráva

Materiál je předkládán na základě usnesení BR ze dne 30. 7. 1998.

Doplňující analýza a prognóza k 7. SZ

Obsah

Úvod

1. Prognóza dalšího vývoje inflace
 - 1.1 Expertní prognóza inflace na rok 1998 a 1999
 - 1.1.1 Změna kurzu a varianty vývoje inflace
 - 1.1.2 Vývoj veřejných financí
 - 1.1.3 Vývoj mzdy a produktivity práce
 - 1.1.4 Prognóza HDP a vnější nerovnováhy
 - 1.2 Prognóza inflace s využitím MMTS II a MMI

2. Aktuální vývoj na peněžním trhu
 - 2.1 Důsledky snížení repo sazby o 0,5 bodu na 14,5 %
 - 2.2 Důsledky snížení sazby PMR o 2 body na 7,5 %
 - 2.3 Dopad do reálných sazeb
 - 2.4 Vliv přílivu krátkodobého kapitálu na vývoj úrokových sazeb

3. Trajektorie dezinflačního procesu a stanovení kontrolního mezicíle v čisté inflaci v r. 1999

4. Návrh opatření a jeho zdůvodnění
 - 4.1 Dezinflační proces a vývoj úrokových sazeb
 - 4.2 Faktory udržitelnosti dezinflačního procesu
 - 4.3 Návrh na opatření měnové politiky

Úvod

Předložený materiál představuje doplňující analýzu a prognózu k 7. SZ. V rámci tohoto dokumentu je zpracována variantní prognóza inflace a z toho vyplývající implikace pro měnovou politiku ČNB. Materiál si neklade za cíl substituovat pravidelně zpracovávanou SZ. Proto neopakuje údaje a informace obsažené v SZ.

Materiál obsahuje čtyři části:

- část 1. obsahuje variantně zpracovanou prognózu inflace. Prognóza je zpracována jednak expertním způsobem v časovém horizontu konec r. 1999, jednak na základě variantních modelových přístupů. Jednotlivé varianty prognózy inflace indikují nebezpečí „podstřelení“ cíle v čisté inflaci v r. 1998 a v závislosti na předpokladech další zrychlení či zpomalení dezinflačního procesu v r. 1999;
- v části 2. je stručně naznačen vývoj na peněžním trhu v období po snížení limitní sazby pro repo operace ČNB na 14,5 % v polovině července a po snížení sazby PMR koncem července. Je konstatováno, že ve sledovaném období dochází k poklesu úrokových sazeb, jež odráží vedle pozitivních inflačních očekávání i příliv kapitálu ze zahraničí v podmínkách klesající rizikové prémie;
- v části 3. jsou naznačeny důvody pro stanovení středové hodnoty interního mezicíle v čisté inflaci v r. 1999 pod úrovní průměru středových hodnot cílových intervalů v sousedních letech. Jsou jimi nelineární průběh dezinflačního procesu a možné splnění cíle v r. 1998 na jeho dolní hranici nebo pod ní;
- v části 4. je na základě provedené analýzy a prognózy navrženo snížení 2T repo sazby ČNB o 0,5 p.b. Současně je s ohledem na předpokládanou trajektorii procesu dezinflace doporučeno snížení lombardní a diskontní sazby.

1. Prognóza dalšího vývoje čisté inflace

1.1. Expertní prognóza čisté inflace na rok 1998 a 1999 včetně doplňujícího rámce

1.1.1 Propoččet na základě trendu a expertní odhad

Nízký meziměsíční růst spotřebitelských cen a čisté inflace v březnu až červenci 1998 vedl ke snížení meziroční celkové i čisté inflace. Mzm. čistá inflace činila v průměru v březnu až červenci pouze 0,1 % (ve stejném období m.r. 0,5 %), v důsledku tohoto vývoje se mizr. čistá inflace oproti březnu (7,9 %) snížila na 6,1 % v červenci.

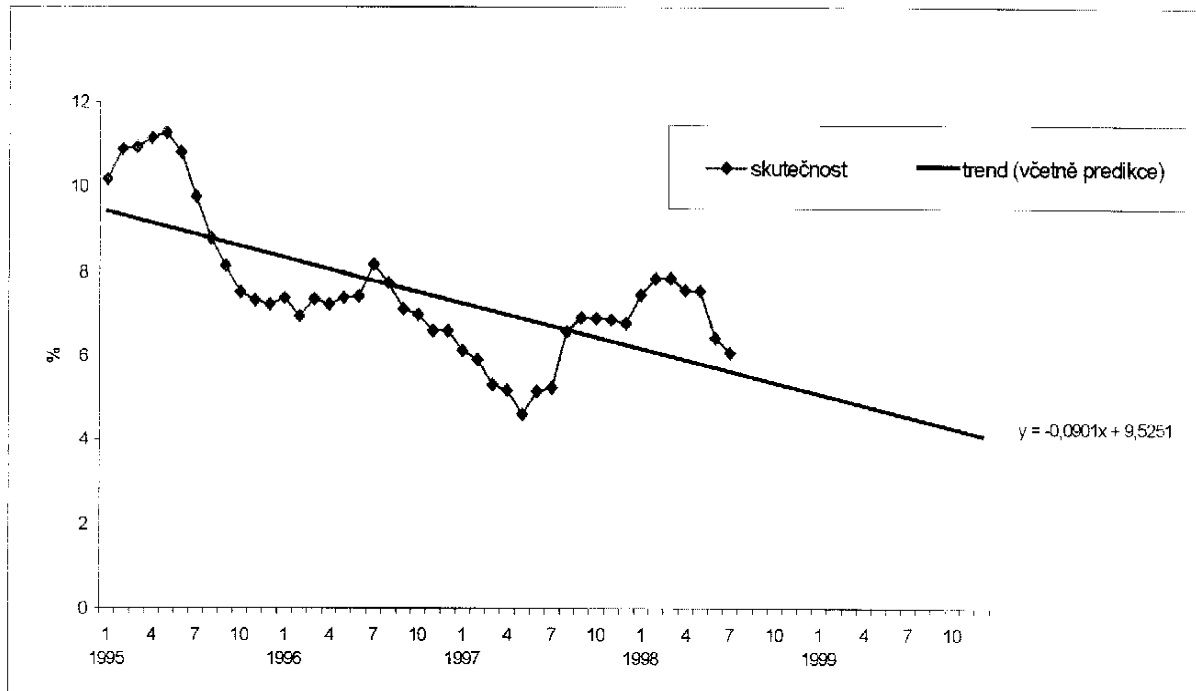
Sezónní očištění čisté inflace metodou Arima X 11 v rámci programu SPSS (rozklad časové řady na trendcyklickou, sezónní a náhodnou složku) ukázalo, že mzm. pokles čisté inflace v červenci o 0,2 % znamenal další pokračování tendence ke snižování hodnot trendu čisté inflace, vykazované od března do června, pokles trendu byl však nevýrazný (propočtený trend mzm. čisté inflace v červnu 0,20 %, červenci 0,14 %).

V souhrnu lze ovšem cenový vývoj v posledních pěti měsících hodnotit jako příznivý. K tomuto vývoji přispěl již 4 čtvrtletí trvající mizr. pokles reálné spotřeby domácností, mizr. pokles reálné mzdy při mizr. růstu produktivity práce v posledních dvou čtvrtletích, zpomalení růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů, pokles cen surovin na světových trzích, relativně příznivý vývoj cen potravin, příznivý vývoj kurzu Kč a nízký růst peněžní zásoby.

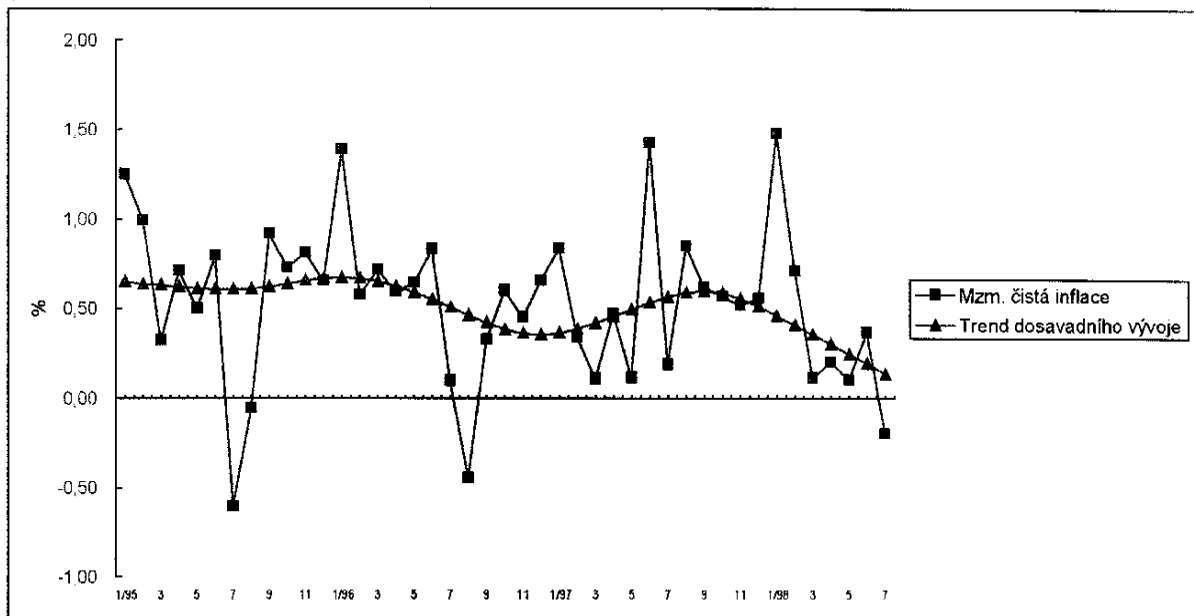
Trend vývoje mzm. čisté inflace (za období od ledna 1995 do července 1998) jsme propočteli předně jako lineární regresi (proložení skutečných hodnot přímkou, graf č. 1), a dále pomocí metody Arima X 11 (graf č. 2). Aplikací sezónních odchylek (u lin. regrese získaných jako průměr odchylek skutečných hodnot od trendu za předchozí roky, u metody Arima X 11 byly sez. odchylky propočteny programem) na propočtené trendy jsme získali mzm. a návazně mizr. hodnoty čisté inflace v jednotlivých měsících roku 1998.

Meziroční čistá inflace

Graf č.1

Trend skutečného vývoje čisté inflace
(MEZIMĚSÍČNÍ INDEXY)

Graf č. 2



Tabulka 1

	Meziměsíční čistá inflace v %					Meziroční čistá inflace v %				
	08/98	09/98	10/98	11/98	12/98	08/98	09/98	10/98	11/98	12/98
SPSS	-0,2	0,4	0,5	0,4	0,4	4,9	4,7	4,6	4,5	4,3
Lineár. regrese	0,0	0,4	0,5	0,4	0,4	5,1	5,0	4,9	4,8	4,6
Expert. odhad	0,2	0,5	0,5	0,5	0,6	5,4	5,3	5,2	5,2	5,2

Propočty ukazují, že při udržení dosavadních trendů a při promítnutí sezónních odchylek by v prosinci 1998 mizr. čistá inflace dosáhla 4,3 – 4,6 %. Expertní odhad ve výši 5,2 % se od vyššího z obou technických odhadů liší o 0,6 proc. bodu, tj. o 0,1 proc. bodu na měsíc, což vyjadřuje rizika vývoje v tomto období, podrobněji specifikovaná v 7. SZ, především kursově změny a vývoj veřejných financí, z části pak i vývoj cen potravin a nákladové inflace.

Za ještě méně vhodné a více problematické považujeme použití technické predikce (pomocí propočteného trendu) pro odhad mizr. čisté inflace ke konci roku 1999 (43 hodnot použitých pro propočet v poměru k 17 obdobím predikce). Z uvedených důvodů vylučujeme použití lineární regrese a metodu Arima X 11 jsme použili s vědomím její značné podmíněnosti. Odhad mizr. čisté inflace v prosinci 1999, propočtený touto metodou, činí 3,8 %.

Expertní predikce mizr. čisté inflace pro konec roku 1999 reflektuje:

- očekávané ztížení desinflačního procesu na úrovni kolem 5,0 %
- kursová rizika (podrobněji rozvedená v části 1.1.2)
- rozpočtová rizika (deficity veřejných rozpočtů, podrobněji v části 1.1.3)
- mzdová a příjmová rizika (podrobněji část 1.1.4)
- možnost zhoršení vývoje těch faktorů, které dosud působily a v krátké budoucnosti budou působit příznivě (ceny potravin, svět. ceny, nákladová inflace).

Z uvedených důvodů očekáváme v prosinci 1999 mizr. čistou inflaci 5,0 % \pm 0,5 proc. bodu, kde rozpětí vyjadřuje jak zvýšenou nejistotu odhadu, danou prodloužením horizontu predikce, tak i možnou volatilitu faktorů, působících na změny inflace bezprostředně, tj. především kursu.

V důsledku navrhovaného snížení úrokových sazeb nepředpokládáme žádný zásadní dopad do inflace cestou nerovnováhy poptávky a nabídky jako důsledku úvěrové emise. Vycházíme mj. i z vývoje úvěrové aktivity v posledních 6 měsících při poklesu sazeb bank o cca 3 procentní body a z růstu obezřetnosti bank. Snížení sazeb by naopak v jisté, byť nikoli výrazné míře mohlo pomoci snížit nákladovou inflaci. Při obtížném odhadu vlivu snížení sazeb na úroveň kursu však nemůžeme kvantifikovat účinky sazeb na cenový vývoj kursovou transmisí.

Některá podstatná rizika predikce jsou podrobněji rozvedena v následujících subkapitolách, spolu s doplňující predikcí vývoje HDP a vnější nerovnováhy.

1.1.2 Změna kurzu a varianty vývoje inflace

a) Prognóza na konec roku 1998

Jedním z rizik pro vývoj čisté inflace je změna kurzu Kč. Dosavadní zhodnocování kurzu Kč až na 17,76 Kč za DEM v červenci 1998 přispělo ke snižování míry inflace. Pro predikci vývoje inflace v druhé polovině roku 1998 uvažujeme tři varianty kursového vývoje. V první variantě předpokládáme v relevantním období (srpen – září 1998) udržení úrovně kursu z července 1998, tj. kolem hodnoty 17,6 Kč/DEM. Ve druhé variantě předpokládáme depreciaci na úroveň kursu kolem 18,0 Kč/DEM a ve třetí variantě na kurs 18,50 Kč/DEM (tabulka 2).

Propočet vychází ze zjištěné závislosti mezi mizr. indexem kursu a mizr. indexem čisté inflace (lin. regrese kurzu a čisté inflace v lednu 1995 až únoru 1998, korelační koeficient 0,71, tříměsíční zpoždění). Z těsnosti korelace, počtu analyzovaných hodnot a celkových ekonometrických charakteristik vyplývá, že vztah nesplňuje potřebná kritéria, používáme jej pouze z nedostatku lepších metod a výsledků. Z vývoje dále vyplývá, že odchylka mezi hodnotou čisté inflace propočtenou z indexů kursu a skutečnou hodnotu v posledních 5 měsících dosáhla v průměru 1,1 procentního bodu, což nepovažujeme za náhodné a připisujeme tuto skutečnost vlivu poklesu poptávky. Proto tuto odchylku uvažujeme i pro predikce.

Výsledky odhadu včetně promítnutí odchylky jsou uvedeny v tabulce 2.

Tabulka 2

Kurz Kč/DEM v září 1998	17,8	18,0	18,5
Mzr. změna kurzu v %	-5,5	-4,2	-1,5
Propočtená mzd. čistá inflace v prosinci 1998 v %	5,8	6,2	6,8
Mzr. čistá inflace v prosinci 1998 vč. Korekce	4,7	5,1	5,7

V první variantě tak bude kurz Kč zhodnocen proti stejnému období m.r. o 5,5 % a čistá inflace by podle tohoto propočtu dosáhla 5,8 %, s připočtením odchylky 4,7 %. Ve druhé variantě bude kurz Kč zhodnocen zhruba o 3,7 % (v srpnu až říjnu 1998) proti stejnému období minulého roku, což by znamenalo mzd. čistou inflaci v prosinci 1998 6,2 %, s připočtením odchylky 5,1 %. Obdobně ve třetí variantě (zhodnocení o 1,5 %) by mzd. čistá inflace dosáhla 6,8 %, resp. 5,7 %.

b) Prognóza na konec roku 1999

Pro rok 1999 uvažujeme opět tři varianty vývoje kurzu Kč. V první variantě předpokládáme stabilitu kursu na úrovni 17,8 Kč/DEM. Ve druhé variantě změnu kurzu (postupnou depreciační) na 18,70 Kč/DEM v září 1999 (z 18,00 Kč/DEM v září 1998) a ve třetí variantě změnu kurzu (postupnou depreciační) na 19,20 Kč/DEM (z 18,50 Kč/DEM v září 1998). Propočty potvrzují značný vliv rozdílů v úrovni kurzu na hodnotu mzd. čisté inflace. Rozdíl mezi 1. a 3. variantou (17,8 Kč/DEM – 19,20 Kč/DEM) implikuje rozdíl v hodnotě mzd. čisté inflace o cca 1 procentní bod. Použitelnost propočtů vlivu úrovně kurzu na konkrétní hodnotu mzd. čisté inflace v prosinci 1999 však považujeme za velmi spornou, výsledky různých variant spíše signalizují:

- poměrně značnou váhu i relativně malých kursových změn na vývoj čisté inflace
- poměrně silný předpoklad výrazného zpomalení poklesu mzd. čisté inflace při stabilitě, resp. mírné depreciační kursu (vyčerpání příznivého vlivu apreciační kursu).

1.1.3 Vývoj veřejných financí

Dalším rizikovým faktorem pro vývoj inflace je zhoršující se vývoj celkového salda veřejných financí. Odhad schodku státního rozpočtu na rok 1998 je založen na sumarizaci výdajů mimo plánovaný rozpočet dosud projednaných resp. schválených vládou (záruka České spořitelně, platby pojistného za neproduktivní obyvatelstvo, valorizace důchodů, mimořádné volby, ztráta KoB za rok 1997) a není tak v rozporu s přebytkem rozpočtu ke konci července 1998 ve výši 10,9 mld. Kč, protože tyto výdaje budou uskutečněny převážně v závěru druhé poloviny letošního roku. Polovina tohoto přebytku (5,5 mld. Kč) je navíc způsobena účetní operací převodu prostředků z FNM do příjmů SR za účelem vypořádání restitucí (transfer přes SR), zbytek jde na vrub výrazně omezeného čerpání kapitálových výdajů a také výdajů běžných (mimo podskupiny mandatorní výdaje). Výsledná výše očekávaného schodku státního rozpočtu 1998 může být posílena možnou realizací dalších původně neuvažovaných výdajů (majetková újma bank, nerealizované státní záruky, mise SFOR v bývalé Jugoslavii, zvýšení odpisů investičního majetku apod., nově pak požadavky na odstranění letošních povodňových škod).

Tabulka 3

Vývoj veřejných financí v letech 1993 – 1997 a predikce na rok 1998

mld. Kč	1993	1994	1995	1996	1997	1998 – predikce
Státní rozpočet	1,1	10,4	7,2	-1,6	-15,7	-27,0
Místní rozpočty	0,9	-1,1	-3,2	-9,4	-4,8	-7,0
SFA	1,5	1	-2,7	-2,3	-2,5	1,5
Státní fondy	0,1	0,4	0,0	1,1	1,7	0,0
Pozemkový fond	1,3	1,1	1,2	0,6	-1,6	-0,8
FNM	13,4	-5,4	4,0	-5,9	-4,5	-2,0
Zdravotní pojišť.	5	-0,9	-3,6	-4,4	-0,4	-0,6
Veř. Fin.	23,3	5,5	2,9	-21,9	-27,8	-35,9
Celkem						
% z HDP	2,3	0,5	0,2	-1,4	-1,7	-2,0

Pokud se týká výhledu na rok 1999, z výše uvedené tabulky je patrné, že nejvýznamnější položkou celé agregace veřejných rozpočtů je státní rozpočet. Predikci jeho vývoje v příštím roce výrazně ovlivňují některé objektivní skutečnosti. Jde zejména o slabé očekávané tempo hospodářského růstu, které podvazuje příjmovou stránku rozpočtu, na straně výdajů pak jde o stálý nárůst podílu tzv. mandatorních výdajů, ale i o stále významnější podíl

výdajů na obsluhu státního dluhu (nabude na aktuálnosti zejména s řešením skrytého vládního dluhu z minulých let).

Sestavení vyrovnaného státního rozpočtu, které je v současné ekonomické situaci nezpochybnitelnou prioritou vlády, musí být při nezměněných podmínkách vykoupenu pokračující (po loňských balíčcích) tvrdou výdajovou restrikcí nemandatorních položek ROPO (resp. odložením zbytných výdajů), včetně dotací obcím a podnikatelským subjektům. Signály fiskálních opatření, týkající se připravovaných úprav spotřebních daní (PHM, cigarety) a pojistného na sociální zabezpečení budou zřejmě z hlediska příjmového krytí spektra předpokládaných výdajů nedostatečné.

Z výše uvedených skutečností vyplývá, že sektor veřejných financí bude i v roce 1999 podléhat řadě rizikových faktorů, které zřejmě negativně ovlivní celkový makroekonomický rámec ekonomického vývoje. Tento předpoklad vychází především z dlouhodobého trendu veřejných rozpočtů k prohlubování deficitu, který může zastavit pouze zásadnější reforma celé soustavy veřejných rozpočtů.

1.1.4 Vývoj mzdy a produktivity práce

Rizikovým faktorem vývoje míry inflace zůstává růst průměrné mzdy v relaci k produktivitě práce i přes příznivý vývoj této relace v roce 1998.

V roce 1998 se podle odhadu několikaletý nepříznivý vývoj relace mezi produktivitou práce a průměrnou reálnou mzdou obrátil a při zvýšení produktivity práce reálná mzda poklesla.

V roce 1999 však při zvýšení produktivity práce o 2,7 % (HDP 2,1 %, pokles zaměstnanosti – 0,6 %) se reálná mzda podle prognózy zvýší o 2,5 % nebo více. Růst průměrné nominální mzdy lze totiž očekávat mezi 10 – 11 %, tedy přibližně jako v roce 1998, avšak při snižování míry inflace se reálná mzda zvýší. To by mohlo zpětně vytvářet tlak na růst spotřebitelských cen, zejména při zvýšení nominální mzdy nad 10 % ročně.

Tabulka 4

Růst produktivity práce a reálné mzdy v národním hospodářství v roce 1997 a prognóza na
roky 1998 a 1999
(tempa růstu v %)

	1997	1998	1999
HDP/prac.	1,7	2,2	2,7
Reálná mzda	3,1	- 1,4	2,5 – 3,4
Nominální mzda	11,9	10,0	10 – 11
Spotřebitelské ceny	8,5	11,6	7,3

1.1.5 Prognóza HDP a vnější nerovnováhy

Růst reálného HDP se ve 2. polovině roku 1998 oživí v důsledku mírného zvýšení reálné spotřeby domácností (kolem 1,1 %) a pokračujícího předstihu růstu vývozu před dovozem. Za celý rok 1998 tak předpokládáme zvýšení reálného HDP o 1 % (tabulka 5).

Tabulka 5

Základní údaje o nabídce a poptávce v reálném vyjádření

UKAZATEL	SKUTEČNOST						PREDIKCE				
	I/97	II/97	III/97	IV/97	1997	I/98	II/98	III/98	IV/98	1998	1999
HRUBÝ DOMÁCÍ PRODUKT	1,2	0,5	-0,1	2,2	1,0	-0,9	0,5	2,3	1,8	1,0	2,1
AGREGÁTNÍ POPTÁVKA (dom. popt. a vývoz)	3,8	4,1	0,9	4,4	3,3	6,8	2,4	4,6	3,0	4,1	2,8
CELKOVÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 1)	5,2	0,0	-4,4	-1,2	-0,4	-4,5	-1,5	1,6	-0,2	-1,1	0,4
KONEČNÁ DOMÁCÍ POPTÁVKA 2) v tom:	2,1	-0,8	-4,8	-0,7	-1,2	-2,1	-2,3	1,2	-0,6	-0,9	0,7
Spotřeba domácností	4,0	5,7	-2,2	-0,3	1,6	-1,6	-2,4	1,2	1,1	-0,4	1,5
Spotřeba vlády	1,1	-3,9	-3,2	-1,1	-1,8	-2,7	-1,5	1,5	0,9	-0,4	-0,3
Tvorba fixního kapitálu	-0,6	-8,5	-9,5	-0,9	-4,9	-2,5	-2,6	1,2	-3,6	-2,0	0,0
DOVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	7,5	9,4	2,4	7,7	6,7	17,3	5,0	7,9	4,7	8,4	3,6
VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB	1,3	11,7	11,3	15,5	10,2	27,4	8,9	9,6	8,3	12,8	6,2
ČISTÝ VÝVOZ ZBOŽÍ A SLUŽEB (saldo, míř. Kč)	-33,2	-26,1	-21,7	-29,1	-110,1	-21,3	-19,3	-19,7	-22,2	-82,5	-61,4

1) vč. změny stavu zásob; 2) beze změny stavu zásob

Pro rok 1999 odhadujeme zvýšení reálného HDP o 2,1 % a to v důsledku předpokládaného mírného zvýšení celkové domácí poptávky (o 0,4 %) při pokračujícím předstihu růstu vývozu před dovozem (vývoz 6,2 %, dovoz 3,6 %). V rámci domácí poptávky odhadujeme zvýšení reálné spotřeby domácností o 1,5 % (v roce 1998 pokles – 0,4 %) jako důsledek zvýšení reálné mzdy přibližně o 2,5 %.

Samotný růst spotřeby domácností, který předpokládáme pomalejší než růst reálného HDP, nepředstavuje významnější riziko pro zvýšení míry inflace.

Rostoucí dovozní náročnost HDP představuje určité riziko pro vývoj obchodní bilance v případě zrychlení růstu HDP.

Snížení úrokových sazeb, které by podpořilo růst HDP povede ke zvýšení dovozu.

Pro rok 1998 odhadujeme zvýšení dovozu zboží v b.c. o 14 % a vývozu zboží v b.c. o 24 %. Při zrychlení růstu HDP v roce 1999 reálně na 2,1 % a nominálně na 8,6 % (deflátor 6,4 %), odhadujeme zvýšení dovozu zboží o 9,4 % a vývozu zboží o 13,1 %. Růst dovozu zboží by tak byl mírně vyšší než růst nominálního HDP. Sblížení temp růstu dovozu a vývozu je důsledkem vyčerpávání vlivu znehodnocení Kč z 1. poloviny roku 1998 a obnovení tendence k reálnému zhodnocování Kč. Naproti tomu příznivě bude zřejmě dále působit pokračující konjunktura u našich hlavních obchodních partnerů (vliv na vývoz).

Při těchto odhadech by se deficit obchodní bilance postupně snižoval, stejně jako jeho podíl na HDP. Podobný vývoj lze odhadovat pro deficit běžného účtu platební bilance (tabulka 6).

Tabulka 6

Vývoz, dovoz, obchodní bilance a saldo běžného účtu v roce 1997 a prognóza na roky 1998 a 1999

	1997	1998	1999
Vývoz zboží (%růst)	21,5	24,1	13,1
Dovoz zboží (%růst)	14,5	14,0	9,4
Saldo OB	- 139,3	- 94,0	- 70,0
Saldo BÚ	- 100,1	- 64,0	- 52,0
HDP	1 649,5	1 814,9	1 970,8
Saldo OB/HDP	- 8,4	- 4,3	- 3,3
Saldo BÚ/HDP	- 6,1	- 3,5	- 2,6

Lze tedy předpokládat, že v důsledku zrychlení reálného růstu HDP na 2,1 %, se sice pokles deficitu obchodní bilance a běžného účtu zpomalí, ale jeho podíl na HDP se dále sníží. Vývoj obchodní bilance a běžného účtu by tudíž neměl vykonávat tlak na znehodnocení Kč.

1.2 Prognóza inflace s využitím MMTS II a MMI

Níže uvedená prognóza inflace na základě dvou modelů (MMTS II a MMI) nově zohledňuje pozitivní makroekonomický vývoj projevující se v posledních měsících. Vývoj inflace pozitivně ovlivňuje také posilování kurzu koruny od počátku roku. Zhodnocování kurzu je výsledkem přílivu zejména krátkodobého kapitálu a posunuje úroveň kurzu pod předpoklady měnového programu i postupně revidované odhady. Zároveň nás nutí uvažovat o změně vstupů obou použitých modelů ve směru méně výrazné meziroční průměrné depreciae. Výsledkem je nižší odhadovaný růst CPI a čisté inflace (dále ČI), ale i HDP.

Předpoklady

Základní prognóza - varianta 1

Základní scénář, který zde má hlavně funkci srovnávací základny a nepřisuzujeme mu významnou ekonomickou interpretaci, předpokládá konstantní úroveň nominálních úrokových sazeb do r. 2000 po provedené úpravě repo sazby 16. července 1998 z 15 % na 14,5. Pro kurz počítáme s postupnou a pravidelnou depreciaí od hodnoty 17,80 Kč/DEM (průměr za 7/1998) k 19,10 Kč/DEM v 12/2000. Pro USD přijímáme obdobný předpoklad. Průměrné hodnoty depreciae způsobené přetrvávajícím inflačním diferencialem jsou pro roky 1998 - 2000 2,5 %, 0,5 % a 2,5 %. Výkyvy v průměrných hodnotách jsou dány kolísáním kurzu v letech 1997 a 1998. Výsledky MMTS II resp. MMI jsou shrnuty v tabulce 1 a grafu 1, resp. v tabulce 3 a v grafech 3 až 8.

Uvolnění měnové politiky - varianta 2

Případné uvolnění měnové politiky je zde představováno dalším snížením nominální úrokové sazby v srpnu 1998 o 1 procentní bod a záměrem udržovat v následujících letech výši reálných úrokových sazeb na úrovni roku 1998, pokud to nezpůsobí příliš razantní nebo dokonce protisměrné pohyby úrokové sazby. Z důvodu této omezující podmínky dojde v roce 1999 ke zvýšení reálné úrokové sazby o 2,3 procentního bodu. V roce 2000 se tato úroková sazba přiblíží k úrovni r. 1998 na vzdálenost 1 procentního bodu. Problémy s udržením konstantní reálné výše úrokových sazeb jsou způsobeny meziročními změnami předpokládané výše cenových deregulací. Snížení úrokových sazeb povede k výraznějšímu oslabení kurzu,

k vyšší inflaci i růstu HDP. Ve srovnání s variantou 1 vzroste kurz Kč/DEM v r. 1998 na 19,41 a průměrné hodnoty depreciační v jednotlivých letech budou 2,75 %, 1,25 % a 2,75 %. Vyšší depreciační způsobily snížení nominálních úrokových sazeb (v souladu s nepokrytou úrokovou paritou) a vyšší domácí poptávka, která je důsledkem nižších reálných úrokových sazeb. Výsledky simulací nalezneme v tabulce 2 a grafu 2, resp. v tabulce 4 a grafech 9 až 12.

Výsledky simulace

Základní prognóza - varianta 1

Oba modely ukazují, že hodnoty ČI pro roky 1998 a 2000 míří pod spodní hranici koridoru pro inflační cíle ČNB. Pokles čisté inflace do záporných čísel u MMI ukazuje, že reálné úrokové sazby 9,5 % nelze považovat za dlouhodobě udržitelné. Kromě toho je MMI konstruován pro měsíční predikce a při použití ve střednědobém horizontu může přecenit tendence z meziměsíčních změn. Proces dezinflace je provázen dalším zpomalením růstu HDP způsobeným nárůstem reálné úrokové sazby (až na úroveň 9,5 %) a reálného kurzu.

Uvolnění měnové politiky - varianta 2

Uvolnění politiky způsobí oproti variantě 1 nárůst ČI. Pro rok 1998 je tento rozdíl méně výrazný a ČI zůstává pod intervalem inflačního cíle. K vyššímu růstu ČI dojde v roce 2000, ale její hodnota přesto zůstává uvnitř intervalu inflačního cíle pro oba modely.

Rozdíl mezi oběma variantami, pokud jde o vývoj HDP v roce 2000, je zhruba 1 procentní bod.

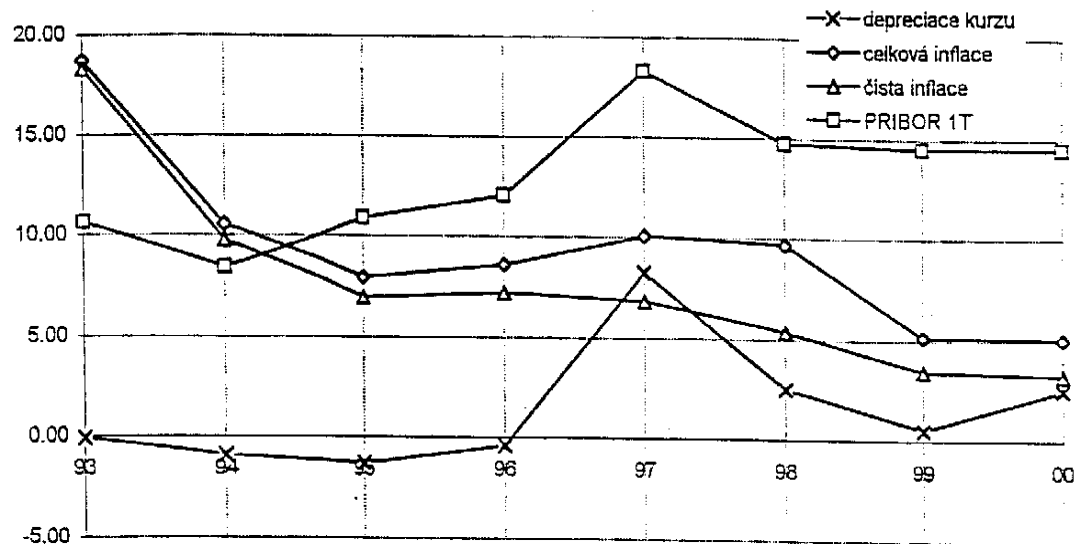
Závěr

Základní varianta slouží ke srovnání a ukazuje limitní hodnoty restriktive měnové politiky při zachování současné úrovně nominálních úrokových sazeb a očekávaného poklesu inflace. Simulace snížení úrokových sazeb vymezuje maximální hranici uvolnění měnové politiky tak, aby nebyly ohroženy inflační cíle ČNB v letech 1998 a 2000. Uvedené modelové prognózy cenového vývoje jsou značně citlivé na předpokládaný vývoj kurzu koruny, který je obtížné v malé, tranzitivní a velmi otevřené ekonomice modelovat a predikovat.

Tabuľka 1 MMTS II - Varianta 1

rok	depreciac kurzu	celková inflacie	čista inflacie	inflacie reg. cen	odchylka produk. od pot. rústu	real. sazba.	PRIBOR 1T
93	-0.11	18.70	18.26	30.12	-2.90	-8.10	10.60
94	-0.90	10.54	9.79	18.49	-0.80	-2.10	8.44
95	-1.31	7.94	6.94	12.30	2.90	2.93	10.87
96	-0.42	8.60	7.20	14.42	0.40	3.45	12.05
97	8.25	10.04	6.80	22.64	-2.50	8.27	18.31
98	2.50	9.70	5.35	22.00	-2.53	5.05	14.75
99	0.50	5.15	3.41	10.50	-2.45	9.35	14.50
00	2.50	5.06	3.21	10.40	-3.35	9.44	14.50

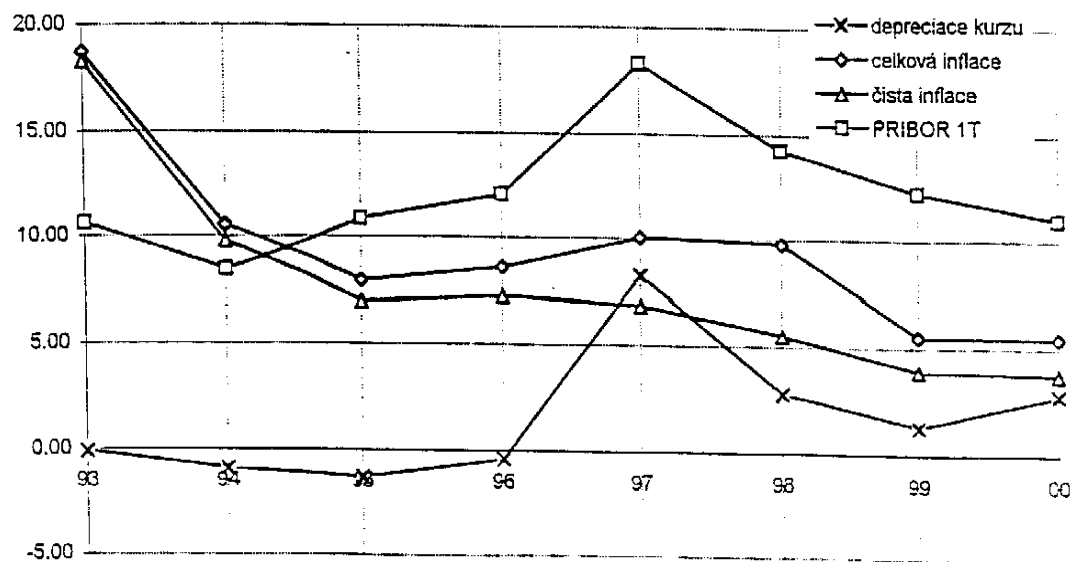
Graf 1 MMTS II -Varianta 1



Tabuľka 2 MMTS II - Varianta 2

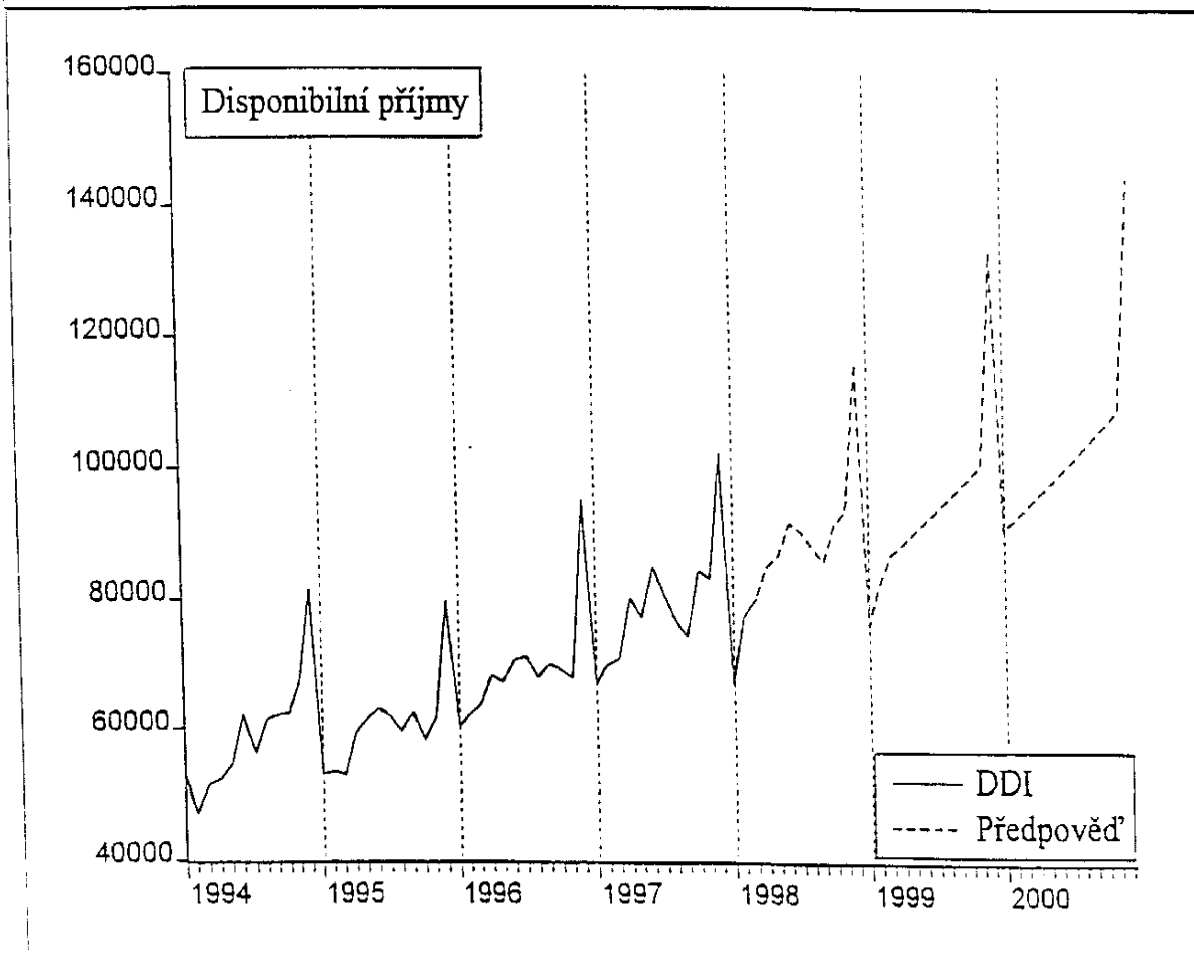
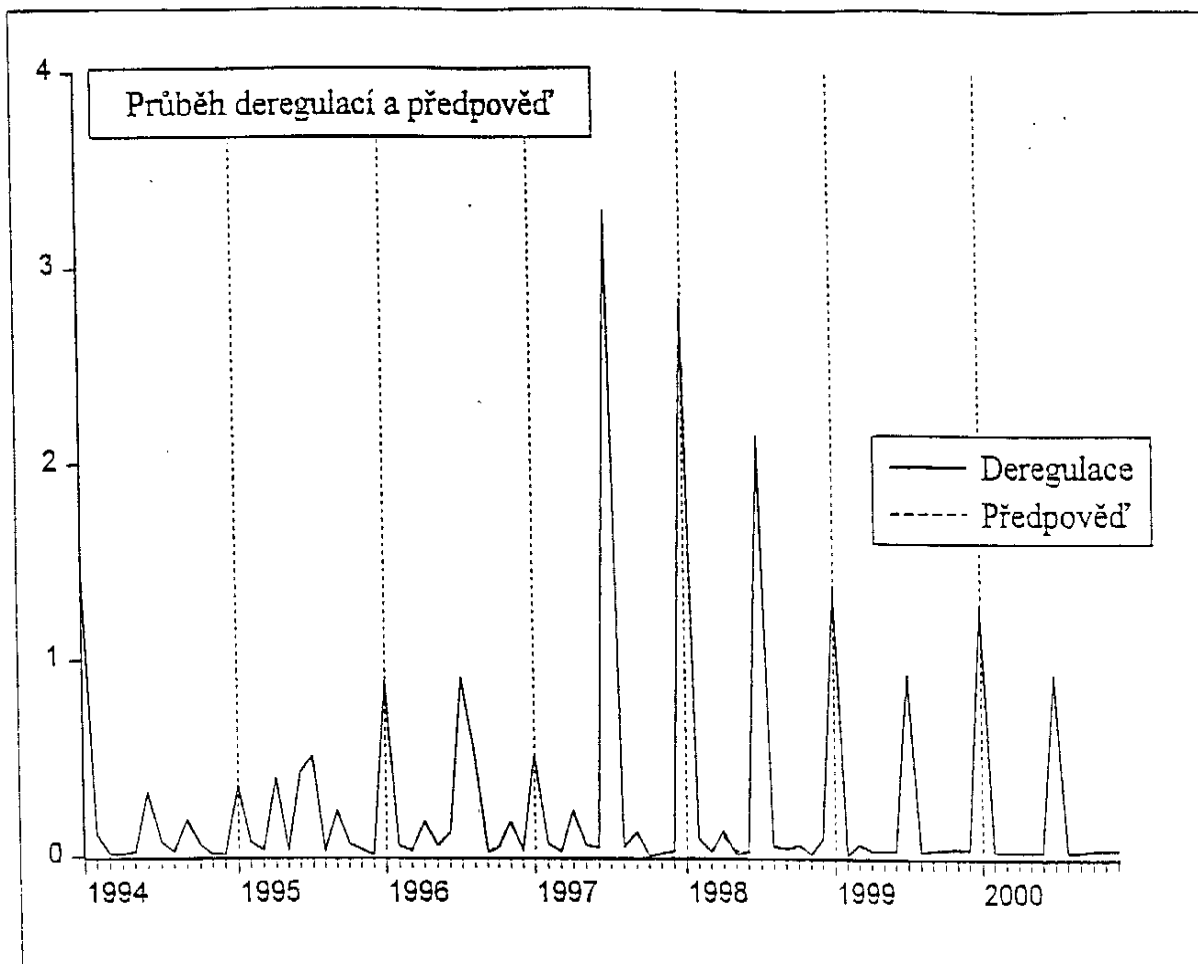
rok	depreciac kurzu	celková inflacie	čista inflacie	inflacie reg. cen	odchylka produk. od pot. rústu	real. sazba.	PRIBOR 1T
93	-0.11	18.70	18.26	30.12	-2.90	-8.10	10.60
94	-0.90	10.54	9.79	18.49	-0.80	-2.10	8.44
95	-1.31	7.94	6.94	12.30	2.90	2.93	10.87
96	-0.42	8.60	7.20	14.42	0.40	3.45	12.05
97	8.25	10.04	6.80	22.64	-2.50	8.27	18.31
98	2.75	9.79	5.48	22.00	-2.53	4.46	14.25
99	1.25	5.49	3.87	10.50	-2.24	6.76	12.25
00	2.75	5.45	3.73	10.40	-2.48	5.55	11.00

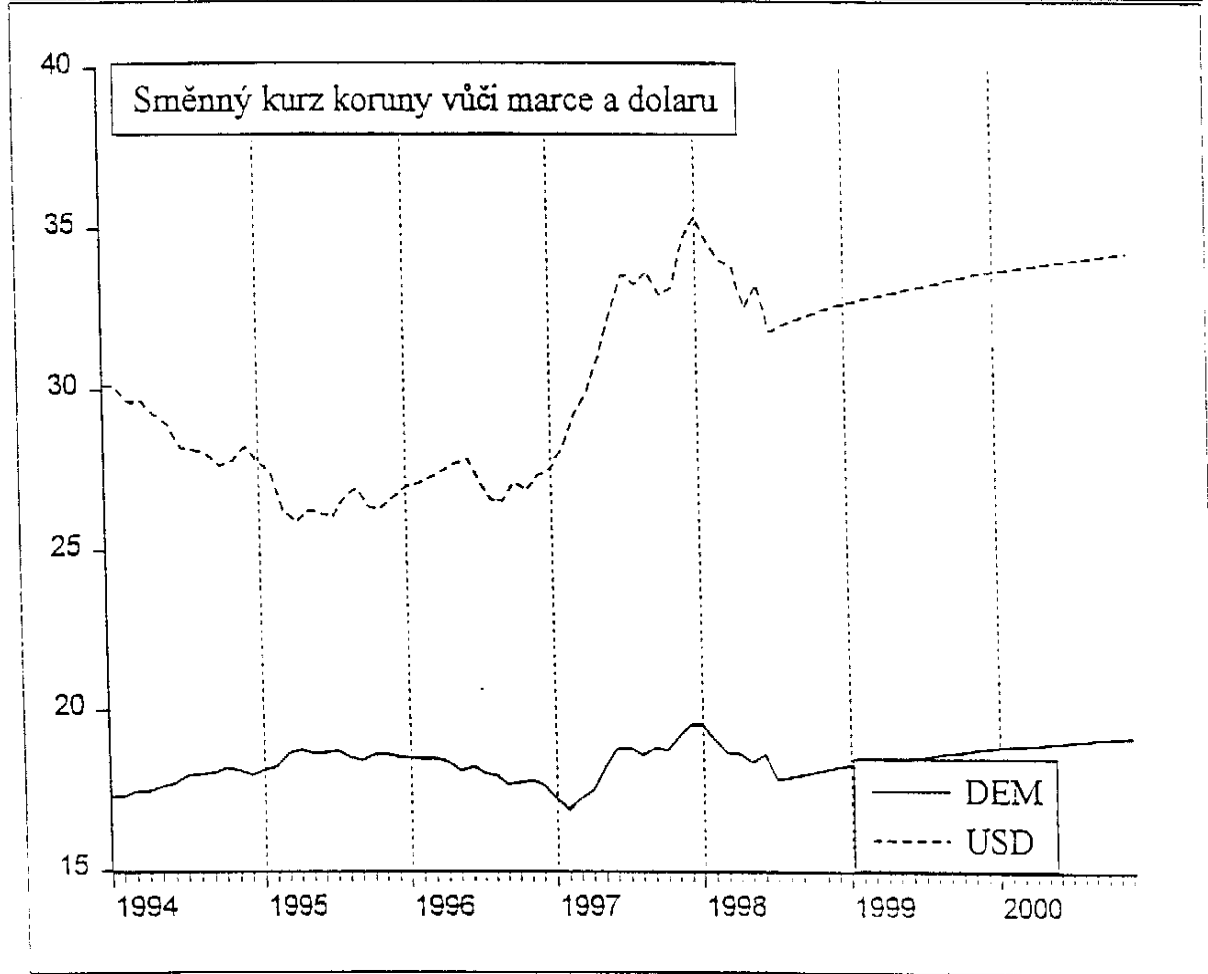
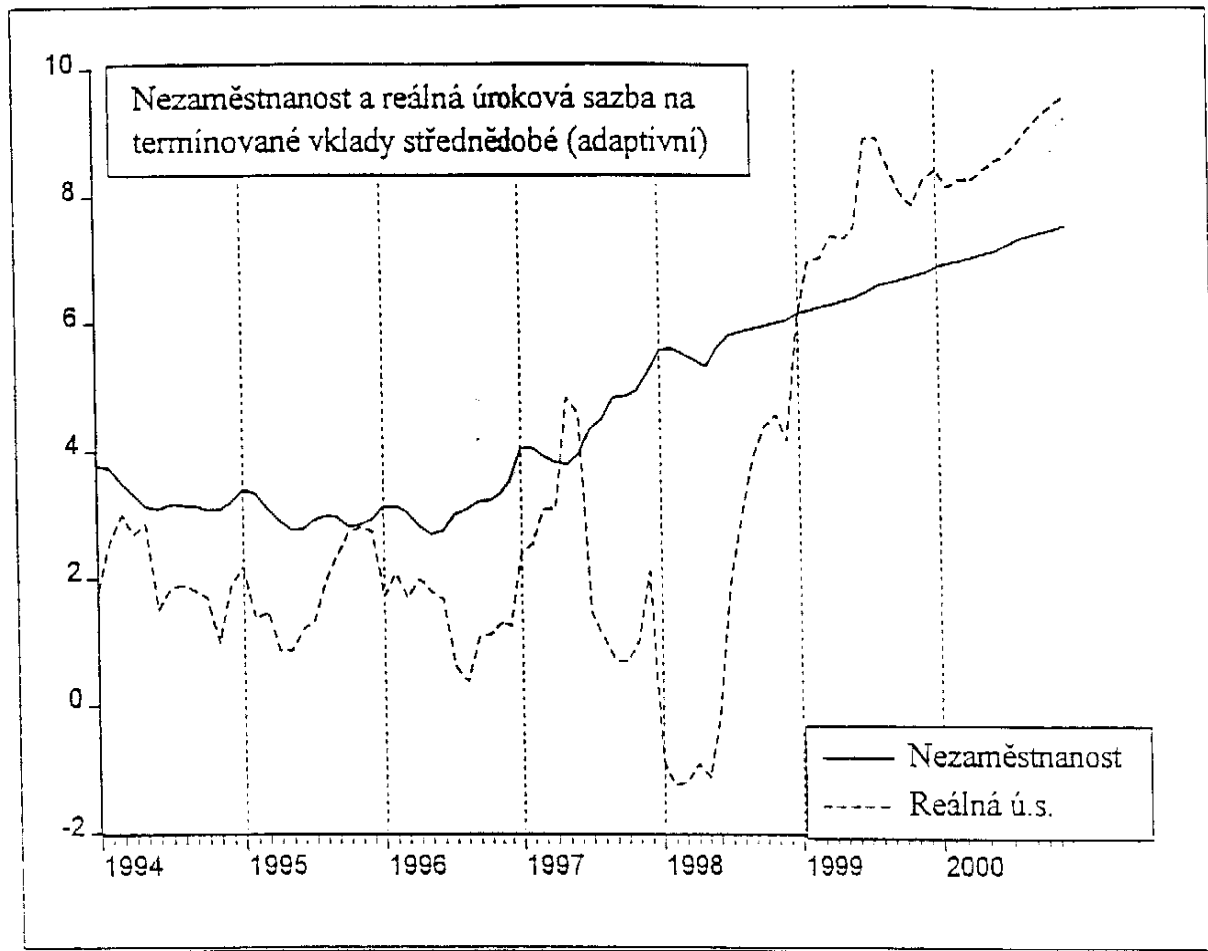
Graf 2 MMTS II -Varianta 2

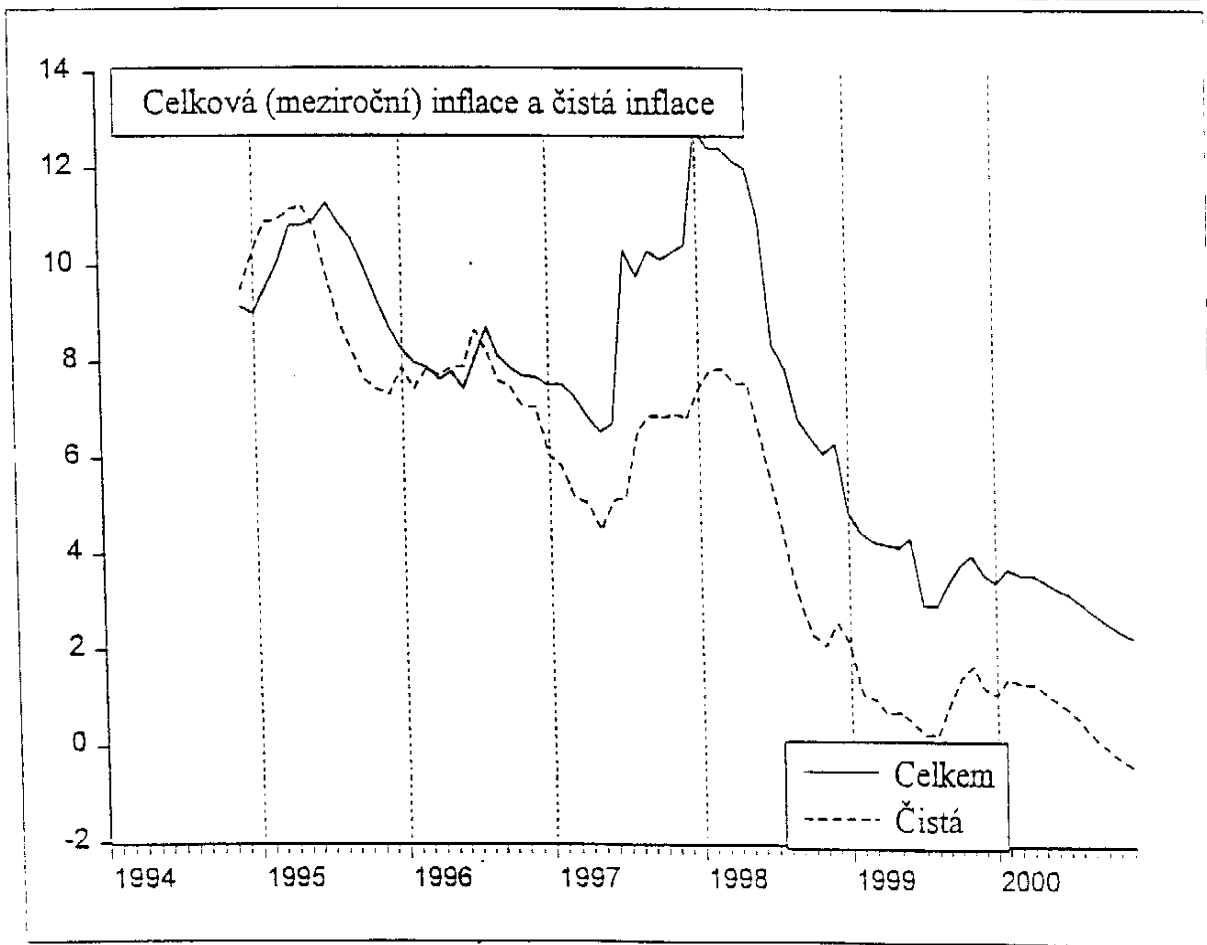
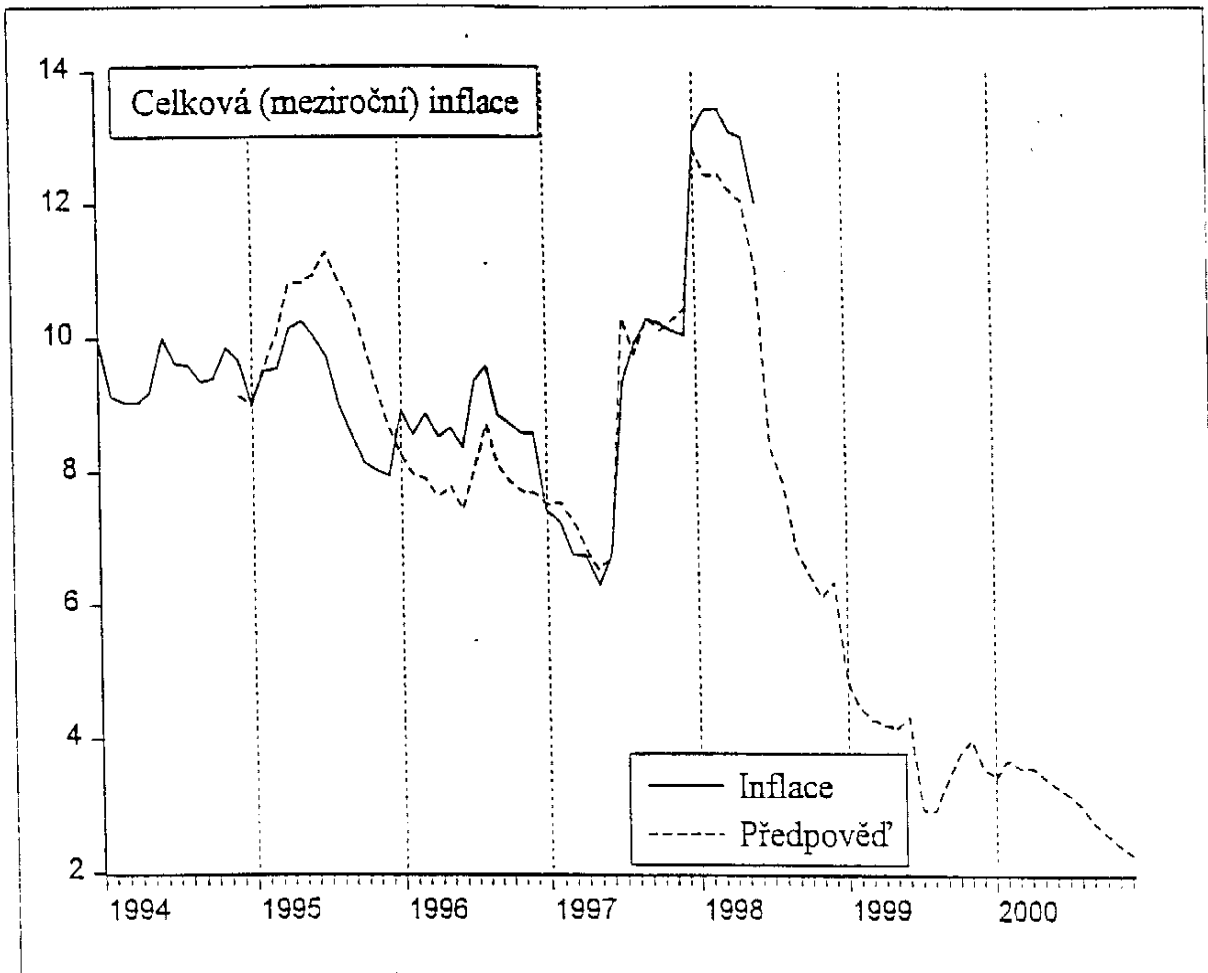


Tabulka 3 MMI - Varianta I

Měsíc	Deregulac	Příjmy	Nezaměst	Nominální	Reálná n.s	Kurz DEM	Kurz USD	Předpově	Čistá inf.	Inflace
I.98	2.85	66887.00	5.57	12.20	-0.88	19.49	35.36	12.85	7.43	13.08
II.98	0.09	77549.00	5.60	12.15	-1.27	19.03	34.54	12.43	7.83	13.42
III.98	0.02	80126.00	5.50	12.22	-1.21	18.64	34.00	12.44	7.85	13.43
IV.98	0.13	85030.33	5.40	12.14	-0.93	18.59	33.78	12.18	7.57	13.07
V.98	0.01	86779.45	5.30	11.85	-1.15	18.33	32.52	12.01	7.56	13.00
VI.98	0.03	91583.15	5.60	11.88	-0.14	18.59	33.27	10.99	6.44	12.02
VII.98	2.15	90233.22	5.80	11.85	1.95	17.80	31.80	8.35	5.31	
VIII.98	0.06	87954.59	5.85	11.85	2.95	17.88	32.01	7.85	4.05	
IX.98	0.04	85773.70	5.90	11.85	3.87	17.96	32.15	6.81	3.00	
X.98	0.06	91440.02	5.95	11.85	4.37	18.04	32.29	6.46	2.31	
XI.98	0.01	93426.25	6.00	11.85	4.56	18.12	32.43	6.12	2.10	
XII.98	0.09	116340.55	6.05	11.85	4.16	18.20	32.58	6.35	2.57	
I.99	1.36	76225.83	6.15	11.85	6.08	18.25	32.67	4.90	2.15	
II.99	0.00	82634.70	6.20	11.85	6.99	18.30	32.75	4.46	1.09	
III.99	0.06	87092.69	6.25	11.85	7.04	18.35	32.84	4.28	0.99	
IV.99	0.03	88690.07	6.30	11.85	7.38	18.40	32.93	4.21	0.68	
V.99	0.04	90316.74	6.35	11.85	7.32	18.45	33.02	4.15	0.73	
VI.99	0.04	91973.24	6.40	11.85	7.51	18.49	33.10	4.34	0.48	
VII.99	0.94	93660.13	6.50	11.85	8.91	18.54	33.19	2.94	0.25	
VIII.99	0.03	95377.96	6.60	11.85	8.92	18.59	33.28	2.93	0.27	
IX.99	0.04	97127.29	6.65	11.85	8.46	18.64	33.37	3.39	0.88	
X.99	0.04	98908.71	6.70	11.85	8.07	18.69	33.46	3.78	1.44	
XI.99	0.04	100722.80	6.75	11.85	7.86	18.74	33.54	3.99	1.68	
XII.99	0.04	133363.68	6.80	11.85	8.27	18.79	33.63	3.58	1.21	
I.00	1.30	90811.39	6.90	11.85	8.44	18.82	33.68	3.41	1.10	
II.00	0.03	92476.97	6.95	11.85	8.16	18.85	33.73	3.69	1.43	
III.00	0.03	94173.10	7.00	11.85	8.27	18.88	33.79	3.58	1.31	
IV.00	0.03	95900.33	7.05	11.85	8.26	18.90	33.84	3.59	1.32	
V.00	0.03	97659.25	7.10	11.85	8.41	18.93	33.89	3.44	1.13	
VI.00	0.03	99450.42	7.15	11.85	8.55	18.96	33.94	3.30	0.94	
VII.00	0.93	101274.45	7.25	11.85	8.68	18.99	33.99	3.17	0.75	
VIII.00	0.02	103131.93	7.35	11.85	8.86	19.02	34.05	2.99	0.49	
IX.00	0.03	105023.48	7.40	11.85	9.09	19.05	34.10	2.76	0.18	
X.00	0.04	106949.73	7.45	11.85	9.28	19.08	34.15	2.57	-0.06	
XI.00	0.04	108911.30	7.50	11.85	9.44	19.11	34.20	2.41	-0.27	
XII.00	0.04	144205.80	7.55	11.85	9.58	19.14	34.25	2.27	-0.43	

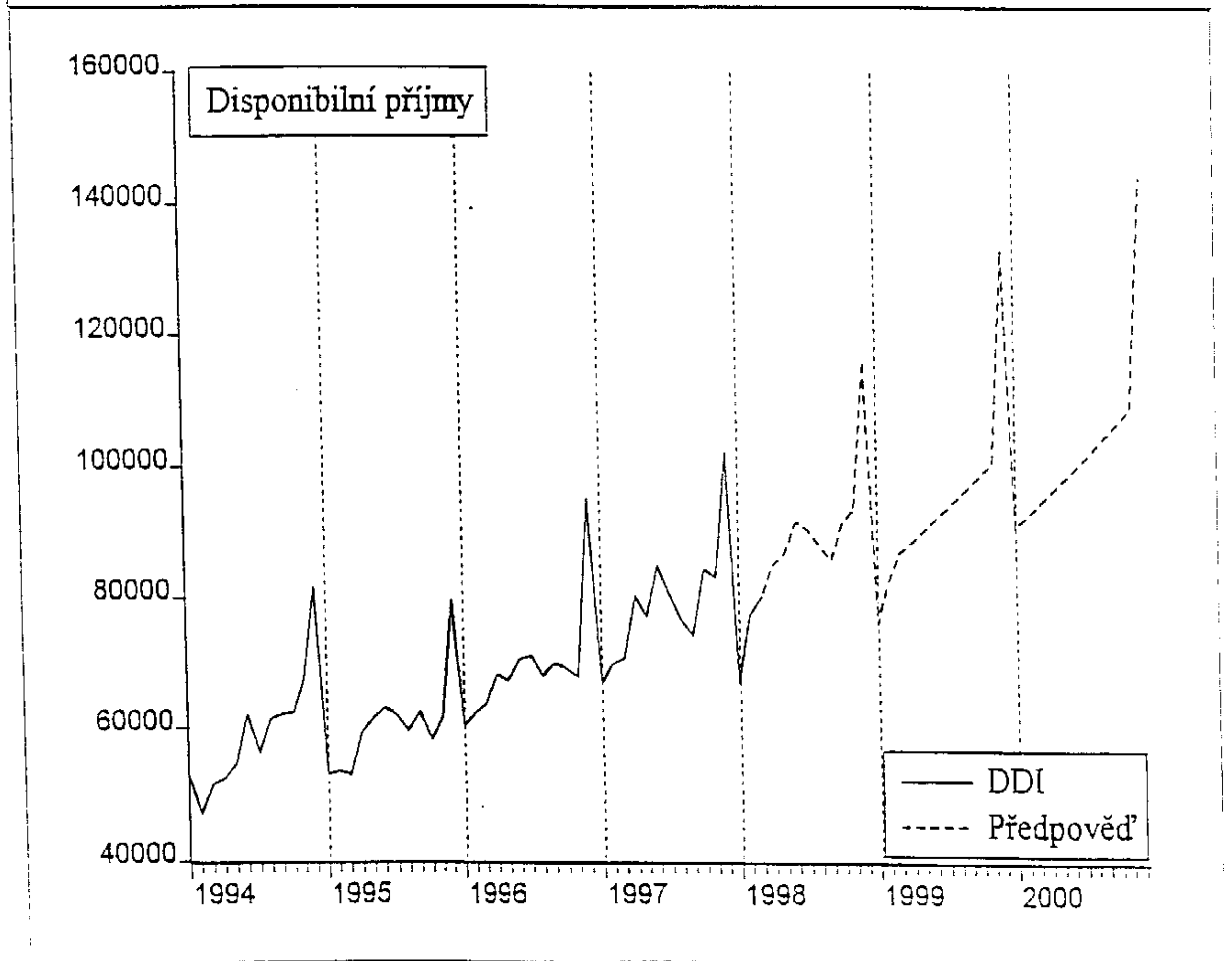
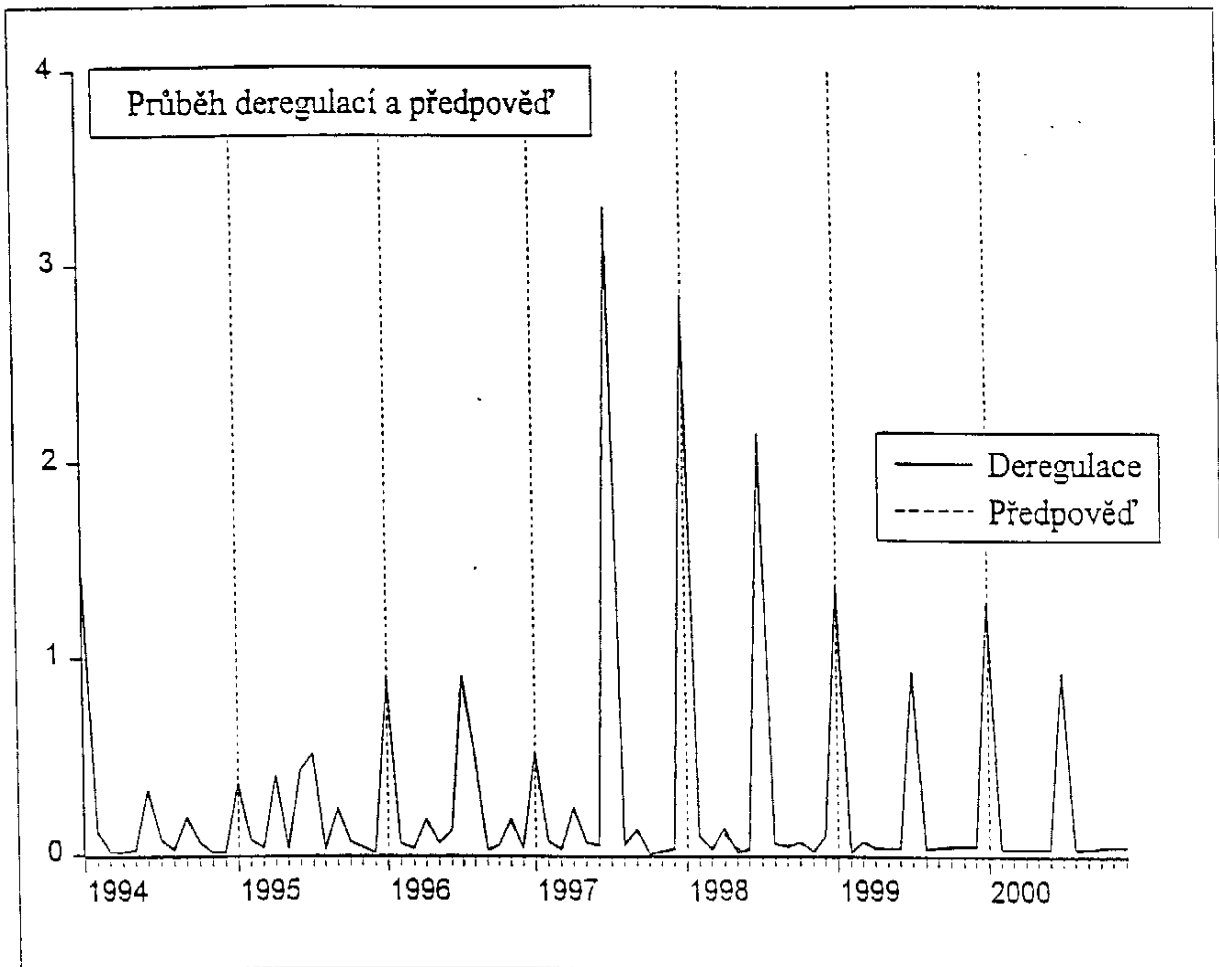


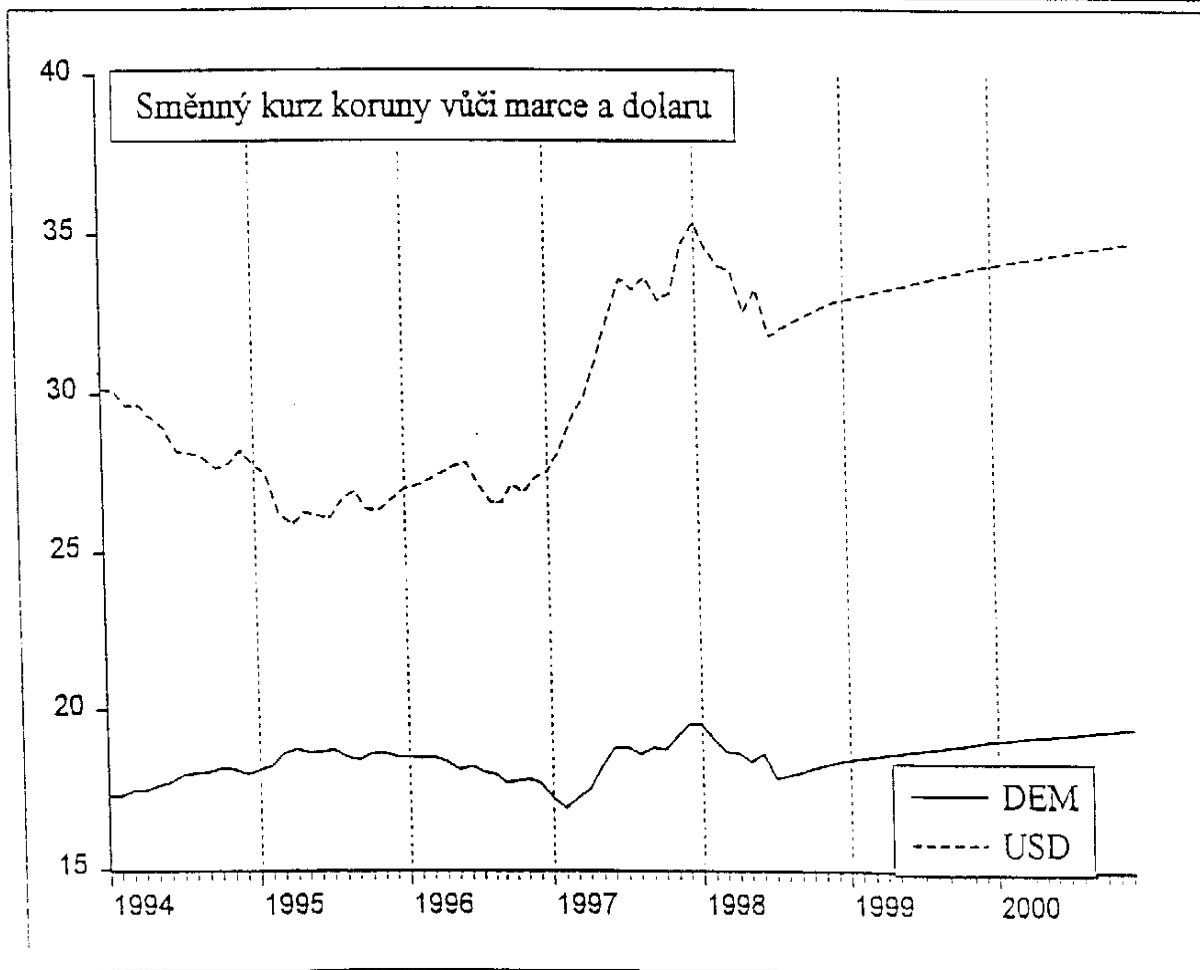
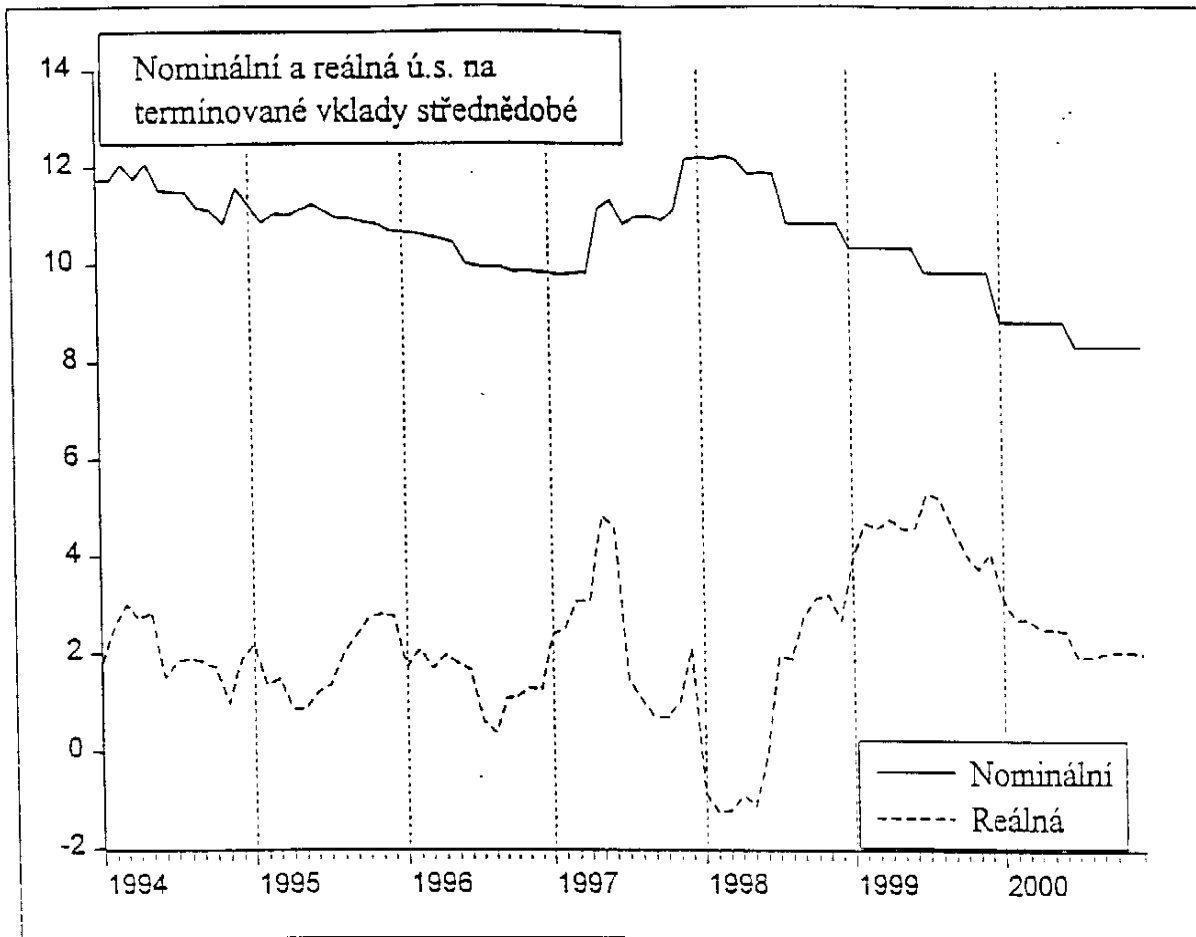


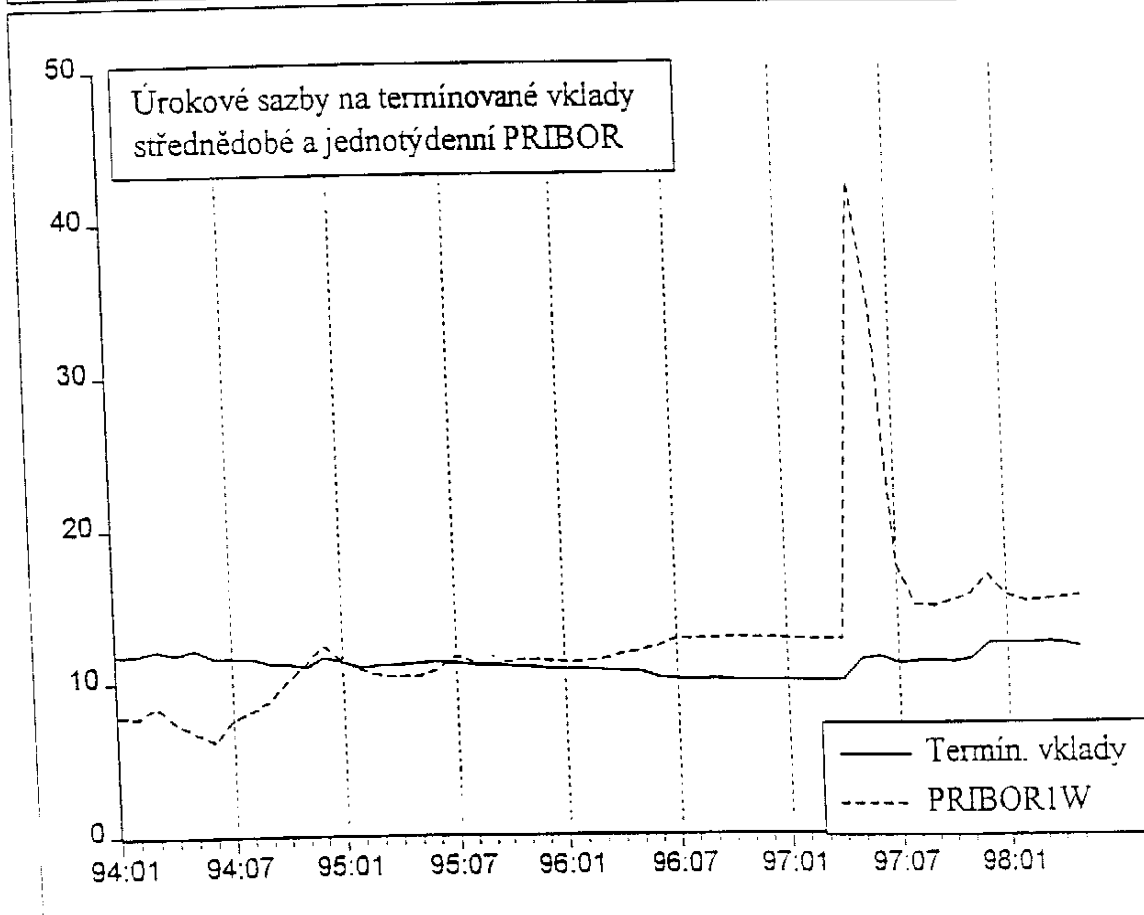
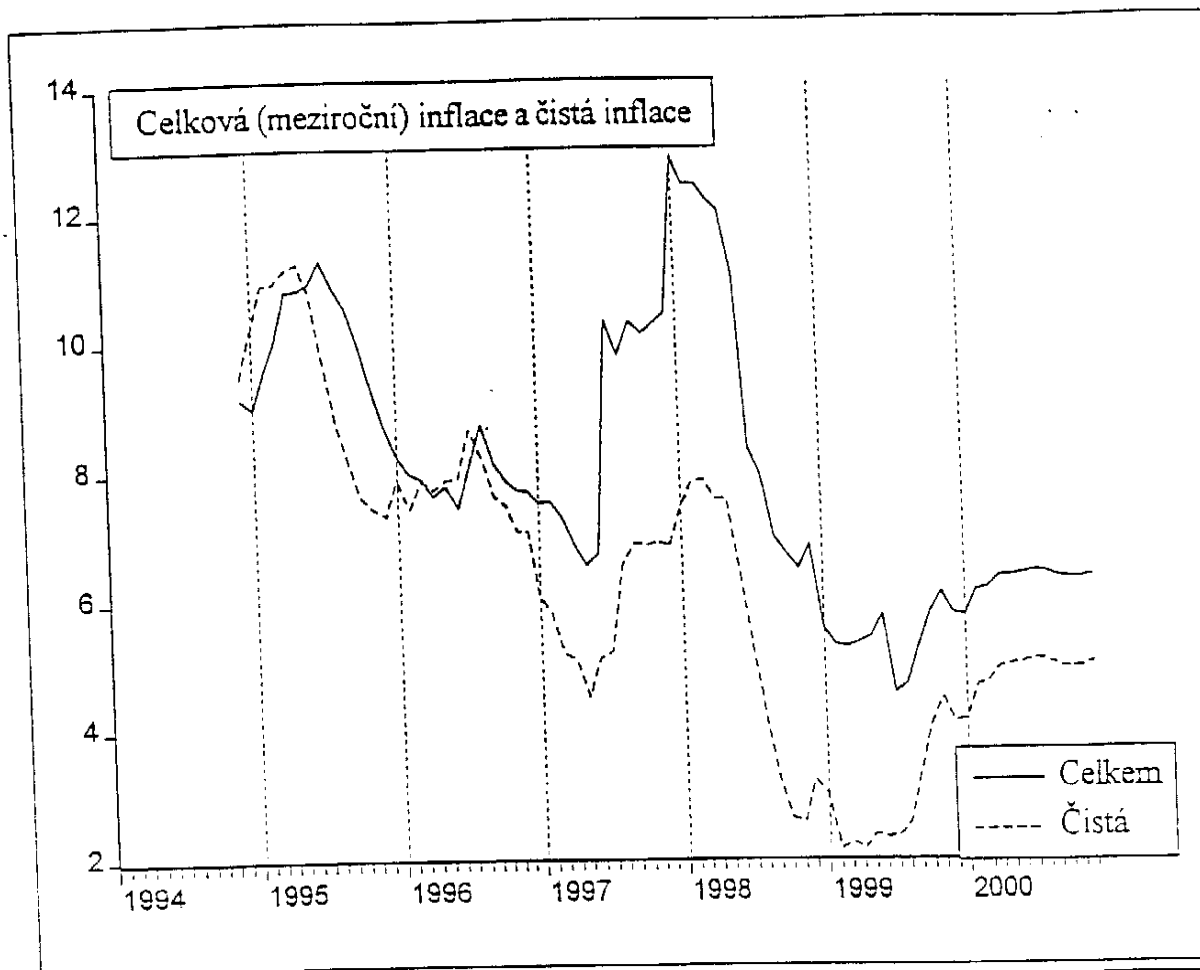


Tabulka 4 MMI - Varianta 2

Měsíc	Deregulace	Příjmy	Nezaměstn	Nominální	Reálná n.s.	Kurz DEM	Kurz USD	Předpověď	Čistá inf.	Inflace
I.98	2.85	66887,00	5.57	12,20	-0,88	19,49	35,36	12,85	7,43	13,08
II.98	0,09	77549,00	5,60	12,15	-1,27	19,03	34,54	12,43	7,83	13,42
III.98	0,02	80126,00	5,50	12,22	-1,21	18,64	34,00	12,44	7,85	13,43
IV.98	0,13	85030,33	5,40	12,14	-0,93	18,59	33,78	12,18	7,57	13,07
V.98	0,01	86779,45	5,30	11,85	-1,15	18,33	32,52	12,01	7,56	13,00
VI.98	0,03	91583,15	5,60	11,88	-0,14	18,59	33,27	10,99	6,44	12,02
VII.98	2,15	90233,22	5,80	11,85	1,95	17,80	31,80	8,35	5,31	
VIII.98	0,06	87819,80	5,85	10,85	1,88	17,91	32,06	7,92	4,14	
IX.98	0,04	85511,00	5,90	10,85	2,73	18,02	32,26	6,96	3,18	
X.98	0,06	91020,25	5,95	10,85	3,13	18,13	32,45	6,70	2,61	
XI.98	0,01	92854,84	6,00	10,85	3,21	18,24	32,65	6,47	2,54	
XII.98	0,09	115451,77	6,05	10,85	2,67	18,35	32,85	6,84	3,19	
I.99	1,37	75469,68	6,15	10,35	3,93	18,40	32,94	5,54	2,97	
II.99	0,01	81626,97	6,20	10,35	4,68	18,46	33,04	5,27	2,13	
III.99	0,06	85832,90	6,25	10,35	4,56	18,51	33,13	5,25	2,24	
IV.99	0,04	87206,31	6,30	10,35	4,76	18,56	33,23	5,33	2,12	
V.99	0,04	88601,69	6,35	10,35	4,55	18,62	33,32	5,42	2,36	
VI.99	0,04	90019,40	6,40	10,35	4,59	18,67	33,42	5,76	2,30	
VII.99	0,94	91389,69	6,50	9,85	5,31	18,72	33,51	4,54	2,33	
VIII.99	0,03	92780,83	6,60	9,85	5,19	18,77	33,61	4,66	2,53	
IX.99	0,04	94193,15	6,65	9,85	4,59	18,83	33,70	5,26	3,33	
X.99	0,05	95626,97	6,70	9,85	4,06	18,88	33,80	5,79	4,07	
XI.99	0,05	97082,61	6,75	9,85	3,74	18,93	33,89	6,11	4,45	
XII.99	0,05	128150,13	6,80	9,85	4,07	18,99	33,98	5,78	4,08	
I.00	1,30	86860,73	6,90	8,85	3,12	19,02	34,05	5,73	4,13	
II.00	0,04	88047,79	6,95	8,85	2,71	19,06	34,11	6,14	4,65	
III.00	0,04	89251,07	7,00	8,85	2,68	19,09	34,17	6,17	4,72	
IV.00	0,04	90470,79	7,05	8,85	2,51	19,13	34,24	6,34	4,95	
V.00	0,04	91707,18	7,10	8,85	2,49	19,16	34,30	6,36	4,98	
VI.00	0,04	92960,47	7,15	8,85	2,47	19,20	34,36	6,38	5,01	
VII.00	0,94	94158,65	7,25	8,35	1,93	19,23	34,42	6,42	5,06	
VIII.00	0,03	95372,28	7,35	8,35	1,95	19,27	34,49	6,40	5,03	
IX.00	0,04	96601,55	7,40	8,35	2,02	19,30	34,55	6,33	4,94	
X.00	0,05	97846,66	7,45	8,35	2,05	19,34	34,61	6,30	4,91	
XI.00	0,05	99107,82	7,50	8,35	2,04	19,37	34,67	6,31	4,93	
XII.00	0,05	130522,79	7,55	8,35	2,00	19,41	34,74	6,35	5,00	







2. Aktuální vývoj na peněžním trhu

V průběhu června a především pak v průběhu července došlo poměrně ke značnému poklesu úrokových sazeb. Úroková sazba 6M Príbor poklesla v období od konce května do 6. srpna o 2,8 procentních bodů (12M Príbor o 3,2 p.b., 5let IRS 2,4 p.b. a 10 let IRS 2 p.b.).

K tomuto poklesu dochází v situaci stále zřetelnějšího desinflačního trendu a postupně se měnících inflačních očekávání. K poklesu dochází i pod vlivem přílivu krátkodobého kapitálu ze zahraničí a v období, kdy ČNB snížila limitní 2T úrokovou sazbu pro své repo operace a kdy snížila sazbu PMR z 9,5 % na 7,5 %.

2.1 Důsledky snížení repo sazby o 0,5 bodu na 14,5 %

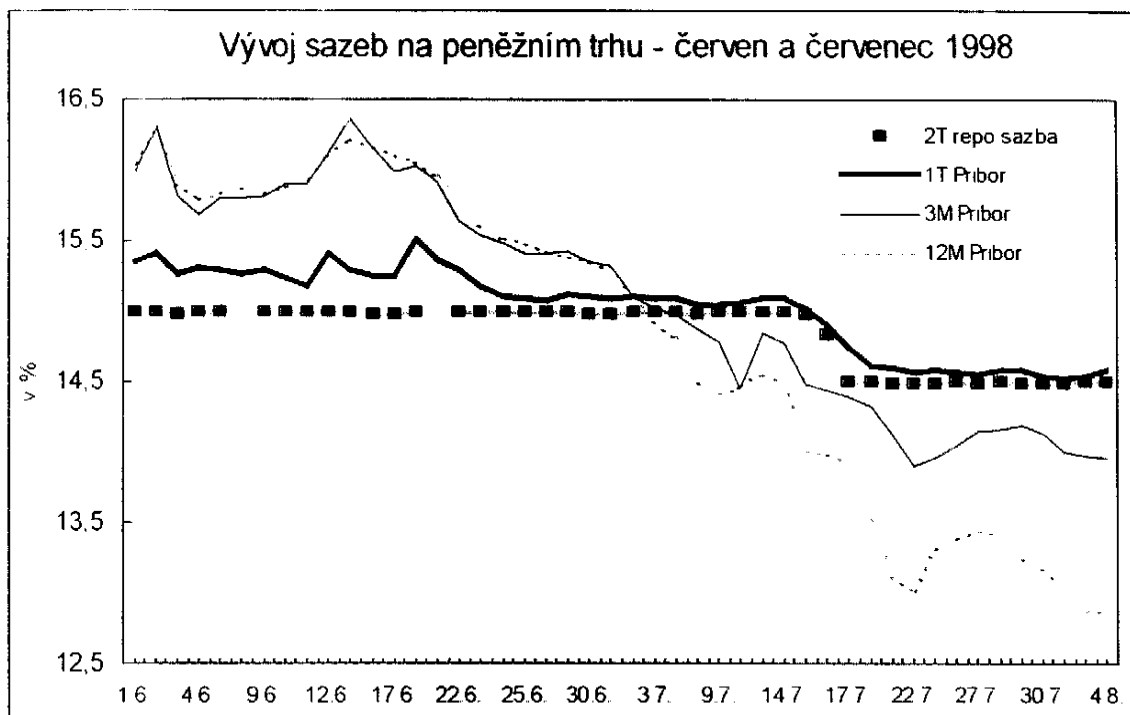
Snížení repo sazby mělo standardní průběh, sazby na krátkém konci (1T Príbor) se okamžitě přizpůsobily, na dlouhém konci se víceméně jednalo o potvrzení již nastalého poklesu. Trh toto snížení očekával vzhledem k příznivým ekonomickým ukazatelům, především v oblasti inflace.

2.2 Důsledky snížení sazby PMR o 2 body na 7,5 %

Snížení PMR bylo oznámeno 18.6. s účinností od 30.7. Vzhledem k tomu, že velmi krátkodobé sazby PRIBOR (1T, 2T) standardně ovlivňuje svými operacemi ČNB, lze posuzovat pouze efekt snížení PMR především na střední (6M) a delší (12M) sazby PRIBOR. Na tomto segmentu úrokových sazeb PRIBOR začal pokles sazeb, který pokračuje až dosud. Tento pokles však nebyl primárně výsledkem oznámení o snížení PMR. Nabídka dodatečné likvidity bank vyplývající se snížení PMR se může projevit na trhu PRIBOR až v době účinnosti tohoto opatření. Vzhledem ke sterilizačním operacím ČNB byl však tento efekt počátkem srpna rovněž minimální.

Na pokles úrokových sazeb tak působila řada příznivých informací (oznámení výsledků voleb, příznivý vývoj inflace, zahraničního obchodu atd.). Pod vlivem těchto informací byl účastníky trhu formován názor o relativní ekonomické a politické stabilitě. Výsledkem této situace bylo obnovení

přilivu krátkodobého zahraničního kapitálu, který rovněž významnou měrou přispěl k poklesu úrokových sazeb (bližěji viz. část 2.4.)



Nižší PMR by teoreticky mohly snížit i úrokovou marži bank. Některé banky dokonce počátkem srpna skutečně zvýšily úrokové sazby z depozit (např. ŽB). Jednalo se však pouze o změny v některých vkladových pásmech a celkový dopad za bankovní systém by měl být marginální. Spíše předpokládáme, že banky dodatečný ziskový prostor využijí pro naplnění opatření ČNB o tvorbě opravných položek z titulu nedostatečného krytí (zástavy) úvěrů.

2.3 Dopad do reálných sazeb

S klesající inflací (ke konci roku až o 2 body na 10 %) při neměnnosti nominálních sazeb rostou reálné sazby. Zatímco do května byly reálné sazby víceméně stabilní, v červnu je již patrný jejich růst, který by měl v dalším období pokračovat. Ke konci roku by se růst reálných sazeb ještě zvýraznil.

Vývoj reálných sazeb

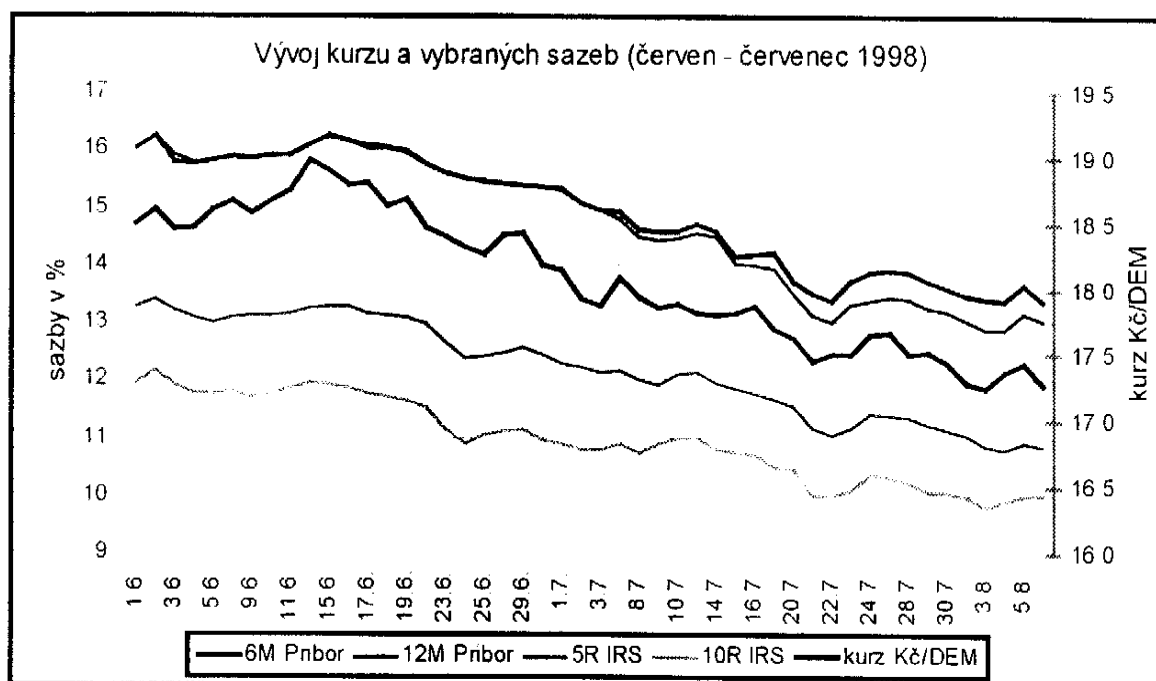
	reálné sazby dle CPI			reálné sazby dle PPI	
	1R Pribor	kr. nové úvěry	kr. term. vklady	1R Pribor	kr. nové úvěry
průměr leden až květen	2,9	2,8	-1,4	9,8	9,7
červen	3,8	4,0	0,0	10,2	10,4
prosinec *)	5,6	5,8	1,8	11,4	11,6

*) za předpokladu červnové výše nominálních sazeb

2.4 Vliv přílivu krátkodobého kapitálu na vývoj úrokových sazeb

Pokles úrokových sazeb není výsledkem pouze desinflačních očekávání subjektů finančního trhu. Působí na něj ve značné míře příliv krátkodobého kapitálu ze zahraničí. Pro rozhodnutí měnové politiky v oblasti úrokových sazeb je tak nezbytné posoudit, do jaké míry je pokles úrokových sazeb ovlivňován přílivem kapitálu a do jaké míry představuje odraz desinflačních očekávání, která by případným snížením základních úrokových sazeb ČNB mohla být potvrzena.

Již z pouhého grafického zobrazení je zřejmé, že v období červen až počátek srpna existuje velmi shodný trend ve vývoji rozhodujících měnově-relevantních úrokových sazeb a devizového kurzu.



Z tohoto vývoje však nelze automaticky usuzovat na závěr, že úrokové sazby jsou především ovlivňovány vývojem devizového kurzu (tj. přílivem krátkodobého kapitálu). Toto tvrzení podporují rovněž výsledky regresní analýzy, které vzhledem ke vzájemné autokorelaci kurzu a vybraných úrokových sazeb (nevyhovující charakteristika D.W.) tento vztah nedokládají. Úrokové sazby i devizový kurz jsou tak ovlivněny pravděpodobně dalšími vlivy. Jednak samotný kurz je pravděpodobně ovlivňován i jinými formami kapitálu (dlouhodobější – nelze však denně kvantifikovat). Na vývoj úrokových sazeb i vývoj devizového kurzu však působí informace o pokračující makroekonomické stabilizaci a probíhajícím desinflačním procesu. Dochází k poklesu rizikových premií a ke zpevňování devizového kurzu dochází při současném poklesu nominálních úrokových sazeb. Úrokové sazby jsou tak pod vlivem i jiných faktorů, především pak příznivých desinflačních očekávání.

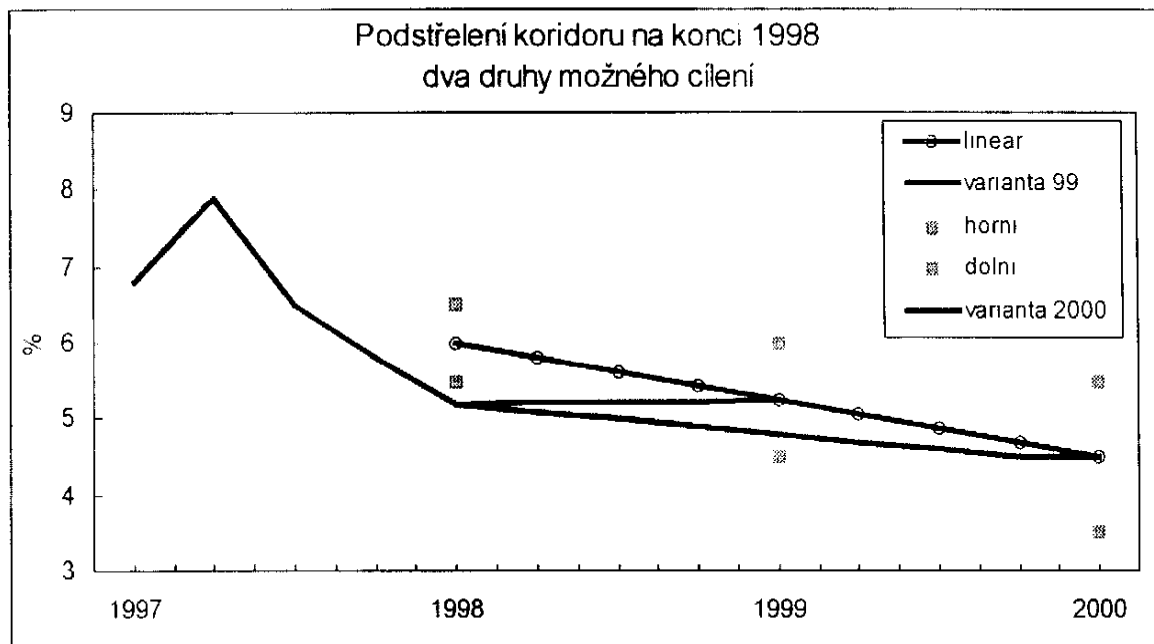
V tomto kontextu lze považovat další snížení klíčových sazeb ze strany ČNB za relativně bezpečné. Navíc i přes pokles sazeb zřejmě nehrozí úvěrová emise ve větším rozsahu, protože v současnosti objem poskytovaných úvěrů není dán ani tak úrovní úrokových sazeb jako spíše obezřetným chováním bank (např. IPB a KB v běžném pracovním styku potvrzují, že rentabilita předkládaných projektů je většinou nízká, negarantující návratnost vložených prostředků).

3. Trajektorie dezinflačního procesu a stanovení kontrolního mezicíle v čisté inflaci v r.1999

Při pokračování současného tempa dezinflačního procesu a pokud i nadále budou působit příznivým způsobem exogenní faktory cenového růstu existuje možnost splnění cíle v čisté inflaci na r. 1998 na jeho dolní hranici případně i jeho „podstřelení“. Pokud by např. ve zbývajících měsících roku meziměsíční čistá inflace dosáhla v průměru hodnoty 0,4 %, což při současné makroekonomické situaci a vývoji exogenních faktorů není vyloučené, poklesla by čistá inflace ke konci roku pod 5 % meziročně.

V této souvislosti vzniká otázka nastavení kontrolního mezicíle v čisté inflaci pro r. 1999.¹ Problém ilustruje obrázek č. 1. Vyjděme z toho, že interval mezicíle v r. 1999 bude podobně jako v r. 1998 stanoven jako jeho středová hodnota $\pm 0,5$ p.b. Na první pohled se rýsují dvě možnosti jeho stanovení. Buďto bude tato středová hodnota ležet na lineární spojnici středových hodnot cílových intervalů v letech 1998 a 2000. V takovém případě by mezicíle v r. 1999 byl $5,25 \% \pm 0,5$ p.b. Alternativně je možno uvažovat o jeho stanovení na základě skutečného cenového vývoje a vycházet např. z toho, že jeho středová hodnota bude ležet na spojnici mezi skutečně dosaženou čistou inflací ke konci roku 1998 a středem střednědobého cíle v r. 2000. Pokud by např. čistá inflace ke konci r. 1998 dosáhla 5,5 % mohl by být v lednu 1999 stanoven mezicíle pro r. 1999 na úrovni $5 \% \pm 0,5$ p.b. Rozdíl v obou mezicílech není sice veliký, nicméně představuje poněkud odlišné podmínky pro provádění měnové politiky.

¹ Tento kontrolní mezicíle by měl být stanoven pouze interně v rámci ČNB a nikoliv veřejně vyhlášen. Jedná se o kvalitativně odlišnou situaci ve srovnání s vyhlášeným mezicílem pro r. 1998, kdy bylo záměrem naznačit očekávanou trajektorii dezinflačního procesu a působit na formování inflačních očekávání.



Jaké jsou argumenty pro to či ono stanovení mezicíle v r. 1999? V prvním případě uvažujeme tak, že mezicíle v r. 1999 byl stanoven současně se střednědobým cílem a mezicílem v r. 1998. Tento mezicíle navíc odpovídá lineárnímu průběhu dezinflačního procesu a předpokládá se, že nastavení měnové politiky tj. míra její restriktivnosti, která by měla teoreticky zajistit průchod středem cílového intervalu v r. 1998, zajistí i průchod středem cílového intervalu v r. 1999. To platí při neexistenci nákladových, ať už pozitivních či negativních šoků. Dojde-li nicméně k nákladovým šokům, jako tomu je v r. 1998 (vývoj kurzu, vývoj cen komodit na světových trzích), jejichž možným výsledkem je podstřelení mezicíle v r. 1998, neznamená to neadekvátnost měnové politiky. Ta je nastavena tak, že při absenci uvedených šoků (které už proběhly nebo případně ještě proběhnou do konce roku) by měla čistá inflace projít středem cílového intervalu v r. 1998. „Lepší“ výsledek v inflaci je způsoben pozitivním nákladovým šokem. Při stanovení mezicíle v r. 1999 nelze ovšem principiálně předpokládat pokračování pozitivních šoků. Predikce inflace by měla být v tomto směru neutrální. Cenový vývoj by se měl vracet zpátky ke svoji „normální“ trajektorii dané spojnicemi středů cílových intervalů pro čistou inflaci.

Důvodem, proč vycházet z původních mezicíílů a nesnažit se je v průběhu času korigovat podle skutečného vývoje inflace v jednotlivých letech, je i to, že při jejich korigování by byl nový mezicíle znám dosti pozdě, pravděpodobně vždy až koncem ledna

daného roku, což může mít nepříznivý dopad na formování inflačních očekávání začátkem roku a na kredibilitu schématu měnové politiky.

Argumentem pro korekci mezicíle v r. 1999 s ohledem na skutečný vývoj inflace v r. 1998 je na druhé straně malá případná ambicióznost mezicíle stanoveného na základě mezicíle v r. 1998. Pokud by totiž došlo k výraznějšímu podstřelení mezicíle v r. 1998, mohlo by se stát, že prvním způsobem stanovený mezicíle v r. 1999 bude znamenat pouze minimální „plánovanou“ dezinflaci, resp. stabilizaci inflace a teoreticky by se mohlo stát i to, že středová hodnota intervalu mezicíle v r. 1999 bude ve srovnání se skutečně dosaženou inflací koncem r. 1998 vyšší a tedy znamenala by „plánovaný“ růst meziočnické inflace. Opět tak vzniká problém dopadu do inflačních očekávání a otázka kredibility měnové politiky.

V případě realizace rizik cenového vývoje je ale možné naopak přestřelení mezicíle v r. 1998 a v takovém případě by v duchu naznačené úvahy i interní kontrolní mezicíle pro r. 1999 měl být posunut nahoru.

Dalším argumentem pro „korekci“ mezicíle v r. 1999 a nikoliv pro jeho lineární odvození od mezicíle v r. 1998 a střednědobého cíle v r. 2000 je nelineární průběh procesu dezinflace. Jde o to, že čistá inflace by se měla postupně snižovat o stále menší hodnoty, až by konečně konvergovala k nějaké dlouhodobě rovnovážné hodnotě. Ve velmi dlouhém období (řádově 10 let) by takovou hodnotou byla např. inflace v EMU + 2 p.b. Ve střednědobém časovém horizontu (cca 5 let) by to mohla být např. inflace v EMU + 2,5 p.b. V prvních letech nastartované dezinflační strategie tak budou poklesy meziočnické inflace větší, a postupně se budou snižovat. To ale znamená, že středové hodnoty mezicíle v jednotlivých letech neleží na spojnicích středových hodnot cílů v sousedních letech, ale jsou pravidelně vychýleny směrem dolů. V tomto smyslu by tedy bylo rozumné i středovou hodnotu mezicíle v r. 1999 stanovit nikoliv jako aritmetický průměr středových hodnot cílů v předchozím a následujícím roce, ale na úrovni pod touto hodnotou. Mezicíle v r. 1999 na úrovni $5,1 \pm 0,5$ p.b. by splňoval tuto podmínku a byl by i dostatečně „ambiciózní“ vzhledem k možné skutečné čisté inflaci koncem r. 1998 na úrovni dolní hranice mezicíle v tomto roce.

Zásadnější diskuse ohledně stanovení „interního“ mezicíle ČNB pro r. 1999 proběhne až v rámci prací na měnovém programu.

4. Návrh opatření a jeho zdůvodnění:

4.1 Dezinflační proces a vývoj úrokových sazeb

V souvislosti s probíhající makroekonomickou stabilizací a pod vlivem exogenních faktorů dochází ve 2. čtvrtletí 1998 ke zřetelné dezinflaci.

Meziroční míry růstu hlavních ukazatelů inflace mají klesající trend. Jestliže u čisté inflace mizr. růst činil v únoru a březnu 1998 7,9 %, v dubnu a květnu 7,6 %, pak v červnu jen 6,5 % s predikcí okolo 5,5 % na konci roku 1998. Obdobně mizr. růst CPI, který byl 13,4 % v únoru a březnu, 13,1 % v dubnu, 13 % v květnu, klesl v červnu na 12 %. Predikce ke konci roku činí mírně nad 10 %. Klesající trend zaznamenal i PPI – od 6,5 % v březnu, 6,2 % v dubnu a květnu 5,6 % v červnu s predikcí pod 5 % na konci 1998. Uvedené ukazatele indikují zpomalení meziročního růstu cenové hladiny v průběhu r. 1998 o přibližně 1,5 – 3 p.b.

Tento vývoj se promítá do výše nominálních úrokových sazeb. K poklesu úrokových sazeb dochází i přes určitou volatilitu zejména krátkodobých sazeb. Pokles se projevuje zejména u úrokových sazeb od 1 měsíce výše. Přes určitý výkyv v červnu daný exogenními faktory úrokové sazby z mezibankovních vkladů (s výjimkou sazeb 1 D, 1T, 2T) v prvním pololetí postupně povolna klesaly. K urychlení jejich poklesu dochází v průběhu července a začátkem srpna, kdy výnosová křivka peněžního trhu získává výrazně inverzní tvar. Úrokové sazby z mezibankovních depozit nad 6 měsíců se začátkem srpna dostávají pod 13 %, tj. pod úroveň diskontní sazby.

Obdobný vývoj úrokových sazeb indikují i sazby na FRA a IRS. Např. sazby FRA 12 x 24 se začátkem srpna pohybují mírně nad 11 %, když v lednu 1998 byly mírně pod 15 %. Sazba IRS na 10 let se začátkem srpna pohybuje pod 10 % ve srovnání s téměř 14 % v lednu 1998.

V souladu s vývojem na trhu mezibankovních depozit klesají referenční sazby největších bank.

Vývoj referenčních sazeb u vybraných bank v %

Banka	Název sazby	1998					
		1. 4.	1. 5.	1. 6.	1. 7.	1. 8.	6. 8.
Česká spořitelna	Základní sazba	15,90	15,60	15,60	15,50	14,50	14,00
ČSOB	Prime rate	15,70	15,50	16,00	15,50	14,10	
IPB	Bazická sazba	17,20	17,20	17,20	17,20	17,20	
Komerční banka	Referenční sazba	15,80	15,60	16,00	15,45	14,00	

Probíhající dezinflační proces a pokračující makroekonomická stabilizace se promítají do výše rizikové premie (jako odchylky od podmínky nepokryté úrokové parity). Přes uvedený pokles domácích úrokových sazeb, úrokový diferenciál (např. Pribid CZK – Libor DEM) očištěný o rizikovou premii zůstává vysoký a přitahuje zájem investorů. To se projevuje ve vývoji kurzu Kč, který i přes pokles úrokového diferenciálu neočištěného o rizikovou premii aprecioval z úrovně téměř 19 Kč/DEM na začátku 2. dekády června až pod 17,30 Kč/DEM začátkem srpna. Uvedený vývoj je tak na druhé straně indikátorem toho, že na poklesu úrokových sazeb se podílely nejen měnící se inflační očekávání, ale i příliv kapitálu zvyšující likviditu bankovního systému.

4.2 Faktory udržitelnosti dezinflačního procesu

Proces dezinflace je ovlivněn pokračující makroekonomickou stabilizací hospodářství. Ta se projevuje v pokračujícím utlumení domácí poptávky a příznivém vývoji vnější nerovnováhy.

Konkrétními projevy jsou pokračující pokles jednotlivých složek domácí poptávky a pokračující poměrně vysoká dynamika exportu. Tento vývoj se odráží ve struktuře ekonomického růstu. Dochází k útlumu odvětví dodávajících na domácí trh (mzr. pokles stavební výroby a produkce odvětví služeb) a naopak svou dynamiku si i přes určité zpomalení v červnu udržuje zpracovatelský průmysl. Makroekonomická stabilizace se odráží na trhu práce. Zpomalení ekonomického růstu v r.1997 a negativní růst začátkem r.1998 spolu s probíhající restrukturalizací na mikroúrovni vedou k postupnému nárůstu nezaměstnanosti a k tlakům na zpomalení tempa růstu nominálních mezd. Pokračuje tak předstih růstu produktivity práce před růstem reálných mezd a snížení mzdových nákladových tlaků na růst cen nacházející odraz v předstihu růstu deflátoru HDP i cen průmyslových výrobců před růstem nominálních jednotkových mzdových nákladů.

Výsledkem uvedených tendencí je vedle dezinflačního vývoje obnovování vnější rovnováhy. Deficit běžného účtu se ve 2. čtvrtletí 1998 velmi pravděpodobně snížil pod úroveň 3,1 % HDP, kterou dosahoval v 1. čtvrtletí.

Vývoj domácí poptávky koresponduje s vývojem peněžní zásoby. Současný vývoj měnového agregátu M2 nenaznačuje riziko, že by koncem roku peněžní zásoba opustila orientační koridor stanovený měnovým programem a její vývoj by měl být i v roce 1998 konzistentní se střednědobým inflačním cílem.

Mezi faktory pozitivně ovlivňující proces dezinflace patří dále devizový kurz Kč/DEM, který od počátku roku do začátku srpna zhodnotil o více než 10 %, vývoj cen komodit na světových trzích, vývoj cen průmyslových výrobců, jejichž hladina v červnu meziročně poklesla o 0,1 % i očekávání příznivého vývoje cen zemědělské prvovýroby ve druhé polovině tohoto roku.

4.3 Návrh na opatření měnové politiky

Na základě uvedené argumentace navrhuje:

- a) **snížit limitní sazbu pro 2T repo operace ČNB ze 14,50 % na 14 % s platností od 14. 8.**

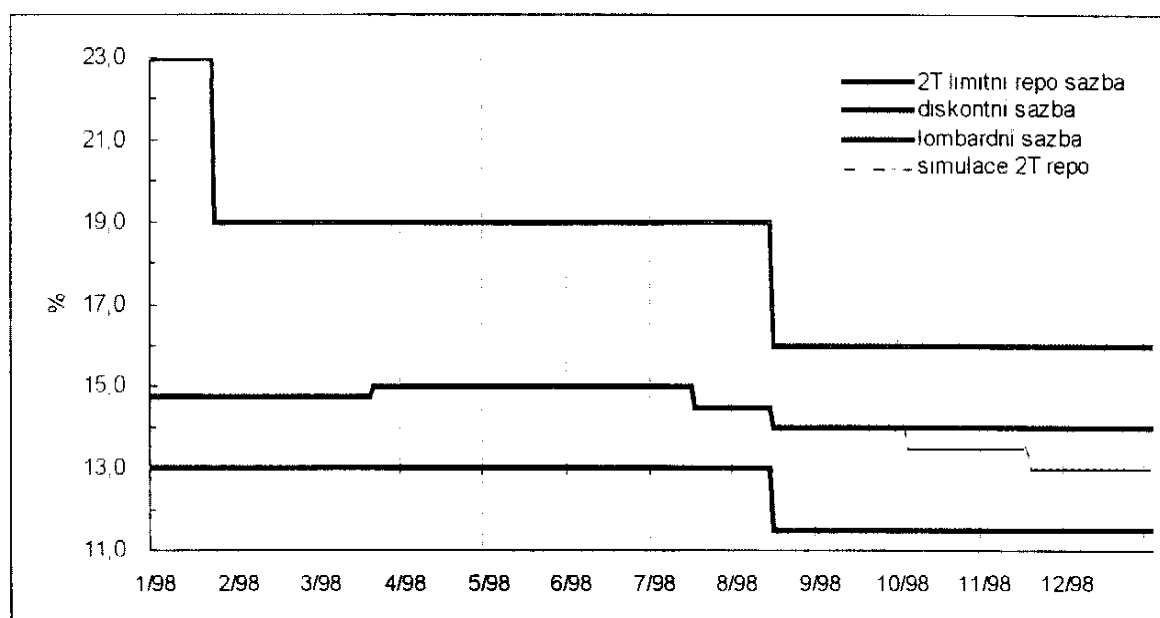
Tento návrh je formulován jako dílčí krok v dlouhodobější strategii snižování úrokových sazeb. S ohledem na predikovaný průběh dezinflačního procesu a při pokračující makroekonomické stabilizaci a mikroekonomické restrukturalizaci a adaptaci lze uvažovat o celkovém poklesu 2T repo sazby ČNB do konce r. o 1,5 - 2 p.b. na 13,5 – 13 %. Tento pokles by při předpokládaném tempu snižování inflace udržoval měnovou politiku dostatečně restriktivní i s určitou rezervou pro případ mírné depreciace devizového kurzu.

- b) **snížit diskontní sazbu o 1,5 p.b. ze 13 % na 11,5 % a lombardní sazbu o 3 p.b. z 19 % na 16 %.**

Tyto sazby implicitně vymezují koridor pro pohyb repo sazeb ČNB a hlavních sazeb peněžního trhu. Jejich uprava by měla respektovat 3 základní principy:

- v souladu s procesem dezinflace a poklesem repo sazby ČNB by se měl posunout i koridor vymezený diskontní a lombardní sazbou,
- s ohledem na pokračující stabilizaci měnového vývoje je účelné uvedený koridor zúžit,
- upravy diskontní a lombardní sazby by měly být v zásadě méně časté (obě sazby signalizují spíše dlouhodobější zaměření úrokové politiky ČNB)

Jak je zřejmé z obrázku, 2T limitní sazba pro repo operace ČNB se touto úpravou dostane mírně (o 0,25 p b) nad střed nového koridoru. Repo sazba tak má v daném koridoru dostatek prostoru pro další pokles, aniž by bylo třeba znovu upravovat obě „hraniční“ sazby



Předložený návrh vychází z pokračování procesu dezinflace, makroekonomické stabilizace a pokračujícího příznivého vývoje exogenních faktorů. V případě nárůstu rizikových faktorů ohrožujících vývoj směřující k makroekonomické a měnové stabilitě bude nezbytně úrokovou politiku ČNB revidovat