

Měnově politické doporučení (5. SZ 2003)

1. Vyhodnocení měnověpolitických rozhodovacích kritérií

Východiskem pro měnověpolitické rozhodování je *dubnová makroekonomická prognóza* předložená ve 4. (velké) SZ. Podle této prognózy se inflace má v horizontu nejučinnější transmise (květen 2004 – říjen 2004) pohybovat nad horním okrajem cílového pásma. Návrat ke středu pásma inflačního cíle lze podle této prognózy očekávat teprve ve druhé polovině roku 2005 (viz příloha A). S dubnovou prognózou jsou konzistentní stabilní až mírně rostoucí úrokové sazby ve 2. čtvrtletí 2003 (růst o 0,1 p. b.) a následný postupný růst sazeb v dalším období. Přestože jsou v současnosti tržní úrokové sazby mírně pod úrovní konzistentní s prognózou (viz příloha B), bylo dubnové rozhodnutí o ponechání sazeb na předchozí úrovni v souladu s vyzněním prognózy.

Rizika stávající prognózy uvedené v 5. SZ jsou v horizontu nejučinnější transmise celkově protiinflační. Ve směru nižší inflace v roce 2004 může působit oproti prognóze slabší *kurz dolaru*, který se v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí odchyluje od referenčního scénáře o takřka 9 %. Toto riziko zdůrazňuje i květnový Consensus Forecast, který vede ke snížení referenčního scénáře kurzu CZK/USD v roce 2004 o zhruba 80 haléřů. Současné oslabení dolaru vůči euru odpovídá v dubnu zpracované modelové alternativě nižší zahraniční poptávky (o 1 p.b. v roce 2004) v důsledku apreciacie eura vůči dolaru. Květnový CF ohledně růstu HDP v SRN je sice v rozporu s vyzněním tohoto alternativním scénáře, nicméně aktuální vývoj německé ekonomiky (mezikvartální pokles HDP v 1Q03 o 0,2 %), neobsažený v květnovém CF, tento alternativní scénář naopak potvrzuje. S alternativou nižší zahraniční poptávky je nicméně konzistentní nastavení úrokových sazeb shodné se základním scénářem v roce 2003 a jejich mírné snížení v roce 2004.

Stejným (protiinflačním) směrem působí i odchylka *ceny ropy* na světových trzích v dosavadním průběhu druhého čtvrtletí od referenčního scénáře ve výši 12%. Tento aktuální vývoj na světových trzích ale neměl výrazný vliv na odhad vývoje ceny ropy v roce 2004 – květnový CF upravuje odhad průměrné ceny uralské ropy v roce 2004 pouze o necelé 0,2 USD/barel. Souběh oslabení dolaru a poklesu cen ropy vedlo ke vzniku dalšího protiinflačního rizika, kterým je nenaplnění dubnového předpokladu růstu regulovaných *cen zemního plynu* v červenci tohoto roku. Dopad nenaplnění tohoto předpokladu do prognózy inflace je ale nevýznamný (-0,1 p.b.). Jako další protiinflační riziko je v situační zprávě uveden nižší než předpokládaný *růst mezd* (v roce 2004 o 4% namísto předpokládaných 15,8%) v důsledku zahájení reformy veřejných financí. Za další protiinflační riziko SZ označuje vývoj *cen zemědělských výrobců*. Silný meziroční pokles cen pokračoval i v dubnu (-14,8 %) a existuje tak riziko nenaplnění předpokladu dubnové prognózy cca 9 % poklesu CZV ve druhém čtvrtletí a jejich návratu k mírnému meziročnímu růstu v roce 2004. Nenaplnění tohoto scénáře, tj. pokračující pokles cen zemědělských výrobců, by pravděpodobně vedlo k zesílení desinflačních tlaků prostřednictvím nižších cen potravin.

I přes částečný pokles nejistoty ohledně průběhu změn nepřímých daní je působení *fiskální politiky* i nadále spojeno s vysokou mírou nejistoty. Základní scénář poslední makroekonomické prognózy uvažoval provedení reformy veřejných rozpočtů podle Reformního scénáře 1. Skutečné provedení v současnosti avizované reformy by pravděpodobně znamenalo výraznější snížení fiskálního impulsu v roce 2004 ve srovnání s prognózou ve 4.SZ, které by se tak pravděpodobně přiblížilo dopadům Reformního scénáře 2. Proto lze poslední informace o reformě veřejných rozpočtů považovat spíše za protiinflační

riziko dubnové prognózy. Na základě posledních informací je pro rok 2004 předpokládán fiskální impuls ve výši -0,2 p.b. dynamiky HDP (namísto v dubnu předpokládaných +0,5 p.b.).

Ve směru vyšší inflace SZ identifikuje dvě rizika. Za prvé, v rámci nového návrhu fiskální reformy byl předložen dodatečný návrh na *další zvýšení spotřební daně u benzínu a nafty* (kromě již dříve navrhovaného zvýšení v lednu 2004) s nímž dubnová prognóza nepočítala. V případě jeho schválení by v roce 2004 dopad do inflace činil cca 0,1 p.b. Za druhé, poslanecká sněmovna již *schválila přeřazení části služeb a zboží do vyšší sazby DPH počínaje 1.1.2004*. Dubnová prognóza počítala s platností tohoto zákona až od června 2004. Jakkoliv jsou primární dopady změn nepřímých daní výjimečně, vlivem posledního vývoje nutně dochází ke změně pohledu na velikost (směrem k vyšším hodnotám) a časování (směrem k bližší budoucnosti) sekundárních dopadů změn nepřímých daní.

Protiinflační vnímání celkových rizik dubnové prognózy by naznačovalo, že je namístě zvážit oproti prognóze volnější nastavení úrokových sazeb. Vedle rizik naplnění dubnové prognózy uvedených v SZ lze ale jmenovat **další rizika a argumenty**, které by měly být při MP rozhodování vzaty v potaz.

Za proinflační riziko považujeme vývoj *inflačních očekávání*. V květnu došlo, zřejmě převážně v důsledku zveřejnění nové inflační prognózy ČNB, k výraznému nárůstu inflačních očekávání analytiků finančního trhu, a to o 1,1 p.b. na 3,7 %. Tento vývoj může indikovat zvyšující se odchylku skutečného vývoje inflačních očekávání od předpokladů prognózy. Jakkoliv růst očekávané inflace neohrožuje kredibilitu inflačního cíle ČNB (trhy jsou ztotožněny s názorem ČNB o výjimečnosti primárního vlivu nepřímých daní), mohou vyšší očekávání vést k naplnění alternativního scénáře vyšších sekundárních dopadů změn nepřímých daní.

Jako argument pro ponechání sazeb na stávající úrovni lze použít riziko snížení kredibility ČNB, neboť většina trhu v současnosti předpokládá stabilitu úrokových sazeb (viz příloha B). Snížení sazeb by navíc mohlo být veřejností chápáno jako nekonzistentní s dubnovou prognózou, která předpokládala v delším horizontu naopak pozvolný růst sazeb, a s prohlášeními některých členů BR o ukončení období snižování úrokových sazeb po projednání této dubnové prognózy.

2. Doporučení

Po zvážení uvedených argumentů odbor měnové politiky doporučuje

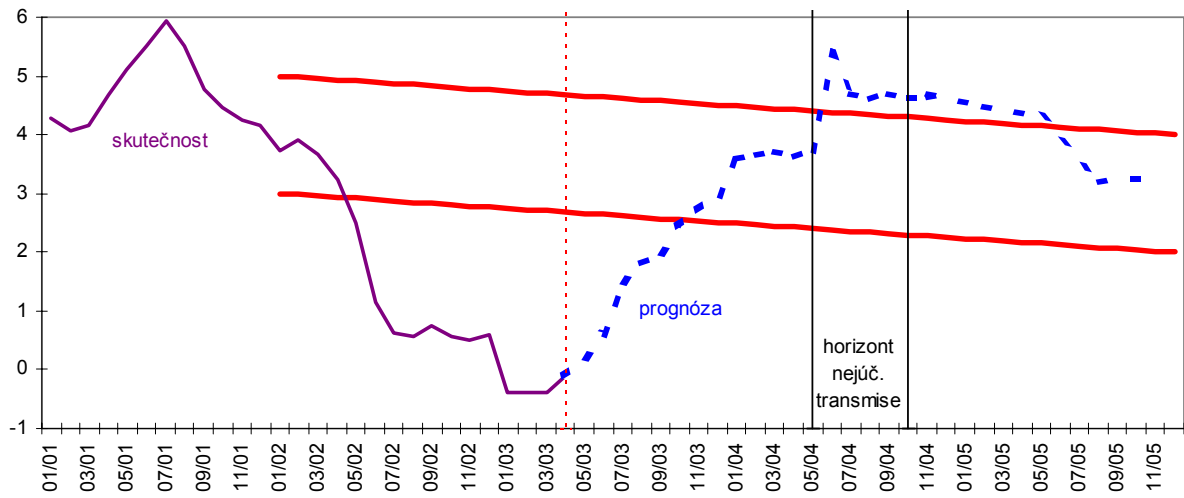
ponechat úrokové sazby na současné úrovni.

3. Očekávání finančních trhů

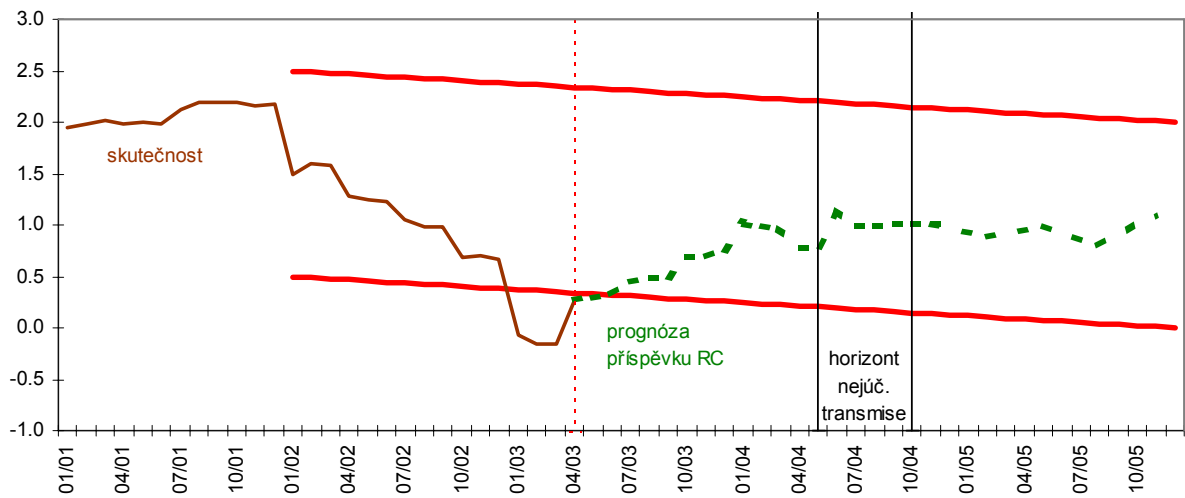
Dubnové rozhodnutí BR ponechat repo sazbu na stávající úrovni bylo v souladu s očekáváním většiny účastníků finančního trhu a tudíž po zveřejnění tohoto rozhodnutí nedošlo k významnému posunu výnosové křivky peněžního trhu. V dosavadním průběhu měsíce května došlo k mírnému poklesu výnosové křivky. Spread mezi 3M a 1M PRIBOREm, indikující krátkodobá očekávání, v současnosti činí $-0,06$ p.b. Spread mezi 6M a 3M PRIBOREm je poloviční ($-0,03$ p.b.) a mezi 12M a 6M PRIBOREm je nulový, což signalizuje slabé očekávání poklesu sazeb ve druhém pololetí. Podobný obrázek poskytuje trh FRA, sazby FRA jsou ve všech dobách splatnosti pod trajektorií sazeb konzistentních s dubnovou prognózou, a to o cca $0,3$ p.b. Analytici finančního trhu nadále očekávají v horizontu 12 měsíců posílení kurzu koruny vůči euru o cca 2% (viz příloha C).

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace ze 4. SZ 2003 a cílové pásmo

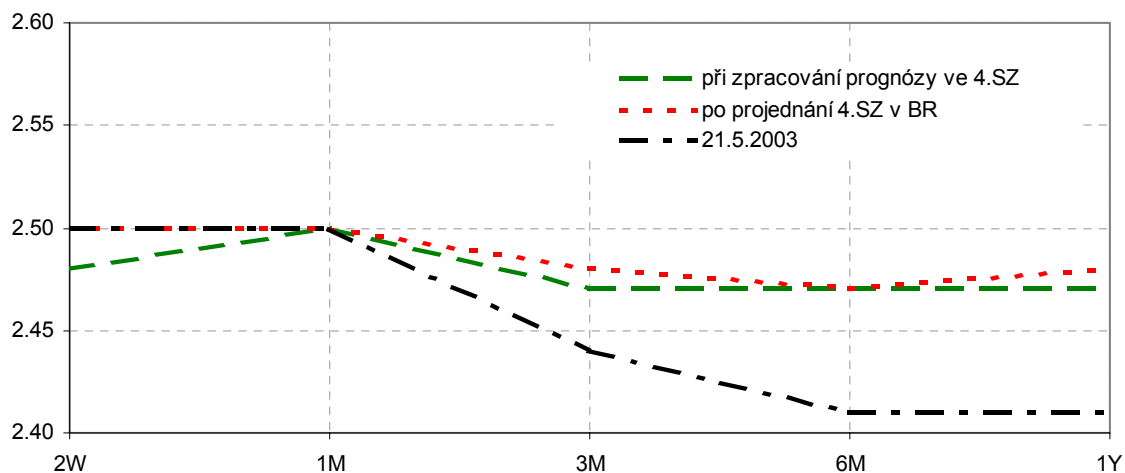


Prognóza příspěvku RC do inflace (koridor +/- 1 p.b. kolem "normálního příspěvku")

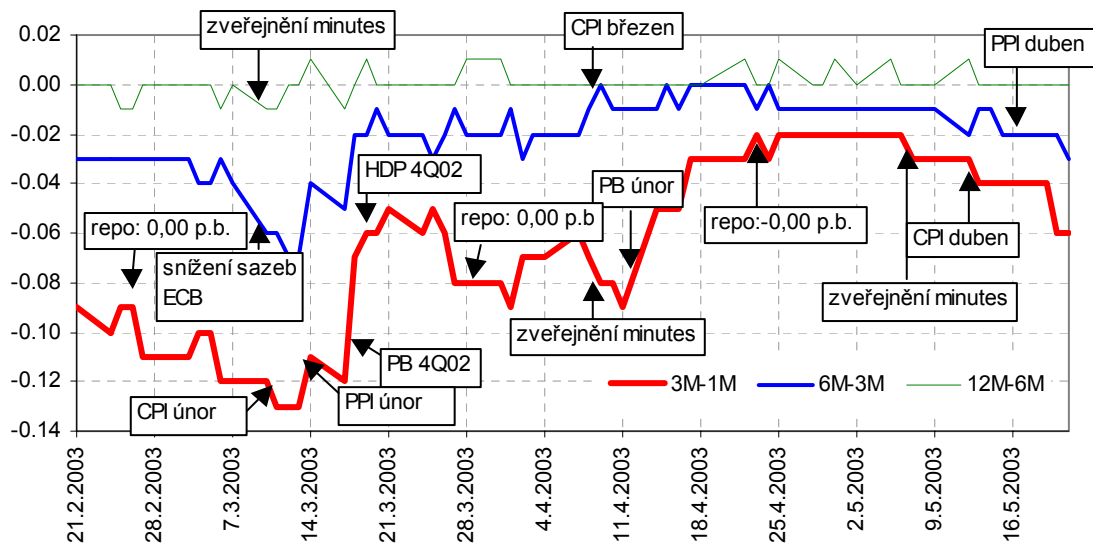


Příloha B: Úrokové sazby

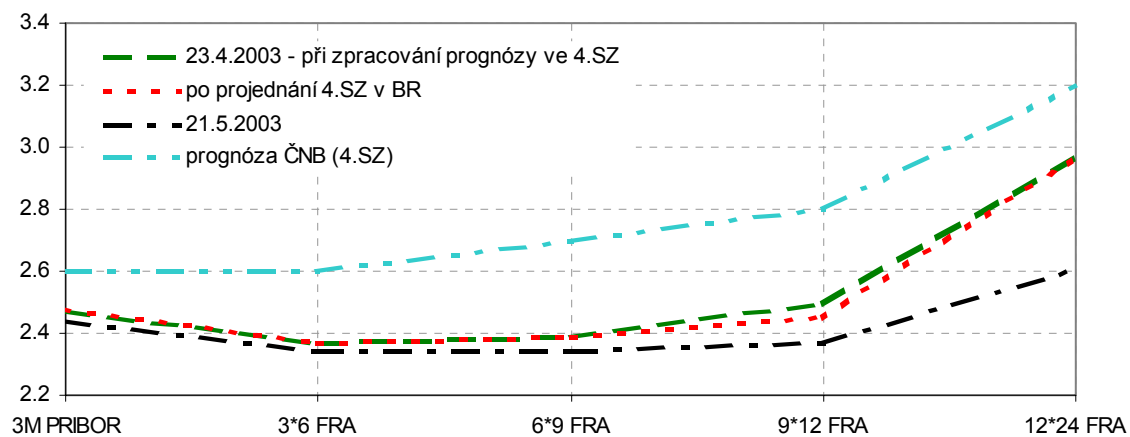
Výnosové křivky - PRIBOR



Úrokové spready - PRIBOR

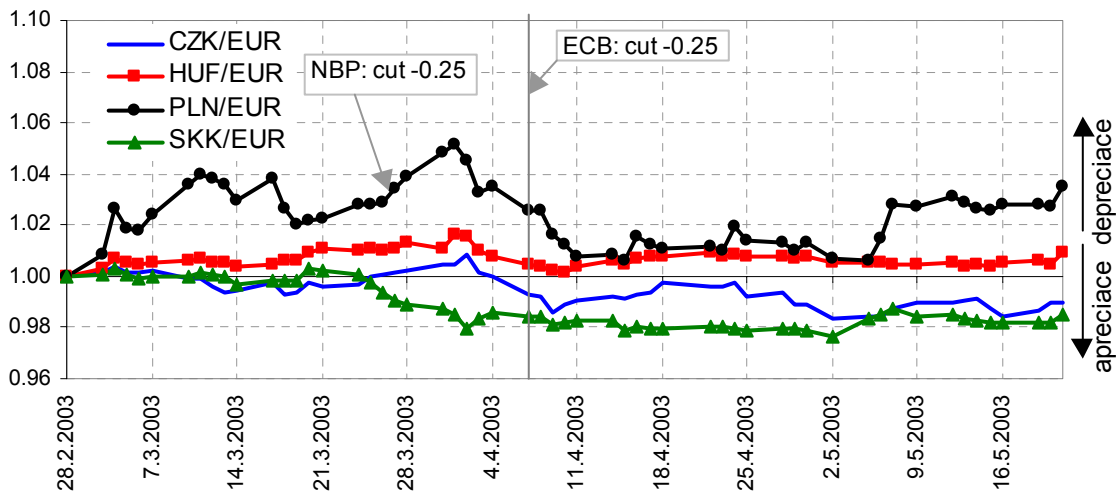


FRA

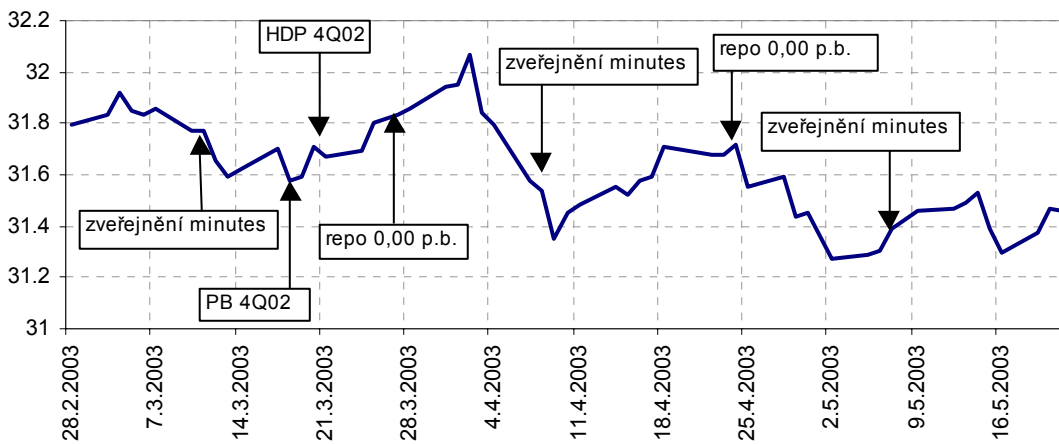


Příloha C: Devizové kurzy

Kurzy středoevropských měn (28.2.=1,0)



Kurz CZK/EUR



Očekávání kurzu CZK/EUR na rok dopředu - aktuální kurz

