

Měnově politické doporučení (6. 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 (červen 2004 – listopad 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. Dubnové a květnové rozhodnutí BR o ponechání sazeb na stávající úrovni lze označit za konzistentní s dubnovou prognózou.

Rizika stávající prognózy uvedené v 6. SZ jsou v horizontu nejučinnější transmise celkově protiinflační. Ve směru nižší inflace v roce 2004 působí oproti prognóze slabší *kurz dolaru vůči euru*, a to jak z hlediska svého vývoje od měsíce dubna (aktuálně slabší o 7%), tak i z hlediska svého budoucího vývoje (červnový CF slabší o 8,8% v 3Q03, resp. o 5,5% v 4Q03). Jako reakci především na tento vývoj kurzu dolaru vůči euru lze chápat redukcí prognózy CF pro růst HDP v SRN, tj. z hlediska prognózy ČNB jde o posun k *nižšímu růstu zahraniční poptávky*. Červnová prognóza CF je oproti dubnové hodnotě (použité v prognóze ČNB) nižší pro rok 2003 o 0,3 p.b. (pro rok 2004 o 0,3 p.b.). S aktuálním a očekávaným oslabováním dolaru a s vyhlídkou zpomalení ekonomického růstu je konzistentní také pozorovaný *pokles zahraničních úrokových sazeb*, reprezentovaných ročními sazbami EURIBOR. V reakci na červnové snížení měnověpolitických sazeb ECB došlo k dalšímu poklesu sazeb 1R EURIBOR, které se nyní nacházejí cca 0,5 p.b. pod předpokladem prognózy ČNB.

Popsaný vývoj je částečným naplněním ve 4. SZ vypracované alternativy nižší zahraniční poptávky v důsledku oslabení dolaru. Alternativa se od pozorované skutečnosti liší v tom, že předpokládala výraznější oslabení dolaru (nikoli nynějších cca 10 %, nýbrž 18 %) a předpokládala jej až počátkem roku 2004. Zpomalení ekonomického růstu v SRN a snižování sazeb proto očekávala také až v roce 2004. Z oslabení dolaru v rozsahu 18 % alternativa konkrétně odvozovala pro rok 2004 pokles zahraniční poptávky o cca 1 %, pokles 3M EURIBORu o téměř 2 p.b. a konečně poněkud mírnější než v základním scénáři projektované zvyšování 3M PRIBORu (mírnější v průměru za rok 2004 o cca 0,25 p.b.). Tato alternativa se tedy naplňuje s předstihem tří čtvrtletí, zato však jen zčásti: u kurzového vývoje zhruba z poloviny, u zahraniční poptávky a EURIBORu přibližně ze čtvrtiny. Pro české úrokové sazby to tedy prozatím znamená doporučení jen nepatrného snížení.

Protiinflačním směrem působí i odchylka *cen průmyslových výrobců*. Zatímco prognóza předpokládala pro květen meziroční růst PPI o 0,2%, ve skutečnosti došlo naopak k prohloubení meziročního poklesu PPI na -0,8%. Nižší než předpokládaný růst cen výrobců je převážně způsoben zpožděným vlivem poklesu cen ropy a oslabujícího kurzu dolaru vůči euru (i koruně). Stejně příčiny stojí i za dalším rizikem, 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.). Toto riziko přetrvává již z 5. SZ, stejně jako riziko nižšího než předpokládaného *růstu mezd* v důsledku zahájení reformy veřejných financí (v roce 2004 o 4% namísto předpokládaných 15,8%).

Ve směru vyšší inflace lze v současnosti identifikovat pouze nevýrazné *riziko rychlejšího uzavírání mezery výstupu*, plynoucí z dat o vývoji HDP v 1Q03. Oproti předpokladům

prognózy rychlejší růst domácí poptávky je ale do značné míry dán jednorázovými vlivy - dřívějším zvýšením mezd v nepodnikatelském sektoru, které v příštím roce naopak porostou oproti očekáváním pomaleji, uvolněním zdrojů na odstranění následků povodní - dotace od EU a úhradou ze zajišťoven). Proto nelze tomuto riziku přikládat velkou váhu.

Působení *fiskální politiky* je i nadále spojeno s vysokou mírou nejistoty. Současný odhad působení fiskální politiky lze, ve srovnání s odhadem obsaženým v dubnové prognóze, označit za protiinflační. Poptávkově relevantní saldo veřejných rozpočtů, předpokládané prognózou na rok 2003, nebude pravděpodobně naplněno o zhruba 30 mld. Kč. O stejnou částku lze tak snížit předpokládaný fiskální impuls v tomto roce. Současně dubnová prognóza odvozovala poptávkově relevantní saldo veřejných rozpočtů pro rok 2004 od tzv. Reformního scénáře 1. Konečný reformní návrh však implikuje dodatečnou restrikcí ve výši 26 mld. Kč v roce 2004. Fiskální impuls v roce 2004 tak v případě přijetí navrhované reformy bude nižší o 26 mld. Kč ve srovnání s předpoklady dubnové prognózy. Celkové riziko prognózy tedy vyplývá s možného snížení fiskálního impulsu o zhruba 30 mld. Kč v roce 2003 a o 26 mld. Kč v roce 2004 ve srovnání se svými předpoklady. Na druhou stranu ale přetrvávají nejistoty o výsledném (schváleném) tvaru reformy a jejích dlouhodobých dopadech na ekonomiku. Lze předpokládat, že do doby uzavření prací na 7. situační zprávě už budou informace o výhledu reformy, vzhledem k předpokládanému hlasování v Parlamentu, výrazně přesnější.

Protiinflačně vychýlené vnímání 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 argumenty**, které by měly být při MP rozhodování vzaty v potaz.

Za další a v SZ nejmenované proinflační riziko považujeme vývoj *inflačních očekávání*. Dostupné informace o vývoji inflačních očekávání analytiků finančního trhu v červnu (3,2%) jsou výrazně vyšší oproti předpokladům prognózy (0,0%). Jakkoliv došlo od května ke snížení těchto inflačních očekávání (v květnu 3,7%), i nadále panuje značná nejistota ohledně velikosti inflačních očekávání. Případná vyšší inflační očekávání by mohla vést k naplnění alternativního scénáře vyšších sekundárních dopadů změn nepřímých daní.

2. Doporučení

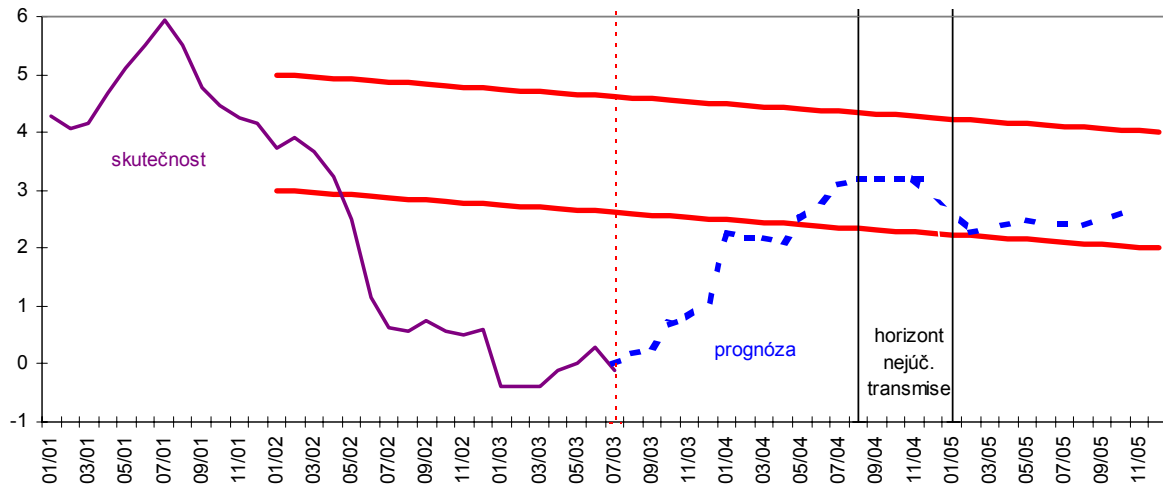
Po zvážení uvedených argumentů odbor měnové politiky doporučuje
ponechat úrokové sazby na současné úrovni

3. Očekávání finančních trhů

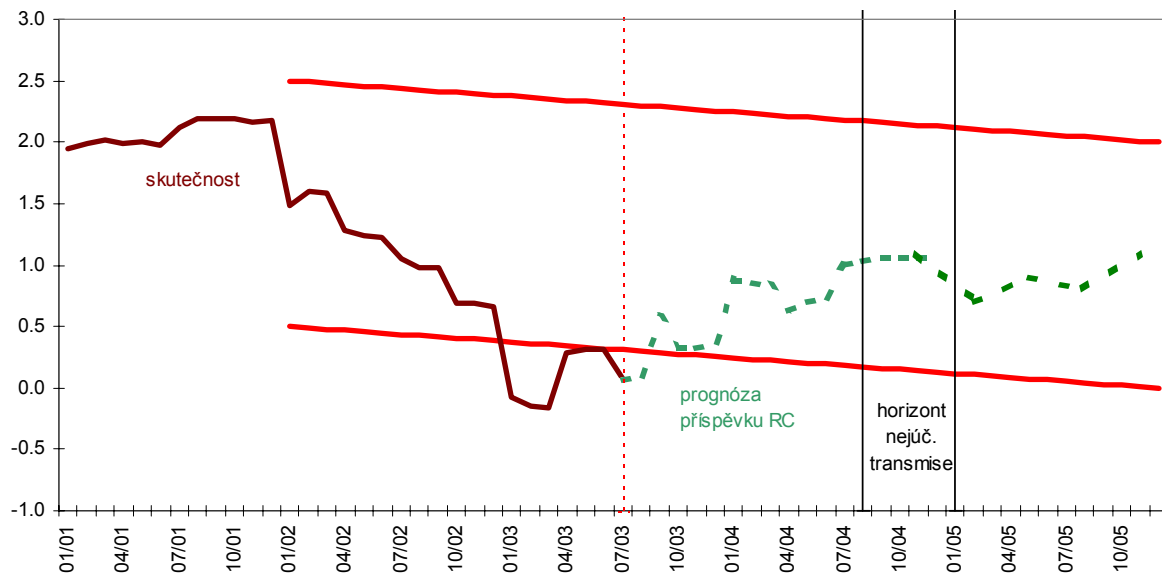
Květnové rozhodnutí BR ponechat repo sazbu na stávající úrovni bylo v souladu s očekáváním většiny účastníků finančního trhu a tudíž po zveřejnění tohoto rozhodnutí nedošlo k významnému posunu výnosové křivky peněžního trhu. S příchodem nových informací nicméně v dosavadním průběhu měsíce června došlo k dalšímu poklesu výnosové křivky. Spread mezi 3M a 1M PRIBOrem, indikující krátkodobá očekávání, v současnosti činí -0,1 p.b. Spread mezi 6M a 3M PRIBOrem je zhruba poloviční (-0,06 p.b.) a mezi 12M a 6M PRIBOrem je zhruba nulový, což signalizuje převažující očekávání snížení repo sazby o 0,25 p.b. v nejbližších měsících. Stejně časování snížení sazeb, ale většího rozsahu, předpokládá trh FRA. Sazby FRA jsou ve všech dobách splatnosti pod trajektorií sazeb konzistentních s dubnovou prognózou, a to o 0,4 – 0,7 p.b. dle doby splatnosti (viz příloha B). Postupně se snižuje očekávání ohledně dalšího posilování koruny - analytici finančního trhu v horizontu 12 měsíců očekávají posílení kurzu koruny vůči euru o zhruba 50 haléřů (resp. 1,4% - viz příloha C).

Příloha A: Inflace a vývoj regulovaných cen

Prognóza inflace ze 7. SZ 2003 a cílové pásmo

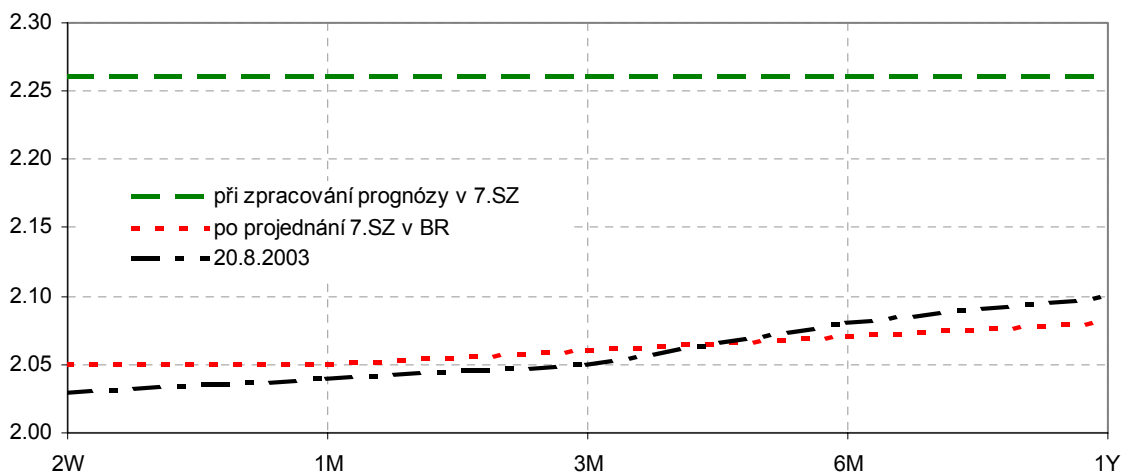


Prognóza příspěvku RC do inflace (koridor +/- 1 p.b. kolem "normálního příspěvku")

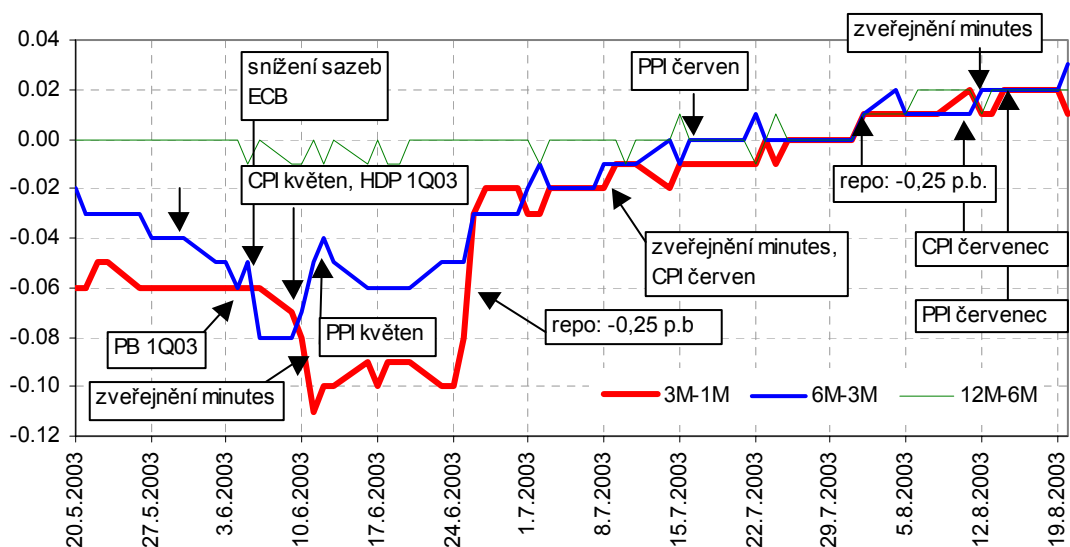


Příloha B: Úrokové sazby

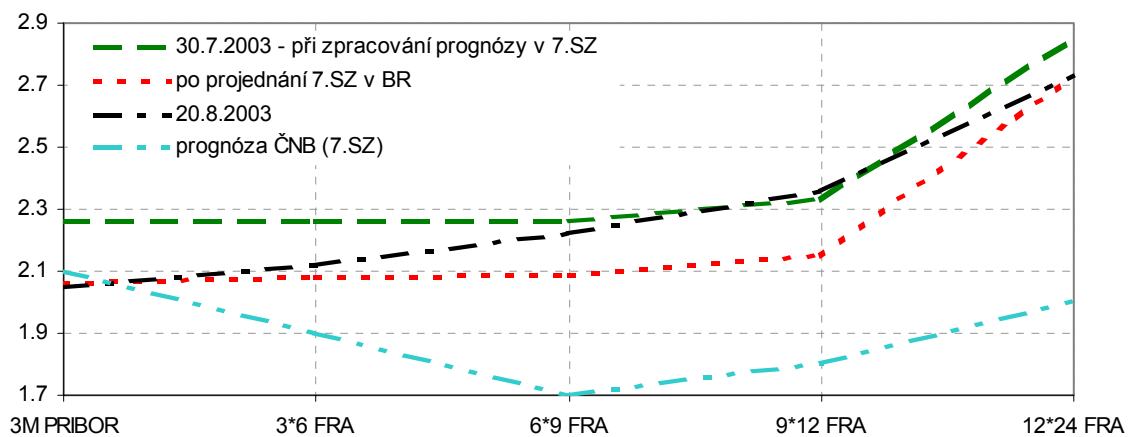
Výnosové křivky - PRIBOR



Úrokové spready - PRIBOR

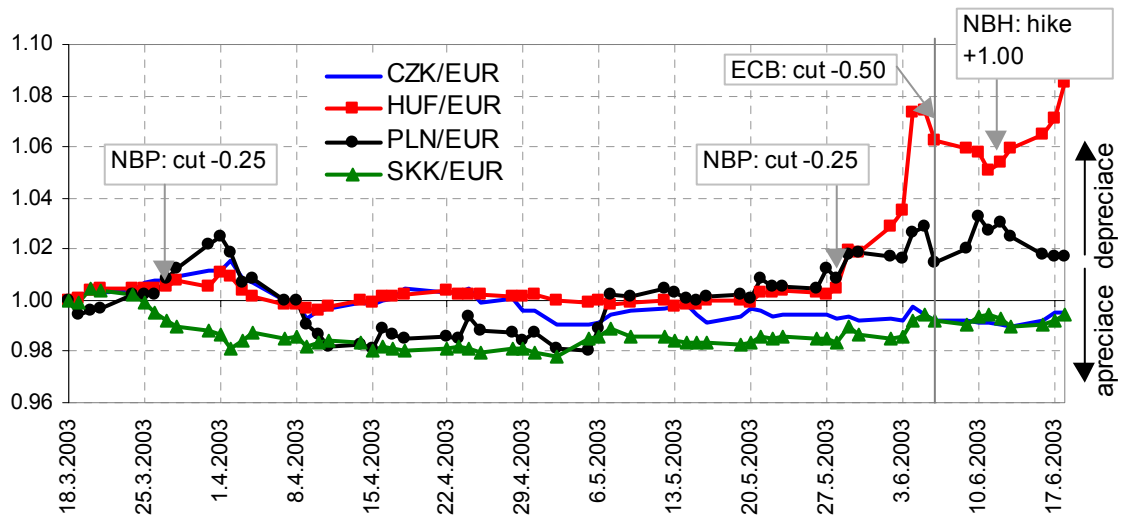


FRA

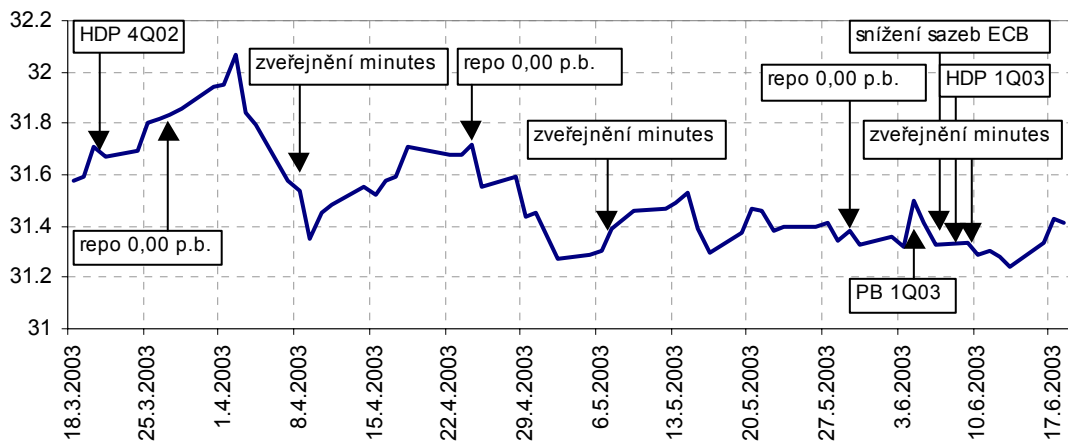


Příloha C: Devizové kurzy

Kurzy středoevropských měn (28.2.=1,0)



Kurz CZK/EUR



Očekávání kurzu CZK/EUR na rok dopředu - aktuální kurz

