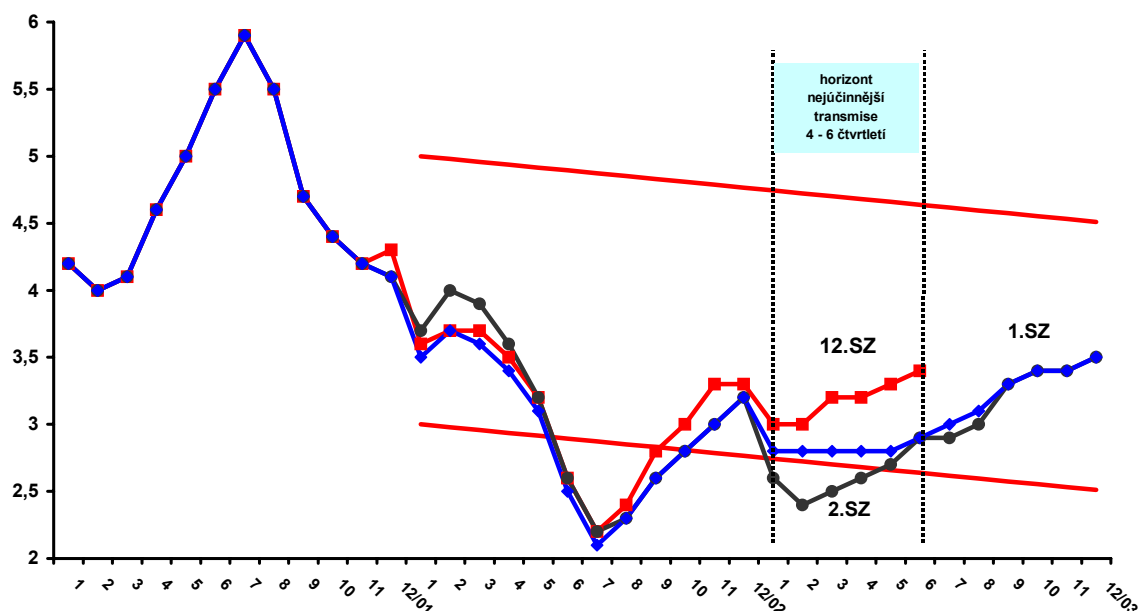


Měnově politické doporučení

1. Vyhodnocení měnově politických rozhodovacích kritérií pro 2. SZ

V hodnocení stávajícího makroekonomického rámce nedochází od poslední SZ k podstatným změnám. Jedinou výraznější změnou je dosavadní rychlejší aprece nominálního i reálného efektivního kursu ve srovnání s referenčními scénáři. To implikuje i rychlejší apreciaci kursu v horizontu celého čtvrtletí, a tudíž *ceteris paribus* zpřísnění měnových podmínek.

Vlivem *technických* faktorů dochází k dalšímu zpomalení cenového růstu v horizontu nejúčinnější transmise. V období od ledna do května 2003 se střední hodnota meziroční celkové inflace dostává pod spodní okraj pásma inflačního cíle. Na původní trajektorii z lednové SZ se prognóza inflace vrací v polovině roku 2003. Na konci roku 2003 je stejně jako v lednové SZ očekávána meziroční inflace ve středu pásma inflačního cíle.



Rizika a nejistoty inflační prognózy jsou rozloženy rovnoměrně v obou směrech. Dezinflační rizika souvisejí s rychlejší apreciací nominálního i reálného efektivního kursu, s vyšší než předpokládanou pružností cen tradables směrem dolů a s pomalejším uzavíráním produkční mezery (zejména z důvodů snížení dynamiky domácí spotřeby a tvorby fixního kapitálu). K inflačním rizikům patří rychlejší růst peněžních agregátů ve srovnání s růstem nominálního HDP, možný růst cen potravin v souvislosti s přibližujícím se vstupem do EU, uvolněná fiskální politika a možné oživení růstu světových cen surovin.

I když tempo růstu cen je v horizontu nejúčinnější transmise bržděno nižším růstem regulovaných cen, než s jakým počítal stanovený inflační cíl, excesivní vývoj faktorů zahrnovaných mezi výjimky z plnění inflačního cíle nebyl identifikován. Prognóza inflace nalézající se v horizontu nejúčinnější transmise pod dolním okrajem inflačního cíle, struktura

očekávaného cenového pohybu a „obvyklý“ příspěvek faktorů zařazených mezi výjimky implikují podle odboru 411 potřebu dalšího snížení měnově politických sazeb. Ve stejném smyslu vyznívá i skutečnost, že lednové snížení měnově politických sazeb nemělo při vyjádření s pomocí indexu reálných měnových podmínek (RMCI) za následek uvolnění měnové politiky. Růst reálných úrokových sazeb (způsobený nižším poklesem ročních tržních úrokových sazeb – z 4,5 % v lednu na 4,4 % v únoru – ve srovnání s poklesem inflačních očekávání – z 4,8 % v lednu na 4,5 % v únoru) doprovázený apreciovanějším kurzem, než jaký předpokládá referenční scénář, posunul index reálných měnových podmínek nad jeho rovnovážnou úroveň.

Případnému snížení měnově politických sazeb v zásadě nebrání očekávání trhu. Téměř plochá výnosová křivka peněžního trhu ze dne 19.2. implikuje očekávání stability sazeb případně jejich další pokles. Očekávání snížení sazeb jsou rozhodně vyšší, než očekávání jejich zvýšení.

2. Devizový kurz

Vývoj *průměrných* čtvrtletních hodnot kursu CZK/EUR, CZK/USD a USD/EUR ukazuje následující tabulka:

	CZK/EUR	CZK/USD	USD/EUR
1. čtvrtletí 2000	35,78	36,18	0,99
2. čtvrtletí 2000	36,30	38,86	0,93
3. čtvrtletí 2000	35,47	39,16	0,91
4. čtvrtletí 2000	34,91	40,18	0,87
1. čtvrtletí 2001	34,80	37,65	0,93
2. čtvrtletí 2001	34,30	39,26	0,87
3. čtvrtletí 2001	34,02	38,27	0,89
4. čtvrtletí 2001	33,16	36,98	0,90
1. čtvrtletí 2002 (do 19. 2.)	31,93	36,48	0,88

Referenční scénáře kursu předpokládají pro první čtvrtletí 2002 průměrné hodnoty 32,25 CZK/EUR; 35,83 CZK/USD a 0,90 USD/EUR. Proti lednu se zvýšila zejména odchylka od referenčního scénáře u kursu CZK/EUR. Dosavadní průměrné hodnoty kursů se od referenčních scénářů pro 1. čtvrtletí zatím zásadně neodchylují a v tomto smyslu nesnižují věrohodnost prognóz inflace. Pokračování apreciacie kursu CZK/EUR po trajektorii naznačené referenčním scénářem však znamená výraznou odchylku od trendu rovnovážné reálné apreciacie.

Pro zabránění nežádoucímu tempu apreciacie je ve střednědobém horizontu klíčové dodržení dohody mezi vládou a ČNB. Vzhledem k současné situaci na devizovém trhu odbor 411 nenavrhuje provádět devizové intervence.

3. Doporučení

Odbor měnové politiky *doporučuje*:

- A. Snížit měnově politické sazby o 0,25 procentního bodu.
- B. Nadále mediálně vyjadřovat odhodlání naplňovat dohodu uzavřenou s vládou a nepřipustit fundamentálně nepodloženou apreciaci kursu.