

## Měnově politické doporučení (9. SZ 2002)

### 1. Vyhodnocení měnově politických rozhodovacích kritérií pro 9. SZ

**Hospodářský vývoj** od srpnové SZ byl v zásadě v souladu s makroekonomickou prognózou, která byla předložena v červencové (velké) SZ. Především v důsledku vývoje exogenních faktorů (zahraniční poptávka, ceny potravin a regulované ceny) a měnového kurzu zůstala meziroční *inflace*, stejně jako v červenci, na nejnižší úrovni od počátku cenové liberalizace (0,6 %). V souladu s prognózou a doporučením sekce měnové a statistiky zůstaly měnově politické sazby nezměněny. V následujícím období předpokládá prognóza pozvolné zrychlování cenového růstu s tím, že meziroční inflace by se měla přiblížit spodnímu okraji pásma inflačního cíle na přelomu let 2003 a 2004. Návrat ke středu pásma inflačního cíle je očekáván teprve v průběhu roku 2005.

**Hlavním rizikem** červencové prognózy (směrem dolů) byl budoucí kurzový vývoj. Snížením měnově politických sazeb o 0,75 p.b. na konci července a souběžným prováděním devizových intervencí se zatím podařilo posilování *kurzu* zastavit a dosáhnout dokonce mírného oslabení oproti úrovni konzistentní s prognózou (prognóza 30 CZK/EUR; průměr v září i ve 3. čtvrtletí shodně 30,19 CZK/EUR). Riziko prognózy směrem dolů díky kurzu však do budoucna přetrvává. Zůstává zachováno také dezinflační riziko zpoždění hospodářského *oživení v zahraničí* identifikované v srpnové SZ. Novým rizikem směrem dolů je chystané *snížení cen* zemního plynu a elektřiny pro domácnosti. Výraznějším rizikem prognózy směrem nahoru je vývoj *ceny ropy* (aktuální ceny vyšší než prognózované, změna prognózy CF). Rizikem směrem nahoru je rovněž záměr vlády řešit odstranění povodňových škod mj. zvýšením nepřímých daní. Tento inflační faktor je však mimo dosah měnové politiky. V souhrnu hodnotíme rizika prognózy jako vyrovnaná.

Současná úroveň nominálních krátkodobých (tříměsíčních) úrokových sazeb odpovídá úrovni těchto sazeb konzistentních s reakční funkcí zabudovanou v makroekonomické prognóze (pro 3. čtvrtletí 3,0 %). Stávající **nastavení měnových podmínek** lze přesto označit jako mírně uvolněnější než prognózované (viz přílohy), i když ve srovnání se srpnem došlo ke korekci uvolnění. Úroková složka se stala ještě uvolněnější, protože inflační očekávání nekopírují aktuální cenový vývoj (jsou vyšší než prognózovaná), což lze z hlediska měnové politiky hodnotit pozitivně. Naproti tomu kurzová složka se díky devizovým intervencím (se kterými prognóza neuvažuje) vrátila na prognózovanou trajektorii. Prognóza založená na informacích ke konci července předpokládá stávající úroveň nominálních tříměsíčních sazeb ve 3. čtvrtletí a jejich další mírný pokles ve 4. čtvrtletí (na 2,6 %).

Ve prospěch **zachování** stávající úrovně měnově politických sazeb hovoří kromě červencové prognózy následující důvody:

- a) Měnové podmínky jsou v současnosti mírně uvolněnější než předpokládá červencová prognóza.
- b) Díky záplavám vzrostla nejistota ohledně budoucího ekonomického vývoje.

Ve prospěch **snížení** měnově politických sazeb je možné uvést následující argumenty:

- a) Ačkoliv dochází ke změně v rozložení rizik na neutrální, u poptávkové inflace nadále převládají rizika na desinflační straně (nezaměstnanost roste rychleji než předpokládá prognóza, zahraniční poptávka roste naopak pomaleji ve srovnání s předpoklady prognózy).
- b) Bylo nutné dlouhodobě intervenovat, aby měnový kurs odpovídal prognóze. Pokud by prognóza silnější kurz zohlednila, byl by s ní konzistentní výraznější než v současnosti prognózovaný pokles sazeb.

Důvody pro **zvýšení** měnově politických sazeb nebyly identifikovány. Proinflační rizika vyplývající z uvažovaného zvýšení nepřímých daní jsou mimo dosah měnové politiky.

## **2. Doporučení**

Na základě vyhodnocení výše uvedených argumentů odbor měnové politiky *doporučuje*:

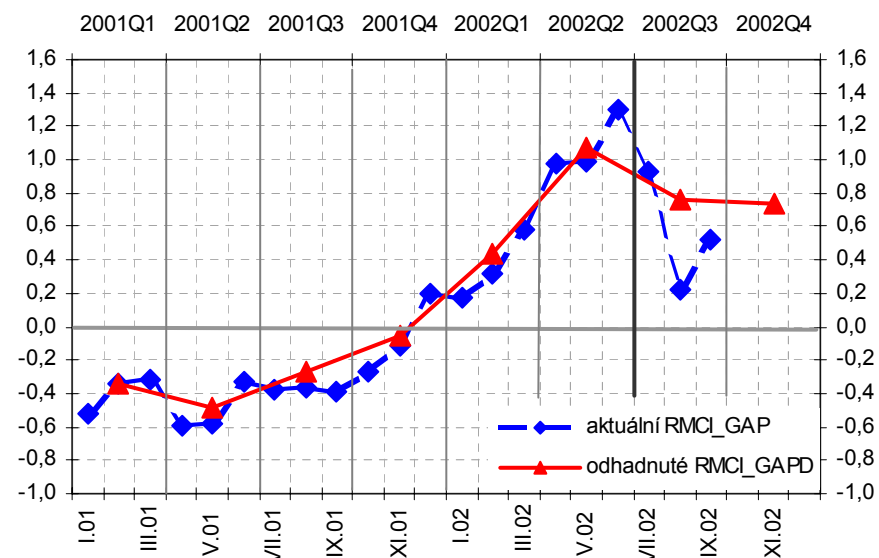
- A. Ponechat měnově politické sazby na stávající úrovni.
- B. Přistoupit k devizovým intervencím v souladu s návrhem obsaženým v textu „Devizové intervence ČNB – role, procedura, komunikace“. Momentálně neintervenovat.

Aktuální RMCI\_GAP versus s prognózou konzistentní odhad RMCI\_GAP<sup>D</sup>

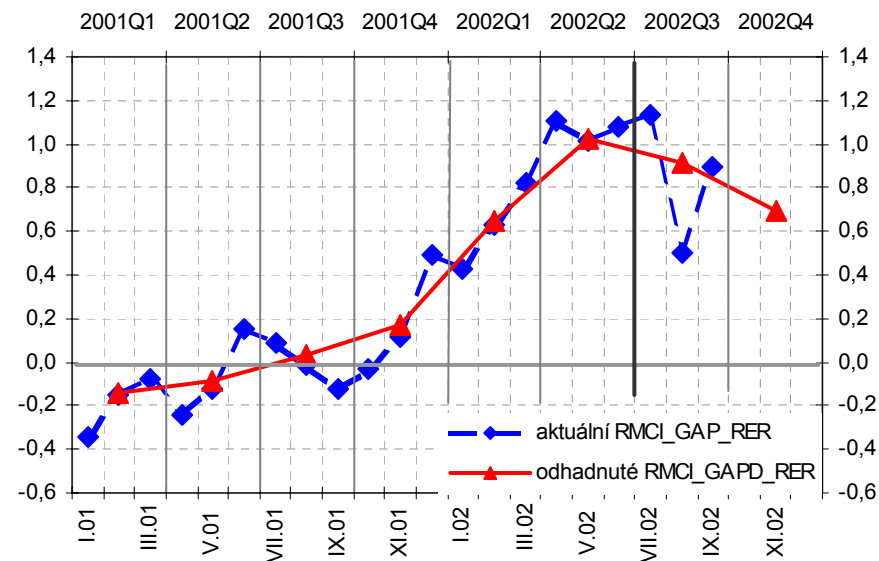
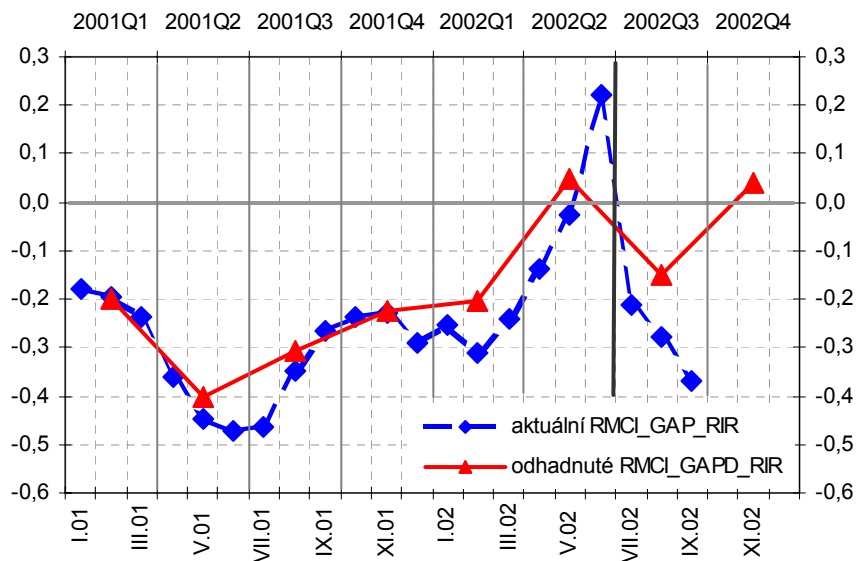
	7.SZ pro 2002Q3	červenec	srpen	září	průměr
<b>Inflace</b>	0,6	0,6	0,6	1,0*	0,7
<b>Infl. oček. FT</b>	2,3	2,8	2,7	3,1	2,9
<b>Nominální IR</b>					
3M	3,0	3,4	3,0	3,0	3,1
1R	3,2	3,4	3,1	3,0	3,2
1R EURO	4,0	3,6	3,4	3,3	3,4
<b>Reálné IR</b>					
3M	0,8	0,6	0,3	-0,1	0,3
1R	0,9	0,6	0,4	-0,1	0,3
1R EURO	2,5	2,6	2,3	2,3	2,4
<b>CZK/EUR</b>	30,00	29,75	30,80	30,15	30,23
<b>RER_GAP</b>	6,1	7,6	3,1	5,9	5,5

\* predikce

– trajektorie úrokové složky

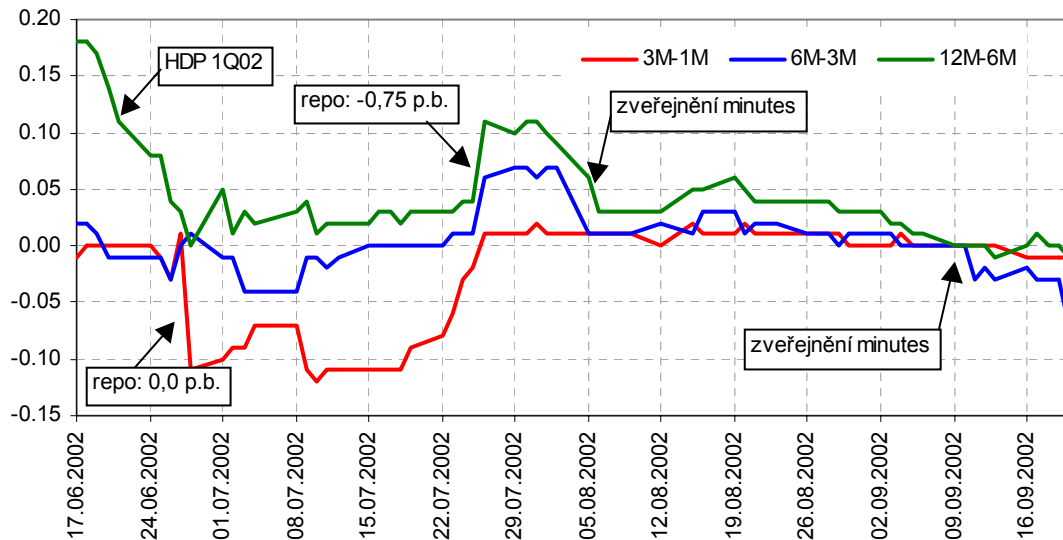


– trajektorie kurzové složky

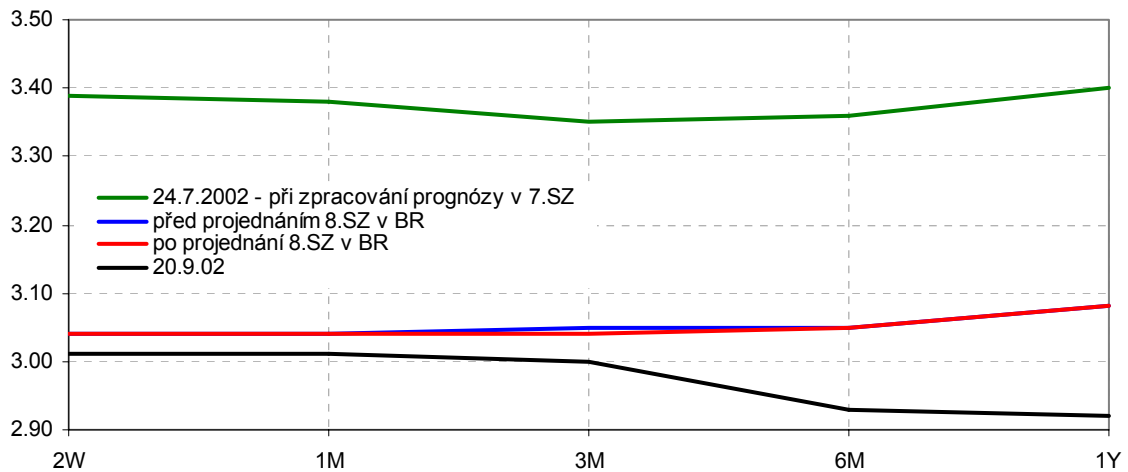


## Příloha č. 2: Očekávání finančních trhů

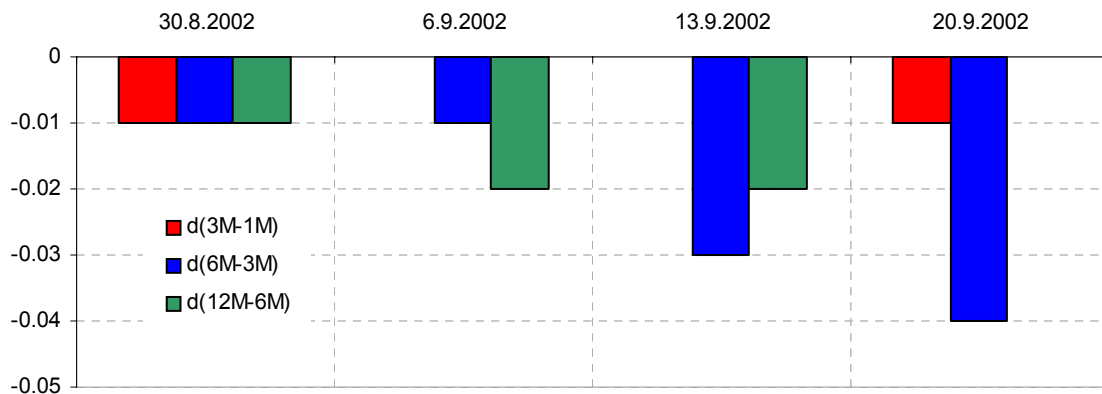
### Úrokové spready - PRIBOR



### Výnosové křivky - PRIBOR



### Týdenní změny spreadů PRIBOR



## FRA

