

# Měnově politické doporučení

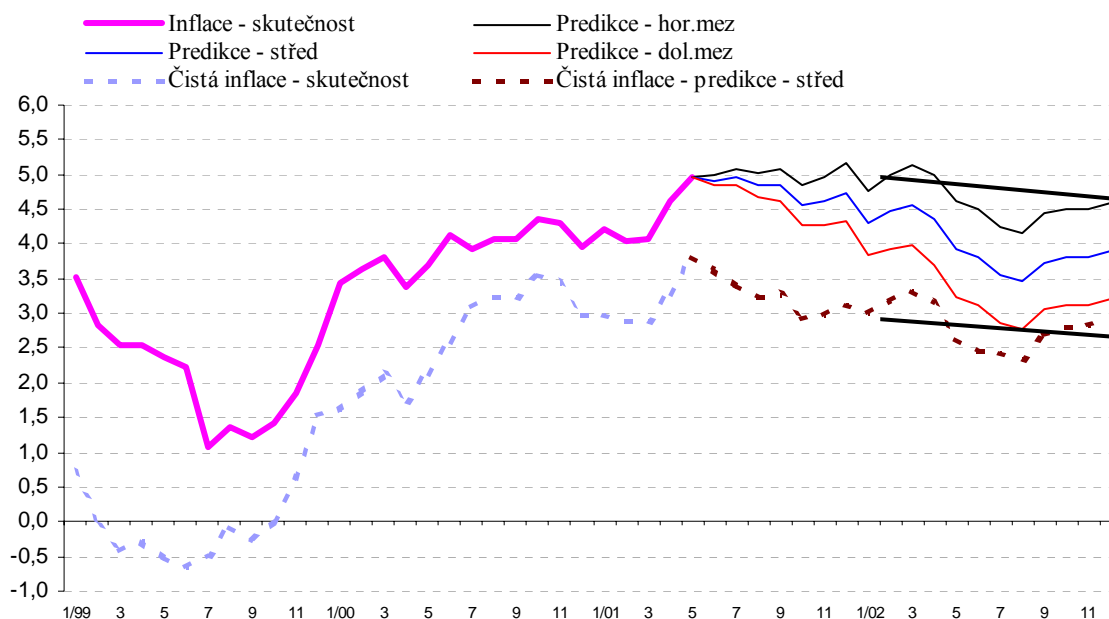
## 1. Vyhodnocení měnově politických rozhodovacích kritérií pro 6. SZ

Analytická část situační zprávy naznačuje zachování stávajícího makroekonomického rámce. Do konce roku 2002 lze očekávat průměrné tempo růstu HDP okolo 3 % s tendencí k mírnému zrychlení v důsledku růstu domácí poptávky a pokračujících restrukturalizačních procesů. Výraznější akceleraci hospodářského růstu v roce 2001 bude bránit zpomalování zahraniční poptávky.

Rizikem makroekonomické stability v horizontu tohoto a příštího roku nadále zůstávají deficity obchodní bilance a běžného účtu (poměr záporného salda běžného účtu k HDP se odhaduje na cca 5 % v roce 2001 i v roce 2002). Pokud by došlo k výraznějšímu zpomalení zahraniční poptávky a zároveň k akceleraci spotřeby domácností (v důsledku růstu reálných mezd) nebo k dalšímu zvýšení poptávky po investicích (v souvislosti s přílivem PZI), mohlo by to mít za následek další zvýšení poměru deficitu běžného účtu k HDP v tomto i v příštím roce. Ve střednědobém horizontu je rizikem pro makroekonomickou stabilitu růst strukturálních deficitů veřejných financí daný omezenou schopností vlády přikročit k zásadní reformě veřejných financí v krátkém období.

Podmíněná meziroční prognóza čisté i celkové inflace zůstává nezměněna, přestože v dubnu byl nárůst čisté i celkové inflace vyšší než predikce ČNB. Rizikem vyšší než dosud očekávané inflace se stává především vývoj cen potravin v důsledku růstu cen zemědělských výrobců. Zatím nelze s dostatečnou spolehlivostí říci, zda dubnový vývoj byl pouze dočasným výkyvem, nebo počátkem trvalejšího trendu. Inflační tlaky ve srovnání s očekáváním také mírně narůstají v oblasti cen ropy vzhledem k vývoji jejích světových cen a udržování silného kursu USD ve srovnání s referenčním scénářem. V roce 2002 budou inflační tlaky zvolna narůstat též vlivem postupného uzavírání produkční mezery. Nebezpečí výraznějších poptávkově inflačních tlaků však zůstává nadále nízké.

Na konci roku 2001 by měla meziroční *čistá inflace* dosahovat hodnot v intervalu **1,9 až 3,0%** (*střed 2,5 %*) tedy v dolní polovině inflačního cíle. Střední hodnota meziroční *celkové inflace* (*bez vlivu nepřímých daní*) by měla v průběhu 2. až 3. čtvrtletí 2002 (horizont nejučinnější transmise) zhruba sledovat střed pásma inflačního cíle (viz graf).



*Soulad prognózy čisté inflace s inflačním cílem pro konec roku 2001 a soulad prognózy celkové inflace v horizontu 4 až 6 čtvrtletí s koridorem inflačního cíle v roce 2002 implikují správnost aktuálního nastavení limitní 2T repo sazby.*

Proti případnému snížení měnově politických sazeb hovoří několik důvodů. V dubnu došlo k urychlení spotřebitelské inflace a hodnota meziročního CPI (4,6%) se značně přiblížila stávající hodnotě limitní 2T repo sazby (5%). Reálné úrokové sazby z termínovaných vkladů deflované CPI v pojetí ex post i ex ante jsou již několik měsíců záporné. V dubnu rovněž došlo k akceleraci růstu peněžní zásoby a k rozšíření odhadované mezery vůči růstu nominálního HDP. Není jasno o míře expanzivnosti fiskální politiky v příštím roce, protože dosud nebyl zpracován návrh státního rozpočtu.

Argumentem v neprospěch případného zvýšení úrokových sazeb je především očekávaný vývoj inflace v souladu se stanovenými inflačními cíli. Prognóza HDP nesignalizuje nebezpečí přehřívání ekonomiky i při vědomí trvalého problému tzv. dvojích deficitů. Zvýšením úrokových sazeb by se vytvářel kladný úrokový diferenciál podporující příliv dluhového kapitálu a další apreciaci koruny, kterou vzhledem k vývoji běžného účtu platební bilance nepovažujeme za žádoucí.

## 2. Devizový kurz

Devizový kurz koruny vůči euru pokračuje v střednědobé apreciaci podle předpokladů referenčního scénáře (na 2. čtvrtletí 2001 předpoklad 34,50 Kč/EUR). Zatím se nenaplní předpoklad o kursu USD/EUR (referenční scénář na 2. čtvrtletí 0,93 USD/EUR).

	<b>CZK/EUR</b>	<b>CZK/USD</b>	<b>USD/EUR</b>
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 (do 15. 6.)	34,32	39,33	0,87

Střednědobá apreceiace nominálního i reálného efektivního kursu přispívá v krátkodobém horizontu k oslabování inflačních tlaků. Další výraznější posilování koruny nesouvisející s vývojem fundamentálních veličin by však mohlo v delším časovém horizontu oslabovat konkurenceschopnost domácích výrobců a zvyšovat riziko prohloubení deficitů obchodní bilance. Takový vývoj by implikoval návrh na devizovou intervenci. Vývoj devizového kurzu v květnu však potřebu devizových intervencí nevyvolává.

V červnu by měl být realizován odprodej státního podílu v Českých radiokomunikacích ve výši cca 12 až 14 mld. Kč. Doporučujeme, aby tato částka nebyla konvertována na trhu a postupovalo se v souladu se závěry materiálu „Strategie hospodářských politik v období zvýšeného přílivu zahraničního kapitálu“ z roku 1999.

### **3. Doporučení**

Na základě vyhodnocení výše uvedených skutečností *doporučujeme* ponechat limitní sazbu pro 2T repo operace na stávající úrovni.