

Měnově politické doporučení

1. Vyhodnocení měnově politických rozhodovacích kritérií pro 10. SZ

Aktuální vývoj potvrzuje platnost hodnocení makroekonomického rámce, které bylo součástí měnově politického doporučení z minulé SZ, tj. že:

- většina predikcí s výjimkou růstu HDP zůstává zachována, mění se pouze názor na pravděpodobné výsledky v rámci predikčních intervalů
- nedávné signály o možném přehřívání ekonomiky, nadměrném růstu peněžních agregátů a neúměrných poptávkových tlacích se ukázaly jako liché
- narůstá pravděpodobnost zhoršování vývoje v oblasti vnější rovnováhy a ve fiskální oblasti

Výjimkou je růst HDP, kde dochází ke změně predikce včetně predikčních intervalů (nikoli tedy k poklesu středu predikce do dolní poloviny predikčních intervalů, jak bylo uváděno v minulém měnově politickém doporučení).

V důsledku vyššího než očekávaného zpomalení hospodářského růstu ve většině zemí hlavních obchodních partnerů dochází ke snížení prognózy růstu HDP pro konec roku 2001 i 2002. Střed predikčního intervalu se posouvá na 3,6% resp. 3,9%, tj. o -0,2 resp. -0,6 p.b. níže oproti předchozí „velké“ 7. SZ. V případě, že se potvrdí pesimistický scénář (nulový růst ekonomiky SRN v roce 2002), by v roce 2002 ekonomika rostla pomaleji (3,1%). Modelová prognóza HDP pro konec roku 2002 je totožná (což v zásadě platí i pro pesimistický scénář: 3,2%), pro konec roku 2001 ale předpokládá nižší růst HDP (3,1%).

Skutečnost, že zpomalení hospodářského růstu v ČR je ve srovnání s vyspělými zeměmi výrazně nižší, není pouze odrazem asynchronnosti hospodářského cyklu, ale i vysoké dovozní náročnosti české ekonomiky. Zhoršování pasivního salda netto vývozu (a právě to společně s poklesem dynamiky hrubé tvorby fixního kapitálu byly hlavními faktory vedoucí ke snížení prognózy růstu HDP) je za těchto podmínek pomalejší, neboť výpadek vývozu je do značné míry kompenzován poklesem dovozu (přímo prostřednictvím poklesu investičních dovozů a nepřímo prostřednictvím změny struktury agregátní poptávky, kdy pokles investic s vysokou dovozní náročností zvyšuje relativní podíl soukromé spotřeby, jejíž dovozní náročnost je výrazně nižší). Na pokles dovozu působil rovněž příznivý vývoj cen surovin vč. ropy na světových trzích i apreciacie kurzu koruny.

V důsledku příznivého zářijového vývoje cen potravin (mzm. pokles o 0,8%) a korigované inflace (mzm. pokles o 1,2%) dochází ke snížení prognózy čisté i celkové inflace pro konec roku 2001 resp. prognózy celkové inflace v roce 2002. Střed predikčního intervalu čisté inflace pro konec roku 2001 (3,2%) míří do středu inflačního cíle (2 - 4%) a střed predikčního intervalu celkové inflace k témuž datu (4,9%) se nachází mírně pod horní hranicí inflačního cíle pro leden 2002. Celková inflace v roce 2002 by se měla pohybovat v intervalu 3 - 5% (v prosinci 3,3 - 4,7%), tj. v rámci koridoru inflačního cíle. Modelová prognóza čisté i celkové inflace pro konec roku 2001 je mírně nižší (3,1% resp. 4,6%). Celková inflace v roce 2002 by dle modelové prognózy měla postupně klesat a ve druhém pololetí mířit do dolní poloviny koridoru inflačního cíle.

Odbor měnové politiky zastává názor, že *ve stávající situaci převažují argumenty pro zachování současné výše měnově politických úrokových sazeb*. Hlavním argumentem je, že predikce čisté i celkové inflace v horizontu nejučinnější transmise míří do intervalu inflačního

cíle. Pro zachování současné výše měnově politických úrokových sazeb svědčí rovněž stabilizovaná inflační očekávání (viz plochá výnosová křivka i v horizontu přesahujícím jeden rok resp. relativně nízké hodnoty očekávané inflace u většiny sledovaných subjektů). Mimoto, jakýkoli pohyb měnově politických úrokových sazeb by v současné době vzhledem ke dvěma protisměrným úpravám měnově politických úrokových sazeb provedeným v relativně krátkém období mohl ohrozit kredibilitu ČNB (měnová politika by mohla být „ocejchována“ jako „zig-zag policy“).

Vzhledem ke zvýšené volatilitě a nejistotě ve vývoji vnějšího prostředí se rýsuje možnost naplňování pesimistického scénáře implikujícího nižší tempo růstu české ekonomiky. Tento vývoj přitom může být provázen nízkou inflací pohybující se v dolní polovině koridoru inflačního cíle popř. i poblíž jeho dolní meze. To nelze vyloučit vzhledem k očekávané stabilizaci cen surovin na nízké úrovni s možností dalšího poklesu a rychlejší apreciaci kurzu koruny, která může být dále akcelerována přílivem dluhového kapitálu v důsledku vysokého kladného úrokového diferenciálu koruny vůči hlavním světovým měnám. Rychlejší apreciacie kurzu koruny v podmínkách výrazného zpomalení růstu většiny ekonomik by navíc vedla k dalšímu prohlubování vnější nerovnováhy. Naplnění tohoto scénáře by si vyžadovalo *snížení měnově politických sazeb*.

Ke *zvýšení měnově politických sazeb* by naopak mělo dojít v případě dalšího zhoršování deficitu veřejných financí resp. jejich výraznějšího prosakování do poptávky a/nebo v případě akcelerace růstu mzdově nákladové inflace (riziko zde existuje – růst JMN se pohybuje na horní hraně neutrálního působení na inflaci, přičemž nelze vyloučit možnost nadhodnocení inflačních očekávání při nadcházejícím mzdovém vyjednávání). Se vši výhradou pokud jde o citlivost úspor na výši úrokových sazeb by (alespoň teoreticky) svědčily ve prospěch zvýšení úrokových sazeb rovněž záporné depozitní reálné úrokové sazby.

2. Devizový kurz

Devizový kurz koruny vůči euru pokračuje v střednědobé apreciaci, v průběhu října však došlo k jejímu zrychlení. Aktuální kurz CZK/EUR se pohybuje na úrovni revidovaného referenčního scénáře pro druhé pololetí 2002 a je tudíž o cca 0,25 haléřů nižší než scénář pro čtvrté čtvrtletí 2001 resp. první pololetí 2002. V zásadě v souladu s referenčním scénářem se zatím vyvíjí kurs USD/EUR (referenční scénář na 4. čtvrtletí 2001 a celý rok 2002 je 0,92 USD/EUR).

	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
15.10. 2001	33,46	36,73	0,91

Zrychlení apreciacie kurzu koruny není žádoucí, obzvláště pak v současné době, kdy tuzemští producenti čelí důsledkům výrazného zpomalení růstu většiny ekonomik. Takový vývoj by vedl k výraznějšímu prohlubování vnější nerovnováhy a následně k vyššímu poklesu tempa

růstu ekonomiky. K posilování kurzu koruny v současné době bezesporu přispívá rovněž postupná konverze deviz získaných z prodeje Komerční banky do korun na devizovém trhu.

Odbor měnové politiky proto doporučuje, aby *tyto konverze byly zastaveny a zbývající devizy byly nakoupeny do devizových rezerv mimo devizový trh. V případě, že tento krok ke zpomalení apreciacie kurzu koruny výrazněji nepřispěje, doporučujeme provést intervence na devizovém trhu.*

3. Doporučení

Odbor měnové politiky *doporučuje:*

- ponechat měnově politické sazby na stávající úrovni
- zamezit dalšímu zpevnování kurzu koruny nad rámec hodnot referenčního scénáře:
 - primárně formou odkupu zbývajících devizy získaných z prodeje Komerční banky do devizových rezerv mimo devizový trh (a tento princip uplatňovat rovněž v případě dalších budoucích privatizačních příjmů státu)
 - sekundárně intervencemi na devizovém trhu