

Měna a měnová politika ČR v roce 2000

Miroslav HRNČÍŘ*

1. Cílování inflace a cíl roku 2000

Rok 2000 byl třetím rokem režimu cílování inflace v české ekonomice. Cíl pro konec roku 2000, jenž byl stanoven při samotném vstupu do tohoto režimu v prosinci roku 1997, představoval první cíl se střednědobým horizontem a od začátku se mu proto přikládala větší váha než postupovým cílům pro roční období. V této souvislosti je příznivou skutečností, že index čisté inflace pro prosinec 2000 se svou hodnotou 3,0 % těsně přiblížil spodní hraně cílovaného pásma 3,5–5,5 %.

Při bližším hodnocení plnění inflačního cíle roku 2000 je třeba dodat, že k dosaženému výsledku přispělo i působení exogenních faktorů; zejména vyšší ceny ropy přetrvávaly déle, než se původně předpokládalo. Současně je však skutečností, že v letech 1998 a 1999 tytéž exogenní faktory působily směrem opačným, k poklesu meziročních indexů, a tudíž i k poklesu inflačních očekávání;¹ to ovlivnilo srovnávací bázi. Při vyvozování závěrů je proto třeba meziroční indexy interpretovat v kontextu delšího horizontu a s přihlédnutím ke specifickým faktorům daného období.

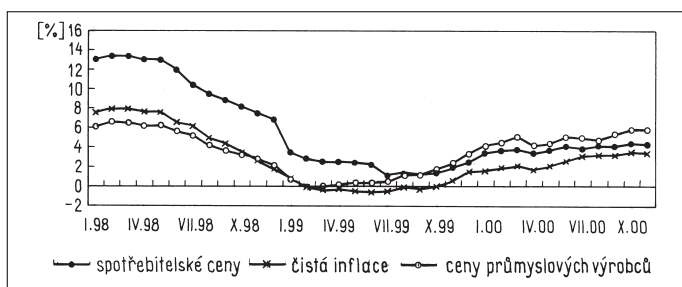
Ohlédnutí za rokem 2000 je tudíž ohlédnutím i za celou první etapou cílování inflace. K jeho zavedení došlo v nepříliš příznivých podmínkách konce roku 1997. Česká ekonomika se v té době vyrovnávala s důsledky nerovnovážných tendencí, jež v květnu 1997 vyústily do měnové krize a vynuceného opuštění fixního kurzu. Na rozdíl od podmínek většiny vyspělých zemí, které uplatnily cílování inflace, bylo naším úkolem nikoli udržet již dosaženou nízkou hladinu inflace, ale realizovat proces dezinflace, a to z úrovně kolem 10 % meziročního indexu CPI, jež se setrvačně reprodukovala po několik let. Navíc inflace a inflační očekávání v druhé polovině roku 1997 a za-

* Česká národní banka (e-mail: Miroslav.Hrncir@cnb.cz)

Příspěvek je osobním autorským textem, jehož teze nemusejí plně korespondovat se stanovisky ČNB. Za užitečné poznámky autor děkuje A. Čapkoví, O. Dědkovi, K. Šmídkové a P. Vojtíškoví.

¹ Ještě v prvních měsících roku 1998 nejen odbory, ale i státní instituce zvyšovaly predikci inflace a očekávaly další nárůst indexu spotřebitelských cen ke konci roku 1998 na hladinu kolem 15 %. K radikálnímu zlomu těchto očekávání významně přispěly pozitivní exogenní šoky. Jejich dopad nebyl pouze krátkodobý: došlo k posunu celé trajektorie dezinflačního vývoje v letech 1998–2000 směrem dolů. Je zřejmé, že koncem roku 1997, kdy byl konkretizován inflační cíl pro rok 1998 a současně i střednědobý cíl pro rok 2000, nebylo předvídaní rozsahu a intenzity tohoto efektu externích šoků reálně možné. Vzhledem k tomu, že šlo o posun k nižším hladinám inflace, tj. směrem k dlouhodobému cíli, nebylo ani žádoucí, aby ho měnová politika výrazněji korigovala. V tomto kontextu jsou meziroční cenové indexy čisté inflace pro závěr roku 2000 (říjen 3,5 %, listopad 3,4 %, prosinec 3,0 %) v rámci tolerovatelné, ne-li statistické chyby inflace vzhledem k cíli.

GRAF 1 Vývoj cenových indexů v letech 1998–2000 (meziroční měsíční přírůstky v %)



pramen: ČSÚ

čátkem roku 1998 výrazně akcelerovaly. Index CPI se poprvé od roku 1994 dostal podstatně nad jednocifernou hranici, v únoru a v březnu 1998 dosáhl 13,4 %. Měnová politika stála proto bezprostředně před úkolem ovlivnit inflační očekávání a zabránit dalšímu rozvíjení inflační spirály.

V podmínkách ještě neusazené ekonomiky, ekonomiky v transformaci a navíc ekonomiky potýkající se s důsledky nerovnovážného vývoje v letech 1996–97 byla nezbytná účinná a kredibilní nominální kotva. Tu dříve plnil fixní kurz; s jeho pádem se ztratila. Z možných alternativ však kotvou režim fixního kurzu po jeho nedávné krizi znovu být nemohl a rovněž tak ani agregát peněžní zásoby. Obdobně jako v některých jiných zemích s paralelní situací se proto východiskem stal režim cílování inflace.² Otevřenou otázkou ovšem bylo, do jaké míry charakteristiky české ekonomiky již splňovaly nezbytné výchozí podmínky pro účinnou aplikaci tohoto režimu.³ Vysoký stupeň otevřenosti ekonomiky, stále ještě postupující proces transformace a některé další rysy jako relativně vysoká váha položek, jejichž citlivost na nástroje měnové politiky je jenom velmi zprostředkovaná (samotný podíl potravin tvořil zhruba 1/3 indexu CPI), byly určitou komplikací. To platí i pro opožděnou a pouze postupnou konsolidaci bankovního sektoru a z toho vyplývající omezení funkčnosti úvěrového kanálu při transmissi nástrojů měnové politiky. Tyto charakteristiky však představují omezení při jakémkoli režimu měnové politiky. Na některé z nich, jmenovitě při exogenních šocích, se vztahuje institut výjimek, který umožňuje oddělit jejich zkreslující vliv na plnění inflačních cílů.

V roce 2000 došlo k významnému posunu v praxi vyhlašování inflačních cílů. Díky rozvinutí pracovních kontaktů s ministerstvem financí a v zásadě shodnému hodnocení makroekonomické situace české ekonomiky a jejich tendencí mohl být inflační cíl pro rok 2001 vyhlášen s plnou podporou a souhlasem ministra financí. Vyhlášení tohoto cíle – a nadále i cílů budoucích

² V průběhu 90. let tomu tak bylo např. ve Velké Británii po vynuceném vystoupení libry z Evropského měnového systému v roce 1992; podobně ve Finsku a ve Švédsku v roce 1993 po kolapsu režimu fixního kurzu.

³ Bližší diskuzi předpokladů pro režim cílování inflace v podmínkách ekonomik rozvojových a ekonomik v transformaci viz (Masson et al., 1999), (Jonáš, 2000). Pro konkrétní podmínky české ekonomiky viz (Šmídková – Hrnčíř, 2000), (Hrnčíř – Šmídková, 2000).

– bylo situováno do začátku prací na státním rozpočtu pro následující rok; to vytváří předpoklady pro koordinaci a konzistenci záměrů měnové a fiskální politiky. Podpora inflačního cíle ze strany vlády má značný význam pro jeho váhu a kredibilitu a svým způsobem je i určitým závazkem vlády postupovat v hospodářské politice konzistentně s uvedeným cílem.

Cíl pro rok 2001 byl kvantifikován tak, aby respektoval již dosaženou úroveň procesu dezinflace a současně i jeho dlouhodobější trajektorii zakotvenou v přijaté strategii měnové politiky.⁴ Předpokládá dosažení meziročního indexu čisté inflace v prosinci roku 2001 v pásmu 3 ± 1 %. Touto výší stanovené hladiny cíle bylo konkretizováno úsilí udržovat i nadále nízkou neakcelerující inflaci a stabilní makroekonomické prostředí.

Díky tomu, že ministerstvo financí zpracovalo konkrétní představu o budoucím postupu při nápravě relací dosud regulovaných cen,⁵ se otevřela cesta k postupnému přechodu na cílování inflace s uplatněním širšího indexu CPI. Ten je bližší běžnému uvažování ekonomických subjektů a současně i méně citlivý na exogenní šoky a kurzové změny, než je koncept čisté inflace. Pro rok 2001 byl učiněn krok v daném směru tím, že paralelně k cíli v čisté inflaci byl identifikován i odpovídající záměr v indexu CPI: za předpokladu dodržení výhledu nápravy regulovaných cen odpovídá cíli v čisté inflaci pro rok 2001 hodnota 4,3–5,8 % meziročního indexu CPI.⁶

2. Otazníky a nejistoty při tvorbě měnové politiky

Z hlediska měnové politiky dominovaly ve vývoji ekonomiky v roce 2000 dvě charakteristiky. Po dvou letech poklesu v makroekonomickém výkonu jednoznačně převládly faktory oživení a česká ekonomika se vrátila na dráhu pozitivního růstu. Současně se však ekonomika musela vypořádávat s důsledky exogenního nabídkového šoku, jenž byl spjat zejména s podstatným nárůstem cen dovážených energetických surovin, ropy a později i plynu.

V souvislosti s těmito procesy vyvstala pro tvůrce měnové politiky celá řada otázek. Kromě samotného ocenění obnovené růstové dynamiky a její potenciální akcelerace v čase bylo otázkou zejména to, jaký růst bude v dané etapě možný a udržitelný bez opětného rozšíření výrazných nerovnovážných tlaků. Paralelní otázky se vztahovaly i na exogenní nabídkový šok: Bude cenová hladina energetických surovin dále stoupat? Jak dlouho se udrží? Po jaké době může začít výrazně ovlivňovat inflační očekávání domácích subjektů? Jaký bude vliv externího cenového šoku na domácí inflaci, na hospodářský růst a na vnější rovnováhu?

⁴ Dokument „Dlouhodobá měnová strategie“ schválený Bankovní radou v březnu 1999. Jeho závěry a cíle byly převzaty do dokumentu vlády ČR ve vztahu k EU „Hospodářská strategie vstupu do Evropské unie“, jakož i do společného dokumentu vlády ČR a Evropské komise „Společné zhodnocení priorit hospodářské politiky České republiky“.

⁵ Materiál Ministerstva financí ČR „Scénář změn regulovaných cen do roku 2002“ z roku 1999.

⁶ Je však nutné konstatovat, že některé úpravy regulovaných cen na rok 2001 (zejména ceny plynu pro domácnosti) se výrazněji odchýlily od uvedeného výhledu směrem nahoru. Na druhé straně se na začátku roku nerealizovalo předpokládané přeražení části služeb ze zvýhodněné sazby DPH do sazby vyšší.

Je zřejmé, že zhodnocení očekávané intenzity, časového horizontu a předpokládaných důsledků obou zmíněných tendencí mělo zásadní význam pro rozhodování o nastavení měnověpolitického instrumentária. Stejně tak je však zřejmé, že tyto otázky nemohly být ex ante jednoznačně zodpovězeny. To je dáno již samotným charakterem zmíněných procesů, jakož i omezeními informací a indikátorů, jež jsou v daném momentu k dispozici.

Také informace o vývoji HDP, charakterizující agregátní výkon ekonomiky, byla v dané souvislosti jistě informací významnou. Nicméně tato informace postihuje minulost, je k dispozici se značným zpožděním a výchozí odhady navíc podléhají následným, mnohdy významným korekcím. Tyto korekce se týkaly i údajů o HDP za období, která se vztahovala k měnověpolitickému rozhodování v roce 2000. Zatímco původní odhady situovaly nastupující oživení ekonomiky již od 2. čtvrtletí 1999 a v celoročním vyjádření signalizovaly zastavení poklesu ekonomiky, později korigované údaje začátek oživení posunuly až do druhé poloviny roku 1999, přičemž celkový výkon ekonomiky v roce 1999 podle nich dále poklesl téměř o 1 procentní bod.

Již z tohoto příkladu vyplývá, proč se měnověpolitické rozhodování muselo (a standardně vždy musí) opírat o konfrontaci a zhodnocení celé řady ukazatelů makroekonomického vývoje a využívat i disponibilní – jakkoli dílčí – předstihové ukazatele odvětvového či mikroekonomického charakteru. I tak však nejistoty spojené s hodnocením dosavadního, a zejména pak budoucího vývoje nutně v té či oné míře zůstávají. Proto i vyjasňování a zpřesňování odpovědi na výše uvedené a jim podobné otázky byl permanentní proces.

2. 1. Problémy identifikace změn na straně nabídky

Možnosti růstu a jeho akcelerace bez vyvolání významnějších nerovnovážných tlaků, tj. bez rostoucí inflace a bez překračování únosné míry deficitu běžného účtu platební bilance, jsou podmíněny relacemi změn mezi domácí nabídkou a agregátní poptávkou. Zatímco operabilní identifikace poptávkové strany a jejích komponent má celkem rutinní charakter a je relativně bezproblémová, odhady nabídkové strany a jejích změn v čase mají mnohem méně spolehlivou základnu. Omezení disponibilních informací v jejich vypovídání o souhrnné změně na nabídkové straně se projevila výrazně v průběhu roku 2000, kdy na rozdíl od minulosti dílčí indikátory signalizovaly rostoucí výkon ekonomiky. Otázkou bylo, zda jde v podstatě jen o změny cyklické povahy, nebo současně i o posun v potenciálním produktu.

Makroekonomické analýzy potenciálního produktu (jež zpravidla ztotožňují potenciální produkt s trendovým) se shodovaly v tom, že tempo jeho růstu v české ekonomice v minulém období zřejmě nepřekračovalo 2 %, ⁷ což je tempo relativně nízké, zejména pro ekonomiku, která by měla zužovat důchodovou mezeru vůči vyspělému světu. Některé faktory – mezi nimi zejména rekordní příliv přímých zahraničních investic a pozitivní posuny ve struktuře ekonomiky, rozvoj informační a telekomunikační infrastruktury a služeb spolu s výrazným růstem produktivity zejména ve zpracovatels-

⁷ K diskuzi přístupů k identifikaci trendového produktu a k jejich aplikaci na českou ekonomiku viz (Hájek – Bezděk, 2000).

ských odvětvích průmyslu – mohly navozovat závěr, že potenciální výkon ekonomiky se zvýšil. Zmíněné analýzy však neposkytly přesvědčivý doklad o tom, zda již došlo k určité diskontinuitě v tempu růstu potenciálního produktu a k jeho zlomu směrem nahoru.

To ovšem bylo do značné míry předurčeno charakterem trendových analýz. Trend nutně reflektuje předchozí vývoj a ten byl v případě české ekonomiky relativně dlouho zatížen obdobím recese, zatímco období po jejím překonání bylo v době zmíněných analýz jen velmi krátké.

Nicméně i za předpokladu, že tempo růstu potenciálního produktu ještě nedoznalo výraznějšího posunu, v roce 2000 evidentně existoval určitý prostor pro akceleraci růstové dynamiky, aniž musely vznikat nerovnovážné tendence. Česká ekonomika se v daném období zvedala ze dna a za té situace faktický růst mohl být po určitou dobu vyšší než trendový, aniž by narážel na příslušné bariéry.

2. 2. Nejistoty kolem rozsahu a důsledků exogenních šoků

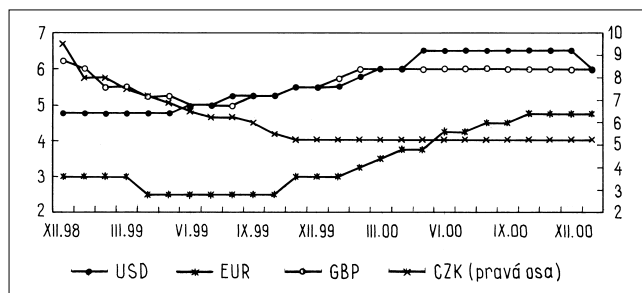
Míra zmíněných „standardních“ nejistot měnověpolitického rozhodování byla v roce 2000 dále výrazně prohloubena faktory exogenního nabídkového, resp. cenového šoku. Prognózy jeho intenzity, trvání i důsledků se v průběhu času podstatně měnily i u renomovaných mezinárodních institucí, jako je MMF, Světová banka či OECD, stejně tak jako u významných bank či analytiků. Pro malou a velmi otevřenou českou ekonomiku, navíc plně závislou na dovozech ropy a plynu, mohlo mít šíření zmíněného šoku potenciálně značný dopad na vnitřní hospodářský i cenový vývoj, jakož i na udržení vnější bilance.

Vývoj cen ropy a plynu i očekávaný vývoj měnového kurzu koruny, zejména ve vztahu k EUR a USD, byly proto předmětem pokračující diskuze uvnitř ČNB. Její výsledky, včetně postupných úprav a korekcí, byly promítány do referenčních scénářů, na jejichž základě se odvíjely prognózy dalšího cenového vývoje. Jak známo, v logice režimu cílování inflace mají prognózy zcela zásadní roli – představují východisko veškerého rozhodování o nastavení nástrojů měnové politiky. Míra realističnosti a kvality prognózy proto ve značné míře podmiňuje opodstatněnost a kvalitu samotné měnové politiky.

V roce 2000 se v tomto směru projevil pozitivní výsledek procesu učení se. S výhodou zpětného pohledu lze konstatovat, že ve srovnání s předchozími léty zpracované prognózy oceňovaly vývojové tendence již reálněji. Nicméně i v průběhu roku 2000 docházelo k úpravám a k adaptaci prognóz, což se kromě čistě technických změn týkalo i změn věcného charakteru. Ty byly podmíněny jednak odchylným vývojem cen zemědělských výrobků oproti předpokladům a dále skutečností, že vysoká hladina cen ropy v kombinaci se „silným“ dolarem se udržovala déle, než se původně očekávalo. Šlo tedy v podstatě o oblasti, na něž nemá domácí měnová politika žádný nebo má jen velmi zprostředkovaný vliv.

Vedle samotné identifikace intenzity a časového horizontu exogenních šoků vyvstala řada otázek a nejistot i při jejich transmisi dovnitř ekonomiky a při odhadu jejich vlivu na cenové indexy a další charakteristiky makroekonomického vývoje. Tyto nejistoty se však netýkaly pouze důsledků exogenních šoků, ale obecněji transmise různých změn, včetně změn v nastavení

GRAF 2 Změny kontrolovaných úrokových sazeb peněžního trhu v letech 1998–2000



pramen: ČNB

vení nástrojů měnové politiky a změn měnového kurzu. S jakou intenzitou se budou tyto změny prosazovat v podmínkách postupujícího oživení ekonomiky? Z předchozí etapy byly k dispozici odpozorované relace a koeficienty, např. pro intenzitu a časový horizont promítání změn kurzu do CPI. To však byla etapa poklesu ekonomiky a otázkou proto bylo, do jaké míry se kalibrace těchto koeficientů bude měnit s rostoucí poptávkou a postupujícím hospodářským růstem.

3. Reakce měnové politiky

Specifickým rysem vývoje v roce 2000 bylo, že hladina dvoutýdenní repo sazby, tohoto základního nástroje měnové politiky ČNB, se po celý rok nezměnila. Od konce listopadu 1999, kdy došlo k jejímu poslednímu snížení v tehdejší sérii postupného uvolňování měnové politiky, zůstala dvoutýdenní repo sazba „zaparkována“ na úrovni 5,25 %. Hladina ani časový horizont tohoto „zaparkování“ však nebyly apriorně dány. Zformovaly se při kontinuálním hodnocení relevantních faktorů a při neustálém ověřování konzistence daného nastavení sazeb s předpokládanými vývojovými trendy.

Stabilita měnověpolitické sazby výrazně kontrastovala s převládajícím vývojem v zahraničí. Úrokové sazby v EMU, stejně tak jako ve Spojených státech a v dalších významných zemích světového hospodářství byly v té době opakovaně zvyšovány. Paralelně tomu bylo i u našich sousedů, jmenovitě v Polsku a Maďarsku. Vysvětlení těchto rozdílných tendencí spočívá především v rozdílné fázi cyklu a v odlišných makroekonomických podmínkách. Ty byly dány kontextem předchozího vývoje. Zatímco v české ekonomice po relativně dlouhém období dvouleté recese domácí poptávka začala pouze pozvolna narůstat a rovněž pouze pozvolna se začal zvyšovat výkon ekonomiky, situace v okolních zemích byla více či méně opačná, zpravidla probíhala či vrcholila fáze růstu.

Ze skutečnosti, že kontrolované repo sazby byly stabilní, však nevyplývá, že se v průběhu roku 2000 neměnila těsnost měnových podmínek. V zahraničí, včetně pro nás zejména relevantní EMU, docházelo v uvedeném období k úpravám měnověpolitických krátkodobých sazeb s poměrně velkou frekvencí. Při jejich růstu se odpovídajícím způsobem měnil rozměr úrokového

diferenciálu mezi CZK a příslušnými měnami, a tím implicitně i relativní náročnost nastavení domácích sazeb. Spolu s tím se rozdílně vyvíjely i sazby na delším konci výnosové křivky, jež jsou bezprostředněji relevantní pro procesy v reálné sféře ekonomiky. Se změnami cenové hladiny se měnily i reálné úrokové sazby a inflační očekávání. Konečně těsnost měnových podmínek v uvedeném období byla významně ovlivněna pohyby měnového kurzu, jež v určité míře „substituovaly“ případnou korekci úrokových sazeb.

Prognózy inflace jsou v ČNB zpracovávány jako podmíněné prognózy, tj. za předpokladu nezměněného nastavení nástrojů měnové politiky, jmenovitě úrokových sazeb. Přes dílčí adaptace a korekce prognóz v jednotlivých obdobích roku 2000 měly společný jmenovatel: situovaly hladinu meziročního indexu čisté inflace pro konec roku 2000 kolem spodní hrany cílového pásma 3,5–5,5 %, často mírně pod tuto hranu. Uvedené prognózy ale současně mířily dovnitř pásma cíle pro rok 2001. Prognózované tendence cenového pohybu proto samy o sobě argumenty pro zpřísnění měnové politiky nezakládaly.

Ve srovnání s rokem 1999 ovšem došlo k výraznějšímu, byť předpokládanému, nárůstu cenových indexů; pohyb směrem vzhůru – z velmi nízké hladiny – začal již ve 4. čtvrtletí 1999. Z hlediska reakce měnové politiky byla podstatná identifikace faktorů tohoto pohybu a jeho struktura. V soulase s očekáváním se postupně potvrdovalo, že inflační tlaky ze strany poptávky nebudou v průběhu roku významné. V podstatě veškerý cenový pohyb se odvíjel od nákladové dimenze, a to zejména v důsledku exogenního nabídkového šoku v podobě výrazného vzestupu cen energetických surovin v kombinaci s depreciací CZK vůči sílícímu USD. Stejným směrem působily i změny regulovaných cen a od léta 2000 i vzednutí cen potravin.

3. 1. Rozlišení primárních a sekundárních důsledků různých šoků v reakci měnové politiky

V roce 1999 měnová politika nereagovala uvolněním na primární důsledky pozitivních exogenních cenových šoků a stejně tak, symetricky, ani nereagovala zpřísněním na výskyt negativních cenových šoků v roce 2000. Takovýto postup vůči výchozím cenovým nárazům má své zřejmé opodstatnění a ani v roce 2000 nebyl sporný. V daném kontextu byl východiskem princip, že je nutné rozlišovat mezi primárními a sekundárními důsledky různých nárazů a šoků. Přitom platí, že na primární dopad růstu cen surovin či korekce regulovaných cen by měnová politika neměla reagovat zvýšenou restrikcí; tyto pohyby je třeba v zásadě akomodovat. Nebylo by schůdné, ale ani racionální, aby se v takovýchto situacích měnová politika snažila vracet vývoj cenových indexů v krátkém časovém období na cílovou trajektorii. Takovýto postup by vyvolal nežádoucí volatilitu a náklady v reálném výstupu ekonomiky. *Fine tuning* proto nemělo ani předpoklady, ani opodstatnění.

Role měnové politiky a zásah z její strany byly však žádoucí ve vztahu k případným sekundárním důsledkům, to znamená jakmile by se prvotní nárazy začaly přelévat do vyvolaných poptávkových a nákladových tlaků. Jejich vzniku a šíření musí měnová politika standardně bránit. Jakkoli je tento závěr jednoznačný, jeho realizace v realitě vždy jednoznačná není. Problémem je nejen spolehlivě, ale zejména včasné vydělení případných dů-

sledků sekundárních od primárních nárazů. Měnová politika by měla reagovat na sekundární důsledky s příslušným časovým předstihem vzhledem ke zpoždění, jež je vlastní transmisí a působení nástrojů měnové politiky.

V průběhu roku 2000 disponibilní informace výraznější transformaci primárních šoků do setrvačných inflačních tlaků nesignalizovaly. Nárůst dovozních cen se promítl do vzestupu cen průmyslových výrobců, avšak další transmise do hladiny spotřebitelských cen byla značně utlumená. K výraznějšímu pohybu došlo jen v jednotlivých segmentech spotřebitelského koše, jež bezprostředně navazovaly na ceny energetických surovin (doprava, částečně volný čas), na změny regulovaných cen (bydlení), jakož i na vývoj cen zemědělských výrobců (některé skupiny potravin). Vzestup cen v uvedených segmentech zůstal v podstatě izolován, nedošlo k jeho transformaci do obecného cenového pohybu a ke vzniku inflačních spirál. Na tomto pozitivním vývoji se podílelo vysoce konkurenční prostředí na spotřebitelském trhu v kombinaci s jen pozvolně rostoucí spotřebitelskou poptávkou domácností. Váhu role konkurenčního prostředí dokumentovala např. epizoda růstu cen masa a masných výrobků v situaci, kdy byl oslaben vliv dovozní arbitráže (při vyčerpaných dovozních kvótách masa).

Jakkoli cenové indexy a další indikátory v průběhu roku 2000 generování významnějších inflačních tlaků opakovaně nenaznačovaly, nejistoty pro rozhodování zůstávaly; a to zejména v souvislosti s tím, že oproti výchozím předpokladům se ukazovalo, že negativní nabídkový šok bude intenzivnější a delší. Otázkou bylo, zda po delší době jeho trvání se přece jenom jeho důsledky nezačnou výrazněji prosazovat do chování ekonomických subjektů a do změny inflačních očekávání. Tato rizika byla zvažována zejména v posledních měsících roku 2000. S výhodou zpětného pohledu lze konstatovat, že v průběhu roku 2000 nedošlo k jejich materializaci, sekundární inflační tlaky se významněji nerozšířily, a nebylo tudíž třeba reagovat změnou nastavení kontrolovaných úrokových sazeb.

3. 2. Diskuze o reakci na možné „podstřelení“ inflačního cíle

Jestliže prognózy a samotný cenový vývoj v průběhu roku 2000 nedávaly přesvědčivé podněty ke zvyšování repo sazby, u případných korekcí v opačném směru situace v první polovině roku tak jednoznačná nebyla. Předmětem diskuze se stal postup v situaci, kdy prognóza pro prosinec roku 2000 mířila výrazněji pod spodní hranu cílovaného intervalu. Za takové konstelace logika režimu cílování inflace standardně vyžadovala zvažovat další uvolnění měnové politiky. Při posuzování relevantních argumentů však převážil příklon k zachování existujícího nastavení sazeb. Proč tomu tak bylo?

Rizikem mechanické reakce na prognózované „podstřelení“ cíle snížením sazeb v konkrétních podmínkách daného období roku 2000 bylo narušení kontinuity dezinflačního vývoje, nárůst inflačních tlaků a větší volatilita vývoje v reálné sféře. Hrozilo, že nízkoinflační očekávání, jež ekonomické subjekty postupně internalizovaly, budou nahrazena očekáváním akcelerující inflace. Na druhé straně opakované výraznější „podstřelení“ cíle mělo rovněž svá významná rizika, zejména pro kredibilitu centrální banky.

V daném kontextu existovaly dva možné přístupy. První představoval důsledně „plánovačské“ pojetí splnění konkrétního inflačního cíle. To by vy-

žadovalo, aby nastavení měnové politiky bylo jednoznačně podřízeno co nejpřesnějšímu – na desetiny procenta – splnění cíle pro konec roku 2000, byť by to mohlo být na úkor rozkmitání cenového vývoje a růstu nákladů spojených s realizací dezinflační strategie. Druhý přístup naopak preferoval co největší stabilizaci vývoje v zájmu střednědobých záměrů měnové politiky, a nikoli pouze jednoho časového mezníku na trati. V jeho logice bylo možné argumentovat, že míru splnění cíle je třeba hodnotit ne pouze pro daný koncový měsíc, ale z hlediska tendence pro období zahrnující i jeho nejbližší okolí. V tomto smyslu je – ilustrativně řečeno – naplnění cíle také úspěšné, když se cenové indexy dostanou do cílovaného pásma místo v prosinci již o něco dříve nebo naopak až začátkem roku příštího.

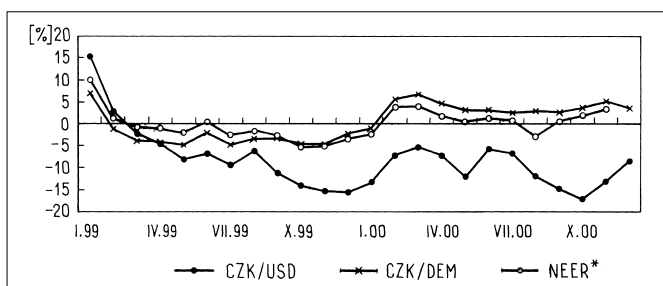
V diskuzi se dospělo ke konsenzu, že by nebylo žádoucí nechat výrazněji vzednout již dosaženou nízkou hladinu inflace, a to navíc s přispěním nástrojů měnové politiky. Takový vývoj by si v budoucnu vyžádal opakovat celý dezinflační proces a znovu nést jeho náklady. Navíc bylo nutné respektovat, že k posunu na nižší hladiny cenových indexů podstatně přispěly exogenní šoky v předchozím období, jejichž efekty by měly postupně slábnout. Podstatné bylo, že dané nastavení měnové politiky se nadále ukazovalo jako konzistentní s cílem roku 2001, jakož i se záměry dlouhodobé strategie měnové politiky, jež orientovala měnovou politiku na dosažení charakteristik nízkoinflační ekonomiky odpovídající standardům EMU v období kolem roku 2005. *Trade-off* mezi „plánovačským“ pojetím plnění inflačního cíle a požadavky efektivní realizace střednědobé strategie dezinflace (s co nejnižšími náklady) byl tedy rozhodnut ve prospěch druhého přístupu.

3. 3. Měnový kurz jako součást měnových podmínek

Zvláštní součástí měnových podmínek je měnový kurz. I když v režimu pružného kurzu uplatňovaném v české ekonomice nejde o nástroj měnové politiky, jeho váha při formování měnového prostředí je podstatná. To platí především pro malé otevřené ekonomiky, jakou je i česká ekonomika. V některých zemích (např. v Kanadě či na Novém Zélandu) byl zkonstruován a operativně v měnové politice v té či oné formě a intenzitě využíván index měnových podmínek, který kromě úrokových sazeb zahrnuje i měnový kurz. Relevance a vypovídací schopnost zmíněného indexu jsou ovšem závislé na řešení řady otevřených problémů jeho konstrukce, mimo jiné vah, které se přiřadí jeho jednotlivým složkám. Zejména vzhledem k těmto omezením se v ČNB nedospělo ke konkrétní formulaci indexu měnových podmínek a k jeho využívání v rozhodovacím procesu. Nicméně integrované hodnocení změn úrokových sazeb a měnového kurzu svou informační hodnotu nesporně má.

Identifikace kurzového vývoje v roce 2000, a zejména jeho důsledků však nebyla zcela jednoznačná. Kurz CZK byl charakterizován protisměrným pohybem vůči euru (s tendencí ke zhodnocení) a vůči USD (naopak znehodnocení CZK), přičemž vývoj relace k USD byl tradičně více volatilní (*graf 3*). Propočtení nominálního efektivního kurzu indikoval v zásadě stabilní hladinu, s určitými výkyvy v průběhu roku. Nicméně v delším horizontu převažovala tendence k pozvolnému nominálnímu zhodnocování CZK, zejména pod vlivem masového přílivu kapitálu a očekávání jeho dalšího nárůstu.

GRAF 3 Vývoj měnového kurzu v letech 1999–2000 (meziroční měsíční změny v %)



vysvětlivka: * NEER – nominální efektivní kurz koruny propočtený jako vážený geometrický průměr měsíčních nominálních měnových kurzů vůči největším obchodním partnerům. Ve výpočtu je zahrnuto 21 zemí, jejichž stále váhy odpovídají jejich podílu na obchodním obratu v roce 1995.

poznámky: – Hodnoty > 0 znamenají meziroční zhodnocení CZK.
– Hodnoty < 0 znamenají meziroční znehodnocení CZK.

pramen: ČNB

V tomto směru vývoj kurzu přispíval spíše ke zvýšení náročnosti měnových podmínek.

30. března 2000 došlo na základě rozhodnutí Bankovní rady k intervencím na devizovém trhu. Jejich záměrem bylo korigovat tehdejší skokovité zhodnocení CZK. Devizové intervence jsou na jedné straně zcela standardním nástrojem v portfoliu měnové politiky; je tomu tak i v režimu pružného kurzu, i když větší frekvence těchto intervencí by navozovala podmínky kvazifixního kurzu. Současně však na druhé straně platí – a zkušenosti to potvrzují –, že možnosti těchto intervencí výrazněji ovlivnit devizový trh, resp. změnit jeho vývoj na delší období, jsou jen velmi omezené. To se potvrdilo i v případě březnových intervencí. Ač relativně úspěšné, jejich efekt byl dočasný a v řádu několika týdnů se postupně vytrácel.

Vývoj kurzu se již od roku 1999 odvíjel pod vlivem nové vlny přílivu kapitálu do české ekonomiky. Vedle nesporně převažujících pozitivních přínosů a efektů s sebou příliv kapitálu nese i problémy a rizika, zejména má-li nárazový charakter a je-li koncentrován do určitého krátkého období. Může pak působit destabilizačně, zakládat nežádoucí tlaky včetně tlaku na nadměrné nominální zhodnocování měnového kurzu, jež předbíhá vývoj relací produktivity a dalších fundamentálních faktorů. V tomto kontextu byl v ČNB již v roce 1999 zpracován materiál „Strategie hospodářských politik v období zvýšeného přílivu kapitálu“, jehož cílem bylo koncepčně posoudit souvislosti a důsledky rostoucího přílivu kapitálu, vyvodit závěry z dřívějších zkušeností, a zejména analyzovat možné směry hospodářskopolitického postupu. Bylo zřejmé, že izolovaná opatření a kroky, např. výše zmíněné devizové intervence, nemohou být samy o sobě nadějným řešením. Vzhledem k zásadnímu významu odpovídajícího nastavení fiskální politiky a jejího mixu s měnovou politikou byl uvedený materiál dopracován ve spolupráci s Ministerstvem financí a předložen vládě ČR. Jedním z jeho konkrétních vyústění bylo – po dohodě s vládou a s FNM – zřízení speciálního privatizačního účtu, na nějž jsou převáděny výnosy z prodeje státního majetku zahraničním investorům. Záměrem zmíněného účtu bylo omezit nežádoucí vý-

kyvy devizového trhu v důsledku specifických privatizačních transakcí, omezit důsledky těchto jednorázových transakcí na kurzový vývoj jejich rozložením do delšího časového horizontu.

4. Problémy a výzvy do budoucna

Pro další postup dezinflace, jeho náklady a účinnost měnové politiky má zásadní význam formování inflačních očekávání. Pozitivním rysem let 1999 a 2000 bylo rozšíření nízkoinflačních očekávání mezi různými subjekty a jejich postupná konvergence s predikcemi vývoje inflace ČNB. Tyto tendence výrazně kontrastovaly se situací v období let 1997 a 1998 a jsou pozitivním výsledkem dosavadního uplatňování režimu cílování inflace, rostoucí transparency měnové politiky a komunikace s veřejností. V tomto směru bylo významné zejména zavedení praxe pravidelných pracovních setkání vedení ČNB s představiteli odborových svazů.

Na rozdíl od předchozích let lze předpokládat, že měnová politika bude v další etapě operovat v podmínkách akcelerujícího růstu. Cílem celého spektra hospodářských politik by mělo být, aby to byl růst dynamický, ale současně udržitelný, tj. aby nemusel být opět omezován v důsledku obnovení výrazných nerovnovážných tendencí. Výzvou do budoucna je proto dosažení žádoucí kombinace růstu a stability, dosažení růstu ve stabilizovaném makroekonomickém prostředí – přesněji řečeno: s jeho přispěním a na jeho základě.

Žádoucí kombinace růstu a stability je předpokladem pro zužování mezery mezi charakteristikami české ekonomiky a zemí EU. Vnějšími kritérii adekvátnosti a úspěšnosti hospodářských politik je postup v reálné i nominální konvergenci ke standardům EU. V uvedeném kontextu měnová politika je – a nutně může být – jen jedním z „hráčů“. Nemělo by se od ní očekávat víc, než k čemu je povolána a co je její standardní funkcí: působit k udržování makroekonomické stability a k obnovování rovnovážných tendencí vývoje.

Z těchto hledisek je klíčový vztah mezi výkonem nabídkové strany ekonomiky a agregátní poptávkou a relace jejich změn. Jde o to, zda změny v celkové poptávce, domácí i zahraniční, i v její struktuře jsou vyváženy a reflektovány změnami v objemu a struktuře domácí nabídky. V té míře, v níž roste mezera mezi růstem poptávky a domácí nabídky, resp. nekonzistence v jejich strukturách, se zvětšuje i riziko nerovnovážných tlaků. V podmínkách vysoce otevřené české ekonomiky se projevy nerovnovážných tendencí rozkládají do cenového růstu i do deficitu obchodní bilance a běžného účtu platební bilance.

4. 1. Kontinuita, či rozdílné podmínky v roce 2001 oproti roku 2000?

Z dostupných dat vyplývá, že v roce 2001 lze předpokládat pokračování a prohloubení tendencí z roku 2000 ve směru postupného zvyšování výkonu ekonomiky s tím, že stimuly růstu budou v narůstající míře přicházet ze strany domácí poptávky. Výrazně se však změní váha faktorů, které zakládají nerovnovážné tendence. V roce 2000 tlačily růst cenových indexů převážně exogenní cenové a nákladové šoky, jmenovitě dovozní ceny energie-

tických surovin, zatímco „standardní“ poptávkové tlaky byly zcela utlumené. V roce 2001 by si zmíněné dvě skupiny faktorů měly do jisté míry vyměnit role. Hlavním hybatelem cenových indexů vzhůru by kromě nápravy regulovaných cen měly být poptávkové faktory, zatímco dovozní ceny energetických surovin by měly naopak přispívat ke stabilitě meziročních indexů.

Obdobně tomu je i ve sféře vnější. V roce 2000 byl nárůst deficitu obchodní bilance a běžného účtu primárně vyvolán cenovými faktory, výrazným nárůstem dovozních cen, jmenovitě ve skupině SITC 3 (nerostná paliva, maziva), a z toho vyplývajícím zhoršením směnných relací. V průběhu roku však narůstala váha reálné dimenze deficitu obchodní bilance. Tato tendence, vyvolaná zejména akcelerací domácí investiční poptávky a ovlivněná i relativním zpomalením poptávky zahraniční, bude evidentně rozhodující pro vývoj obchodního deficitu v roce 2001.

Pro případné změny v nastavení měnové politiky je zásadní odpověď na otázku: jak intenzivní mohou být nerovnovážné tendence v roce 2001? Zvyšší se oproti roku 2000, nebo naopak oslabí?

Identifikace poptávkových faktorů naznačuje nárůst domácí poptávky ve srovnání s rokem 2000, nicméně nárůst pouze pozvolný a diferencovaný v jednotlivých segmentech. Nadále by měla výrazně akcelerovat investiční poptávka, zatímco u růstu spotřebitelské poptávky, jež má největší váhu, dostupné indikátory signalizují jen zrychlení malé.

Ocenění tendencí nabídkové strany je vždy mnohem problematičtější. Změny v potenciálním výkonu a ve flexibilitě nabídkové strany jsou podмінěny institucionálními, strukturálními a mikroekonomickými faktory a jejich realizace a průběh mají zpravidla dlouhodobější horizont. Ve současné etapě se prosazují faktory, jež by mohly zmíněné posuny na nabídkové straně pozitivně ovlivnit: dosud největší vlna přímých zahraničních investic s významným podílem zpracovatelských odvětví a telekomunikační a informační infrastruktury, obnovení privatizace a zesílení procesů restrukturalizace, změny legislativního rámce. Nicméně dosud dostupná data neumožňují jednoznačněji určit, zda dosavadní změny v charakteristikách výkonu ekonomiky mají pouze cyklický, nebo také již trendový charakter.

V realitě hrají roli i strukturální a časové dimenze změn poptávky vůči změnám nabídky. V kontextu roku 2001 platí, že přímé zahraniční investice ve výchozí fázi přispívají k růstu deficitu obchodní bilance a teprve s jistým časovým zpožděním se projeví jejich kapacitní a vývozní efekt. Rovněž platí, že v současnosti je akcelerace investiční poptávky těsně korelována s akcelerací dovozu strojů a zařízení. Za jinak stejných okolností obchodní deficit roste rychleji než při obdobném růstu jiných segmentů domácí poptávky.

Souhrnné zhodnocení disponibilních poznatků o faktorech vývoje poptávkové i nabídkové strany vede k závěru, že v roce 2001 by nemělo docházet k rozevírání jejich mezery. Pouze pozvolná akcelerace domácí poptávky ve srovnání s rokem 2000 by neměla narazit na podstatné bariéry na straně domácí nabídky. V důsledku toho by také neměla narůstat intenzita nerovnovážných tlaků. Prognózy vycházející z uvedených tendencí proto pro rok 2001 jako celek nepředpokládají výraznější nárůst inflace ani deficitu běžného účtu ve srovnání s rokem 2000. Určitý nárůst meziročních cenových indexů v první polovině roku by měl být korigován v jeho druhé

polovině. Na rozdíl od předchozího období se však při vyšším rozměru nápravy regulovaných cen na začátku roku 2001 rozšíří mezera mezi indexy spotřebitelských cen a čisté inflace.

4. 2. Zásadní faktory a rizika střednědobého vývoje

Při rozšíření na střednědobý horizont, tj. na celou etapu před vstupem do EU, jsou pro udržení rovnovážného vývoje – včetně únosného deficitu běžného účtu platební bilance – klíčové dvě dimenze: mzdový vývoj v relaci k vývoji produktivity a dále vývoj veřejných financí.

Je skutečností, že relace produktivity práce a mzdového vývoje vykazovala v posledním období, zejména v roce 2000, z hlediska mzdově nákladových tlaků příznivé tendence a mzdový vývoj nezakládal inflační tlaky. S postupem oživení ve sféře průmyslu a stavebnictví tempa růstu produktivity práce akcelerovala na hladiny kolem 9 % a předbíhala tak mzdový nárůst. To vyústilo v pokles nominálních jednotkových mzdových nákladů v uvedených odvětvích. V rámci celého národního hospodářství byl jejich nárůst oproti předchozím obdobím minimální – podle odhadu se v roce 2000 zvýšily zhruba o 1%.

Při hodnocení dosavadních tendencí a potenciálních rizik ve střednědobém horizontu je však nutné brát v úvahu, že:

- tempa růstu produktivity práce v průmyslu a stavebnictví byla řádově vyšší než v ostatních sektorech národního hospodářství,
- růst produktivity je vykazován na bázi obrátové metody, a nikoli na bázi přidané hodnoty,
- na růstu produktivity v průmyslu a stavebnictví se výrazně podílel i výrazný pokles zaměstnanosti v uvedených sektorech, jenž nelze ve srovnatelném rozsahu předpokládat i do budoucna.

Souvislosti a důsledky relací vývoje mezd a produktivity práce lze z hlediska měnové politiky rozdělit do dvou dimenzí: globální a strukturální. V agregátní, globální rovině se změny relace mezi vývojem mezd a produktivity promítají do pohybu cenové hladiny, měnového kurzu, konkurenceschopnosti. Standardní závěr říká, že bude-li růst reálných mezd předbíhat růst produktivity, vzniká tlak na růst cenové hladiny, depreciaci kurzu, zhoršení konkurenceschopnosti.

Pokud jde o strukturální dimenzi, z analýz vyplývá značná diferenciací v tempech růstu produktivity mezi jednotlivými odvětvími, obory, a zejména podniky na straně jedné a současně přetrvávající tendence k paušálnímu nárůstu mzdové hladiny a k mzdové nákaze na straně druhé. Tento problém se v literatuře standardně diskutuje na vztahu „otevřených“ a „uzavřených“ sektorů ekonomiky, resp. sektorů obchodovatelných a neobchodovatelných zboží a služeb.⁸ V otevřených sektorech, tj. v sektorech vystavených zahraniční konkurenci, jako je zpracovatelský průmysl, produktivita roste zpravidla výrazně rychleji než v některých službách. Mzdový růst má naopak tendenci se vyrovnávat. V důsledku toho se pod mzdově nákladovými

⁸ K tomuto problému existuje rozsáhlá literatura zejména v kontextu Balassova-Samuelsonova teorému. Ve vztahu k měnovým cílům viz (Kohler, 2000). Uvedené závislosti jsou rovněž jádrem tzv. skandinávského modelu; k jeho aplikaci viz (Edgren – Faxén – Odhner, 1969).

vým tlakem prosazuje rychlejší růst cen produktů a služeb v odvětvích a oborech s relativně nižšími tempy produktivity.⁹

Uvedené rozdíly ve vývoji produktivity a nákladů vyžadují odpovídající adaptaci cenových relací. Ta v podmínkách české ekonomiky probíhá formou řízené nápravy regulovaných cen a současně i plynulou tržní adaptací. Jakkoli nemusí jít jen o jednosměrný pohyb cen vzhůru, rozměr žádoucí nápravy a adaptace cenových relací vyžaduje ve srovnání s členskými zeměmi EU pro cenové pohyby větší prostor.

Shrnuto: ve vztazích produktivity, mezd a cenového vývoje by měly být – jako předpoklad udržení rovnovážných tendencí a současně i pokračování procesu konvergence – ve střednědobém horizontu realizovány dvě premisy: – růst reálných mezd nepředbíhá růst produktivity; – trajektorie procesu dezinflace vytváří odpovídající prostor pro adaptaci cenových relací.

Konzistentně s tím dlouhodobá měnová strategie ČNB předpokládá pro českou ekonomiku v uvažovaném horizontu do roku 2005 citelně vyšší cenové indexy, než je v současnosti cílovaná hladina inflace v rámci EMU (tzv. harmonizovaný index spotřebitelských cen – HICP). Dlouhodobý cíl v čisté inflaci je o 1 % výše než limitní hodnota HICP, což vytváří po celé uvažované období určitý polštář. Kromě toho je však podstatné, že k výraznému pohybu relativních cen dochází – a bude docházet i nadále – zejména v oblasti dosud administrativně řízených cen. Tento okruh cen však do indexu čisté inflace, v němž je dlouhodobý cíl vyjádřen, zahrnut není.

Druhou zásadní a současně problémovou oblastí střednědobého horizontu je vývoj veřejných financí. Zpracované výhledy signalizují vestavěnou tendenci k narůstající deficitnosti veřejných financí, a to při různých alternativách růstové dynamiky. Rozklad deficitu na cyklickou a strukturální část dokumentuje, že již v minulém období trvale narůstala váha strukturální složky a že tato tendence je založena i do budoucna. Zvrat nelze očekávat bez přijetí zásadních systémových změn, zejména v oblasti mandatorních výdajů. Jejich koncepční řešení však dosud naráželo na nedostatek politického odhodlání a na omezení daná horizontem politického cyklu.

Podstatné zúžení manévrovacího prostoru fiskální politiky a ztráta flexibility veřejných financí představují významné riziko pro formování žádoucí kombinace hospodářské a měnové politiky adekvátně podmínkám další etapy. V této souvislosti vyvstává nebezpečí opakování vývoje z let 1996–97, kdy při výrazné vlně přílivu kapitálu fiskální politika včas nereagovala korekcí rozpočtového deficitu. Takový postup, ač by byl ekonomicky žádoucí, se v roce 1996, kdy se konaly volby do dolní a později i do horní komory parlamentu, nezdál být politicky průchodný. Nahrazení reakce fiskální politiky nástroji měnové politiky nebylo optimální v uvedené situaci a nebylo by optimální ani v etapě nadcházející.

⁹ V podmínkách české ekonomiky je tento problém dále komplikován aspekty tzv. dvourychlostní ekonomiky, velkou diferenciací ve výkonnosti jednotlivých podniků stejných oborů či odvětví v závislosti na vlastnických, manažerských a dalších charakteristikách. V podnicích s vyšším růstem výkonu, produktivity a zisku je plně oprávněný odpovídající vyšší nárůst mezd, neměl by se však paušálně transformovat do oborových či odvětvových „norem“. Výraznější mezipodniková mzdová diferenciacie by přispěla ke zvýšení žádoucí mobility a flexibility pracovního trhu.

LITERATURA

ČNB (1999): Dlouhodobá měnová strategie. – mimeo

EDGREN, G. – FAXÉN, K.-O. – ODHNER, C.-E. (1969): Wages, Growth and the Distribution of Income. *The Swedish Journal of Economics*, vol. LXXI, 1969, no. 3, pp. 133–160.

HÁJEK, M. – BEZDĚK, V. (2000): Odhad potenciálního produktu a produkční mezery v ČR. *ČNB, VP*, 2000, č. 26.

HRNČÍŘ, M. – ŠMÍDKOVÁ, K. (2000): Inflation Targeting in the Czech Republic. In: *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*. Routledge, 2000, pp. 525–536.

JONÁŠ, J. (2000): Inflation Targeting in Transition Economies: Some Issues and Experience. In: *Inflation Targeting in Transition Economies: the Case of the Czech Republic*. Czech National Bank and International Monetary Fund, 2000, pp. 17–38.

KOHLER, M. (2000): The Balassa-Samuelson Effect and Monetary Targets. In: *Monetary Policy Frameworks in a Global Context*. Routledge, 2000, pp. 354–390.

MASSON, P. R. – SAVASTANO, M. A. – SHARMA, S. (1997): The Scope of Inflation Targeting in Developing Countries. *IMF Working Paper*, 97/130, 1997, Washington.

Ministerstvo financí ČR (1999): Scénář změn regulovaných cen do roku 2002. – mimo.

ŠMÍDKOVÁ, K. – HRNČÍŘ, M. (2000): Disinflation with Inflation Targeting: Lessons from the Czech Experience. In: *Inflation Targeting in Transition Economies: The Case of the Czech Republic*. Czech National Bank and International Monetary Fund, 2000, pp. 185–202.

SUMMARY

JEL Classification: E4, E5

Keywords: Czech Republic – inflation

Czech Currency and Monetary Policy in 2000

Miroslav HRNČÍŘ – Czech National Bank

Monetary policy in the Czech Republic in the year 2000 in the broader framework of macroeconomic development is the topic of this article. The central bank's experience with inflation targeting, and the implementation of the inflation target in 2000 are assessed. The resumption of GDP growth and higher imported fuels costs in 2000 dominated macroeconomic developments in the country. This accentuated the uncertainties for national monetary policy, namely in the course of identifying supply-side changes and identifying the gap between potential and actual product. Arguments as to why the principal instrument of monetary policy, the repo rate, was parked at a stable level throughout 2000 are presented. For 2001, the available indicators seem to signal the likely continuation of the above-mentioned trends from 2000, which, consequently, provide a precondition for maintaining a stable monetary policy setting. The key challenges for balanced development in the medium term are: the ratio between wages and productivity, and trends in public finance.