Protokol z jednání Bankovní rady ČNB dne 26. října 2000

I.1. Prezentace měnové sekce

Česká ekonomika prochází nabídkovým externím šokem, jehož charakteristiky jsou v souladu s poznatky ekonomické teorie. Podle ní působí šok na tři základní parametry ekonomického vývoje: na inflaci, ekonomický růst a na vyrovnanost vnějších vztahů. Teorie rovněž poskytuje východiska pro úvahy o reakci politiky na nákladový šok.

Struktura inflace ukazuje, že v cenových indexech vrcholilo období promítnutí primárních dopadů vysokých cen ropy, postupně se projevují např. v chemii, zatímco v ostatních segmentech ekonomiky a ve spotřebitelských cenách je dosud vliv malý. V následujícím období se budou ceny stabilizovat v primárních surovinových odvětvích, těžiště inflačního pohybu se přenese do finálních sektorů. Předpokládá se pokles PPI koncem roku ke 3 % (nyní 5,4 %). Velice průkazný je shodný vývoj cen průmyslových výrobců u nás a v Německu. Inflace v r. 2001 bude ve srovnání s rokem 2000 více ovlivněna „tradables“, více poptávkou než náklady.

Nákladový šok vede v eurozóně i dalších státech k postupné redukci odhadů ekonomického růstu. Lze proto předpokládat, že jistý vliv bude mít i u nás, i když se dosud růst produkce v průmyslu i stavebnictví urychluje. Sezónně očištěné údaje za delší dobu však svědčí spíše o stabilizaci tempa růstu HDP než o nějaké výraznější akceleraci. Kromě toho se v ČR produkt teprve dostává někam k úrovni dosažené před čtyřmi lety, a i proto meziroční prognózy růstu zde mohou být neklesající.

Pokud jde o nárazový dopad na vnější rovnováhu, je zřejmé, že k němu již došlo. Je-li nákladový šok symetrický, tj dopadá na všechny ekonomiky plošně, měl by se postupně eliminovat. Výsledky za srpen však ukazují, že už cca 25 % zhoršení obchodní bilance je důsledkem změn naturálního objemu vývozů a dovozů. Dochází k nim v důsledku ekonomického oživení a restrukturalizace, projevujících se ve zvýšených dovozech pro investice a výrobní spotřebu.

Ekonomická teorie formulovala závěry pro hospodářskou politiku v období nákladového šoku. Spočívají v tom, že pokud se růst ekonomiky nepohybuje nad úrovní potenciálu, není správné reagovat restrikcí politiky. Je naopak nutné reagovat na sekundární cenové tlaky – zejména nadměrný očekávaný vzestup mezd a konečně je v zájmu zdravého vývoje ekonomiky hledat možný opačný (pozitivní) šok, přispívající k obnově růstu i nižší inflaci (pozn. – určité zdůvodnění má z tohoto hlediska např. přechodné snížení nepřímých daní).

Externí faktory (světové ceny ropy, kurs a vývoj inflace v relevantních státech) vedou k dílčí korekci podmíněné prognózy inflace na příští rok (střed intervalu pro CPIx = 3,1 %, tedy o 0,2 p. b. vyšší než předchozí prognóza). Časová zpoždění při promítnutí dopadů nabídkového šoku znamenají, že v průběhu l. pololetí se míra inflace přechodně zvýší a ve druhém se vrátí na cílovanou hodnotu. Srpnové výsledky vedly ke zvýšení prognózy deficitu obchodní bilance o dalších 10 mld. Kč. Výhled vývoje strukturálního deficitu veřejných financí zůstává neuspokojivý; analýza vlivu poptávky vlády a fiskální politiky na vnější nerovnováhu, požadovaná při projednání minulé situační zprávy, ukázala, že tento vliv je vcelku zanedbatelný.
Závěr: Charakter makroekonomického prostředí a jeho očekávané změny nezakládají v současné době důvod pro změnu úrokových sazeb a právě tak ani pro devizové intervence.

I.2. Diskuse

Přítomni: guvernér Tošovský, viceguvernér Dědek, viceguvernér Tůma, vrchní ředitel Hrnčíř, vrchní ředitel Racocha, vrchní ředitel Niedermayer, vrchní ředitel Štěpánek

I.2.a. Dotazy a diskuse za přítomnosti měnové sekce a poradců

Viceguvernér Dědek: Ohledně chování hospodářské politiky v době externího nákladového šoku vznesl dotaz, zda se podle teoretických pouček také skutečně chovaly vlády a centrální banky např. při řešení důsledků ropných krizí (v poslední době také ECB) anebo naopak reagovaly spíše zvyšováním sazeb?

Viceguvernér Tůma: Pociťujeme rizika spíše směrem nahoru, ale současná čísla jim neodpovídají. Je důležité rozlišovat časový horizont působení exogenních a endogenních faktorů. Prezentovaný výhled platí tak do 6-9 měsíců, ale hledíme-li dál, má většina veličin endogenní povahu, ovlivňovanou hospodářskými politikami, a stačí poměrně malé odchylky od současných úvah, aby v delším horizontu došlo k poměrně velké změně. To platí např. pro dnešní predikce vývoje průmyslové produkce nebo HDP. Pokud jde o fiskální politiku: grafy ukazují na to, že se v minulosti chovala dosti procyklicky. Je teď otázkou, jakou dikci zvolit při prezentování našich názorů na fiskální politiku: zda jen komentovat expanzi na základě údajů, které máme jen pro relativně krátké období (příští rok), nebo varovat důrazněji před důsledky procyklické politiky (hrozba opakování předkrizového stavu z r. 1996). Směnné relace: dlouhodobé přehledy ukazují, že přes značné kolísání tu možná existuje nějaký trend, který by znamenal v bližší budoucnosti jejich zlepšování. Pokud je potenciální růst HDP minimálně 2 %, pak směřuje-li predikce růstu HDP pod tyto hodnoty (odvozeno z grafů), stále o žádný robustní růst nejde a my přece věříme, že se cosi významného na nabídkové straně děje – čili je tu pochybnost, jestli náhodou něco významného v našich predikcích neopomíjíme.

Vrch. řed. Niedermayer: Proč se proti minulé SZ dost významně posunuje těžiště důvodů rostoucích deficitů obchodní bilance od výhradně cenových směrem k věcným příčinám? Opatrně je třeba zacházet s pojmem nabídkového šoku pro kdeco – např. cena barelu nafty přes 30 $ není revolucí, zohledníme-li všeobecný pohyb cen v posledních dvou-třech desetiletích. Podobně bychom mohli mluvit o opačném nabídkovém šoku ve vývoji cen výpočetní techniky nebo telekomunikací. Co se musí stát, aby měnová sekce doporučila zpřísnění měnové politiky? Poslední grafy o implikovaných ÚS ukazují na již dost výrazné inflační očekávání trhů, kterému by odpovídalo nastavení měnově politické sazby až někde mezi 7,5 – 9 %.

Viceguvernér Tůma: Na jedné straně mluvíme o nákladovém šoku a na druhé připouštíme, že se na nabídkové straně děje také něco pozitivního, proti negativnímu může také existovat pozitivní nabídkový šok.

Guvernér Tošovský: Z časových důvodů nebylo možné v situační zprávě okomentovat poslední zhodnocení koruny k euru, jaký je názor na význam resp. dočasnost tohoto jevu? Deklarovat nějak výrazně, že dochází ke zvýšení prognózy inflace právě v době blížících se mzdových vyjednávání a tvorby nových ceníků na začátku roku, může být kontraproduktivní, i když čísla

nové prognózy nebudeme tajit. Obsahově byla prezentace měnové sekce dobrá, ale je nutné zlepšit její podobu – výhled na plátno, čitelnost grafů a textů.

Vrch. řed. Hrnčíř: výraznější zhodnocení koruny k euru z posledních dnů považuje za krátkodobý jev vyvolaný jednorázovou transakcí, na druhé straně je kompenzován další depreciací eura a koruny k dolaru. Pojetí šoku: jde o pozitivní nebo negativní diskontuity vývoje, a to např. pro vývoj cen surovin platí. Naproti tomu stávající posuny na nabídkové straně jsou více kontinuální. I změny regulovaných cen jsou jistým šokem. Posun k věcným důvodům vnější nerovnováhy není skokový, je spojen zejména s rychlejším oživením. Souhlas s umírněnou rétorikou pokud jde o komentování současného posunu prognózy čisté inflace, aby se nezaložilo posílení inflačních očekávání. Spíš zdůraznit, že charakteristika makroekonomického prostředí s relativně nízkou inflací stále platí, a to i při očekávání vyššího růstu.

Vrch. řed. Niedermayer: za jistých okolností však místo rétoriky a přesvědčování centrální banky musí zvolit akci. Jde o to, abychom pod heslem nutnosti vysílat pozitivní signály nakonec nepropásli tento okamžik. Opakovaně poukazuje na růst inflačních očekávání finančních trhů.

Vrch. řed. Hrnčíř: je třeba v diskusi rozlišovat, zda mluvíme o dnešní situaci, nebo o delším výhledu. Dnes nelze měnově politickými opatřeními reagovat na prvotní nákladový šok, ale jiná situace bude až se projeví druhotné poptávkové tlaky – např. signály o nadměrném růstu mezd. Zatím tedy situace pro změnu nastavení měnové politiky nenastala.

Vrch. řed. Štěpánek: vrací se k problému komunikační strategie ČNB v oblasti fiskální politiky. Podle předložených tabulek neroste spotřeba vlády nějakým nadměrným tempem, což trochu zpochybňuje tézi o rizikovém procyklickém chování veřejných financí. Asi by bylo užitečné dohlédnout za horizont příštího roku, aby tu byly průkaznější důkazy, než kterými disponujeme nyní. Pro udržení stabilního růstu potřebujeme optimální mix fiskální a měnové politiky, nyní se vládě (ministerstvu financí) prostor pro aktivní politiku spíš zužuje.

I.2.b. Uzavřené jednání bankovní rady; diskuse + stanoviska

Vrch. řed. Štěpánek: Podle příloh k situační zprávě přispívá součet vlivu přímých zahraničních investic a fiskálního vývoje ke zvýšení HDP asi o 1,5 až 2,8 %, což se téměř kryje s prognózou růstu. To je dost pesimistický pohled, protože nabádá k otázce, zda vůbec existují další pozitivní faktory na straně nabídky (kde je pak vliv restrukturalizace nebo růstu produktivity). Zřejmě existence dvourychlostní ekonomiky silně retarduje růst. Souhlas s tím, že vývoj veřejných financí je dramatický, ale je třeba více informací hlavně v delším časovém horizontu, abychom to doložili.

Vrch. řed. Niedermayer: Pro zrychlení růstu potenciálního produktu je lhostejné, zda jde o investice tuzemských nebo zahraničních investorů, to je významné jen pro platební bilanci. Ale od fiskálního přínosu k tvorbě HDP je nutné abstrahovat, jsme-li v situaci, kdy vláda prostě rozděluje peníze, které neinkasovala.

Vrch. řed. Hrnčíř: pokud jde o fiskální dimenzi, je rozdíl mezi spotřebou vlády a těmi výdajovými složkami rozpočtu, které jdou do domácností a do podnikové sféry a vytvářejí tam poptávku.

Guvernér Tošovský: střednědobě je současný fiskální vývoj neudržitelný, otázka je, jak mu včas zabránit, nenechat situaci dojít zase až do momentu razantního utažení opasků. Je velké zpoždění od okamžiku, kdy se začne vytvářet politický prostor, aby si společnost mohla vážnost situace uvědomovat, a kdy je už ochotna přistoupit k určitým úsporám. Negativně vnímá dnešní osamělost ministra financí, který se snaží prorazit informacemi o střednědobém výhledu při dnešním špatném trendu veřejných financí, ale málo se mu daří. Proto mu nějak musíme pomáhat vytvářet pro budoucí politiku prostor. Varovat např. až v roce 2003, kdy se můžeme dostat do předkrizové situace, by bylo pozdě, i když vývoj v příštím roce je námi už neovlivnitelný. Souhlasí s tím, že je třeba získat více informací o vývoji za tímto horizontem. Je třeba přesvědčovat politiky a veřejnost, že na nerovnováhu by měla fiskální politika reagovat dříve než centrální banka, varovat před možnou recidivou vývoje v r. 1996, kdy se nakonec muselo reagovat opačně, a právě fiskál tak významně přispěl k následné krizi.

Viceguvernér Tůma: opět se vrací k rétorice o veřejných financích: chceme opakovat varování, jak hodnotíme nezdravý vývoj, anebo pohrozit prohlášením, že kvůli procyklické fiskální politice musíme přitvrdit, a kredibilně tvrdit, že budeme reagovat brzy? A to přesto, že víme, že jde o suboptimální řešení a že by prioritně měl reagovat fiskál a ne centrální banka?

Vrch. řed. Niedermayer: Pohled na fiskální politiku vyžaduje udělat dvě věci: revizi výdajové struktury tak, aby se stala udržitelná, a druhá věc je potřeba respektovat ekonomický cyklus. V obou rovinách musíme vůči vládě vystupovat. Při dnes odhadovaném státním dluhu 20%/HDP se po započtení ztrát transformačních institucí dluh zvýší třeba až na 40 %, ale pořád tu bude snaha odvolávat se na maastrichtská kritéria jakožto argument pro udržitelnost dnešního vývoje. Teď máme před sebou informaci o 40 mld. další vládní poptávky, to je v důsledcích podobné, jako by si domácnosti vzaly 40 mld. spotřebních úvěrů. Rostoucí poptávka státu po penězích na financování dluhu může vést ke klasickému vytěsňování poptávky soukromého sektoru. Kromě vlivu na měnovou politiku tím, že porostou úrokové sazby, může dojít až k tomu, že si ekonomické subjekty budou půjčovat ze zahraničí – zpřísnění by se pak odehrálo tím nejméně žádoucím způsobem, tj. kursem.

Viceguvernér Dědek: proinflační důsledky dnešního vývoje veřejných financí je nutné lépe kvantifikovat pro delší horizont – co to třeba znamená pro další zahraniční zadlužování, pro větší zranitelnost tuzemské ekonomiky a měny? Ohrožuje vývoj přijatou měnovou strategii nebo nikoli?

Guvernér Tošovský: diskuse je velmi účelná mj. i pro vyjasňování názorů, které můžeme uplatňovat při projednávání výsledků současné mise MMF.

Vrch. řed. Hrnčíř: Existuje mnoho argumentů, že situace je odlišná od dřívějšího vývoje – vztah produktivity a mezd, vývoj peněžní zásoby, reálné úrokové sazby, zpevňování kursu proti euru, klíčový je charakter prostředí na našem trhu. Blížíme se standardizovanému prostředí, ze kterého nás mohou vychýlit jen silné vnější šoky. V příštím roce se budeme více setkávat s obvyklou, do

značné míry poptávkovou inflací, na kterou má měnová politika větší vliv. Správný policy-mix v této fázi oživení vyžaduje, abychom nezačali my se zvyšováním sazeb, ale aby to byla reakce ze strany fiskální sféry. Náš pohled zatím sahá do příštího roku a informace, které máme, nevedou k závěru, že je třeba korigovat nastavení měnově politických nástrojů; předčasná změna by byla spíš kontraproduktivní. Doporučuje neměnit sazby a neuvažovat o devizových intervencích.

Vrch. řed. Niedermayer: Za poslední tři měsíce nedošlo k takovým změnám, aby bylo nutné měnit pohled na ekonomiku. K prognózám připomíná, že jejich střed by měl odpovídat nejvíce pravděpodobnému výsledku, prognóza by měla být symetrická. Množství nejistot obecně pramení z toho, že existují jiné elasticity a vazby v době oživení než byly v recesi, a z toho, že málo víme o době po roce 2001. Krátkodobě se lze obávat, že růst by mohl být větší než jsme čekali, a přinést i vyšší inflaci. Dnešní úrokové sazby jsme nastavili v době nutného nastartování ekonomiky a teď s nimi přetrváváme. Proto jsou možná víc stimulativní než je potřeba. Je si třeba uvědomit, že změny úrokových sazeb působí se značným zpožděním, a tedy že nyní ovlivňujeme měnové podmínky konce příštího roku. To si zřejmě uvědomují finanční trhy a očekávají zejména v delším horizontu růst sazeb a inflace. Bohužel, ke zpřísnění došlo apreciací kursu, to také mluví proti zvýšení sazeb, dodatečné riziko pro vnější vztahy vytváří pokles evropské konjunktury. Je stále třeba pracovat na studiích toho, co má nakonec být „trigger“ pro změnu úrokových sazeb, za jakých podmínek přistoupit k této „druhé nejlepší“ cestě restrikce. Souhlas s návrhem.

Viceguvernér Dědek: prezentace podala výborný teoretický rámec o nabídkovém šoku, a proto respektuje i návazná teoretická doporučení, jaká má být politika v podobné situaci. Tento rámec nebyl zcela doceněn počátkem roku 1998, kdy důsledky nákladového šoku (zvýšení regulovaných cen) byly rychle utlumeny a zvýšení sazeb spíš uškodilo. Uvedl, že prognóza je korektní, když předpokládá, že i dnešní primární nákladový šok odezní a inflace se vrátí k dřívější trajektorii. Eventuálním dnešním zvýšením sazeb bychom jen stimulovali inflační očekávání. Vývoj v posledním roce poskytuje dost silný argument, že ČNB přispěla k nastartování udržitelného růstu tím, že nízké sazby udržela po celý rok. Musí být dostatečně zřetelně formulovány okolnosti, které by byly spouštěcím mechanismem pro zvýšení sazeb (sekundární šoky, na které je třeba reagovat). Souhlas s návrhem neměnit sazby a také s názorem, že nedávné posílení koruny bylo dáno jednorázovým vlivem; zkušenost ale ukazuje, že kurs má pak tendenci setrvačně zůstávat blízko nové úrovně. O tom budeme vědět víc za měsíc, kdy bude možnost opětovně otázku intervencí diskutovat.

Vrch. řed. Racocha: Nesporná je zvyšující se kvalita situační zprávy, zařazených boxů a jejích příloh. Oživení je poměrně razantní a spočívá na zdravějších základech než v minulosti. Jediným problémem nabídkové strany je fenomén „dvourychlostní" ekonomiky, její identfikace, měření a důsledky pro celkový vývoj. Oživení je konfrontováno s řadou rizik, nejzávažnější se jeví deficit běžného účtu, který se blíží 5%/HDP. Sporné je, co bude následovat, až příliv FDI bude ustávat – jak to ovlivní další růst produktu a exportu. Trochu bylo v SZ opomenuto vysvětlení překvapující inflace v září, asi ji nejde zjednodušeně vysvětlovat jako ojedinělý, nevýznamný výkyv. Možná se brzy stane rizikem vývoj mezd, proto je nutné věnovat pozornost indikátorům jako jsou implikované sazby a průběh mzdových vyjednávání. Souhlas s návrhem.

Viceguvernér Tůma: Souhlasí s návrhem, ale při vědomí, že jsme na úrovni sazeb nastavených pro dobu recese, ze které se ekonomika zřejmě dostává rychleji než jsme očekávali. Už před rokem, kdy docházelo k posledním snížením sazeb, byly určité pochyby, zda se nešlo níže než bylo třeba. V deskripci nabídkové strany asi není ještě úplně jasno, lze spíše čekat výraznější než predikované oživení. Je důležité určit a nepropást bod nutného obratu v měnové politice. To platí i pro pohled na fiskální politiku a její obrat k expanzi. Poznámka k šokům na nabídkové straně – je to např. i zaznamenaný příliv 5 mld. dolarů.

Vrch. řed. Štěpánek: Prognózy jsou možná stále trochu asymetrické – spíše lze očekávat o něco vyší produkt i inflaci – ale přitom stále víc důvěryhodné. Trh automaticky předpokládá růst sazeb a analytici se snaží odhadnout termín, kdy k tomu dojde. Paradoxem je, že očekávání trhu stojí proti našim prognózám, které by takové úvahy neměly motivovat, protože počítají spíše se stagnací přírůstků HDP a stabilní mírou inflace. Z toho pak vzniká problém: buď se očekáváním trhu přizpůsobit, nebo se s nimi nesmiřovat a příslušně argumentovat. Sazby byly sice nastaveny před rokem, jistě v souladu se zájmem o nastartování růstu, ale prioritním kritériem pro jejich změny je inflace a nikoli HDP. Potenciální produkt není u nás tak věrohodnou veličinou, aby na jeho základě bylo možné hodnotit, že např. nevyhovují pro o něco vyšší skutečný růst. Při nutném razantním komentování fiskální politiky je třeba vážit slova, aby ČNB nemohl nikdo napadat pro nepodložené spekulace. Souhlas s návrhem.

Guvernér Tošovský: Situační zpráva poskytuje hlavní poselství v tom,, že externí nabídkový šok je sice silnější a působí déle než jsme čekali, nicméně je dočasný. Proto je správné upravit prognózu běžného účtu a inflace, přičemž inflace míří spolehlivě ke koridoru a nezakládá tedy důvody pro změnu politiky. Rok držíme neměnnou sazbu, ale rýsuje se jiné prostředí, jak vnější tak vnitřní. Trochu nejasné je po dnešní prezentaci, zda tvrdit, že ekonomika akceleruje, anebo se spíš přírůstky stabilizovaly. Do budoucna mnoho nevíme o tom, jak bude ekonomika reagovat, až nákladové šoky odezní, současně se bude snižovat vnější poptávka a kurs může dál apreciovat. To by mohlo nezdravě podněcovat tuzemskou poptávku. O budoucím růstu mezd zatím znepokojivé signály nemáme, právě mzdy by však mohly představovat trigger pro změnu nastavení měnové politiky. Souhlas s návrhem, i když je zřejmé, že trh v blízké budoucnosti něco očekává – v tomto smyslu bude projednání příští SZ náročnější.
Konstatuje se, že rozhodnutí neměnit sazby a neprovádět devizové intervence bylo jednomyslné.

I.3. Úkoly

- Sledovat vývoj kursu Kč k euru; v případě potvrzení nebo dokonce prohloubení apreciační tendence z minulých dnů informovat bankovní radu o možných důsledcích a navrhnout příslušná opatření;
- Informovat bankovní radu o předpokládaném střednědobém vývoji veřejných financí, tj. o jeho vývoji po roce 2001, a o důsledcích, které lze v této souvislosti očekávat v ekonomice

I.4. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB beze změny.

I.5. Pilotní verze Závěrečných prohlášení (Final Statements)

Vrch. řed. Hrnčíř: V příštím roce směřujeme k inflaci ovlivňované výrazněji poptávkou, tj. ke stavu, ve kterém se předpokládá výraznější vliv měnové politiky. Charakter střednědobých rizik v oblasti veřejných financí a makroekonomické rovnováhy vyžaduje, aby preventivně reagovala nejdříve fiskální politika. Výhled v příštím roce a informace, které jsou k dispozici, neopravňují uvažovat o aktuální změně nastavení měnově politických nástrojů, včetně devizových intervencí.

Vrch. řed. Niedermayer: I krátkodobě existují obavy, že růst HDP, poptávky a návazně inflace může být vyšší než očekávaný. Dnešní úrokové sazby byly nastaveny před rokem, mj. se záměrem podpořit nastartování ekonomického růstu. Je proto nutné identifikovat a nepropást blížící se bod obratu v jejich vývoji. Růst sazeb je stále více očekáván finančními trhy. Souhlas s návrhem měnové sekce.

Viceguvernér Dědek: Ekonomická teorie pokládá za nesprávnou měnově-politickou reakci na primární důsledky nabídkového šoku, naproti tomu se musí reagovat na předpokládané sekundární důsledky. V našich podmínkách jimi může být expanzivní vývoj veřejných financí nebo signály o nadměrném růstu mezd. Ojedinělost nebo setrvalost aktuálního zhodnocení kursu je nutné diskutovat při příští situační zprávě. Souhlas s návrhem měnové sekce.

Vrch. řed. Racocha: Oživení je konfrontováno se řadou rizik, nejzávažnější se jeví vývoj obchodní bilance. Je sporné, jaké zde budou důsledky opadnutí přílivu přímých zahraničních investic a eventuálního dalšího zhodnocení koruny. Právě nežádoucí vývoj kursu a nepříznivé signály o průběhu mzdového vyjednávání mohou být důvodem pro změnu politiky. Souhlas s návrhem měnové sekce.

Viceguvernér Tůma: Dílčí data signalizují rizika růstu nad očekávanou úroveň. Tomu mohou napomáhat úrokové sazby nastavené ještě v době recese. Historie ukazuje, že fiskální politika má u nás sklon býti procyklická. Je pravděpodobně účelné, aby varování před tímto vývojem bylo ze strany ČNB důraznější, a to včetně deklarace možných měnově politických opatření. Souhlas s návrhem měnové sekce.

Vrch. řed. Štěpánek: Určitým paradoxem je růst inflačních očekávání finančních trhů a stabilita inflačních prognóz ČNB. Potenciální produkt není v ČR natolik hodnověrnou mírou, aby se z převýšení jeho úrovně mohly odůvodňovat změny sazeb. Pro úspěšnou diskusi o fiskální politce je nutné znát více informací o vývoji po roce 2001. Souhlas s návrhem měnové sekce.

Guvernér Tošovský: Externí nabídkový šok je sice silnější a delší, nicméně dočasný. Úpravy prognóz obchodní bilance a inflace nejsou takového rázu, aby odůvodňovaly změnu sazeb. Nové prostředí bude ovlivněno odezněním nákladových šoků, zpomalením růstu v Evropě a možná další apreciací kursu. To vše může vést k růstu tuzemské poptávky, nerovnováhy a inflačních tlaků, a na to vše je nutné reagovat včas. Souhlas s návrhem měnové sekce.

Zapsal: Ing. P. Krejļ², poradce bankovn² rady ĻNB