

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 27. září 2001

Přítomni: guvernér Tůma, viceguvernér Dědek, viceguvernér Niedermayer, vrchní ředitelka Erbenová, vrchní ředitel Frait, vrchní ředitel Racocho

I. Diskuse navazující na prezentaci 9. situační zprávy

Vrch. řed. Erbenová: Chybí podrobnější komentář k důvodům úpravy prognózy inflace na letošní rok a k novým číslům o růstu peněžní zásoby. Co je tzv. reformní scénář pro vývoj veřejných financí? Proč se v odhadech vývoje veřejných financí nepoužívá rozpočtové provizorium, když se v SZ píše o malé pravděpodobnosti schválení návrhu SR? Jak chápat opakované tvrzení o tom, že mzdově nákladové tlaky jsou na „samé hranici“ únosnosti – kde je tato hranice a jak dlouho se tam mohou mzdy pohybovat? Z čeho plyne prognóza poklesu cen zemědělských výrobců ve druhém pololetí roku 2002 (bude už nová sklizeň)?

Vyjádření měnové sekce (dále MS): Změna prognózy inflace pro konec roku je standardní postup používaný po projednání malých SZ, kdy se zohledňuje pouze minulá aktuální odchylka skutečnosti od predikce, aniž by se měnily prognózy pro zbývající měsíce. Dnešní čísla o peněžní zásobě mění dřívejší konstatování o zpomalení jejího růstu, šlo o další vnější zdroje a částečně o zhoršování vládní pozice. Při posuzování únosnosti mzdového vývoje se bere v úvahu také růst ekonomiky a produktivity, proto „hrana“ nezůstává stejná. Současný růst mezd je neutrální vzhledem ke stávající inflaci, ale nezajišťuje její pokles. Pro aktuální hodnocení mezd se užívají jen vybrané organizace, kdežto v národních účtech jsou všechny a vývoj mezd je tam pomalejší. Tzv. IV. reformní scénář byl obsahem „střednědobé“ koncepce vývoje veřejných financí MF, zaručoval postupné přiblížení se kritériím Maastrichtu, vůbec se ale nenaplnuje, a proto nyní je nelogické s ním pracovat. S rozpočtovým provizoriem se MS zabývá, při něm může ještě dojít k nějakému dodatečnému poptávkovému impulsu, ale propočet je složitý a širší než jen vlastní státní rozpočet (jak řešit dotace státním fondům, jak řešit financování územně správních celků atd). Ceny zemědělských výrobků se vyvíjejí skokově, předpoklad o vysoké letošní úrodě trvá, její cenové důsledky budou ovlivňovat ceny zemědělských komodit po většinu příštího roku.

Guvernér Tůma: Proč se růst nominálních jednotkových mzdových nákladů stabilizuje okolo úrovně 5%? Jaký má vztah předpokládaný krátkodobý pokles cen zemědělských komodit ke střednědobé konvergenci cen? Jaký je názor na průběh případné nastávající ekonomické recese: hluboká a krátká nebo mírnější a delší?

MS: sblížení úrovně cen potravin s EU je spíš dlouhodobý proces; velké rozdíly u prvo-výrobců už neexistují, nižší ceny potravin jsou důsledkem především nižších zpracovacích nákladů v průmyslu a distribuci a tam půjde o jen pomalé přizpůsobování. Prognózy světových institucí v poslední době stále oddalovaly dosažení dna (obratu směrem k oživení), podle nich se tedy předpokládaná recese jednak prohlubuje a jednak i prodlužuje. Toto se projeví i ve scénářích příští situační zprávy. Předběžně avisovaný fiskální impuls v USA není ve srovnání s objemem spotřeby vlády a zejména spotřeby domácností nijak významný.

Viceguvernér Niedermayer: Kapitálové výdaje ukazují meziroční růst výrazně pod 100%, jaký očekáváme stav koncem roku? Co lze vyčíst z tabulky o vývoji pozice komerčních bank vůči nerezidentům – není to jen reziduum toho jak se vyvíjejí vklady rezidentů a poptávka po úvěrech v cizí měně? Je závažná korekce dat, tj. výnosů a jednostranných transferů na běžném účtu?

Poznámka: převažovaly plusové odchylky skutečnosti od odhadů jednotlivých složek HDP, opačná odchylka byla jen u přínosu netto exportu, přitom celkový odhad vyšel. Čistý export snad lze predikovat poměrně přesně podle vývoje obchodní bilance. Jaký vypovídací význam má tabulka o možném dopadu dalšího zpomalení růstu u našich partnerů?

MS (+ statistika): *Letos je problém výpadku některých větších investic států, proto předpoklad kapitálových výdajů nebude naplněn. Změny pozic bank vůči nerezidentům se odehrávají také v dlouhodobých aktivech (banky nakupují dluhopisy), proto změna pozic je větší než jen změna vkladů a úvěrů. V úpravě dat na běžném účtu jsou korekce bilance výnosů: podle výsledků za 1. pololetí je zřejmé, jak stále více reinvestovaný zisk snižuje běžný účet a na druhé straně zvyšuje FDI na finančním účtu. Saldo platební bilance se tak nemění. Tabulka na str. 9 přílohy II. jenom ilustruje zjištěnou jednotkovou elasticitu různého nastavení scénářů, (1 p.b. v Německu = 1 p.b. HDP v ČR), a jen proto vyhlíží formálně jako zbytečná. Bohužel data o obchodní bilanci a běžném účtu nezaručují přesnější predikci netto vývozu vzhledem k neodhadnutelnému vlivu deflátorů HDP.*

Viceguvernér Niedermayer: Ještě k té jednotkové elasticitě – opomíjí se zpoždění mezi naším a německým růstem, navíc jiné propočty ukazují na daleko nižší elasticitu (0,2-0,4).

Vrchní řed. Frait: Jsou nějak dokumentovány kvantitativní vztahy mezi růstem nominálních jednotkových mzdových nákladů a dynamikou spotřebitelských cen? Není tam přesnější vazba na deflátor HDP? Jaká jsou rizika vývoje běžného účtu, která nejsou obsažena v prognóze? Při posuzování konkurenceschopnosti je pro nás více určující reálný kurs vůči euru, ostatní měny to spíš zkreslují. Není věrohodnější pro posouzení konkurenceschopnosti a důsledků pro inflaci sledovat vývoj JMN jen ve zpracovatelském průmyslu?

MS: *Predikce běžného účtu je dosud založena na scénářích ze 7. SZ. Čili je teď méně vypovídající a může se vzhledem ke zhoršení zahraniční poptávky v příští SZ změnit. Vazba jednotkových mzdových nákladů na CPI je přímočařejší, čistší: deflátor je ovlivněn dalšími faktory jako jsou např. směnné relace. Zpoždění dopadu JMN do inflace se odhaduje na 2 – 4 čtvrtletí. U sledování vlivu JMN na ceny průmyslových výrobců je problém se zjišťováním národohospodářské produktivity. Přitom z hlediska závažnosti působení růstu JMN je větší problém v jiném segmentu ekonomiky – u neobchodovatelných statků.*

Viceguvernér Dědek: Jak lze hodnotit míru synchronizace hospodářského cyklu v ČR a v EU – jde u nás o nějaké zpoždění, nebo se vývoj v ČR pohybuje asynchronně? Co platí pro další země našeho regionu? Jaký je další předpoklad o vývoji ceny ropy, není v ní určitá rezerva pro příští inflační vývoj, kterou neobsahuje referenční scénář? Složitá bude příští rok situace jednotlivých státních fondů, zvláště když nejsou jejich příjmy svázány zákonem s nějakou daní (jako fondu dopravy) a závisejí jen na dotaci z FNM (fond bydlení).

MS: *Analytici se shodují, že pro náš region jsou negativní důsledky ataků na USA méně akutní, proto cyklus bude více autonomní než je v Západní Evropě. Nějaká ucelená řada prognóz pro tento region není ovšem zatím k dispozici. Zdá se že investoři velmi přehodnocují pohled na Rusko (vysoké devizové rezervy, růst). Zatím se vycházelo z toho, že OPEC umí zajišťovat pohyb cen ropy ve vytčeném intervalu. Tlak USA je dnes možná takový, že OPEC připustí i udržení ceny okolo dolní hranice tohoto intervalu.*

Vrch. ředitel Racoča: Znamená konstatování o nižší úrovni subvencí zemědělským podnikům, že lze čekat další dotace ze státního rozpočtu? Jak rozumět pasáži o zajištění dluhů zahraničními

cennými papíry?

MS: U zajištění dluhů jde jen o hypotézu, že vzhledem k současnému poklesu cen amerických firemních dluhopisů se krytí zhoršuje.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Niedermayer – práce s prognózami je stále problematičtější, frekvence jejich změn je příliš častá a těžko se zdůvodňuje, když rychle po sobě následuje zvýšení a snížení prognóz. Přitom realita se většinou nakonec blíží původní prognóze. Současný stav práce s prognózou připomíná spíše multikriteriální rozhodování než systém cílování inflace. Je nutné striktně vyžadovat, aby čísla byla vydávána jenom po velkých situačních zprávách spojených se zprávou o inflaci. Výjimky jsou možné jenom když dojdeme k názoru, že se podmínky natolik vážně změnily, že je nutné udělat kompletní prognózu novou. Trochu nešťastné bylo zveřejnění minulé technické změny prognózy směrem nahoru o 0,5 % na tiskové konferenci, dnes tedy nelze jít na konferenci s tím, že jsme o tutéž hodnotu svou prognózu snížili.

Viceguvernér Dědek – jedná se o technický problém, o jehož řešení se lze dohadovat, ale nelze ho sprovodit ze světa. Meziroční inflace je součtem dvanácti prognózovaných meziměsíčních inflací. Tyto meziměsíční predikce jsou pak testovány realitou a při odchylkách zbývají dvě možnosti. Buď výkyv, ke kterému došlo, nepřenášet do prognózy meziměsíčních indexů, načež se nutně změní roční součet, nebo následující měsíční čísla změnit opačným směrem při zachování ročního součtu. Jiná možnost neexistuje. Prognóza inflace v horizontu relevantním pro měnově politické rozhodování, tj. na 6-8 čtvrtletí, se tím nemění, a proto nejde o zpochybnění principu inflačního cílování.

Guvernér Tůma – podstata problému není tak závažná jak se snad jeví. Když se udělají technické změny krátkodobé prognózy, tak to pro rozhodování v zásadě mnoho neznamená. Je ale nutné držet pravidlo, že na veřejnost, a to nejen na tiskových konferencích, budeme dávat čísla jenom po velkých situačních zprávách nebo když měnová sekce mimořádně předloží komplexní změnu čísel prognózy. Čili jenom ta data, která jsou relevantní pro měnové rozhodování. Bude třeba dotáhnout do konce připravovaný manuál této komunikace a také je nutné si pamatovat kdy a co říkáme veřejnosti.

Viceguvernér Niedermayer – to, že změny v krátkém horizontu nejsou relevantní není tak úplně přesné. Je to zřejmé, posuzujeme-li vývoj inflace na základě bazických indexů. Takovýto výkyv, i když v prognóze meziroční inflace odezní, dostane cenovou hladinu na jinou úroveň. Ta pak již obvykle neodpovídá výchozí analýze ekonomiky. Prognóza se neskládá ze dvanácti izolovaných čísel, ale z toho, že se zhodnotí poptávková situace v ekonomice a to, k jakým cenovým důsledkům může vést. My sem zprvu dostáváme pro dvanáctiměsíční horizont obvykle docela solidní podklad, ale čím víc se mu přibližujeme, tím víc prognózy kolísají. Na základě jen dílčích, možná málo významných informací se pak často přehodnocuje budoucnost až do 12 měsíců. Prognózy účastníků trhu bývají stabilnější a konzistentnější. Posledně sdělené číslo prognózy by mělo být tím nejlepším odhadem, ale když statisticky vyhodnotíme výsledky provedených technických úprav, tak to není pravda.

Guvernér Tůma – Jde o způsob vnímání takové úpravy. Problém je, když se vnímá jako relevantní změna prognózy; spíš ale jde o informaci, že za předpokladu neměnnosti dalších měsíčních predikcí by došlo k takové a takové změně indexu na konci roku. Přitom se dá často předpokládat, že příští měsíc může dojít ke korekci opačným směrem.

Viceguvernér Dědek – problém není v horizontu transmise, ale v komunikaci. Těžko se vyhnout odpovědi, když se na tiskové konferenci zeptají, jak vidíme inflaci na konci roku.

Vrch. řed. Erbenová – když se promítne minulý cenový výkyv tak, že se předpokládané mezi-měsíční změny do horizontu jednoho roku nezmění, pak to znamená jen mechanicky kopírovat původně předpokládaný průběh na jiné úrovni. Ale ve skutečnosti se ten průběh nějak změní a bylo by potřeba mít další informace, jak se technické dosazení posledního čísla může rozložit na příští měsíce. Pro dnešní rozhodování to asi ale není podstatné.

Vrch. řed. Frajt – promítnutí výkyvu není ekonomické rozhodnutí, ale čistá statistika. Způsob, kterým to dělá měnová sekce, je korektní, otázka je jen jakým způsobem toto komunikujeme.

Guvernér Tůma – výkyv může znamenat posun inflace na jinou úroveň a vzhledem k této úrovni se mění očekávání. Několikrát se nám stalo, že jsme na základě technické prognózy trochu zpanikařili a ke korekci došlo, aniž bychom ji předpokládali. Jde tu o problém technický i věcný. Technický je v tom, jakým způsobem prognózy komunikovat a jako technikou chceme výkyv promítat a věcný je v kvalitě prognóz. V malých situačních zprávách však měnová sekce není schopna poskytnout prognózu lepší. Je nutné si ještě uvědomit, že zde diskutovaný problém se zčásti vyřeší rolovanou prognózou.

Vrch. řed. Erbenová – technické změny by se měly promítat, ale současně by měl být lépe vysvětlen předpokládaný průběh v nejbližším horizontu.

Viceguvernér Niedermayer – Poslední data je třeba hodnotit obezřetně optimisticky. Srpnová inflace je víceméně korekcí červnové, ale její meziroční úroveň je stále o dost vyšší než jsme předpokládali. O příčinách této skutečnosti nepřinesla situační zpráva dost přesvědčivé vysvětlení. Podstatnou informací je příznivý vývoj na trhu ropy. Nízké ceny se pravděpodobně udrží, zvrátit by to ovšem mohl vážný mezinárodní konflikt. Proti vnějším faktorům stojí poměrně silná domácí poptávka v ekonomice, opírající se o vysokou dynamiku mezd. To vytváří komplikovanou situaci, kdy z hlediska domácích podmínek cítíme potřebu, aby úrokové sazby byly vyšší, možná až o jeden procentní bod, zatímco vývoj zahraniční poptávky je čím dále znepokojivější a psychologie ovlivňující významně spotřebu domácností to může dále zhoršit. Celkový dojem: úrokové sazby by měly být vyšší, ale v současné situaci bychom jejich zvýšením vyslali signál, který si nepřejeme.

Viceguvernér Dědek – tento měsíc přinesl více informací o zklidnění cenového vývoje: vedle CPI za srpen to byl i pokles indexů cen průmyslových i zemědělských výrobců a pokles inflace v zahraničí. Světové centrální banky si i z tohoto důvodu mohly dovolit snížení úrokových sazeb a preventivně bránit recesi. Příznivý výhled do budoucna ještě podporuje slabší dolar. Za situace, kdy ceny tradables po vyloučení cen potravin vykazují deflací a ceny nontradables jsou výrazně

ovlivněny jedním „úletem“ cen zahraničních rekreací – přičemž inflace je i v tomto sektoru nižší než před rokem - je dost zvláštní hovořit o poptávkové inflaci. I když se obecně nákladové a poptávkové faktory inflace dají obtížně přesně rozpoznat, zdá se, že určujícími jsou nyní tlaky nákladové, a ty v současné době odeznívají. Hospodářský cyklus v ČR není natolik asynchronní se světovou ekonomikou, aby bylo aktuálně možné jít proti trendu snižování úrokových sazeb ve světě a tak poškodit naši kredibilitu. Nikdo nepopírá existenci významných inflačních rizik, kterými jsou veřejné finance, vývoj mezd a spotřeby domácností, ale naproti tomu například stále stojí stagnace úvěrů. Na tato rizika je možné koncepčně reagovat, až se zřetelněji dostanou do prognózy, ale to dosud nenastalo. Jsou to rizika potenciální. Přesto se od nich nedokážeme při svém rozhodování jaksí odtrhnout, což je nekonzistentní se schématem, který jsme si sami stanovili. Při nekomunikování s prognózou by se dokonce mohlo zdát, že při rozhodování přistupujeme i na nějaké politické motivy. Náročnost na prognózy musí vzrůst; měnová sekce nabízí bankovní radě ještě jedno separátní setkání nad novou prognózou. Lze ještě připomenout, že aktuální předpověď čisté inflace na konec roku činí 4,1 %, čili už se blíží inflačnímu cíli, v jehož plnění mnozí komentátoři spatřují alfu a omegu měnově politického rozhodování. Úrokové sazby je dnes třeba neměnit; kdyby světové hospodářství signalizovalo ještě silnější zpomalení, lze si představit tlak na ČNB ke snížení sazeb.

Vrch. řed. Racoča – situační zpráva a její prezentace přinesly několik zajímavých tézí. Významnou z nich je tvrzení, že růst inflace v posledních měsících nebyl tažen vyšší poptávkou, ale šlo spíše o izolované výkyvy. Dnes je nejdůležitější správně posoudit vliv vnějšího prostředí. Velké snížení úrokových sazeb světovými centrálními bankami ovlivnilo úrokové diferenciály, a proto významně zvýšilo riziko přílivu dluhového kapitálu. Toto je nutné brát při rozhodování v úvahu, zvláště jsme-li vzhledem ke stavu ve fiskální oblasti dost zranitelnou ekonomikou. Pozitivně je třeba hodnotit zklidnění inflačních očekávání, na které ukazuje tvar výnosových křivek, a do jisté míry i vývoj obchodní bilance, ač zde přetrvávají rizika spojená se situací v Německu. Souhlas s názorem, že měnová sekce by měla hodnověrněji prokázat, že vývoj mezd se dosud pohybuje na udržitelné „hraně“. To je důležité i vzhledem k nastávajícím mzdovým vyjednáváním, která lze snad ještě aktivně ovlivnit – na rozdíl od nelepšící se a v dohledné době nerefornovatelné oblasti veřejných financí.

Vrch. řed. Erbenová – situační zpráva mnoho nových poznatků a jasno do našeho rozhodování nevnesla. Inflační expektace se mnoho nemění, ale pod vlivem vývoje úrokových sazeb ve světě trhy neočekávají zpřísnění měnové politiky ze strany ČNB. Peněžní agregáty nadále rostou dynamicky, čemuž vůbec nevadí stagnace úvěrové emise bank a peníze sem proudí jinými kanály. Výhled obchodní bilance je sice pozitivně ovlivněn kursem dolaru, ale na druhé straně stále hrozí obtíže s exportem do Německa. Čísla o HDP potvrzují dynamizaci domácí poptávky. Komplexní pohled na předložená data nepotvrzuje, ale také ani nevyvrací žádnou ze dvou základních hypotéz o charakteru cenového vývoje, které byly vyřčeny na minulé bankovní radě. Na posouzení domácích inflačních tlaků se nemění nic, a proto nastavení úrokových sazeb podle tohoto kritéria je suboptimální. Na druhé straně výrazně vzrostla nejistota v souvislosti s vývojem v zahraničí, což spolu s úvahou o rozšíření úrokového diferenciálu vede k doporučení neměnit sazby. Nyní nejsme opravdu schopni ovlivnit žádoucím způsobem podobu veřejných financí, a proto nosným tématem je riziko vývoje mezd – zvláště když se ho ujímají pouze odbory a nikdo proti možnému excesivnímu růstu nevystupuje.

Vrch. řed. Frait – dnešní projednávání je spíše přípravou na příští „velkou“ situační zprávu a novou fundamentální prognózu. Dilemata měnově politického rozhodování přetrvávají. Nyní jsou více určujícím kritériem pro rozhodování rizika externího vývoje, na jejichž základě lze preferovat zachování sazeb, i když tu na druhé straně samozřejmě existují rizika ohrožující stabilitu vývoje. Jde zejména o růst spotřebitelské poptávky, který také přispívá k nepříliš dobrému vývoji běžného účtu. Předložená analýza platební bilance se ale víc soustřeďuje na dílčí čísla a technické aspekty než na determinanty základních vývojových tendencí světové ekonomiky a jejich vlivu na ČR. Nyní nám sice může pomáhat příznivý vývoj zahraničních cen, ale to může být přechodný, volatilní jev.

Guvernér Tůma – poslední dva měsíce nepřinesly převratné novinky pro naše uvažování, snížení spotřebitelských cen bylo korekcí, která se dala očekávat. Poslední zvýšení sazeb bylo motivováno principem „forward looking“, přesvědčením, že růst ekonomiky je poměrně robustní a v horizontu 4-6 kvartálů bude tlačit na cenovou hladinu. Nemělo být chápáno jako reakce na okamžitý výkyv. Na tomto základním předpokladu se nic podstatného nemění, dnes žádné jiné „velké“ téma k diskusi nemáme. Souhlas s názorem, že nastavení sazeb je z hlediska domácího vývoje suboptimální. Prohloubilo se ale riziko zpomalení vývoje ekonomiky ve světě a pro naše příští rozhodování bude důležitá představa o pravděpodobném průběhu možné nastávající recese. Bude-li její průběh inklinovat ke tvaru písmene „V“, půjde o přechodnou záležitost, kterou lze překonat setrvačností domácího vývoje. Bude-li to cosi dlouhodobějšího, pak to přinese nevyhnutelné dopady i na ČR. Příště by už měly být k dispozici první signály. Čas také prověří důvěryhodnost optimistických sezónně očištěných dat o růstu HDP, která publikoval ČSÚ. Stále víc vystupuje do popředí faktor růstu mezd. Pro jeho komplexnější posouzení by mělo být bankovní radě k dispozici podrobnější zmapování rizik očekávaného vývoje. Standardní setkání s odbory na toto téma se připravuje, ale o mnoho více než přesvědčovat v této záležitosti dělat nemůžeme.

Viceguvernér Niedermayer – nové informace nijak nesnížily míru nejistoty o charakteru našeho inflačního vývoje. Převažují-li domácí rizika, pak horizont transmise se dostává už za období, kdy se mohou v cenovém vývoji projevit. Vzniká pak nebezpečí, že na ně budeme reagovat pozdě. Neuralgickým bodem jsou mzdy. Pokud převáží domácí faktory a ekonomika poroste, vytvoří poptávkový tlak na ceny, za jehož zvládnutí neseme zodpovědnost. V opačném případě (převaha vnějších faktorů) prohloubí recesi a zvýší nezaměstnanost. Obojí důsledky jsou špatné, i když každý jinak. Málo jsme tu diskutovali zásahy zahraničních centrálních bank. Tlaky, pod kterými rozhodovaly, mají hodně psychologický podtext, možná některé banky jen urychlily krok, ke kterému by jinak stejně došlo v důsledku zpomalování růstu a poklesu inflace. První poznatky o vlivu na náš finanční trh: klesá likvidita, větší transakce by pak mohla negativně ovlivnit kurs. Také vnímání deficitu běžného účtu se může nárazem změnit a posunout kurs.

Viceguvernér Dědek – diskuse ukazuje na sblížování shody o závěrečném rozhodnutí, i když k ní dospíváme z různých směrů. Při komunikaci s veřejností by měl být zdůrazněn dvojitý charakter signálů z vnějšího a vnitřního prostředí. Z mezinárodního pohledu nás zřejmě čeká turbulentní období, které může mít silné dopady na malé otevřené ekonomiky a otázkou je míra jejich zranitelnosti. Na to plně připraveni nejsme, je tu zejména zranitelnost v oblasti veřejných financí. Snižování sazeb ve světě nelze chápat pouze psychologicky; došlo k němu v situaci, kdy ekonomiky balancují na pokraji recese, na což centrální banky legitimně reagují uvolňováním. Stále je nutné diskutovat charakter naší inflace. Zda se blíží spíše situaci, kterou jsme poznali

např. v roce 1993 při zavedení DPH, čili externího faktoru, na který centrální banka nemusí reagovat. Nebo zda jde o výsledek poptávkových faktorů, na které se reagovat musí. Lze si představit i jiná zdůvodnění případného rozhodnutí o zvýšení sazeb – např. potřebu odstranit záporné reálné úrokové sazby, nutnost předcházet včas poptávkovým rizikům atd.

Guvernér Tůma – nikdo tu netvrdí, že je v plném proudu poptávková inflace, ale jde o to, že se jí musí předcházet včas, právě na základě identifikace prvních signálů. Trochu výrazněji je potvrzují výsledky ekonomického modelování, které jsou také obsaženy v situační zprávě. Ke snižování sazeb ve světě: jednotlivé centrální banky k nim asi měly diferencované důvody. U FEDu jsou nejpochoptelnější a konzistentní s předcházející politikou, u menších bank jsou mimo jiné výrazem zúženého prostoru pro autonomní měnovou politiku. Trochu diskutabilní to může být u ECB, která se řídí pravidly cílování inflace. Zřejmě šlo o pojištění se proti situaci, která – pokud by nastala – by mohla být v budoucnu přisuzována opožděné reakci evropské centrální banky. Trhy to zřejmě takto pochopily, proto přišla jejich příznivá reakce.

Viceguvernér Niedermayer – ještě tu působila nezanedbatelná snaha bank stabilizovat akciové trhy, aby neprodukovaly tak nepříznivé důsledky na spotřebu domácností, jež v některých zemích utrpěly poklesem akciových trhů ztrátu na svém bohatství a podle toho se začaly chovat.

III. Úkoly

Zpracovat podklad o důsledcích současného a očekávaného vývoje mezd pro vývoj inflace a ekonomiky v r. 2002

IV. Závěrečné hlasování

Guvernér Tůma Viceguvernér Dědek Viceguvernér Niedermayer Vrch. řed. Erbenová Vrch. řed. Frait Vrch. řed. Racoča hlasuje pro ponechání sazeb hlasuje pro ponechání sazeb hlasuje pro ponechání sazeb hlasuje pro ponechání sazeb hlasuje pro ponechání sazeb hlasuje pro ponechání sazeb

V. Rozhodnutí

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

"\ cr uc<Kbi 0ROMt gl ¶"r qtcf eg'i wxgtp²tc