

## Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 25. 10. 2001

### I. Diskuse navazující na prezentaci 10. situační zprávy

**Viceguvernér Dědek:** Dotazuje se, zda Česká konsolidační agentura (ČKA) je vykazována jako součást veřejného sektoru či nikoliv. *(Odpověď měnové sekce: V minulosti KoB byla vykazována jako banka, a tím součást finančního sektoru, a nemohla být z tohoto důvodu vykazována jako součást veřejné sféry. Byla napojena na vládní sektor pouze přes krytí jejich ztrát. Nyní došlo k převedení ČKA do vládního sektoru. Mluvit o dcerách ČKA jako o privátním sektoru může působit matoucím dojmem, jedná se ovšem o standardy vykazování podle metodiky MMF. V tomto případě privátní je výrazem pro nevládní, nebankovní a nefinanční instituci. Zatím zařazení všech těchto transformačních institucí do jednotlivých kategorií je v procesu.)*

**Vrchní ředitel Racoča:** V SZ se píše, že je škoda, že všechny dceřinné společnosti ČKA jsou privátními společnostmi. Jedná se spíše o to, jak tyto společnosti jsou vykazovány. Dle dostupných informací existuje záměr sloučit tyto společnosti do ČKA. Bylo by možné vykazovat všechny tyto společnosti jako jednu konsolidovanou skupinu? *(Odpověď měnové sekce: Sloučení dcer s ČKA by bylo ideální a znamenalo by to podstatné zjednodušení ve vykazování.)*

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Z jakých informací vycházíme při prognóze regulovaných cen v roce 2003 a absence změn nepřímých daní od 1.1.2003 (str. 55)? Na jedné straně modelová prognóza ukazuje na opětovné otevírání produkční mezery, na druhé straně druhá derivace potenciálního produktu je pozitivní. Jsou tyto informace vzájemně konzistentní? Jeden z faktorů působící návrat aktuálního produktu k potenciálu je znehodnocení reálného kurzu koruny během letošního a začátkem příštího roku. Jak lze vysvětlit v modelovém rámci tuto očekávanou deprecii? *(Odpověď měnové sekce: Na základě rozhodnutí BR, pouze již schválené změny v nepřímých daních mohou být zapracovány do základních scénářů prognózy, MS nezaznamenala žádnou změnu nepřímých daní pro začátek roku 2003. Jinými slovy, nejsou k dispozici žádné spolehlivé informace v této oblasti. Regulované ceny tvoří 18 % spotř. koše a skládají se ze cca 30-ti podskupin. Každá z těchto skupin má poněkud jiný charakter. Lze vytvořit 5 základních skupin: ceny usměrňované vládou, ceny usměrňované místními orgány, věcně usměrňované ceny, ceny určené regulačními úřady a poplatky. Prognóza regulovaných cen vzniká na základě informací od MF, regulačních úřadů a pomocí vlastních odhadů u těch skupin, u kterých informace nejsou dostupné.*

*Mezi hlavní faktory ekonomického růstu patří i růst potenciálního produktu a tato skutečnost nebyla dostatečně zdůrazněna v prezentaci. Došlo pouze ke konstatování, že deprecie kurzu koruny je v modelové prognóze nutnou podmínkou pro uzavírání produkční mezery v příštím roce.*

*Existují 2 pohledy, které mohou vysvětlit deprecii kurzu koruny koncem letošního a začátkem příštího roku:*

- (i) Při současném poklesu tuzemských reálných úrokových sazeb z důvodu adaptivních inflačních očekávání a nárůstu reálných úrokových sazeb v zahraničí nepokrytá parita úrokových měr implikuje reálnou deprecii kurzu.*
- (ii) Druhý pohled je techničtější, je založen na rozložení změny reálného kurzu na domácí a zahraniční inflaci a změnu nominálního kurzu. Z očekávaného poklesu inflace v ČR, z nepokryté parity obohacené o předpoklad, že část ekonomických subjektů má adaptivní očekávání technicky vyplývá znehodnocení kurzu koruny.)*

**Viceguvernér Niedermayer:** Situační zpráva obsahuje 2 různé indexy měnových podmínek, každý naznačuje něco úplně jiného. Žádá vysvětlení. Presentace z pohledu očekávané inflace vyzněla uklidňujícím dojmem, přitom presentace ukazuje výrazný nárůst trend-cyklické složky neobchodovatelných komodit. Jsou tyto informace vzájemně konzistentní? Jaká je metodologie vykazování podílu investic na HDP? *(Odpověď měnové sekce: Oba indexy měnových podmínek, navzdory jejich různé konstrukce, naznačují zpřísnění měnových podmínek z důvodu apreciace reálného kurzu která není eliminována nízkou úrovní reálných úrokových sazeb. Nárůst v trend-cyklické složky cen neregulovaných neobchodovatelných komodit reflektuje skutečnost, že zlom v trendu nastal v posledním měsíci a tento zlom byl použitou metodou vyhodnocen jako nahodilý výkyv. V případě, že se v dalším měsíci potvrdí nižší nárůst cen v této podskupině, trend-cyklická složka bude reflektovat tuto změnu. Podíl investic na HDP (34.2 %) je měřena podílem hrubé tvorby fixního kapitálu na HDP.)*

**Ministr financí Rusnok:** Při diskusi o daňových příjmech se mluvilo o konsolidovaných příjmech veřejných financí nebo státním rozpočtu? V SZ je uveden předpokládaný deficit územních rozpočtů na úrovni 7-8 mld. Kč. Je zakalkulován do této úvahy pravděpodobný vyšší příjem daní, zejména příjem obcí v letošním roce? Lze se tudíž domnívat, že změnou daňového určení obce budou mít v letošní roce podstatně vyšší daňové příjmy. O co se opírá implicitní předpoklad o trendovém nárůstu deficitu veřejných financí v příštím roce? Dá se tudíž spíše očekávat stagnace nebo mírné snížení deficitu hospodaření veřejných rozpočtů v řádu 0.5 % HDP. *(Odpověď měnové sekce: Daňové příjmy jsou vykazovány na konsolidovaném základě. Čísla ohledně deficitu místních rozpočtů, která jsou uvedena v 10 SZ byla převzata z poslední rozpočtové dokumentace z parlamentu. Lepší výsledky implicitně vyplývají z lepšího výběru daní, které jsou též uvedeny v SZ. Deficit veřejných rozpočtů pro rok 2002 byl odvozen z trendového vývoje z posledních let. Tento trendový nárůst deficitu veřejných financí lze vysvětlit především každoročním nárůstem mandatorních výdajů.)*

**Vrchní ředitel Štěpánek:** V presentaci bylo naznačeno, že v příštím roce v sektoru domácností dojde ke stagnaci sklonu k úsporám namísto dosavadního poklesu. Je tento předpoklad založen na nějakém empirickém výsledku, šetření nebo se jedná o hypotézu? *(Odpověď měnové sekce: S ohledem na krátkost časových řad nelze provést ekonometrickou analýzu hlavních determinant míry úspor obyvatelstva, proto předpoklad o změně sklonu obyvatelstva k spotřebě je založen na expertním posouzení.)*

**Vrchní ředitel Frait:** Z presentace modelové prognózy vyplývá, že nastavení krátkodobých úrokových sazeb je konzistentní s inflačním cílem, riziko spočívá v možném působení autonomních faktorů na vývoj směnného kurzu. Dalším rizikem je předpoklad nepokryté parity úrokových měr, který nemusí dobře predikovat kurzový vývoj v současné situaci apreciačních očekávání *(Odpověď měnové sekce: MS souhlasí s názorem v. ř. Fraita na slabé stránky nepokryté úrokové parity.)*

**Viceguvernér Dědek:** Existují nějaké alternativní metody na ověření správného odhadu produkční mezery. Váže se tento odhad nějakým způsobem na údaje využití volných kapacit v ekonomice? *(Odpověď měnové sekce: Odhady produkční mezery jsou založeny na základě kombinace všech dostupných informací: ekonometrie, expertního posouzení a všech jiných informací, včetně šetření.)*

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Do jaké míry je reálný předpoklad o akcelerujícím růstu potenciálního produktu za podmínky, kdy prognóza produkční mezery je v převážné většině času negativní? *(Odpověď měnové sekce: O vývoji potenciálního produktu existuje málo*

*informací a panuje velká nejistota při kvantifikaci budoucího vývoje. To je jeden z důvodů, proč reakční funkce v modelu reaguje podstatně více na odchylku inflace od inflačního cíle ve srovnání s odchylkou aktuálního HDP od potenciálu. Na druhé straně z vývoje poptávkových faktorů v krátkodobém horizontu se nedá usoudit očekávaný růst potenciálního produktu. V dlouhodobém horizontu nelze tuto spojitost vyloučit. Měnová sekce se snaží využít všechny dostupné metody k odhadu potenciálního růstu, včetně využití produkční funkce, výrobních kapacit, úroveň vzdělanosti, institucionální faktory, FDI, atd. Takto odvozené odhady potenciálního růstu české ekonomiky se pohybují až kolem 4 %.)*

**Viceguvernér Niedermayer:** Na výsledcích modelové prognózy je překvapující, že model relativně málo reaguje na exogenní šoky, úroková reakce je též hodně umírněná, jakoby byly do modelu zabudovány nějaké sebekorekční mechanismy. Jak se dá vysvětlit tato vlastnost modelu? Je skutečně realistické předpokládat, že v případě většího poklesu zahraniční poptávky lze změnou krátkodobých úrokových sazeb tento negativní vliv na domácí ekonomický růst eliminovat? Lze si takový mechanismus realisticky představit u velkých uzavřených ekonomik. Platí to i pro malé otevřené ekonomiky? *(Odpověď měnové sekce: Je pravda, že ve většině modelů jsou optimální reakce úrokových sazeb na exogenní šoky větší než v případě této modelové prognózy. Je to způsobeno specifikací reakční funkce, která vykazuje vysokou míru setrvačnosti krátkodobých úrokových sazeb pozorovanou v historii. Proto exogenní šoky vyvolají menší ale setrvalejší reakci měnové politiky.)*

**Vrchní ředitel Frait:** V SZ je uvedeno, že meziroční růst deflátoru HDP ve 4. kvartálu roku 2001 by měl dosáhnout 6.3 %. Čím je dán tento výkyv? *(Odpověď měnové sekce: Deflátor HDP je výsledkem odhadu položek národních účtů (dovoz, vývoz, domácí poptávka). . V okamžiku, kdy dojde k příznivému vývoji směnných relací a ostatní položky zafixujeme, tak se to projeví v růstu deflátoru HDP. V okamžiku, kdy rostly dovozní ceny rychleji než CPI, růst deflátoru HDP byl dokonce negativní.)*

**Viceguvernér Dědek:** V prezentaci pana ředitele Bárty zaznělo, že v USA může dojít k poklesu úrokových sazeb až k 1 %. V Japonsku praktikují tuto politiku již delší dobu bez viditelných úspěchů. Lze si položit otázku, zda tato politika může účinně stimulovat ekonomiku v případě, že trh si je vědom toho, že se jedná o dočasnou politiku.

## II. Uzavřené jednání bankovní rady

**Přítomni:** guvernér doc. Ing. Z. Tůma, CSc., viceguvernér Ing. O. Dědek, CSc., viceguvernér RNDr. L. Niedermayer, vrchní ředitelka Ing. M. Erbenová, Ph.D., vrchní ředitel doc. Dr. Ing. J. Frait, vrchní ředitel Ing. P. Racoča, MIA, vrchní ředitel Ing. P. Štěpánek, CSc., ministr financí Ing. Jiří Rusnok

**Guvernér Tůma:** Po předchozí diskusi se vykrytalizovaly tři větší tematické okruhy k projednání:

- (i) celkový makroekonomický výhled ("story")
- (ii) predikce
- (iii) kurzový vývoj

Pro informaci uvádí, že pan ministr financí se vyjádřil k otázce apreciačních tlaků na kurz koruny z důvodu privatizace státního majetku a potvrdil, že MF nemá v plánu další konverzi deviz ani žádné zahraniční emise.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Když se mluví o tom, že příjmy z privatizace budou deponovány v ČKA, jedná se o dny, týdny nebo měsíce?

**Guvernér Tůma:** Pan ministr financí přislíbil, že upřesní tyto informace. Není vyloučeno, že ČKA bude mít dostatečnou likviditu. Nemělo by se jednat o horizont týdnů ale o horizont měsíců. Zatím tyto informace ovšem nejsou potvrzené.

**Viceguvernér Niedermayer:** Lze očekávat depozitum FNM u ČKA v devizách. V okamžiku kdy ČKA by chtěla použít tyto zdroje pro úhradu svých ztrát pro letošní rok, konverze části těchto deviz by bylo nutné. Tato transakce je pravděpodobná nejdříve v únoru 2002. Následně zbývající devizy by mohly zůstat u FNM na další rok. Jedná se tedy spolehlivě o několikaměsíční projekt.

Ministr se včera slovní intervencí snažil obrátit další apreciaci kurzu koruny. Existují indikace, že za poslední apreciační tendence koruny stojí významní klienti a jejich aktivity jsou autonomní na privatizaci státního majetku.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** I když měnová sekce navrhuje ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni, dnešní prezentace otvírá legitimní diskusi o možnosti snížení úrokových sazeb v malém rozsahu. Řada indikátorů - predikce ekonomického růstu pro příští rok, zpomalování uzavírání produkční mezery, pokles inflačních očekávání, přehodnocení expanzivního působení fiskální politiky a posun rizik související s hospodařením veřejných financí mimo horizont transmise - naznačuje změnu v dosavadním trendu hlavních makroekonomických veličin. Dovození ceny, nominální směnný kurz a ceny potravin též ukazují zmírnění inflačních tlaků. Inflační prognóza je konzistentní se zmírněním inflačních tlaků, střed prognózy se nachází v cíleném koridoru. Ve světle těchto nových informací je diskuse o snížení úrokových sazeb opodstatněná.

**Vrchní ředitel Racoča:** Navrhuje, dívat na vývoj měnově-politických úrokových sazeb a rizik spojených s jejich nastavením v horizontu několika posledních měsíců. Připomíná, že v červenci

došlo ke zvýšení úrokových sazeb, v srpnu hlasem předsedajícího úrokové sazby zůstaly na neměnné úrovni, v září rozhodnutí z předchozího měsíce bylo jednomyslně potvrzeno. 10. SZ působí uklidňujícím dojmem a nově dostupné informace odstranily některé nejistoty ohledně charakteru inflace. Poptávkově-inflační tlaky zřejmě nejsou významné, pokles dynamiky peněžní zásoby též potvrzuje tyto informace. Modelovou prognózu považuje za kvalitní, přitom zdůrazňuje, že závěry těchto analýz nelze automaticky promítnout do rozhodnutí a slouží jako vstup do rozhodovacího procesu. Podotýká, že měnově-politické rozhodování musí být konzistentní s předchozími rozhodnutími BR.

**Viceguvernér Dědek:** Během letošního roku skutečně došlo k velkým výkyvům v inflační prognóze. V únoru mířila inflační prognóza k dolní hraně inflačního cíle, načež došlo ke snížení úrokových sazeb. Později během krátkého období vyskočila inflace téměř o 2 procentní body. Hlavním dilematem rozhodování byla identifikace charakteru inflace, tj. zda se jedná o poptávkovou či nákladovou inflaci. Nově dostupné informace obsažené v 10. SZ podporují druhou alternativu a měnová politika stojí před otázkou, zda ponechat úrokové sazby na stávající úrovni nebo snížit úrokové sazby. Pozoruhodně široká řada indikátorů naznačuje zmírňování inflačních tlaků. Došlo k poklesu spotřebitelské inflace, korigované inflace, růstu cen průmyslových a zemědělských výrobců, dochází k nominální i reálné apreciaci kurzu koruny a k poklesu zahraniční inflace a vnější poptávky. Také příspěvek regulovaných cen do spotřebitelské inflace je v současnosti vyšší, než předpokládaná výše (11.5 p.b.), která byla použita při vyhlášení inflačního cíle pro spotřebitelskou inflaci. Začátkem roku 2003 by tomu mělo být opačně.

Poslední údaje o vývoji spotřebitelské inflace a analýza jednotlivých položek spotřebitelského koše vysvětlují výkyvy, které vedly k nadměrnému nárůstu inflace v předchozích měsících. Pro snížení úrokových sazeb by bylo žádoucí, aby se inflace přiblížila ke čtyřprocentní hranici, čím by se anuloval nedávný prudký výkyv. Další faktor, ovlivňující nastavení úrokových sazeb, je míra synchronizace hospodářského cyklu mezi ČR a zahraničím. V roce 1997 z důvodu recese domácí ekonomiky došlo k určité asynchronizaci hospodářských cyklů, v současnosti naopak lze očekávat synchronizaci mezi domácí a vnější ekonomickou aktivitou. Rozhodnutí o snížení úrokových sazeb vyžaduje robustnější informace o negativním vlivu zpomalení vnější ekonomické aktivity na tuzemský ekonomický růst. Preferuje ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Z hlediska inflace jsou nově dostupné informace pozitivní, pokračuje pokles dynamiky všech cenových indexů, včetně spotřebitelské inflace. Jsou zřetelné signály zmírnění ekonomické aktivity, vývoj spotřebitelské poptávky je stabilní. Poslední údaje v oblasti obchodní bilance lze interpretovat jako signál zmírňování ekonomické aktivity z důvodu ochlazení zahraniční poptávky. Dochází k apreciačním tlakům na kurz koruny a z důvodu působení autonomních faktorů nelze vyloučit další zpříšňování měnových podmínek. V horizontu účinné transmise nejsou zřetelné žádné silné inflační tlaky. Rizika prognózy uvedená v SZ jsou rizika směřující k dalšímu poklesu inflace.

V novém makroekonomickém rámci nelze hodnotit fiskální politiku jako významné inflační riziko v horizontu následujících dvou let. Modelová prognóza dokonce naznačuje, že fiskální expanze není postačující k eliminaci negativního poptávkového šoku ze zahraničí.

Ze SZ vyplývá, že čelíme pozitivnímu nákladovému šoku a příspěvek deregulací bude významně menší než byl předpoklad při stanovování inflačního cíle. Z tohoto důvodu se nabízí možnost aplikace institutu výjimek.

K předchozímu vyjádření pana viceguvernéra Dědka poznamenává, že i když další synchronizace ekonomických cyklů mezi ČR a zahraničím může vést k synchronizaci při nastavení úrokových sazeb, v případě, že domácí hospodářské politiky jsou hlavními zdroji poptávkových šoků, asynchronnost mezi ekonomickou aktivitou ČR a vnějším prostředím může přetrvat delší dobu. Adekvátní reakce měnové politiky dnes je ponechat vyšší úrokových sazeb na stávající úrovni.

**Vrchní ředitel Frait:** Pan vrchní ředitel poznamenal, že se neztotožňuje se závěry Přílohy č. 4 o technických aspektech generování krátkodobých prognóz.

Pan vrchní ředitel souhlasí s předpoklady i s vyzněním obou prognóz v SZ. Za klíčové považuje následnou diskusi o míře restrikce měnové politiky a specificky otázku, zda dojde k takovému uvolnění měnových podmínek, který je konzistentní s modelovými předpoklady. V tomto ohledu vidí rizika jak ve specifikaci některých modelových behaviorálních vazeb tak v některých předpokladech modelových scénářů.

K samotnému návrhu doporučení měnové sekce poznamenává, že cílování inflace vychází z dlouhodobé měnové strategie, která je založena na předpokladu mírně apreciujícího nominálního kurzu koruny a použití repo sazby jako nástroje měnové politiky. Současné doporučení měnové sekce naopak vychází z neměnné repo sazby, použít směnný kurz (intervence) jako nástroj a komunikovat rizika směrem dolů. Naopak, mělo by dojít ke snížení úrokových sazeb a k prezentaci rizik směrem nahoru.

**Viceguvernér Niedermayer:** Lze se důvodně domnívat že z pohledu poptávky po exportech dojde k negativnímu externímu šoku. Tento šok se promítne do platební bilance (neutrální popř. negativní vliv na saldo OB) a do růstu HDP. Predikce ekonomického růstu je založena na vysokém podílu investic na HDP. Lze identifikovat 3 rizikové oblasti z pohledu budoucího vývoje:

1. 1. Přímé zahraniční investice (PZI)
2. 2. Veřejné investice
3. 3. Soukromé investice

Ekonomická situace domácích podniků se zhoršuje, lze proto očekávat menší objem prostředků vynaložených pro investiční činnost. Vláda pod tlakem omezit deficit veřejných financí může snížit kapitálové výdaje veřejného sektoru. U přímých zahraničních investic pan viceguvernér také očekává snížení objemu i když podotkl, že informace obdržené od Czechinvestu jsou relativně optimistické. Podle jejich vyjádření prozatím nedošlo k poklesu zájmu asijských investorů a nelze ani identifikovat přehodnocení investičních záměrů u amerických investorů. Ochlazení ekonomické aktivity ve světě může vyvolat dvě proti sobě působící reakce zahraničních investorů: buďto dojde ke zvýšení investic v našem regionu z důvodu levné pracovní síly nebo s ohledem na benevolentnější legislativu vymezující práva zaměstnavatelů na trhu práce dojde ke snížení zaměstnanosti právě v našem regionu.

Předpoklad konstantní míry úspor v sektoru domácnosti je realistický a nebylo by překvapující kdyby dokonce došlo v tomto segmentu ke zvýšení snížení sklonu ke spotřebě. Poslední vývoj v oblasti inflace je pozitivní. Za předpokladu, že poslední vývoj v oblasti růstu regulovaných cen je posouzen jako výjimka, podobně musí být posouzen výrazný pokles dovozních cen. Předpoklad o růstu cen potravin je relativně agresivní a není v souladu s předpokladem o nadprůměrném růstu tuzemských cen potravin z důvodu konvergence k evropské struktuře relativních cen. Další nejistota se týká oblasti mzdového vyjednávání. Na jedné straně je racionální očekávat, že odbory se dostanou pod tlak a dojde k nižším nárůstům mezd v soukromém sektoru, naopak lze očekávat vysoký růst mezd ve veřejném sektoru. V oblasti růstu peněžní zásoby došlo k obratu a lze očekávat další pokles dynamiky. Zpřísnění indexu měnových podmínek je nutné znovu posoudit především proto, že u dlouhodobějších sazeb, které měří cenu peněz, došlo na rozdíl od krátkodobých sazeb k poklesu. Je legitimní posoudit možnost použití devizových intervencí jako nástroje, především z důvodu jiné délky transmise kurzu ve srovnání s vlivem úrokových sazeb. Změna úrokových sazeb vyžaduje robustnější závěry o vlivu zahraniční poptávky na domácí ekonomiku.

Za nejproblematičtější pan viceguvernér považuje skutečnost, že SZ předpokládá nereálně vysoký ekonomický růst v příštím roce na úrovni 4 %, zatímco dostupné informace naznačují reálnější předpoklad na úrovni 2,5 - 3 %.

**Guvernér Tůma:** Je nutné odlišit nové informace, z nichž jsou nejdůležitější nové pohledy na fiskální politiku a inflační očekávání. V oblasti růstu cen potravin, posouzení vlivu zahraniční poptávky na OB a ekonomický růst přetrvávají nejistoty. Celkový makroekonomický rámec se významně nemění, dochází spíše k přehodnocení inflačních rizik směrem dolů. Souhlasí s názorem v. ř. Racochy, že je nutné posoudit vzájemnou konzistenci jednotlivých rozhodnutí o nastavení úrokových sazeb v delším časovém horizontu.

Shrnutí:

- Posun v hodnocení fiskální politiky v krátkodobém horizontu, neměnné obavy z nepříznivých trendů v dlouhodobém horizontu.
- Pozitivní obrat ve vývoji inflačních očekávání.
- Relativně pozitivní očekávání ve vývoji domácí poptávky.
- Sice přetrvávají nejistoty inflační prognózy, došlo k posunu vnímání inflačních rizik směrem dolů.

Musí dojít k vyjasnění žádoucí strategie ČNB na devizovém trhu a posouzení realističnosti predikce ekonomického růstu (a tím i celkové prognózy).

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Až dosud centrální banka komunikovala nesoulad mezi hospodařením veřejných financí a dosaženou fází ekonomického cyklu, který pravděpodobně v současnosti neplatí. Vývoj hospodaření veřejného sektoru je znepokojující především z důvodu jeho stále se prohlubující neschopnosti působit jako účinný makroekonomický nástroj reagující na hospodářský cyklus. Vzhledem k otevřenosti české ekonomiky uvolněná fiskální politika, vysoký růst mezd v rozpočtové sféře a substituce zahraniční poptávky domácí poptávkou vytváří riziko pro běžný účet platební bilance a vývoj kurzu koruny.

Očekávané změny ve vedení odborových svazů naznačují, že v oblasti mzdového vyjednávání lze očekávat mírnější mzdové požadavky odborů pro příští rok.

**Viceguvernér Niedermayer:** Současná predikce inflace a ostatních veličin vzbuzuje dojem, že se nejedná o odhad nejpravděpodobnějšího vývoje ekonomiky ale o horní závoru. Odhad zpomalení zahraniční poptávky na domácí ekonomiku musí být v centru celé prognózy.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Sdílí předchozí hodnocení fiskální politiky. Klade otázku, zda nenastal čas na vyslovení zásadního kvalitativního hodnocení rozpočtu na rok 2002 bez ohledu na to, zda se jedná o schválený rozpočet nebo rozpočtové provizorium.

**Viceguvernér Dědek:** Navzdory tomu, že uvolněný fiskální vývoj zmírňuje dopady zpomalení zahraniční poptávky na českou ekonomiku, není v současné době vhodné vyslat signál, že nekonsolidovaná fiskální politika převzala roli automatického stabilizátora v ekonomice. Fiskální politika navyšováním státního dluhu přispívá ke zranitelnosti ekonomiky a zvyšuje riziko vnější nerovnováhy.

K otázce variant hospodářského růstu v Německu uvedl, že hlavní výhoda předem vyjasněných exogenních předpokladů spočívá v následné konzistentnosti celé prognózy s těmito předpoklady. Výchozí předpoklady pro vnější ukazatele jsou přebírány od renomovaných zahraničních institucí. Změna těchto předpokladů by znamenala odklon od predikcí těchto institucí, což není žádoucí z důvodu zachování metodologické čistoty tvorby prognózy. S možností nižšího ekonomického růstu v Německu by se mělo pracovat jako s rizikem.

Apresiační tendence ve vývoji kurzu naznačují, že slovní intervence již nejsou účinná a je nutné přistoupit k faktickým intervencím. Existuje zde ovšem promarněná příležitost při využití privatizačního účtu. Klasické devizové intervence tudíž nebudou tak účinné jako oznámení o důsledném využití institutu privatizačního účtu. V této souvislosti poznamenává, že nesouhlasí s názorem pana v.ř. Frait na upřednostnění změny repo sazby před devizovými intervencemi. Znamenalo by to nutnost razantního snížení úrokových sazeb.

**Vrchní ředitel Frait:** Dlouhodobá měnová strategie předpokládá nominální zhodnocení koruny. V současnosti kurz je silný pouze vůči DEM. Devizovými intervencemi nelze ovlivnit kurz koruny dlouhodobě.

**Guvernér Tůma:** Cílem devizových intervencí může být pouze omezení krátkodobé nadměrné volatility kurzu koruny, nejedná se o snahu ovlivnit dlouhodobý trend.

**Viceguvernér Niedermayer:** Vliv kurzového kanálu je prakticky okamžitý, transmise vlivu úrokových sazeb do ekonomiky je podstatně delší. Proto je významný rozdíl mezi restrikcí pomocí kurzu resp. úrokových sazeb. Podporuje myšlenku devizových intervencí.

K otázce fiskální politiky poznamenává, že centrální banka by se neměla vyjadřovat k rozpočtu. Lze komunikovat pouze to, že hospodaření veřejných financí omezuje prostor pro využití fiskálního nástroje a v krátkodobém horizontu fiskální impuls nevytváří akutní inflační nebezpečí s ohledem na vývoj zahraniční poptávky.



K prezentovanému makroekonomickému rámci poznamenává, že nezpochybňuje základní předpoklady prognózy, ale považuje vliv poklesu vnější ekonomické aktivity na domácí ekonomický růst podhodnocený.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Nesouhlasí s názorem J. Fraity, že koruna je silná pouze vůči DEM, je silná i vůči USD. Náznakem toho, že koruna je nadhodnocená, je šestiprocentní reálné zhodnocení efektivního kurzu, který je nad úrovní modelové rovnovážné hodnoty. Souhlasí s názorem viceguvernéra Niedermayera, že by nemělo dojít k zásadnějšímu vyjádření k návrhu státního rozpočtu. Nejistotu ohledně kvantifikace vlivu zahraniční poptávky na domácí ekonomický růst navrhuje řešit poukazem na alternativní scénáře (nižší růst v zahraničí) a jejich negativního vlivu na HDP v ČR.

**Guvernér Tůma:** K otázce vyjádření k státnímu rozpočtu a k fiskální politice poznamenává, že nevidí rozpor mezi návrhem vyjádřit se k rozpočtu a pozdějšími reakcemi členů BR. Existuje shoda v BR na otázku hodnocení krátko- a dlouhodobých implikací hospodaření veřejných financí. K problému privatizačního účtu podotýká, že při privatizaci KB došlo k aktivaci tohoto nástroje a vláda kooperovala s ČNB v této oblasti. Díky tomu na trh byl dodán relativně malý objem deviz z této transakce. Ministr financí byl při projednání této otázky velice kooperativní a prohlásil, že objem deviz, který musel být převeden do korun již by konvertován.

V další diskusi by mělo dojít ke shodě v otázce prognózy a k vyjasnění otázky, zda provést devizové intervence na trhu či nikoliv.

**Ředitel měnové sekce Aleš Čapek:** Poslední modelové odhady modelu NIGEM pro německý ekonomický růst jsou velice blízko odhadům měnové sekce. V tomto ohledu je základní scénář měnové sekce realistický i ve světle nově dostupných informací. Při posouzení kvantifikace vlivu poklesu zahraniční poptávky na domácí ekonomický růst neposuzovala měnová sekce pouze parciální vliv tohoto poklesu na HDP přes vývozy, ale brala v úvahu i vliv na ostatní segmenty ekonomiky, včetně dynamiky osobní spotřeby nebo snížení objemu investiční činnosti. Je nutné si přitom uvědomit, že příští rok je rokem obratu ve vývoji světové ekonomiky a dna ekonomického poklesu by mělo být dosaženo v letošním roce.

**Guvernér Tůma:** Snížení prognózy HDP o 0.6 % oproti minulé prognóze nenaznačuje že se jedná o nekredibilní výsledek, tyto kvantifikace jsou výsledkem náročné analýzy a obtížně je lze zpochybnit na základě pouhé intuice. Nelze samozřejmě vyloučit, že současná rizika se budou materializovat více.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Obava z reálnosti prognózy nemusí pramenit výhradně z nereálnosti samotné predikce, ale z možné výrazné a rychlé změny vstupních předpokladů. SZ vychází z toho, že v příštím roce dojde ke zpomalení ekonomického růstu ve srovnání s předchozí prognózou. To není v rozporu s předpokladem zpomalení zahraniční poptávky.

**Viceguvernér Niedermayer:** Na jedné straně v diskusi minimálně tři členové BR zdůraznili, že před rozhodnutím o snížení úrokových sazeb považují za nutné počkat na potvrzení nových informací, na druhé straně předpokládá prognóza akceleraci ekonomického růstu v příštím roce. Snížení úrokových sazeb není konzistentní s akcelerací ekonomického růstu. Je toho názoru, že v příštím roce není reálné očekávat ekonomický růst vyšší než 3 %.

**Vrchní ředitel Racocha:** K určitému zpomalení růstu HDP z důvodu poklesu zahraniční poptávky dojde spíše v letošním roce. V příštím roce se už počítá s obratem ve vývoji relevantních ekonomik. Snížení odhadu růstu HDP pro rok 2002 oproti minulé prognóze není nereálný, neexistuje důvod pro další snížení této predikce.

**Viceguvernér Dědek:** Podle odhadů mezinárodních institucí zůstává ekonomický růst v tranzitivních ekonomikách relativně vysoký i po zakomponování vlivu zpomalujícího růstu světové ekonomiky. Predikce měnové sekce není v rozporu s těmito očekáváním.

**Viceguvernér Niedermayer:** Současné hospodářské výsledky ČSA, Škoda Auto naznačují výpadky tržeb ve výši několika stovek milionu korun. Část elektronického průmyslu již propouští své pracovníky. Jedná se o sektory, které přispívají největší měrou k přidané hodnotě. Předpoklad, že v ČR je ekonomika založená na exportu a že v příštím roce dojde za těchto podmínek k urychlení růstové dynamiky, se zdá být nereálný.

**Guvernér Tůma:** Česká ekonomika není založena na exportu, ale závisí do značné míry na domácí poptávce. Nelze popřít, že pokles zahraniční poptávky ovlivní ekonomický růst, ale nelze opřít toto tvrzení o hospodářské výsledky jednotlivých i když významných korporací.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Navrhuje prezentovat inflační prognózu založenou na referenčním scénáři a současně komunikovat alternativní prognózu, která reflektuje předpoklad nižší zahraniční poptávky.

Bankovní rada následně po krátké diskusi jednomyslně rozhodla o provádění devizových intervencí s cílem oslabení kurzu koruny.

### III. Hlasování

**Guvernér Tůma:** Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

**Viceguvernér Dědek:** Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

**Viceguvernér Niedermayer:** Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

**Vrchní ředitel Frait:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

**Vrchní ředitel Racocha:** Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

### IV. Úkoly

Bankovní rada nezdala žádné úkoly.

## V. Rozhodnutí

Po projednání říjnové situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni poměrem hlasů šest ku jedné. Šest členů bankovní rady hlasovalo pro ponechání sazeb na stávající úrovni. Jeden člen bankovní rady hlasoval pro snížení úrokových sazeb o 25 bazických bodů. Bankovní rada jednomyslně rozhodla o provádění devizových intervencí s cílem oslabení kurzu koruny.

"

"

"

" \ cr ucrlTP Ft0Vkdqt"J if f km"OC."r qtcf eg"dcpmuxp"tcf {" PD