

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 25. 4. 2002

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér O. Dědek, viceguvernér L. Niedermayer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel P. Racoča, vrchní ředitel P. Štěpánek
Ministr financí ČR J. Rusnok

I. Diskuse navazující na prezentaci 4. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Lze z údajů o vývoji peněžní zásoby činit robustní závěr o poklesu ekonomické aktivity? Co je vlastně prognóza peněžní zásoby, jak vzniká, co vyjadřuje?

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Anualizovaná, sezónně očištěná dynamika je dlouhodoběji v souladu s dynamikou HDP, i když z toho silné jednoduché závěry dělat nelze. Prognóza M2 je výsledkem snahy nějak vyjádřit rovnováhu v oblasti peněz.

Viceguvernér Niedermayer: Zaráží jej optimistický výhled na obchodní bilanci při tak výrazné změně směnného kurzu – nedůvěryhodné.

Odpověď SMS: Výsledek pramení z přijatého referenčního scénáře, nezapomenout, že pozitiva jsou např. na dolarových trzích (plyn...), zatím výsledky našich predikcí OB byly velmi uspokojivé.

Viceguvernér Niedermayer: Překvapují jej úvahy o tom, že predikovaný růst mezd je stále konzistentní – i u exportérů – s důsledky posílení kurzu.

Odpověď SMS: Ve zpracovatelském průmyslu se počítá s růstem jednotkových mzdových nákladů jen o 1 % (vliv produktivity), což je bezrizikové.

Viceguvernér Niedermayer: Kde se ztrácejí obrovské prostředky, které se v důsledku levnějších dovozů dostávají do ekonomiky? Poměr devizových rezerv k importu vcelku stagnuje a přes intervence neroste – je to důsledek jejich korunového ocenění? Proč se intervence neprojevují ve struktuře peněžní zásoby?

Odpověď SMS: V nových očekávaných číslech už bude růst devizových rezerv zřejmější.

Viceguvernér Niedermayer: Ke strategii využívání devizových intervencí: píše se, že pokud bude nulový úrokový diferenciál, pak najednou intervence začnou působit – čím je to podloženo? Nákladem intervencí je riziko apreciacie, úrokový náklad je až sekundární riziko a ne primární, jak se v příloze píše.

Odpověď SMS + sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Analytici věří, že omezujícím činitelem pro naše intervence je právě úrokový rozdíl. Pokud bychom ho eliminovali, mohla by kredibilita a účinnost intervencí vzrůst. Pokud by nedávný vývoj znamenal „predapreciaci“ na několik let dopředu nebo by stabilní kurz přetrval díky intervencím, pak nákladovost intervencí by byla skutečně spojena jen s rozdíly v úročení. Otázku vlivu hospodaření ČNB na měnovou politiku bychom neměli akcentovat.

Viceguvernér Niedermayer: Výhled nefinančních korporací (příloha II) je podstatně příznivější než vyznění situační zprávy.

Odpověď SMS: Jde o krátkodobý výhled, podle zkušeností často bývá málo kredibilní, adaptabilní na momentální stav, přesto je o něco pesimističtější než ve stejném období minulých let.

Guvernér Tůma: Emise korunových eurobondů už je nezanedbatelná. Mohou ovlivňovat devizový trh?

Odpověď SMS: Více než rok se udržoval rozsah nesplacených eurobondů na cca 75 mld. Kč, nyní je to 85 mld.. – čili nejde o tak dramatický vývoj.

Guvernér Tůma: Rozdíl mezi krátkodobou a střednědobou prognózou je v charakteru jejich podmíněnosti. Když podle textu dojde ke konci roku 2002 ke změkčení měnových podmínek, jak může nepodmíněná střednědobá prognóza vyčíslit vyšší růst HDP než prognóza podmíněná?

Odpověď SMS: Rozdíl je v metodologickém přístupu – v krátkodobé pronóze se nepromítá další zpevňování reálného kurzu do domácí poptávky. Střednědobá pronóza má větší nejistotu v predikci HDP, protože se zaměřuje primárně pouze na „inflačnětvornou“ složku HDP. V této složce mají obě predikce obdobnou dynamiku. Metodologicky se liší jen částečně – endogenní kurzový kanál je zahrnutý v obou, v krátkodobé však absentuje endogenní kanál úrokově-poptávkový.

Vrchní ředitel Frait: Byly prezentovány dvě prognózy. Expertní krátkodobá prognóza je prognózou podmíněnou, tj. zobrazuje očekávaný vývoj inflace ještě před měnově-politickým opatřením. Střednědobá modelová prognóza již efekty měnově-politického opatření zahrnuje. Pokud by obě prognózy byly plně konzistentní, expertní prognóza by indikovala nižší inflační tlaky. Realita je však opačná a otázkou je, jaké jsou příčiny. Bez ohledu na ně by byla veřejná komunikace těchto prognóz velkým problémem

Odpověď SMS (Odpověď doplněna písemně): V obou prognózách je stejný referenční scénář, do čtvrtletního horizontu se čísla dost stýkají. Empirie ukazuje, že i ideově shodné modely vysvětlující budoucnost se v tomto budoucím horizontu liší třeba o půl bodu. Podle střednědobé prognózy pokles sazeb umožňuje stabilitu nominálního kurzu. V krátkodobé prognóze ale nepůsobí nepřímý kanál kurzu – přes reálné úrokové sazby – v tom je rozdíl.

Vrchní ředitel Frait: Dalším sporným bodem je to, že prognózy pracují především s poptávkovými efekty kurzového vývoje. Pokud ovšem bude kurzová bublina persistentní, tak se projeví i nabídkové efekty. Lze si představit, že takto silná koruna vyvolá strukturální změny – část kapacit zpracovatelského průmyslu zanikne a bude postupně nahrazena novými kapacitami, nejspíše s vyšší kapitálovou náročností výroby. To však může trvat poměrně dlouho a může se to projevit např. omezením ekonomické aktivity. Počítá expertní prognóza alespoň částečně s potenciálními nabídkovými efekty?

Odpověď SMS: Predikce předpokládala referenční scénář kurzu, který neznamenal takové vyhocení problému. S dramatickými, resp. skokovými posuny nabídky v důsledku úrovně kurzu predikce nepočítala především proto, že by k nim při dané (scénářové) úrovni kurzu mělo dojít. Scénářová stabilita kurzu v horizontu příštích 6 měsíců by naopak umožnila průběžnou adaptaci podniků. Pokud jde o permanentní změny nabídky v důsledku změn ekonomických podmínek (tedy i úrovně kurzu), tyto jsou imanentní součástí vývoje každé ekonomiky. V tomto ohledu predikce předpokládá postupnou změnu nabídky, nejvíce ovlivněnou přílivem PZI, a to v řádu 3 % růstu ročně.

Vrchní ředitelka Erbenová: Jaké jsou argumenty pro setrvačnost míry úspor, která podmiňuje predikci domácí poptávky?

Odpověď SMS: Empirie je nedostatečná k tomu, abychom měli silný názor, předpoklad setrvačnosti je pak nejmenší riziko – to ovšem není jen specifikem ČR.

Vrchní ředitelka Erbenová: Opravdu je fiskálním impulsem podmíněno 50 % růstu HDP? Jaká je setrvačnost promítání uvolněné fiskální pozice do impulsu pro HDP?

Odpověď SMS: Spolehlivější jsou data o finanční pozici než o fiskálním impulsu (tam chybí delší empirie). Setrvačnost vůbec není velká – většina fiskálního impulsu v důsledku změn fiskální pozice se realizuje v běžném roce, jen někdy jde o krátkodobé meziroční přesuny.

Vrchní ředitelka Erbenová: Ke zpracování prognózy platební bilance: proč se zde předpokládá zvýšení zahraničních privatizačních investic? Čím je podmíněná predikce pohybu finančních, portfoliových investic?

Odpověď SMS: Pokud jde o privatizační PZI, jde o čísla z vlády (MF) – lepší nejsou k dispozici, u neprivatizačních je tu po 2-3 roky poměrně stabilita. Určitý odliv portfoliových investic souvisí s předpokládaným vývojem úrokového diferenciálu a zahraničním oživením.

Vrchní ředitelka Erbenová: Návrh na snížení sazeb je jasný, ale jak rozumět poznámce, že intervence jsou vhodný druhotný nástroj – za jakých podmínek je měnová sekce doporučuje?

Odpověď SMS: Referenční scénář uvažuje s kurzem 31,25, z něj vycházející prognóza inflace implikuje potřebu uvolnění standardní cestou (sazbami). Pokud bublina stávajícího kurzu zůstane, pak teprve zvažovat intervence, ale modifikovat strategii (odkaz na přílohu 3).

Vrchní ředitel Racoča: Přímé zahraniční investice jsou ze značné části směřovány do služeb – to s problematikou kurzu nesouvisí, naopak do zpracovatelského průmyslu jde málo. Je toto důvodem, že se zpomaluje dynamika průmyslu a naopak stoupá vliv služeb jako zdroje růstu HDP? Jak potom případné snížení sazeb pocítí reálná ekonomika, zvláště když se dlouhodobé a střednědobé sazby nepohnou?

Odpověď SMS: PZI působí bezprostředně přes poptávkový kanál, až se zpožděním na růst nabídky, v prognóze v řádu 3 %. Růst přidané hodnoty ve zpracovatelském průmyslu je dle národních účtů značný (v b.c. +13 %), pokud se eviduje stagnace ve stálých cenách, znamená to, že by deflátor byl velmi vysoký, a to je vzhledem k vývoji dovozních cen nekredibilní. Asi lze čekat (jako i jindy) korekci statistických čísel.

Vrchní ředitel Racoča: Nehrozí nebezpečí odlivu krátkodobého kapitálu při navrhovaném snížení sazeb vedoucího k dalšímu snížení výnosových diferenciálů?

Odpověď SMS: Ani navržené uvolnění neznámá - také vzhledem k fázování úrokového skoku - tak těsné přiblížení k evropským sazbám nebo dokonce posun na nižší hodnoty.

Vrchní ředitel Racoča: Je reprezentativní představovat důsledky zpřísnění měnových podmínek na průměrném průmyslovém podniku, když průmysl produkuje jen asi třetinu HDP?

Odpověď SMS: Právě zpracovatelský průmysl je dominující pro export.

Vrchní ředitel Racoča: Neustupujeme od pojetí bubliny, jak bylo formulováno ve společném stanovisku členů bankovní rady před třemi týdny? Nepočítáme najednou s tím, že tu bude existovat dlouho, čili vlastně bublinou nebude? Toto je pro měnové rozhodování směrodatné.

Odpověď SMS: Prognóza předpokládá, že bublina splaskne na kurz dle referenčního scénáře - okolo 31,25. Bublina je odchýlením od vývoje daného fundamentálními veličinami, je to přechodný jev, ale to neznamená, že je bezpodmínečně také krátkodobý.

Vrchní ředitel Racoča: V situační zprávě se připomíná a kritizuje pozice analytiků, kteří jsou ovlivňováni vlastními firemními zájmy. Oni teď vysloveně snížení sazeb neočekávají. Měli bychom se zamyslet jakým způsobem komunikovat s analytiky tak, aby rozuměli našim analýzám.

Odpověď SMS: Měnová politika se nesmí příliš ohlížet na to, jestli se její opatření všeobecně čeká; pro účinnost jejího opatření (ve smyslu dopadu na dlouhé sazby) je ale ovlivnění očekávání o budoucí politice důležité. Už při 1. SZ byly zveřejněny prognózy, které zdůvodnily snížení sazeb, i po jejich snížení jsou prognózy víceméně stejné, a to by mělo rozhodnutí usnadnit.

Vrchní ředitel Štěpánek: Prognóza je postavena na předpokladu stability nominálního kurzu po poměrně dlouhé období a ne na trendu apreciacie. Je to oprávněný předpoklad?

Odpověď SMS: Z hlediska fundamentals je zřejmě „předapreciováno“ na delší dobu. Modelový přístup dlouhodobě ukazuje na další apreciaci (po r. 2003) čili na další riziko směrem dolů.

Viceguvernér Dědek: Bubliny existují, jsou vždy nebezpečné, centrální banky musí dbát na stabilitu makroekonomického rámce. Jak do této logiky zapadá navržené snížení? Nemůže výrazné snížení vyvolat odliv kapitálu do zahraničí, jestliže banky mají velkou volnou likviditu?

Odpověď SMS+ SBO: Došlo k prodloužení devizových pozic, banky nemohou najednou vyzvednout své prostředky, těžko předpokládat masivní spekulaci i s ohledem na limity, které stanoví bankovní dohled. Koruny by stejně zůstaly v ČR. Spíše jde o vliv na nové vklady, ale i tam by změnu mohl přivodit jen velký skok sazeb (a to nebylo ani v minulosti).

Viceguvernér Niedermayer: Jde mu o potvrzení názoru, že směrodatná pro komunikaci je krátkodobá prognóza (označovaná jako prognóza odboru 413).

Odpověď SMS: SMS potvrzuje; zatím nejsme v situaci, kdy bychom si mohli dovolit veřejně prezentovat nepodmíněnou střednědobou prognózu.

Viceguvernér Niedermayer: Nelze z prohlášení SMS o referenčním scénáři dedukovat, že se vlastně jedná o kurzový cíl?

Odpověď SMS: Referenční scénář je založen na predikci vývoje platební bilance, v žádném případě neznamená kurzový cíl, ale predikci.

Vrchní ředitel Frait: Vzhledem k odlišné metodologii a využití je nelogické vtěsnávat obě prognózy do jednoho grafu.

Guvernér Tůma: Pro prezentaci prognózy (jak bylo požadováno už minule) chybí nějaká souhrnná tabulka základních údajů – připravit na odpolední tiskovou besedu a používat také v příštích SZ.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Poradci se shodli na podpoře návrhu opatření, které předložila měnová sekce. Z dopolední diskuze lze shrnout důvody, které vedou k jeho podpoře a ty, které vyznívají negativně. Pro snížení mluví především prognóza - indexy inflace se snižují, HDP zpomaluje. K tomu přistupuje prokazatelné zpřísnění měnových podmínek. Proti snížení sazeb může hovořit časový nesoulad: působení úrokových sazeb má delší zpoždění, kurz může depreciovat také až později, čili mohlo by v budoucnosti dojít k nežádoucímu souběhu uvolňujících faktorů. Substituce kurzu sazbami je nedokonalá. Je ještě možno připomenout jiný pohled na reálné sazby přes index cen průmyslových výrobců.

Viceguvernér Dědek: Problém je, jak zasadit navrhované razantní snížení sazeb do kontextu režimu cílování inflace, do souladu s předloženou prognózou. V horizontu nejúčinnější transmise se inflační prognóza prakticky nemění, směřuje do koridoru a toto tak silný zásah měnové politiky neodůvodňuje. Je otázka, zda nevyužití prostoru pro snížení cen dovozci (tzv. rigidita směrem dolů) nenaznačuje, že měnové podmínky jsou uvolněné. Pokud jde o diskutovaný přetrvávající pesimismus ve světě, spíše jde o konkrétní riziko spojené s cenami ropy než o obavy o celkový hospodářský růst. Dalším protiargumentem je, že svým rozhodnutím vlastně sdělujeme veřejnosti, že se nevyplatí spořit – je to rozumná politika v období hospodářského růstu? Měli bychom se už výhledově dostat na přiměřené depozitní sazby. Na druhé straně centrální banka musí hlídat makroekonomickou stabilitu, kterou vážně ohrožuje současná kurzová bublina, která negativně působí na export. Také přímé zahraniční investice vzhledem k charakteru ekonomiky přijdou jen tehdy, když bude naděje realizovat export. Celkově – opatření lze mnohem lépe pochopit jako prevenci důsledků spojených se vzniklou bublinou, tedy zpřísnění měnových podmínek, ale obtížně už jako opatření, které je plně konzistentní s naším režimem cílování inflace.

Ministr Rusnok: Je nestandardní situace, a proto jsou ospravedlitelná i nestandardní doporučení, přesto že přinášejí více rizik. Je pravda, že dlouhodobé vybočení kurzu by mělo skutečně fatální následky. Doporučení měnové sekce podporuje.

Viceguvernér Niedermayer: I když vybočení kurzu je vysloveně negativní záležitostí, nelze zapomínat, že jinak je až dosud hospodářský vývoj příznivý – na poměry ve světě tu existuje slušný růst, nízká inflace, únosné deficity běžného účtu. V krátkodobé predikci se však obtížně hledá důkaz o nepříznivém vlivu kurzu, dokonce ani nejsou v platební bilanci. Ve střednědobé prognóze důsledek vývoje kurzu „odtláčuje“ ekonomiku od potenciálu. Finanční trhy na objektivní tendenci k posilování kurzu reagují s předstihem, což je z hlediska jejich zájmů logické, my tomu můžeme těžko zabránit, účinnou strategii v takové situaci nemáme.

Vrchní ředitel Radocha: Zatím jsme viděli ve střednědobém horizontu spíše rizika směrem vzhůru, nyní obráceně – co se natolik změnilo? Je to jenom bublina? Problém pro komunikaci je v tom, že čísla nadále vyhlížejí optimisticky, ale náš pohled je najednou jiný. Intuitivně se zdá, že dopad na podniky bude slabší, než měnová sekce prezentovala. Je také důležité, že trh nadále pokládá nastavení sazeb za adekvátní. V případě přijetí návrhu měnové sekce musíme umět komunikovat, že jde o omezení nežádoucí volatility a nikoli o zásah ve prospěch jediného sektoru (vývozci).

Vrchní ředitel Štěpánek: Výhled ve vnějším prostředí s výjimkou USA příliš pozitivní není. Evropa asi letos ještě víc zpomalí proti roku 2001, přitom i její potenciální růst je nižší. Přes vysvětlování lze pochybovat o robustnosti předpokladu, že kurz bude mít tak dramatické důsledky pro podniky. To i z důvodu, že prognóza se tolik neliší od minulé. Silnější je argument přes momentální IMC, jež se mají dále zpřísnit vlivem poklesu inflačních čísel. Situace vybízí k reagování, ale otázkou je, zda již dnes, anebo vzhledem k dočasnosti bubliny nevyčkat na příští údaje.

Vrchní ředitel Frait: Doporučení sekce měnové a statistiky snížit základní sazby o půl procentního bodu je v průběhu naší diskuse podporováno dvěma skupinami argumentů. První se týkají měnového kurzu, konkrétně reakci na kurzovou bublinu. Tyto argumenty jsou do značné míry relevantní. Druhá skupina argumentů vychází z výsledků inflační prognózy. Pokud dojde k budoucímu poklesu inflace v souladu s prognózou, vzrostou automaticky reálné úrokové sazby a zpřísní se měnové podmínky. Snížení repo sazby je v tomto smyslu logické a neznámá poptávkový impuls, je neutrálním opatřením sledujícím zachování určité úrovně měnových podmínek. Otázkou zůstává razance opatření. Za běžných podmínek by to byl pokles o 25 bodů, nicméně za stávající nestandardní situace je 50 bodů akceptovatelným návrhem. Dále je nutno opět upozornit na určitou nekonzistentnost expertní a modelové prognózy. Vůči veřejnosti je expertní prognóza komunikována jako podmíněná, konkrétně podmíněná určitou úrovní měnověpolitických sazeb. Ve skutečnosti ovšem expertní prognóza zřejmě obsahuje řadu nemonetárních kanálů, které ji činí do značné míry nepodmíněnou. I proto je rozdíl obou prognóz v horizontu 6 čtvrtletí překvapivý. Řešení bude předmětem budoucí diskuse, výsledky těchto prognóz nicméně dále posilují argumenty ve prospěch určité integrace prognostických přístupů.
Odpoověď SMS: Příkladem je vliv fiskálu, který přebíráme z MF, ale tato instituce má ve svých prognózách zahrnut vliv nějaké očekávané měnové politiky. Čili hovořit o „čisté“ podmíněnosti nebo nepodmíněnosti nejde.

Vrchní ředitel Frait: Zvláště by bylo obtížné vysvětlovat naše vnímání podmíněnosti prognózy veřejnosti.

Viceguvernér Dědek: Podmíněnost je třeba posuzovat z hlediska rozhodování bankovní rady. Od jejích rozhodnutí podmíněná prognóza abstrahuje, ale neabstrahuje od vlivů, které jsou generovány ekonomikou.

Vrchní ředitelka Erbenová: Neměli bychom být lhostejní k signálům podstřelení cíle při zpomalení růstu, i když v prognóze nejsou tak zřetelné. V těchto signálech se krátkodobá a střednědobá prognóza tolik neliší. Je zřejmé, že fiskální stimulace je významná a přesto se ekonomika pohybuje pod svým potenciálem. Je pravda, že nedohlédneme na všechny důsledky měnového opatření, ale to neznámá čekat na dobu, až bude vše jasné. Existenci bubliny nelze spojovat automaticky s tím, že bude existovat jen velmi krátkou dobu, signály o možnosti jejího rychlého splasknutí tu nejsou. Postoj k výkyvům kurzu se zdá asymetrický: pokud by ve stejném řádu deprecioval, asi bychom s rychlou reakcí neváhali. Asymetrie mohla být jedním z důvodů podstřelování cílů v minulosti. Ve vyjádření poradce p. Hlédika je ilustrováno, že i varianta počítající s rychlým návratem kurzu k referenčnímu scénáři odůvodňuje snížení sazeb. Hlavní důvod změny sazeb je v měnových podmínkách, prognóza inflace ho podporuje. Navíc obsahuje

situační zpráva i řadu dílčích kvalitativních úvah o vlivu kurzu ve formě rizik prognózy směrem dolů. Pro provádění intervencí nejsou žádné silné argumenty.

Guvernér Tůma: Přes různost přístupů se rýsuje možnost dosažení konsensu. Pokud jde o strategii, jistota o dalším apreciačním pohybu tu není, a to zřejmě už vnímají i trhy. Rozpor případného snížení sazeb s logikou cílování inflace žádný podstatný není. Navržené snížení totiž nedostane inflaci nad pásmo; jestliže inflační rizika nejsou, jsme povinováni jednat tak, aby to bylo pro ekonomiku přínosem. Argumenty, které zde byly vyslovovány proti snížení, spadají víceméně do kategorie rizik – a ta jsou vyvažována riziky v opačném směru.

Viceguvernér Dědek: Odlišnost názorů spatřuje v harmonii či disharmonii s cílováním inflace. Trhy naše rozhodnutí o snížení nečekají, což znamená, že buď nerozumějí režimu cílování inflace, a nebo mu rozumějí a tudíž snížení sazeb nepovažují za adekvátní reakci měnové politiky. Ještě je třeba zmínit, že jdeme „proti proudu“ rozhodování centrálních bank, kde etapa snižování definitivně skončila a situace se začíná vyvíjet opačným směrem. To jenom podporuje již vyslovený názor, že návrh měnově politického opatření má logiku z hlediska vyhodnocení rizik příliš silného kurzu. Pokud jde o údajnou asymetričnost našeho jednání při přestřelování nebo podstřelování cíle – je třeba zohledňovat v dané situaci všechny podmínky. Kdyby tu například existoval robustní a trvalý růst, důsledky případného podstřelování by nebylo třeba řešit.

Vrchní ředitel Racoča: Než bude přikročeno k hlasování, bylo by dobré shodnout se na úkolu pro příští situační zprávu: analyzovat dopad přímých zahraničních investic do reálné ekonomiky, resp. aktualizovat analýzy, které už byly provedeny (sekce měnová a statistiky, samostatný odbor výzkumu).

Guvernér Tůma: Ještě se v diskusi objevil požadavek na informaci o postupech prognózování vývoje platební bilance.

III. Úkoly

- Analyzovat, resp. aktualizovat předchozí analýzy o vlivu přímých zahraničních investic na nabídkovou stranu české ekonomiky.
- V příloze příští situační zprávy seznámit bankovní radu s postupem sestavování prognóz platební bilance.
- V úvodní části situačních zpráv pravidelně uvádět přehlednou tabulku základních veličin prognózy ČNB (při její změně i srovnání s dřívější prognózou).

IV. Závěrečné hlasování

Guvernér Tůma	Hlasuje pro snížení sazeb o 0,5 procentního bodu.
Viceguvernér Dědek	Hlasuje pro snížení sazeb o 0,5 procentního bodu.
Viceguvernér Niedermayer	Hlasuje pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu.
Vrchní ředitelka Erbenová	Hlasuje pro snížení sazeb o 0,5 procentního bodu.
Vrchní ředitel Frait	Hlasuje pro snížení sazeb o 0,5 procentního bodu.
Vrchní ředitel Racoča	Hlasuje pro ponechání sazeb.
Vrchní ředitel Štěpánek	Hlasuje pro ponechání sazeb.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů s účinností od 26. dubna 2002 snížit úrokové sazby ČNB o 0,5 procentního bodu, tj. limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na 3,75 %, diskontní sazbu na 2,75 % a lombardní sazbu na 4,75 %. Čtyři členové bankovní rady hlasovali pro tento návrh, jeden hlasoval pro snížení o 0,25 procentního bodu a dva členové bankovní rady pro ponechání úrokových sazeb na současné úrovni.

Zapsal: Ing. P. Krejčí, poradce