

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. 9. 2002

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér L. Niedermayer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel P. Racoča, vrchní ředitel P. Štěpánek

I. Diskuse navazující na prezentaci 9. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Dotaz na reakční funkci zabudovanou v modelu prognózy: Ve 3. čtvrtletí byla 3% reposazba odpovídající, proč ale ve 4. kvartálu, kdy vnější dezinflační šok odeznívá, se doporučuje další snížení? Kdyby se měl naplnit náš předpoklad o míře deficitu veřejných financí, pak by ve zbývajícím části roku měl přijít nereálně silný fiskální impuls – každý měsíc v intenzitě 1 % z HDP. Současný deficit je totiž dosud na úrovni loňského (3-3,5 %). Je takový předpoklad zhoršení veřejných financí věrohodný?

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): V červencové prognóze fundamentální vývoj ekonomiky opravňoval ještě k většímu snížení sazeb. Interpretace tak velkého kroku je obtížná (potřeba získat další potvrzující údaje), proto bylo doporučeno rozfázování. Nyní je období, kdy lze tento proces dokončit. Prognózu nelze interpretovat mechanicky, zvláště v oblasti úprav úrokových sazeb, kde rozhodnutí o termínování a případném rozfázování je vždy arbitrární. V nejbližších dnech přijde z MF materiál obsahující očekávanou skutečnost 2002 a první návrh státního rozpočtu na rok 2003. Naše stanovisko k těmto vládním materiálům poskytneme členům bankovní rady. Dosavadní prognózy mohou být na základě těchto materiálů podstatně zrealněny.

Vrchní ředitelka Erbenová: Jaká je role implikovaných úrokových sazeb v prognóze pro formulování měnově politického doporučení, zejména pro jeho časování? Co by mělo být podle SMS cílem devizových intervencí s ohledem na existenci vcelku stabilního kurzu v posledních měsících?

Odpověď SMS: (první část otázky viz výše). Další postup v oblasti devizových intervencí odvisí od rozhodnutí zda snížit nebo nesnížit sazby. Doporučení měnové sekce je snížení sazeb, zhodnotit jeho důsledky a teprve následně diskutovat další postup v intervencích (pondělní výbor).

Vrchní ředitel Racoča: Jaké je možné očekávat zpoždění při promítnutí zvýšených cen ropy do cen výrobců (i např. v Německu, když tamější inflace je pro nás směrodatná)? Jaký mohou mít vliv povodně na úrodu a na ceny zemědělských a potravinářských výrobků? Jaké jsou důvody, že se rozchází naše predikce CPI s predikcí analytiků? Na grafu inflačních rizik se index průmyslové produkce nachází v dezinflační oblasti, což neodpovídá červencovým výsledkům. Na čem je založen zájem o vládní dluhopisy, kolik drží nerezidenti, nepřispívá to k posilování kurzu?

Odpověď SMS: Dopady cen ropy do inflace jsou poměrně rychlé, i když v podmínkách pomalého růstu v Německu a do jisté míry i u nás, mohou být mírnější a více zpožděné. Zatím se nejeví, že by povodně měly mít nějaký zásadní dopad do cen zemědělských výrobců a cen potravin – to platí i pro celý středoevropský region. Rozdílný výhled některých analytiků na vývoj CPI může být dán i tím, že ČNB už započítává snížení cen plyn, jinak i náš výhled ukazuje na růst. Graf inflačních rizik bude nutno nadále vyhodnocovat a zvažovat další úpravy ve směru zvýšení věrohodnosti. Podíl zahraniční částky veřejného dluhu je asi 5 %, tj. 25 mld. Kč. Mohou v tom být i dluhopisy ČEB, které mohou být drženy i nerezidenty. Nárůst vládních dluhopisů není nijak dramatický.

Nizký podíl nerezidentů na veřejném dluhu byl i argumentem pro naše doporučení, proč nevypisovat půjčky v zahraničí. Kdyby nerezidenti kupovali víc i domácí dluhopisy, tak by tento argument částečně ztrácel svou validitu – nežádoucí vliv na kurz a rezervy by však přesto zůstal menší než u emisí v zahraničí.

Vrchní ředitel Frait: Graf na str. 46 simuluje jen jeden faktor ovlivňující inflaci, tj. vliv uvažovaných změn regulovaných cen a nepřímých daní. Možná by se dalo takových simulací provést více, např. zajímavá by bylo porovnání předpokladů 7. SZ se současným pohledem v logice Philipsovy křivky. Údajně náš export není tolik závislý na dovozu ze světa do EU, ale spíše opačně - na exportu ze států EU do světa (jsme subdodavateli evropských firem) – může být tato hypotéza oprávněná? Pak by totiž naše vyhlídky mohly být ještě horší.

Odpověď SMS: Účelem grafu bylo simulovat pouze důsledky možných změn daní a regulovaných cen, nepřímé dopady zde byly započteny dle minulých zkušeností. Hypotéza o relevanci evropského (německého) exportu a našeho růstu vývozu je velmi pravděpodobná, ale těžko získáme kvalifikovanou predikci o německém vývozu, která by se dala použít.

Vrchní ředitel Štěpánek: Proč se doporučuje snížení sazeb o 1/4 bodu, když s prognózou má být konzistentní snížení o půl procentního bodu, a to pro 4. čtvrtletí, které vlastně už začíná? Přitom vývoj je dosud v souladu s prognózou a bilance rizik je vyrovnaná. Navrhne se příště dalších 1/4 bodu? Jak robustní máme předpoklady o vývoji za horizontem jednoho až jeden a půl roku? Dle grafů inflace vždy platí, že čím delší období, tím víc se blížíme středu intervalu.

Odpověď SMS: Pokud příští makroekonomická predikce zdokumentuje naplňování našich prognóz, objeví se opět nějaké doporučení na snížení sazeb. Současný návrh na nižší než implikované snížení je spíše motivován taktikou provádění měnové politiky, představou o vyhlazování důsledků přijatých rozhodnutí. Razantnost doporučovaného rozhodnutí závisí mj. na změnách charakteru nejistot o dalším vývoji. 10. situační zpráva možná poskytne více důvodů pro agresivnější rozhodnutí. Pokud jde o delší výhled – prezentované analýzy prokazují, že horizont 4-6 kvartálů odpovídá období nejučinnější transmise. Modelový predikční aparát je konstruován tak, že po uplynutí tohoto období – po odeznění šoků - vrací inflaci automaticky (změnami sazeb) k cíli. O další existenci šoků nemáme většinou žádnou informaci.

Viceguvernér Niedermayer: Důvody pro rozfázování změn sazeb znějí sice logicky, ale může se stát, že razantní dokončení celého procesu případně do období, kdy příčiny pro snížení zmizí a začne docházet k obratu.

Guvernér Tůma: Jakou váhu má v modelové prognóze vývoj peněžní zásoby, je konzistentní rychlé zpomalování její dynamiky? V situační zprávě se uvádějí výrazné propady příjmů z turistiky, které jsou na úrovni až 1-2 % kvartálního HDP. Bude tedy o tolik nižší příští prognóza HDP? Co by přinesla změna dnešního denního režimu aukcí, kdybychom je pořádali méně často?

Odpověď SMS: Vývoj peněžní zásoby je vnímán nikoli jako předstihový indikátor (jako např. v ECB), ale jako ilustrace toho co se děje v ekonomice. Proto má v prognózách až druhořadý význam. Pokud by propad turistiky byl mechanicky započítán do predikce HDP za III. a IV. čtvrtletí, šlo by opravdu o výrazné zpomalení, ale budou tu působit i jiné, protisměrné popovodňové faktory.

Odpověď sekce bankovních obchodů: Změna frekvence aukcí je pouze technická. Nebude mít žádný vliv na vývoj úrokových sazeb s eventuální výjimkou over-nightu (jeho větší fluktuace také nemá význam) a z technického hlediska se změní vypořádací cykly. Toto souvisí s dokončováním nového systému krátkodobých dluhopisů, jehož zavedení je vhodnou příležitostí pro změnu frekvence aukcí.

Vrchní ředitel Racoča: Doporučuje zkrátit „malé“ situační zprávy, a to redukcí údajů, které nejsou pro rozhodování relevantní (nezaměstnanost v Kanadě ...).

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Dosavadní diskuse ukazovala, že argumenty pro a proti snížení sazeb jsou vcelku vyvážené. Všechny argumenty však nemají stejnou váhu a mohou být zvažovány i v souvislosti s intervencemi. Např. jeden z argumentů byl přetrvávající sentiment k apreciaci – to je spíše důvod pro snížení sazeb než pro intervence. Naše rozhodování je tedy podmíněné představou, jak chceme kombinovat nástroje, které jsou k dispozici. Dnešním úkolem je také rozhodnout o tom, jak dále postupovat v oblasti devizových intervencí, obtížně půjde od sebe v diskusi obě oblasti měnověpolitického rozhodování oddělit. Variant je více – např. být flexibilnější v pohybu se sazbami a opatrnější u intervencí nebo naopak.

Viceguvernér Niedermayer: Prvním dojmem sice byla adekvátnost snížení sazeb, ale podrobnější pohled tento dojem narušuje. Realita je, že sazby jsou poměrně nízké, kurz se vyvíjí lépe než jsme čekali, fatální nejistotou je především chování státu. Devizový trh je v rovnováze, snižováním sazeb na něm nic neovlivníme. Přitom poslední informace z reálné ekonomiky nevyzněly špatně.

Vrchní ředitel Racoča: Podle situační zprávy je snížení sazeb konzistentní s prognózou a rizika jsou víceméně vyrovnaná. Ale pohled na rozložení rizik napovídá, že může být více proinflační než se prezentuje. Dokonce lze nabýt dojmu, že příští prognóza ukáže zrychlení růstu cen. Důvodem je cena ropy, dobrý růst průmyslové výroby, stabilita kurzu, možný dopad povodní na růst poptávky. Za měsíc bude určitě lepší komfort podkladů pro rozhodování. Ovlivnění kurzu změnou sazeb o 0,25 v současné době může být jen minimální.

Vrchní ředitel Štěpánek: Rozhodování je skutečně mimořádně složité v situaci, kdy jednotlivé informace jdou proti sobě. Řádové snížení sazeb, ke kterému došlo v červenci, se ještě nemohlo projevit, současný pokles ekonomického růstu s ním nesouvisí. Silným faktorem je stále odsouvání zahraničního oživení a jeho pozitivního vlivu na naši poptávku. I když lze argumentovat, že v ekonomice, která zpomaluje, je žádoucí fiskální impuls, nemáme zatím spolehlivou představu o jeho podobě a intenzitě. Pozice státu se komplikuje, kooperace fiskální politiky bude proto o mnoho slabší než bychom si představovali. Nicméně uvedené důvody pro vyčkávací taktiku se střetávají s faktem, že dlouhodobě se inflace pohybuje pod koridorem. Vzhledem k mechanismu prognóz příští graf vývoj inflace jen posune tak, že se ke středu cíle vrátíme později, ale nic se nezmění na dlouhodobém pohybu inflace pod koridorem. Lze si pak dovolit nereagovat?

Viceguvernér Niedermayer: Vazbu mezi fiskálem a inflací zatím nemůžeme najít – není to proto, že fiskál začal být skutečně expanzivní až nyní (např. přes mimorozpočtové fondy)? Měli bychom zadat vypracování analýzy na toto téma

Vrchní ředitel Frait: Makroekonomicky generované inflační tlaky neexistují, naopak existují zřejmé signály recese z podnikové sféry. V současnosti převládá představa, že měnové podmínky se uvolňují jak poklesem sazeb tak růstem inflačních očekávání, nicméně z hlediska podniků není toto relevantní. Neznamená to růst cen produkce firem, ale naopak potenciální tlaky na růst mzdových nákladů, jestliže inflační očekávání je dáno zvýšením DPH. Navíc během roku vliv zvýšení nepřímých daní na inflaci vyprchá a poté se inflace vrátí k fundamentálnímu trendu. SMS píše o poptávkové inflaci, přesněji je to inflace související s hospodářským cyklem. Ta je pro rozhodování určující, převažují zde tlaky směrem dolů. Pokud by fiskální expanze skutečně už probíhala a přinášela cenové tlaky, je stále dost času na adekvátní reakci.

Vrchní ředitelka Erbenová: Dilema rozhodování může spočívat i v tom, že dezinflační tlaky lze uspokojivě konkretizovat a kvantifikovat, kdežto vedle toho existují obrovské nejistoty, které mají proinflační směr a o nichž není zřejmé zda, kdy a jak silně se materializují (ropa, válka v Zálivu, fiskál). V takové situaci je přirozený sklon vyčkávat na dobu, kdy se dají lépe poznat. Dnes je otázkou, jestli bychom případným snížením sazeb urychlili návrat do cíleného koridoru. Dominující pro cenový vývoj je kurz; jeho ovlivnění sazbami by v současných podmínkách bylo minimální. Proto se jako účinnější jeví diskuse o intervencích, které spíše oslovují bezprostřední příčinu poklesu inflace (kurz) než o sazbách, jejichž pohyb je v poslední době spíše už následkem inflačního vývoje.

Guvernér Tůma: Proti trendu kurzu nelze bojovat intervencemi – ty nikdy nemohou být takové, aby odstranily příčinu nežádoucího trendu. Naopak změny sazeb mohou ovlivnit fundamentální základ toho vývoje. Vyčkávat na to, jak se budou realizovat rizika, může trvat i velmi dlouho. Jsou to vesměs typy rizik, které nelze brát v úvahu pro měnové rozhodování, nelze jim přisoudit váhu. Právě proinflační rizika jsou tohoto typu, kdežto dezinflační souvisejí víc s cyklem doma a v zahraničí. U fiskálu je možné se obávat, že jasněji nebude asi ani za měsíc – návrh rozpočtu mnoho nového nemusí přinést. Z hlediska měnového rozhodování jsme schopni ošetřit spíše rizika související s vývojem tuzemské ekonomiky, u kurzu lze v nejlepším případě očekávat stabilitu. Na příští rok prognózuje výraznější oživení, ale obtížně se hledají jeho reálné stimuly. Úrokové sazby jsou nástrojem, který centrální banka lépe ovládá než intervence a je to nástroj, který může být i relativně flexibilní. Intervence mohly dobře zafungovat např. v období 1-2 týdnů, ale dlouhodobě je to sporné. Za letošní rok se nakoupilo za miliardu korun eura, ale s úrovní kurzu jsme vlastně tam, kde jsme byli na počátku roku. Čili je diskutabilní prokazovat, že intervence něčemu zásadněji pomohly. Naproti tomu významné snížení sazeb se mohlo dobře odrazit jak v makroekonomice, tak i v kurzu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Provedené velké snížení sazeb skutečně svou pozitivní roli sehrálo, ale je otázka, zda lze dnes čekat od pohybu o čtvrt bodu nějaké přiblížení k potenciálu a k lepší úrovni kurzu. Vliv na kurz byl spíše dán souběhem snižování sazeb s intervencemi a komunikací dohody s vládou. Nejistoty, které neumíme uchopit, se především týkají fiskálu. Přece jen lze očekávat, že budeme mít poměrně brzo lepší informovanost o přístupu vlády v návrhu rozpočtu a rozhodnutí o nepřímých daní, a to není dlouhodobá záležitost.

Vrchní ředitel Racoča: Jakkoli se pohybujeme delší dobu pod koridorem, je potřeba vidět, že data ukazují na bod obratu ve vývoji inflace. Platí to o všech cenových indexech, všechny směřují jedním směrem – vzhůru. Je diskutabilní, zda v takovém zlomovém bodě vývoj ještě podpořit měnovým impulsem. Hlavní nástroj, tj. úrokové sazby slouží k něčemu jinému než k ovlivňování kurzu. Intervence jistě nemohou být permanentní a dlouhodobě nemůžeme být přítomni na trhu. Variant dnešního rozhodnutí je víc - snížit sazby i intervenovat, nedělat nic nebo použít jen jeden nástroj. V souladu s dosavadními diskusemi je stažení se z trhu. Zadání sekci bankovních obchodů nemůže být mlhavé („trochu brzděte“) – případný návrat na trh lze doporučit jen za předpokladu jasné shody na tom, čeho tím chceme dosáhnout.

Viceguvernér Niedermayer: K nějakému zvyšování daní dojde, bude tu prostor pro zvyšování cen, který prognóza ještě neobsahuje. Důchodový efekt růstu daní by při vývoji dle prognózy nebyl velký, jen se tedy křivka inflace posune mírně nahoru, trochu blíže k cíli. Rozhodování je stále pod tlakem vývoje kurzu. Nelze ale reagovat automaticky: vždy když kurz nežádoucím způsobem posílí, hned jako pomstu snížit sazby, vyvolat inflaci, která kurz zkrotí. To je nebezpečná taktika; až inflace přijde, investoři se bez problémů stáhnou a ČNB nebude schopna inflaci rychle zredukovat. Problém rozhodnutí o kurzu je v tom, zda jsme schopni se shodnout na kredibilním schématu, vycházejícím například z makroekonomického posouzení přiměřeného tempa zhodnocování. Toto by alespoň bylo srozumitelné, na rozdíl od ad hoc rozhodování. Kdyby došlo k opačnému pohybu kurzu, není problém rezervy zase prodat.

Guvernér Tůma: Není vůbec jisté, že by úroveň kurzu byla bez intervencí zásadněji někde jinde. Sice konstatujeme, že nám kurz připadá jako nadhodnocený, ale v zásadě nejsme schopni říci, kde žádoucí úroveň je. S apreciačním šokem jsme na tom nyní dost podobně jako některé okolní země. Ambice by neměly být srážet intervencemi kurz na nějakou úroveň; i při úvaze o přiměřeném tempu zhodnocování se pak nelze vyhnout problému, zda vzhledem k letošnímu skoku o 15 % není „naapreciováno“ dopředu, a že tedy vhodnější je stabilita než další průměrné zhodnocování. V listopadu se meziroční změna kurzu podstatně zredukuje. Vadí, že naše intervenční kroky necháme interpretovat jako snahu o obranu či dosažení nějaké úrovně, ale sami sobě jejich účel nedokážeme řádně zdůvodnit. Dostali jsme se do situace, kdy jsme často na trhu, na druhé straně jsme řekli, že sazby budeme používat aktivněji. Pro jejich změny máme pravidla, umíme s nimi lépe pracovat, proto větší aktivita by zde nevadila.

Vrchní ředitel Frait: Pokud jde o intervence: stále můžeme pracovat se strategií a komunikací v tom smyslu, že intervence jsou nástrojem vyhlazení výrazné volatility. Sekci bankovních obchodů je tedy možné zadat mandát k asymetrickému chápání této volatility a možnost zasáhnout při rychlém apreciačním tempu. Cílení inflace je za normálních okolností především komunikační strategie a rozhodování musí brát v úvahu velkou množinu faktorů. Bohužel jsme se od 7.SZ dostali do nenormální situace, když se objevila řada jevů, které prognózu relativizují a zároveň tam vstoupila řada prvků, které se dají považovat za výjimky. Proto nelze reagovat mechanicky.

Guvernér Tůma: K pravidlu pro intervence – co by mělo být onou dostatečně rychlou apreciací, aby obchody měly právo zasáhnout? Vždyť záleží i na mnoha jiných faktorech, jako je likvidita na trhu, šok nějaké mimořádné platby, silný sentiment, proti kterému by v daném okamžiku bylo

těžké bojovat atd. Proto případný mandát může být jen velmi omezený a diskreční. I nedávno zavedené pravidlo není o tom, kdy bankovní obchody mají jednat, ale že bankovní rada se má za určité situace sejít, situaci zhodnotit a rozhodnout. Pravděpodobně se ani nyní na nějakém více specifikovaném mandátu neshodneme.

Vrchní ředitelka Erbenová: Nedoporučuje pokračovat v červencové strategii intervencí, nezávisle na tom, zda ji vnímat jako úspěšnou či neúspěšnou. Nastal čas diskutovat nějaký střednědobý rámec pro naši přítomnost na devizovém trhu, dokončit předchozí diskuse a zkusit naformulovat aspoň stanovisko k tomu, zda jsme připraveni být na trhu častěji nebo opačně. To je přednější, než např. diskutovat pravidla asymetrického omezování volatility. Teprve poté je možné dohodnout režim setkávání se bankovní rady a mechanismus jejího rozhodování.

Vrchní ředitel Frait: Nešlo o numerické, ale spíš o verbální pravidlo pro intervence, které by bylo lepší než dosavadní situace. Náročné je však správně pochopit a interpretovat takové verbální pravidlo při vlastní realizaci.

Vrchní ředitel Štěpánek: Zdá se být konsensus v tom, že bychom v nějaké formě intervenční politiky mohli pokračovat. Implicitně, nevysloveně, však přitom diskutujeme také o představě, kde by kurz měl být. Asi se teď obecně vnímá 30 Kč jako hranice akceptovatelná pro ČNB i trh a ani prognóza není od této hranice daleko. Čili opravdu jedním z východisek rozhodování může být snaha o udržení takto vymezené úrovně, i když zřejmě asymetricky. Ve skutečnosti tomu tak v minulých týdnech také bylo, i když jsme to explicitně neřekli.

Viceguvernér Niedermayer: Diskuse je buď o volatilitě nebo úrovni – volatilita je druhořadá, není-li rázu, že by mohla vést ke kurzové krizi. Pokud je ekonomika dlouhodobě pod potenciálem, a úroky již nelze nebo nepovažujeme za vhodné reagovat, je to kurzový problém. Jde pak o to, jestli přínos přiblížení se ekonomiky potenciálu bude vyvážen náklady, které na to vynaložíme. Výsledkem analýzy tohoto problému může být, že posilování kurzu urychluje restrukturalizaci a přibližuje EU, takže bojovat proti apreciaci nestojí zato. Někaké zafixování kurzu např. okolo 30 Kč není ekonomicky zdůvodněné, česká ekonomika by měla mít sílu ustát nějakou další apreciaci.

Vrchní ředitel Racoča: Shoda na pokračování intervencí zde nepanuje – něco jiného je shoda na tom, že máme mít nějakou intervenční politiku - a asi není shoda také na 30 korunách za euro. Někaké pravidlo sice potřebujeme, ale zřejmě nejsme schopni vymyslet obecné vymezení důvodů pro reakci ČNB na vývoj trhu. Spíš by mělo být v tom, že dojde-li k situaci, kterou kdokoli z členů BR nebo příslušná sekce zhodnotí jako důvod k jednání a zásahu, předloží svůj návrh ad hoc. Hájení nějaké hranice by bylo zbytečně drahé, trh by brzo naše pravidlo odhalil a z tohoto poznatku těžil.

Guvernér Tůma: Není ani jisté, zda máme konsensus o tom, že musíme mít intervenční politiku. Sice se to hezky řekne, ale v okamžiku, kdy chceme formulovat rozumné pravidlo, to vlastně zpochybníme. Na trhu bychom neměli příliš být, stávají se z nás pak hráči, kteří politiku ČNB posouvají někam jinam – jako by k cílování kurzu. Zavést pravidlo pro posouzení rizika fluktuací je také sporné, když nám spíš vadí dlouhodobý než jednodenní výkyv. Konsensus může být pouze v tom, že ve střednědobém období bychom měli mít kurz, který bude víceméně odpovídat

fundamentálnímu vývoji. Kdybychom dnes měli kurz třeba na 33 Kč, asi by úrokové sazby byly jinde. Mohli bychom se shodovat alespoň na tom, že občasná přítomnost na trhu je dobrá, a pro ni se bankovním obchodům stanoví nějaký mandát. Ale musí být spojen s poměrně frekventovaným vyhodnocováním vývoje bankovní radou, aby nedošlo k posunu na nějakou nežádoucí trajektorii. Jsme v situaci, kdy se úplně vystoupit z trhu nedá. Mandát nesmí být moc volný co do objemů, ale interpretovatelný v obecném smyslu, že chceme, aby se koruna moc rychle neposilovala. Občas tedy vstoupíme na trh a budeme udržovat nejistotu u jeho účastníků. Momentálně sice můžeme mluvit o 30 korunách, ale ne symetricky. Pokud by se vývoj kurzu výrazněji obrátil, pak nás dotlačí spíše k tomu, abychom reagovali sazbami, i když prodeje deviz jsou lákavé. Celkový dojem: dohoda na strategii není možná, jediné v případě, že bychom přešli k cílování kurzu.

Viceguvernér Niedermayer: Je cílem vnášet na devizové trhy nejistoty nebo naopak? Dnes je legitimní říci, že pohyb kurzu pod 30 Kč vadí (určitá jistota pro trhy), i když udržování hranice nebude automatické. K intervenci se uchýlovat co nejpozději, dokud by náklad návratu kurzu nebyl excesivní. Vracet eura na trh by bylo efektivní jen v případě velmi slabého kurzu, jinak bychom vytvořili příliš úzké pásmo

Vrchní ředitel Racoča: Obtíž je v tom, jak nějak výrazněji a kredibilně opustit dosavadní intervenční politiku. S tím souvisí otázka, proč vlastně na trhu budeme. Být vidění (připravenost), anebo je to snaha ovlivňovat nějakou hladinu? Lepší je první možnost.

Guvernér Tůma: Nejistota trhu by měla být zejména v tom, že nebude jasné co ČNB brání, a kdy na trh vstoupíme. Jistotou trhu se nesmí stát archaický a nákladný režim (peg), ke kterému bychom neměli inklinovat, a to ani v případě, že bude pohyb vymezen jen na jedné straně.

Viceguvernér Niedermayer: Hypotéza o tom, že jsou intervence méně účinné a dražší, když jsou čitelné, je slabá. Nemusí být vůbec špatné prohlásit, že kurz pod 30 Kč je dnes nevyhovující – pak výrazně roste pravděpodobnost našeho zásahu a trh s tím bude počítat, i když si nebude plně jistý. Dosavadní praxe je nákladná – kurz se nikdy nevrátí nad např. 30,50, takže nákupy za třicet jsou drahé. Když navíc budeme umět doplnit nějaký střednědobý pohled, je už to rozumná strategie, která se dá držet a její provádění nebude nákladné, když ji trh víceméně vysleduje (ač nebude vyslovena explicitně a pro jednotlivá rozhodnutí si zachováme diskreci).

Vrchní ředitelka Erbenová: Posouzení přiměřenosti dnešní úrovně kurzu závisí na volbě výchozího okamžiku – při pohledu na vývoj např. od r. 1997 by byla dosažená apreciacie akceptovatelná. To pak ztěžuje hodnocení a z něj plynoucí nějaké zadání pro intervence. Lze tedy pouze vycházet ze současného stavu a na dejme tomu čtvrt roku se dohodnout, že přiměřený vývoj kurzu vidíme v nějakých hranicích, které jsme schopni kvantifikovat.

Vrchní ředitel Racoča: O tom, co dělat příští čtvrt-půl roku těžko diskutovat dnes, není k tomu aktuální podklad (nová prognóza). Když mluvíme o zadání, je to především zadání pro nás a teprve potom pro bankovní obchody.

Guvernér Tůma: Když jsme zrelativizovali pohled na přiměřenost dnešní úrovně kurzu, tak ani dlouhodobý výhled nemůžeme nadefinovat. I když musíme umět uvažovat dlouhodobě, je tu

množství faktorů, zejména těch vnějších, které působí, že zadání nutně musí být velmi měkké. Lze si představit například zadání nanejvýš do konce roku ve smyslu, že nebudeme rádi, když kurz bude hlouběji pod třicet, což ale neznamená, že třicítku budeme bránit za každou cenu.

Vrchní ředitel Racoča: Souhlas s takovým typem zadání, ale s tím, že je to prvořadě zadání pro BR. Zadání pro sekci bankovních obchodů musí být srozumitelné.

Viceguvernér Niedermayer: Samozřejmě nejde udělat plán vývoje přiměřeného kurzu, ale dlouhodobější strategii potřebujeme, aniž by to bylo přihlášení se k nějakému pegu. Rozdíl od kurzového závěsu je právě v tom, že se k němu jako režimu nepřihlašujeme, a že záleží na našem rozhodnutí, zda budeme v konkrétní situaci nějaký kurz držet. Pak není důvod, aby peg kolaboval. Chceme-li intervence častější, musí pro ně být nějaká strategie, pro její nalezení by se analyticky mělo dělat víc než dosud.

Guvernér Tůma: Charakter dosavadních diskusí nebyl takový, že bychom potřebovali takovou dlouhodobější strategii, která by defacto měnila rámec měnové politiky. Materiálů o rovnovážném kurzu je celá řada, ale jejich rozptyl je takový, že na něm nelze stavět strategii.

Vrch. řed. Štěpánek: Debata se stále stáčí do obecného rámce, ale dnes je třeba přijmout nějaké rozhodnutí.

Guvernér Tůma: Co se týká intervencí, je třeba zopakovat pojetí onoho zadání: relativně volné v tom smyslu, že pohyb hlouběji pod 30 Kč/€ vadí, že by to pokud možno neměly být masivní intervence, a teď je otázka, nakolik je to zadání pro nás a nakolik pro bankovní obchody. Z toho pak také vyjde, s jakou frekvencí se dalším zadáním budeme zabývat na bankovní radě.

Vrchní ředitel Štěpánek: Pro bankovní obchody postačuje rámec (třeba 300 mil. eur) a v jeho rámci se kultivovaně pohybovat tak, aby se čerpaly jen, pokud se to bude zdát efektivní. Pak stačí jako dosud krátká každodenní sdělení bankovních obchodů, aby bylo zřejmé že je nebo není potřeba zásahu bankovní rady.

Viceguvernér Niedermayer: Zadání by mohlo spočívat v maximálním limitu, za jaký nejhorší kurz lze eura nakupovat. Třicítko je „provokativní“ číslo, takže spíš nějaká hodnota okolo. Potom vydat minimální, např. týdenní limit pro rozsah intervenčního nákupu (50-100 mil. eur). Teprve při neočekávaném vývoji (větší a delší výkyv kurzu nebo pocit, že intervenování nemá smysl) požádat o svolání bankovní rady.

Guvernér Tůma I když závěr diskuse není konsensuální, lze shrnout aspoň toto: kurz je silnější než si bychom si představovali, na trhu zůstaneme, zadání potřebujeme principiálně pro bankovní radu, pro bankovní obchody pak ne úplně volné, ale vymezené krátkodobými limity. Principiální zadání by sice mohlo platit na několik měsíců, ale konkrétní limity jen na relativně krátkou dobu (týden). První mantinel by udával maximální hranici, za kterou v tomto krátkém období lze devizy nakupovat – buď naprosto konkrétně např. 29,85 Kč, nebo v ne moc širokém intervalu. Pokud se bankovní rada shoduje na týdenní frekvenci, je vhodnější spojit rozhodování o dalších podmínkách intervencí s normálním čtvrtěním zasedáním. Co do limitu – každotýdenní nákup v řádu 100mil. bychom už chápali jako nadměrný, byl tu názor o intervalu 50-100 mil. Na vymezení hranice pro eventuální prodej je dost času. Platí, že při mimořádných okolnostech či

vážných pochybnostech příslušné sekce se urychleně svolá bankovní rada. Pro jistotu co do technické proveditelnosti připravovaného zadání se doporučuje přizvat ředitele sekce bankovních obchodů.

Vrchní ředitel Racoča: Nelíbí se mu příliš vágní zadání pro bankovní obchody typu: k dispozici je 50-70 milionů, nějak si s tím poradíte, z případného neúspěchu se budete ovšem zpovídat. Není korektnější vyžadovat připravenost ke vstupu na trh s tím, že na doporučení sekce intervenci kdykoli pružně projednáme?

Odpoověď sekce bankovních obchodů: Týdně delší dobu opakovat stejný limit pro nákup by bylo méně efektivní než větší volnost. Sice by nebyla povinnost po prolomení limitu automaticky nakupovat, ale na druhé straně nemůže kurz propadnout příliš pod vymezenou hranici – pak je korekce (v horizontu týdne vracet kurz nad třicítku) obtížná, resp. bylo by nutné vyčkat, zda jde o velmi krátkodobý výkyv nebo setrvalý. V současné době by naše delší nepřítomnost na trhu zřejmě vyvolala opětovné silnější tlaky na posilování.

Vrchní ředitelka Erbenová: Lze opravdu předpokládat, že účastníci trhu budou spekulovat nad tím, o čem dnes bankovní rada rozhodla a budou nás testovat. Pak by „rozmazanější“ hranice toho, kdy a jak vstoupíme na trh byla lepší. Okamžitý hospodářský výsledek vstupu je druhořadější. Přiklání se k intervalovému stanovení hranice.

Guvernér Tůma: Jisté očekávání trhů bylo spojeno s avizovanou návštěvou premiéra v ČNB. Další je možná spojeno s dnešním zasedáním, ale my asi zase nic nového nenabídneme – z toho plyne obava před dalším naším testováním pomocí apreciacie kurzu.

Viceguvernér Niedemayer: „Rozmazané“ zadání může být jen v tom, že v nějakém rámci už nerozhoduje bankovní rada, ale nikoli v neurčitosti mantinelů.

Odpoověď sekce bankovních obchodů: V minulých dvou-třech měsících jsme získali kredibilitu v tom, že jsme schopni a ochotni zamezit dalšímu posilování. To trhy akceptovaly. Ambice ale nemáme ve schopnosti oslabit. Navenek by měl zůstat dojem z pokračování dosavadní strategie, ačkoli uvnitř banky může fungovat jiný technický mechanismus. Pokud jde o konkrétní horní hranici nákupu, je lepší, aby byla stanovena něco nad třiceti korunami než pod, protože umožní pružnější reakci. Budeme pokračovat v dosavadním systému každodenních informací o vývoji na trhu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Součástí rozhodování o intervencích by mělo být i to, jakým způsobem je budeme komunikovat. Další stanovení nových limitů je jen implementací dnešního rozhodnutí, tj. například příští čtvrtek nedojde k jednání o měnových otázkách.

Guvernér Tůma: V programech bankovní rady nebude nic, půjde o jeden bod v rámci informací, který se předem neavizuje. Měli bychom si říci, jak to bude v minutes - pravděpodobně je lepší to také vynechat. Jinak by se to stalo standardem, který pak těžko můžeme opustit. V dnešních minutes nepsat o strategii, navíc jsme se shodli, že čím méně budeme zde informovat, tím lépe.

Viceguvernér Niedermayer: Doporučuje mandát pro p. guvernéra, aby na tiskové konferenci sdělil, že vše co jsme dosud říkali o kurzu, platí i nadále, a že budeme nadále používat nástroje s přihlédnutím k aktuální situaci na trhu. Do minutes pak uvést, že jsme se opět shodli, že úroveň

kurzu je špatná, a že jsme jednali o způsobu pokračování dosavadní politiky (= přítomnost na trhu s přihlédnutím k aktuálním podmínkám).

III. Úkoly

Nebyly explicitně formulovány

IV. Závěrečné hlasování

a/ o úrokových sazbách

Guvernér Tůma	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 0,25 p.b.
Vrchní ředitel Racoča	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrchní ředitel Štěpánek	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni

b/ o pravidlech pro devizové intervence

Členové bankovní rady jednomyslně schválili maximální limit nákupu 70 mil. € spolu s maximálním kurzem pro nákup na úrovni Kč 30,10/EUR, a to pro týdenní období počínající 26. 9. 2002.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace beze změny. Jeden člen bankovní rady hlasoval pro snížení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsal: Petr Krejčí, poradce