

## Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 31. 10. 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**

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

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Vznáší tři dotazy. Za prvé prosí o vyjasnění způsobu uvažování prognózy ohledně fiskální politiky. Opírá se prognóza o základní scénář fiskálního vývoje, podle něhož je fiskální impuls v letošním roce výrazný a v roce 2003 bude již velmi omezený? Nebo se při zpracování vycházelo spíše z alternativního pohledu, který byl diskutován během prezentace situační zprávy, a který předpokládá přesun části fiskálního impulsu do příštího roku? To má vliv na hodnocení ostatních komponent prognózovaného růstu. Dále se ptá, zda je tak důležité se rozložením fiskální expanze v čase intenzivně zabývat, když horizont uvažování měnové politiky sahá až za uvažované období.

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Základní scénář prognózy vychází z aktuální rozpočtové dokumentace. Zmíněný alternativní pohled na fiskální vývoj vstupuje pouze do alternativní simulace. Peníze určené k utracení v r. 2002 mohou v ekonomice silně působit ještě za rok, což je významné i pro měnové úvahy.*

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Za druhé vznáší připomínku, že několikrát zazněl předpoklad o odkladu světového oživení, z prezentovaných grafů však vyplývá, že oživení nastává, pouze je pomalejší z hlediska své dynamiky.

*Odpověď SMS: Prezentované grafy znázorňovaly vážený průměr růstu v zemích EU, který je příznivější než vývoj v samotném Německu, které v našich analýzách běžně používáme k aproximaci vnější poptávky.*

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Za třetí se ptá na důvod, proč se SMS nepřiklání k scénáři uvažujícímu s agresivnější reakcí měnové politiky, která by zajišťovala rychlejší návrat inflace k cílovému koridoru, když inflace v základním scénáři zůstává celou dobu pod cílem a pouze na konci horizontu nejučinnější transmise se dotýká jeho spodního okraje.

*Odpověď SMS: V základním scénáři je použita standardní reakční funkce, která zhruba odpovídá chování ČNB v historii, tj. odráží jednak velkou míru vyhlazování sazeb v čase, jednak jistý „oportunní přístup“ k inflaci, kdy dochází jen k velmi pozvolnému návratu inflace k cíli zespoda.*

**Viceguvernér Dědek:** Klade čtyři dotazy na jednotlivé představitele SMS. Za prvé, v prezentaci byla uvedena hypotéza, že příliv neprivatizačních přímých investic je dostatečný ke krytí deficitu běžného účtu. Tabulka na str. 71 situační zprávy však ukazuje, že zhruba 40 mld. Kč činí reinvestice zisků, které neprocházejí devizovým trhem. Po očištění od reinvestic je příliv kapitálu zhruba 80 mld. Kč ve srovnání s deficitem běžného účtu 100 mld. Kč. Navíc je v tabulce uveden ještě předpoklad čistého odlivu portfoliových investic ve výši 10 mld. Kč. Tato úvaha naznačuje spíše tlak na měnový kurz směrem k oslabení.

*Odpověď SMS: Reinvestice zisků jsou v platební bilanci zároveň uvedeny se záporným znaménkem v bilanci výnosů. O reinvestice bychom tedy museli očistit jak finanční, tak běžný účet.*

**Viceguvernér Dědek:** Za druhé ho zaujal alternativní scénář, v němž se analyzují dopady znehodnocení měnového kurzu na hladinu 31 CZK/EUR, což je zhruba současná úroveň. Je s tím spojeno zvyšování úrokových sazeb až na 5 %. Klade si otázku, zda je tento scénář „ze stejné dílny“ jako scénář základní, který naopak vede k poklesu sazeb. Při výčtu faktorů aktuálního oslabení kurzu nebyla uvedena teze některých zahraničních analytiků, že jsou nyní lepší investiční příležitosti v Polsku než v ČR. Vyjadřuje obavu, že po nové dávce růstového pesimismu, který ČNB vpustí do ekonomiky zveřejněním nové prognózy, by uvedený argument mohl získat na váze.

*Odpověď SMS: Uvedená doporučení analytiků jsou založena spíše na aktuální vysoké úrovni úrokových sazeb v Polsku, SR a Maďarsku a očekávání jejich budoucího poklesu. Tyto země jsou proto vnímány jako atraktivní příležitost k uložení volných prostředků, což částečně zmírňuje i tlak na českou korunu. Motivace vyšším tempem růstu se u těchto finančních toků nedá příliš vystopovat.*

**Viceguvernér Dědek:** Za třetí se ptá, zda je v našem hodnocení veřejných rozpočtů zohledněn fakt, že státní rozpočet je postaven na předpokladu růstu HDP v roce 2003 o 3,3 %, zatímco my nyní snižujeme odhad růstu na 1,8 %. Pokud je naše prognóza pravdivá, musí se to projevit v dramatickém napětí ve státním rozpočtu.

*Odpověď SMS: Nižší prognóza růstu není do předpokladů o fiskální politice promítnuta. Řádově by se jednalo o dopad v rozsahu 6-10 mld. Kč. Pesimističtější odhad HDP se v našich analýzách projevuje pouze v rozkladu salda veřejných rozpočtů na cyklickou a strukturální část.*

**Viceguvernér Dědek:** Konečně vznáší dotaz, týkající se rozložení úvěrové expanze do jednotlivých ekonomických sektorů. Nevytváříme nízkými úrokovými sazbami bublinu v úvěrech domácnostem, která by mohla způsobit problémy do budoucna? Osobně se nemůže smířit s tezí, že za nízkým růstem úvěrů podnikům stojí vysoké reálné úrokové sazby. Představitelé průmyslových podniků si stěžují spíše na malou dostupnost úvěrů, zejména pro malé a středně velké firmy. Velké firmy pod zahraniční kontrolou se navíc mohou přesouvat k úvěrování ze zahraničí apod.

*Odpověď SMS: Riziko bubliny úvěrů v sektoru domácností existuje a SMS na něj opakovaně upozorňuje. Tento vývoj by měl poutat pozornost bankovního dohledu. Je však těžké odlišit, do jaké míry je rychlý růst úvěrů domácnostem dán nízkými úrokovými sazbami a do jaké míry přirozeným přibližováním chování domácností světovému standardu.*

**Vrchní ředitel Racoča:** Navazuje na předchozí dotaz. Konstatuje, že úvěrová emise se vyvíjí lépe než kdykoli předtím. U podniků pod zahraniční kontrolou je pravděpodobné, že část z nich se financuje přes mateřské firmy. U úvěrů domácím podnikům se jedná především o problém jejich špatné finanční situace a nedokonalé legislativy.

*Odpověď SMS: Po dlouhé době můžeme vysledovat fungování úvěrového kanálu v ekonomice. Při oživení růstu nejprve začaly růst úvěry zahraničním podnikům, pak domácím podnikům a nakonec domácnostem. V současnosti je tomu při zpomalení růstu naopak.*

**Vrchní ředitel Racoča:** Dále se ptá na alternativní simulaci, která předpokládá jiné rozložení fiskálního impulsu mezi roky 2002 a 2003. V situační zprávě se na několika místech objevuje pochybnost, že stát bude schopen vše utratit letos. Navíc i kdyby toho byl schopen, faktické efekty uvidíme stejně až v roce 2003. Zmiňovaný alternativní scénář proto považuje za velmi reálný s výhradou vůči tomu, že scénář počítá s rychlejším zhodnocováním měnového kurzu. Osobně to nepovažuje za příliš pravděpodobné, protože kurz zhodnocovat nemusí z důvodů vyšší rizikové prémie vlivem růstu deficitů veřejných financí. Jaké doporučení pro úrokové sazby by tedy z uvedeného scénáře plynulo, pokud by nedošlo k uvažovanému zhodnocení?

*Odpoověď SMS: Zhodnocení kurzu je v uvedeném scénáři generováno očekáváním budoucího růstu úrokových sazeb a má protiinflační efekt. Pokud by k němu nedošlo, znamenalo by to tlak na vyšší sazby než v navrhovaném rozhodnutí, hrubým odhadem o 0,25 % bodu.*

**Vrchní ředitel Racoča:** Dále vznáší několik drobnějších dotazů. Prosí o připomenutí, v jakém poměru vstupují úrokové sazby a měnový kurz do indexu měnových podmínek v modelu. Ptá se, zda je odhad potenciálního růstu propojen s předpoklady o růstu potenciálu v zahraničí, tj. zda může dlouhodobá stagnace v zahraničí nějak negativně ovlivnit náš potenciální růst. Překvapily ho náznaky, že začínáme přehodnocovat náš náhled na dopad povodní na ekonomiku v porovnání s předchozími situačními zprávami směrem k většímu negativnímu dopadu. Stejně tak ho překvapuje snaha na několika místech textu prognózovat budoucí vývoj sazeb ECB. A konečně se táže, zda u prognózy růstu platí tabulka na str. 5 situační zprávy či na str. 63, neboť údaje v obou tabulkách se liší až o 0,4 % bodu.

*Odpoověď SMS: (i) Váhy v indexu měnových podmínek jsou 0,25 u úrokových sazeb a 0,15 u měnového kurzu, tedy 5:3 ve prospěch sazeb. (ii) Odhad potenciálu je s vývojem v zahraničí svázán pouze při analýze minulých dat, kde vystupuje i mezera výstupu v Německu. Při pohledu do budoucna se však s vlivem zahraničí explicitně npracuje. (iii) Budoucí vývoj sazeb ECB se snažíme neprognózovat, přebíráme ho z publikace Consensus Forecast. Výjimkou je alternativní simulace s nižším hospodářským růstem v Německu, u níž byla snaha udělat ji plně konzistentní. (iv) U HDP platí především tabulka na str. 62. Rozdíly v obou tabulkách mohou být dány různým konceptem práce s daty – meziroční vs. mezičtvrtletní sezónně očištěná data.*

**Vrchní ředitel Frait:** Pro vyznění predikce je důležité, že v roce 2004 dojde k výrazné dynamizaci růstu HDP až na 5 % meziročně. Není si jist, co by mohlo generovat tak razantní obrat ekonomické aktivity. Nereaguje model příliš agresivně a růst v roce 2004 kolem 5 % je ve skutečnosti málo pravděpodobný? Dále připomíná, že v poslední době byl vývoj cen průmyslových výrobců pod úrovní prognózy, což situační zpráva vysvětluje především nízkou inflací v zahraničí. V současnosti se hodně hovoří o riziku deflace v západních ekonomikách. Pokud by se toto naplnilo, jaký by byl přenos přes český index cen průmyslových výrobců do spotřebitelské inflace?

*Odpoověď SMS: (i) Masivní růst v roce 2004 je dán očekávaným uvolněním obou složek měnových podmínek od poloviny roku 2003 s implikacemi pro snižování mezery výstupu, a dále zrychlením potenciálního růstu na 3,5 %, což odráží předpoklad dlouhodobé konvergence k EU. (ii) Zahraniční cenový vývoj je v prognóze aproximován vývojem PPI v Německu. Koeficient přenosu do českých dovozních cen je celkově kolem 0,4-0,5 a do CPI cca 0,1. Při malých změnách se však může lišit od změn velkých.*

**Vrchní ředitel Frait:** Dále upozorňuje na prognózu poměrně výrazného zpomalení růstu spotřebitelské poptávky v roce 2003 (zhruba o 1,3 %). Je to vysvětleno řadou racionálních argumentů. Nicméně jeden z nich je sporný, a to je vliv vyšší inflace na disponibilní příjmy. Pokud by spotřebitelé takto malý nárůst inflace byli vůbec schopni vnímat, znamenalo by to zároveň pokles reálných úrokových sazeb ze spotřebitelských úvěrů stimulující růst spotřeby. Navíc při růstu inflačních očekávání bývá standardní reakcí dočasný růst spotřebitelské poptávky. Proto by růst spotřebitelské poptávky nemusel v příštím roce poklesnout tak výrazně, jak se předpokládá.

*Odpoověď SMS: Odhad spotřeby domácností vychází z předpokládaného pohybu nominálních veličin, který je následně deflovan na reálnou úroveň zejména na základě očekávaného přírůstku indexu spotřebitelských cen.*

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Konstatuje jistou nekonzistentnost mezi snížením odhadu nadhodnocení měnového kurzu z důvodu malých pozorovaných dopadů na ekonomiku a pesimistickou prognózou HDP, která je založena na negativních dopadech apreciacie kurzu na hospodářskou situaci podniků, investice atd.

*Odpoověď SMS: V 7. SZ zprávě se počítalo s vyšším nadhodnocením, ale vzhledem k velké míře nejistot byla vypracována i alternativa s nadhodnocením nižším. Nyní došlo k zaměnění role alternativy a základního scénáře. Data o obchodní bilanci zatím naznačovala spíše menší dopad kurzu, chybí nám ale data o mikrosfěře. Rozsah nejistot je zde proto nadále značný.*

**Guvernér Tůma:** Ke kurzovému vývoji připojuje dotaz, zda ho i nadále vnímáme jako asymetrické riziko směrem ke zhodnocování. Situační zpráva nyní pracuje s různými scénáři. Považuje SMS nyní riziko měnového kurzu za symetrické či nikoli?

*Odpoověď SMS: Scénář se znehodnocením kurzu na 31 CZK/EUR vznikl v návaznosti na diskusi s bankovní radou, samotná SMS ho neprosazovala. Rizika lze nadále vnímat jako asymetrická směrem k apreciaci. Nedávné znehodnocení kurzu mohlo být dáno spíše očekávanými akcemi a komunikací měnové politiky než externími šoky.*

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Prosí o komentář k celkovému vnímání role fiskální politiky. Na jednu stranu zazněl silný výrok o ztrátě stabilizační funkce veřejných rozpočtů a střednědobých rizicích pro makroekonomický vývoj. Na druhou stranu celý hospodářský růst v letošním roce přisuzujeme fiskálním výdajům. Jak tedy pohlížíme na vliv fiskální politiky z hlediska zmírňování průběhu hospodářského cyklu? Dále se ptá na podrobnější zdůvodnění očekávaného poklesu investiční aktivity v příštím roce. Domnívá se, že prognóza podceňuje příspěvek veřejného sektoru z titulu některých potenciálních výdajů, které se odehrávají mimo návrh státního rozpočtu na rok 2003. Sem patří jednak zcela mimorozpočtové aktivity jako stavba ostravské dálnice či plánovaný úvěr od EIB, ale i mimorozpočtové fondy, které mohou prostředky neutracené v letošním roce přesouvat na rok příští.

*Odpoověď SMS: I když fiskální sektor zůstal osamocen v impulsech pro poptávku, není to důsledek fungování automatických stabilizátorů či diskreční politiky, ale důsledek strukturálních problémů. Fiskál navíc není schopen nahradit výpadek toku prostředků ze zahraničí.*

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Tempo růstu mandatorních výdajů je ale do určité míry výsledkem diskreční politiky předchozí vlády, není to pouze automaticky založeno.

*Odpoověď SMS: Váha strukturálního problému plynoucího z mandatorních výdajů je v řádu do 0,5 % HDP ročně. Současná fiskální expanze je řádově větší v důsledku šoku do příjmů veřejných rozpočtů z titulu privatizace.*

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Privatizační příjmy a jejich utrácení jsou výsledkem diskreční politiky vlády. Možná to není ta správná stabilizační funkce veřejných financí ve smyslu fungování vestavěných stabilizátorů. Ale pokud je nyní veškerý růst dle prognózy HDP tažen výdajovou expanzí veřejných rozpočtů, pak je současně ošidné argumentovat ztrátou jejich stabilizační funkce.

*Odpoověď SMS: Stabilizační funkce veřejných rozpočtů spočívá zejména v automatickém vysílání impulsů do ekonomiky v reakci na cyklický vývoj.*

**Vrchní ředitelka Erbenová:** V současnosti se jedná o aktivní anticyklickou fiskální politiku, nikoli o fungování vestavěných stabilizátorů. Ale vzhledem k naší prognóze HDP je těžké tuto politiku příliš kritizovat, s výjimkou jejich dlouhodobějších rizik.

*Odpoověď SMS: Ztráta stabilizační funkce je střednědobý problém. Musíme rozlišit vnitřní deficitní trend ve výši 0,5 % HDP ročně z titulu sociálních dávek a vedle toho výdaje spojené s privatizační příjmy a jejich utrácením. Jejich časování do doby zpomalování ekonomiky je jedna věc, ale zároveň to neznamena, že je ve veřejných rozpočtech všechno v pořádku.*

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Uvedená anticyklická politika vznikla víceméně náhodně, neboť byla naplánována ještě v době, kdy představy o růstu byly výrazně optimističtější. Nyní však uvažujeme o zpomalení růstu a fiskální oblast nemá kapacitu ho kompenzovat. Proto nelze hovořit o tom, že letos byla fiskální politika aktivně proticyklická, ono to tak jen shodou okolností vyšlo.

*Odpoověď SMS: Lze pochybovat o možnosti provádět aktivní fiskální stabilizační politiku, a to v důsledku existence časových zpoždění. Dalším významným aspektem je, že expanzivní fiskální politika podpořila posilování měnového kurzu, a měla tak nepřímý negativní efekt na růst. Její celkový dopad na ekonomiku je proto nejasný, bez fiskální expanze se mohla lépe vyvíjet soukromá poptávka.*

**Guvernér Tůma:** Problém spočívá v tom, že na jednu stranu mluvíme o neexistenci prostoru pro fiskální politiku chovat se anticyklicky, ale na druhou stranu říkáme, že příspěvek k růstu je do značné míry na fiskální politice. To by znamenalo, že jistý prostor existuje i při velkém deficitu. S tím je následně spojena otázka, zda věříme v možnost udělat zásadní obrat ve vývoji veřejných financí v horizontu 1-2 let, což by představovalo vyslání negativního fiskálního impulsu.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Zásadní je, že tato diskuse probíhá na 7% hladině deficitu veřejných rozpočtů v poměru k HDP. Celkově v sobě proto veřejné rozpočty mají obrovský destabilizační potenciál a v tom je třeba zjednat pořádek. Hrát si v našich úvahách s meziroční diferencí rozpočtů neznamena, že toto neplatí. Veřejné rozpočty ztratily svůj stabilizační potenciál právě proto, že jejich deficit je tak velký. Úplně jinak by naše rozprava vypadala, kdybychom byli třeba pod hladinou Maastrichtského kritéria.

**Viceguvernér Dědek:** Rovněž se domnívá, že k fungování fiskálních stabilizátorů je nutné, aby byla fiskální pozice jako taková v rozumném stavu. Když je však potřeba přistoupit k fiskální konsolidaci, tak je to zrovna v nejméně vhodné dobu. V současné době by měl fiskál působit

stimulativně, aby čelil recesi. Ale na druhé straně by bylo nevhodným doporučením říkat vládě, aby příliš s konsolidací nespěchala. Klíčové je dát veřejné rozpočty do pořádku bez ohledu na aktuální cyklickou pozici, má-li dojít k odblokování fiskálních stabilizátorů.

## **II. Uzavřené jednání bankovní rady**

**Guvernér Tůma:** Předchozí diskuse se nejvíce točila kolem fiskální politiky a měnového kurzu. Prognóza směřuje dolů a na základě tohoto pesimističtějšího výhledu navrhuje sekce měnová a statistiky poměrně razantní snížení sazeb. V sekci nebyl úplně jednotný názor, jestli toto snížení nějak rozfázovat nebo snížit rovnou o 0,5 % bodu, přičemž tato druhá alternativa nakonec převážila.

**Viceguvernér Niedermayer:** S fiskálem pracujeme nekonzistentně. Na jednu stranu vycházíme z nějakého nominálního impulsu, to však nepředstavuje nejlepší reálné poznání věci. Osobně vnímá situaci tak, že doposud k žádnému významnému fiskálnímu impulsu nedošlo, a buď k němu nedojde vůbec nebo až v budoucnosti. U měnového kurzu existuje nyní mnohem více nejistot a osobně nevidí převahu faktorů směrem k posilování. Z pohledu měnového rozhodnutí bychom si měli klást otázku, co chceme dosáhnout. Neměli bychom se nesnažit změnit věci, které změnit nemůžeme. Čelíme problému se zahraniční poptávkou v enormně otevřené ekonomice, jejíž export i příliv zahraničních investic záleží na zahraniční konjunktúře. Co s tím můžeme dělat? Buď akceptujeme, že při existující struktuře ekonomiky to má implikace do hospodářského růstu a možná i dalších ekonomických veličin, a nebo se pokusíme výpadek zahraniční poptávky nahradit nějakým výrazným podpořením domácí poptávky. Má pocit, že k výraznému podpoření domácí poptávky již došlo, úvěrová emise roste jako nikdy předtím a úvěry fyzickým osobám již zdaleka nepředstavují marginální věc. Je tedy adekvátní reakcí snažit se ještě dál podporovat domácí poptávku? Měly bychom jít za vysoce agregovaný pohled a snažit se situaci analyzovat trochu více mikroekonomicky. A to ani nemluví o platební bilanci, kde se začíná rodit určitý problém.

**Viceguvernér Dědek:** Vnímá aktuální situaci jako určitou případovou studii, do jaké míry si můžeme dovolit autonomní měnovou politiku. Základním poselstvím situační zprávy je zvýšení růstového pesimismu. Říkáme tedy, že se vytrácí pozice české ekonomiky jako ostrůvku pozitivní deviace v prostředí negativních zpráv ze světa. Uvedená pozice zvyšovala atraktivnost ČR, ale aktuální situační zprávou toto padá. Potom se okamžitě obnažují další skryté defekty, jako například totálně nekonsolidovaný fiskální sektor, který může být ještě dále zasažen zpomalením růstu oproti nereálným předpokladům rozpočtu. V platební bilanci bylo poslední číslo špatné, i když momentálně nelze odlišit, zda se jedná o začátek nového trendu či jednorázový výkyv. Osobně by ho nepřekvapilo, kdyby se efekt silné koruny a zpomalení v západní Evropě začal viditelně promítat i do horší obchodní bilance. Do tohoto zhoršeného obrazu ČR přichází návrh dalšího zvýraznění negativního úrokového diferenciálu vůči eurozóně. Vize ČNB o zhoršeném růstu i jeho struktuře, která je založena na spotřebě a fiskálu při zastavení investic, nemůže skončit jinak než nastavením kurzových očekávání depreciačním směrem. Za této situace dalším zvýrazněním negativního úrokového diferenciálu vytváříme pozvánku k téměř bezrizikové, sebe-urychlující se spekulaci na oslabení koruny. Sekce měnová a statistiky mu připadá poněkud „romanticky zaujatá modelovým viděním“, když doporučuje snížení sazeb

s vidinou, že vrátíme inflaci do středu cílového pásma, povzbudíme domácí poptávku apod. Dosavadní empirie nemluví ve prospěch schopnosti jemného doladování ekonomiky. Už stávající nastavení politik je uvolněné v oblasti fiskální a úrokových sazeb. Samozřejmě jsme zde měli problém se silným kurzem, na který jsme reagovali i úrokovými sazbami, které jsou v reálném vyjádření při deflování CPI v ex ante pohledu záporné. Můžeme si při daných fundamentech dovolit další zvýšení negativního úrokového diferenciálu a tím v praxi testovat možnost mít autonomní měnovou politiku? Poslední bod, na který upozorňuje, je určitý paradox, že inflační prognóza zůstává v podstatě stejná i přes zvýšený růstový pesimismus, jelikož k posunu inflační trajektorie dochází dominantně pod vlivem nižšího tempa deregulací. V souhrnu se kloní k názoru ponechat úrokové sazby na stávající úrovni.

**Guvernér Tůma:** Reaguje na výrok o „romantickém zaujetí modelem“. Za přínos modelu považuje, že nám dává rámec pro diskusi a přispěl ke zkvalitněním situačních zpráv, i když bychom si vždy měli být vědomi, že je to pouze nástroj, nikoli automat pro měnové rozhodování. Základní poselství situační zprávy dává smysl. Nejde o snahu ovlivnit něco, co nemůžeme, o nějaké jemné doladování ekonomického růstu. Pokud se ale na celou situaci podíváme prismatem cílování inflace, faktem je, že se nacházíme hodně pod cílem. Zároveň je pravda, že existují i relativně silné argumenty proti výraznému snížení úrokových sazeb. Jedním z nich je skutečnost, že jsme v posledních měsících udělali několik poměrně razantních kroků a zatím si nemůžeme být dostatečně jisti jejich kumulovaným efektem. K tomu lze připojit nulovou zkušenost se životem se sazbami pod úrovní eurozóny. Tato kombinace vytváří poměrně velkou míru nejistoty. V této souvislosti vzpomíná na diskusi, kdy jsme se poprvé dostali pod úrokové sazby v USA, a tehdy to šlo velmi snadno. Nyní jsme se dostali pod úroveň eurozóny a otázkou je, jaký prostor tam je dál. Doporučení situační zprávy nicméně rozumí a otázku vidí zejména ve fázování a hloubce poklesu sazeb. Názory v samotné měnové sekci se pohybují od ponechání sazeb beze změny až po pokles o 0,50 % bodu, a všechny tyto názory jsou podloženy legitimními argumenty, na relativně velkou míru nejistoty bylo upozorněno i ve stanovisku poradce k situační zprávě.

**Guvernér Tůma:** Dále si klade otázku, proč projekce růstu v Maďarsku či na Slovensku zůstávají příznivé, navzdory tomu, že tyto země také čelí nepříznivému vývoji vnějšího prostředí. Posílení kurzu bylo v ČR sice silnější než v uvedených zemích, ale ne dramaticky. Reálné úrokové sazby jsou ve všech zemích regionu výrazně výše, takže jsme problémy s měnovým kurzem kompenzovali úrokovými sazbami. To by ukazovalo buď na obrovskou, až neskutečnou citlivost české ekonomiky vůči kurzu, nebo na nějaký jiný faktor, který však neumí na základě předložených informací identifikovat. Analogicky některé asijské ekonomiky dosahují vysokých temp růstu, přestože mají také problém se svým sousedem – Japonskem. Je otázkou, zda jenom nepředbíháme vývoj v regionu a ostatní země nás nebudou následovat, mimo jiné pod vlivem nedávného posílení jejich měnového kurzu, nicméně naši kolegové na Slovensku i v Maďarsku jsou zatím relativně optimističtí. K otázce kurzového rizika poznamenává, že ho rovněž vnímá relativně symetricky. Na současném nastavení podmínek by se v nejbližších měsících nemělo nic změnit, tzn. financování v koruně je relativně levné a existují dobré příležitosti v okolních zemích. Není jasné, kde by se měl generovat nějaký tlak k okamžitému posílení kurzu.

**Vrchní ředitel Racoča:** Za hlavní body do dnešní diskuse považuje komunikaci snížení prognózy HDP navenek a zejména úlohu fiskálního impulsu pro novou prognózu. Na začátku

prezentace SMS zaznělo, že skutečný vývoj naplnil prognózu z červencové situační zprávy. Otázkou samozřejmě je, jestli to nebylo tak trochu náhodou, protože měnový kurz i úrokové sazby se vyvíjely jinak, než jsme původně předpokládali. Velký problém přehodnocení prognózy spatřuje v tom, že nedošlo k velkým změnám v dostupných datech. Například nepříznivý údaj o průmyslové produkci byl ovlivněn počtem pracovních dní a jednorázovým efektem povodní, a po očištění od těchto vlivů by zřejmě byl někde blízko nuly. Vývoj HDP za druhé čtvrtletí byl dokonce vyšší, než jsme očekávali. Jediným důvodem ke změně prognózy je změna náhledu ČNB na působení fiskální politiky, což bude velmi špatně komunikovatelné. Za velmi reálný považuje alternativní scénář ze situační zprávy, který předpokládá přesun části fiskálního impulsu a zejména jeho reálných dopadů z roku 2002 do roku 2003. Jak bylo řečeno v první části diskuse, při odhlédnutí od kurzových důsledků tohoto scénáře, s nimiž osobně ne zcela souhlasí, by vyplynulo doporučení snížit sazby jen o 0,25 % bodu. Osobně sdílí i obavu z dalšího vývoje české koruny. Dvouletý úrokový diferenciál vůči Německu je záporný a dále klesá. Velmi by se obával k tomu ještě dále přispět. Měnové doporučení SMS v navrhovaném rozsahu pro něj proto není akceptovatelné.

**Guvernér Tůma:** Připomíná, že jedna nová informace existuje. Proti minulé prognóze je pesimističtější vnější prostředí, což je vedle kurzu koruny jeden z významných faktorů, o němž jsme již v minulých měsících tvrdili, že táhne ekonomiku dolů. Proto již před měsícem byla řada z nás blízko myšlenky snížení sazeb s tím, že nakonec převážil názor počkat, jak se potvrdí pohled na vliv vnějšího prostředí.

**Vrchní ředitel Racoča:** To je snad jediný tvrdý údaj. Ale největší vliv na naše úvahy má vývoj HDP v Německu, kde sice dochází k výraznému snížení odhadu růstu, ale pořád dosahuje 1,5 %. Zdá se, že se jedná o poměrně robustní informace, protože to je nejen údaj Consensus Forecast, ale i čerstvá předpověď sedmi německých výzkumných institutů. Alternativní scénář počítající s ještě pomalejším růstem v Německu proto považuje za celkem nerelevantní.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Závěr měnověpolitického doporučení byl uvozen větou, že náklady chyby spočívající v příliš malém snížení úrokových sazeb se zdají být vyšší než náklady chyby opačné, z čehož plynulo doporučení snížit o 0,50 % bodu. Tento závěr je pro ni stejně těžko přijatelný jako pro předchozího řečníka, a to z podobných důvodů. Nová predikce inflace se oproti minulé v horizontu transmise příliš nemění. Nemění se ani očekávaný směr vývoje inflace ani doba podstřelování inflačního cíle. Jediné, co se mění, je predikce růstu HDP. Souhlasí se stanoviskem poradce, že tato predikce není důsledkem „modelového romantismu“, protože k přehodnocení došlo pouze v horizontu, kdy model přebírá krátkodobou expertní predikci. Z toho pak naopak plyne ono velice rychlé urychlení růstu HDP v roce 2004, které je konzistentní s naším viděním světa před jedním čtvrtletím. Zdánlivě přirozené poselství modelu snížit úrokové sazby razantním způsobem je proto daleko méně zřejmé ve chvíli, kdy si člověk rozloží rizika a nejistoty kolem této predikce. Kurzové riziko je daleko vyrovnanější než v předchozím období, což je argument pro opatrnější pohyby úrokových sazeb směrem dolů. Přehodnocení pohledu na zdroje růstu, které není založeno na žádných tvrdých datech, ale spíše na pocitech a ztotožnění se s deklarovanými plány fiskálních výdajů, považuje za málo uvěřitelné. Založit na něm další razantní snížení úrokových sazeb je riskantní. Hladina sazeb je v tuto chvíli velmi nízká, a to nejen z pohledu úrokového diferenciálu vůči evropským sazbám, ale i absolutně. Otázkou je, co by další snížení sazeb mohlo ovlivnit. Osobně nevěří tomu, že by pokles reálných sazeb mohl mít



výraznější vliv na úvěrově financované soukromé investice vzhledem k důvodům vývoje úvěrové emise podnikové sféry, které popsal v.ř. Racoča. Naopak považuje za pravděpodobné, že by způsobil další zrychlení úvěrové emise v sektoru domácností, jejíž vysoké tempo růstu považuje už v současnosti za nebezpečné. Současně by nižší úrokové sazby mohly zvýšit apetit fiskálního politiky financovat další výdajovou expanzi vzhledem k nákladům na její financování. Oba uvedené důsledky by byly nežádoucí. V prognóze dále nejsou zachyceny změny nepřímých daní, které se v příštím roce s velkou pravděpodobností uskuteční, a dle kvantifikace z minulé situační zprávy by měly posunout prognózu inflace o 1,0-1,5 % bodu výše. Vnější prostředí je sice více pesimistické, ale stále se předpokládá urychlení tempa růstu v Německu v roce 2003 na trojnásobek, což vzhledem k elasticitě našich vývozu bude znamenat výrazný růstový impuls. Německo, kde je růstová trajektorie nejhorší v Evropě, zároveň není naším jediným exportním trhem. Měnové podmínky vnímá jako uvolněnější než bylo prezentováno, jednak proto, že inflační očekávání vykazují daleko větší míru setrvačnosti, takže fakticky dochází k menšímu růstu reálných sazeb než v modelu, jednak vzhledem k již zmíněným rizikům kurzového vývoje. Celkově by vzhledem k prognóze inflace mohlo být určité snížení sazeb odůvodněné, ovšem ne tak razantní jak navrhuje SMS.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Formálně navrhuje, aby se na dnešním zasedání hlasovalo i o alternativě ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni, k níž osobně inklinuje. Dnes máme zejména komunikační problém. Příběh prezentovaný SMS je konzistentní. Změnily se některé vnější faktory, přehodnotily jsme prognózu růstu pesimistickým směrem, inflace zůstává po velice dlouhou dobu pod koridorem a v horizontu nejučinnější transmise se maximálně blíží k jeho spodní hranici i při snížení sazeb o 0,50 % bodu. Z tohoto pohledu je doporučení provést toto snížení o 0,50 % bodu logické. Otázkou však je, kdybychom se k tomuto snížení neodhodlali, jak to spojit s uvedeným příběhem. Osobně si myslí, že zas tak velký problém by to být nemusel. Za prvé nesmíme zapomenout na to, že charakter naší politiky je vpřed hledící. A v horizontu, který cíluje, nevypadá obrázek až tak špatně. Růstový pesimismus se koncentruje do několika nejbližších kvartálů, ale prognóza indikuje, že poměrně brzo by tento trend měl být vystřídán vyšší a rychle akcelerující dynamikou růstu. Druhým argumentem jsou existující nejistoty a rizika, která jsou u nové prognózy větší než v poslední době. V takové situaci je zcela přirozené ještě chvíli vyčkávat. Interně bychom si zároveň měli povšimnout, jak silně se některé měnící se parametry projevují na možné trajektorii úrokových sazeb. Příkladem je scénář s kurzem o 1 CZK/EUR slabším s implikací, že místo snížení sazeb je nutno uvažovat o jejich zvýšení. Zároveň bychom si měli povšimnout, že v této situační zprávě poprvé vznikla alternativní simulace, v níž se časování fiskálního impulsu bezprostředně projeví v intenzitě navrhovaného měnového opatření. A konečně k fiskálu bychom měli konstatovat, že jeho problémem je především transparentnost a orientace v datech o vývoji jednotlivých komponent veřejných rozpočtů je čím dál tím složitější, prakticky už zcela nemožná, což znemožňuje robustní úvahy příspěvku fiskálu k ekonomickému růstu. To zakládá pesimismus do budoucna, protože příspěvek fiskální politiky ke stabilitě ekonomiky bude jedním z dominantních témat. Uzářel čas na toto intenzivněji upozorňovat.

**Guvernér Tůma:** Mělo by rozhodně zaznít, že fiskál vidíme jako velký problém, a měla by být zdůrazněna otázka transparentnosti a následně analyzovatelnosti. Za druhé je třeba upozorňovat, že nelze z obrázku hospodářských politik vytrhávat jen jednu z nich. Nelze se domnívat, že měnová politika může kompenzovat fungování fiskálu. Nicméně souhlasí s názorem, že fiskální

vývoj pro nás zatím představuje především potenciální riziko, protože dosud jsme žádný reálný impuls neviděli, a je potom problematické hodnotit toto riziko do budoucna. Dále se snaží utřídit si argumenty pro a proti snížení sazeb. Znovu opakuje, že jedním ze silných argumentů pro ponechání sazeb na stávající úrovni je to, že jsme v minulých měsících udělali několik významných kroků a nejsme si jisti jejich plným efektem. Nicméně kurz, i přes symetričtější rozložení rizik, zůstává nadále nadhodnocený, byť relativně mírně, takže není potřeba mít obavu z případného dalšího oslabení. Zazněl tady argument konzistentnosti našeho rozhodování, který vnímá spíše jako argument pro snížení sazeb. V posledních měsících jsem se opírali o logiku analýz SMS a situační zpráva je v této logice opět pojata, takže by byl problém se od ní odklonit. Zároveň ne zcela sdílí optimističtější růstový výhled v delším časovém období. Struktura předpovědi zůstává pořád stejná, pesimistická na příští rok a optimistická napřesrok, ale toto trvá již dva roky a oživení se v čase neustále odkládá. Zůstává zde tedy vleká nejistota a nelze se o to opírat jako o zdroj pozitivního impulsu pro domácí ekonomiku. Celkově v dané situaci považuje za konzistentní s rámcem cílování inflace spíše snížení úrokových sazeb.

**Vrchní ředitel Frait:** Jsme v režimu cílování inflace a máme prognózu, která je výrazně pod cílem a dostává se ke středu pásma až někde za horizontem neúčinnější transmise, a to i po započtení implikovaného snížení sazeb o 0,50 % bodu. Pokud tedy prognózu neodmítneme, bylo by velmi těžké sazby vůbec snížit. Navíc částečně zpochybňuje obrázek prognózy inflace, kdy je aktuální inflace i její krátkodobý výhled nízké, ale pak se inflace v určitém horizontu výrazně zvedne zejména díky tomu, že se objeví růst ekonomické aktivity a přes mechanismus Phillipsovy křivky dostane inflaci do cílovaného koridoru. Historicky to moc nefungovalo a je to dost riskantní předpoklad. Úroková politika je především o nastavení reálných úrokových sazeb v průběhu cyklu. Hospodářský cyklus v současnosti vidíme poměrně pesimisticky a je jasné, že reálné úrokové sazby by měly být relativně nízké. Otázkou je, co to znamená nízké sazby, a tady je určitý rozpor. Domnívá se, že v modelovém rámci SMS jsou reálné sazby nastaveny na příliš vysoké hodnotě, neboť inflační očekávání v modelu neodpovídají skutečným očekáváním ekonomických subjektů. Pochybuje, že by mohli pracovat s inflačními očekáváním pod 1% hodnotou, která neodpovídá očekáváním „normální inflace“. Na druhou stranu je tu však klíčové riziko, že by se při dlouhodobém setrvání inflace pod cílem mohla být očekávání přehodnocena. Proto by určitý pokles sazeb doporučoval, ale rozsah doporučovaný SMS považuje rovněž za nadměrný.

**Viceguvernér Niedermayer:** Připomíná, že na jednání o vstupu do EU v Kodani byl vznesen dotaz na Maďarsko a Polsko, kde vidí tak velký hospodářský růst v příštím roce. Představitelé Maďarska reagovali tak, že se domnívají, že do jejich ekonomiky bylo tolik nainvestováno, že si bude udržovat určitý rozdíl proti růstu v EU. Proto chce vyjádřit názor, že situace s růstem pouze 1,8 % může sice v příštím roce nastat, ale nikoli při současných předpokladech prognózy. To by totiž znamenalo, že růstový potenciál naší ekonomiky proti Německu se prakticky vytratí. Nepovažuje za konzistentní, aby toto proběhlo v okamžiku, kdy budeme mít expanzivnější fiskální politiku než země, s nimiž se porovnáváme, a navíc jsme byli rychlejší v uvolnění měnových podmínek, díky čemuž se nám podařilo nastartovat určitou část domácí poptávky. Domnívá se proto, že naše prognóza při svých předpokladech nezdůvodňuje tak výrazné zpomalení ekonomického růstu a z tohoto hlediska s ní nesouhlasí. Vysvětlení by mohlo spočívat v tom, co zde již zaznělo, že prognóza růstu byla implantována přes expertní pohled a možná se z logiky zbytku situační zprávy vymyká. Dále souhlasí s tím, že dosud nemáme příliš odzkoušený

život se sazbami pod úrovní eurozóny. Skutečnost, že se nic nestalo v krátkém horizontu ještě neznamená, že to nepoznáme v delším horizontu. Vývoj běžného účtu je v reálném vyjádření určitým problémem již několik měsíců. V každém případě se musíme připravit na to, že budeme potřebovat profinancovat řádově 100 mld. Kč deficitu. Je velmi realistické, že tady nebude portfoliový příliv, dokonce začne postupně docházet k portfoliovému odlivu. V případě, když vláda nebude privatizovat, může se stát, že budeme mít v platební bilanci poměrně výrazný deficit finančních toků. Proto není nereálné myslet si, že budeme potřebovat vyšší úrokové sazby k přilákání kapitálu na profinancování deficitů. Třetí poznámka směřuje k logice cílování inflace. Myslí si, že si dostatečně silně neklademe otázku, co stojí za podstřelováním cíle. Domnívá se, že za tím stále ještě stojí výrazná meziroční apreciacie kurzu. Otázkou je také to, jak se v této situaci máme dívat na potenciální růst, jestli potenciální růst pro nás neznamená, o kolik rychleji můžeme růst než Německo. Nakonec se vrací k otázce, zda doporučení SMS je jemné doladování či nikoli. Jaké jsou přínosy a náklady případného snížení? Pokud snížíme úrokové sazby, pozitivní efekt bude diskutabilní. Můžeme přilít ještě trochu oleje do ohně domácí poptávky, ale co když se budeme podílet na vytváření nějakých bublin například v oblasti trhu nemovitostí či úvěrů domácnostem? Riziko vytvoření nestability přes tyto bubliny nebo přes kurz je reálné. V situační zprávě je vidět, jaký fatální dopad má z hlediska modelu oslabení kurzu. Snaha v této situaci snižovat sazby je aktivistická politika, jemné doladování. Pokud by kurz výrazně ustřelil, je to problém, na který nebudeme schopni reagovat a inflaci by to mohlo dostat někam zcela jinam.

**Guvernér Tůma:** K nebezpečí ustřelení kurzu poznamenává, že diskuse dosud směřovala k symetrickému vidění kurzového rizika.

**Viceguvernér Niedermayer:** Osobně by viděl kurzová rizika trochu asymetricky, pokud bychom zvyšovali negativní úrokový diferenciál. Kdyby snížila ECB o 0,50 % bodu, byl by to možná důvod k nějakým úvahám. V současnosti ale existují důvody pro depreciaci kurzu a má obavu, aby kvůli snaze o nějaké jemné doladování cyklu nedeprecioval kurz rychleji, než bychom chtěli. Pokud je kurz nyní nadhodnocený o 4 %, tak je to šum, kurz je v zásadě v pořádku a není potřeba ho sazbami kompenzovat.

**Guvernér Tůma:** Tím se dostáváme k otázce kurzu, kde si musíme říci, jak pokračovat v naší politice. Dosud jsme každý týden nastavovali parametry pro sekci bankovních obchodů. Máme v tom pokračovat nebo stávající mechanismus zrušit, pokud existuje většinová shoda, že rizika kurzového vývoje vidíme nyní spíše symetricky? Tento pohled asi není příliš konzistentní s politikou, kterou jsme zastávali doposud. Komplikované je také to, jakým způsobem komunikovat novou prognózu, protože se zdá, že se s ní bankovní rada částečně neztotožňuje. Na rozdíl od praxe ECB, kde existují velice specifické podmínky, prognóza ČNB je prognózou celé instituce, za kterou stojí bankovní rada, a je to jedno z východisek pro měnověpolitické rozhodování. Můžeme komunikovat, že rizika nové prognózy vidíme asymetricky, což je ale zvláštní. Nebo můžeme říci, že nad prognózou byla ještě dnes velká debata a rozhodli jsme se její publikování odložit na příští týden. Sám neví, jak s touto komplikovanou situací naložit.

**Viceguvernér Dědek:** Co se týče prognózy inflace, ta je jenom posunuta o předpoklad nižších cenových deregulací. Z měnového hlediska tedy zůstává víceméně tam, než byla před čtvrtletím. Kontroverznější je prognóza HDP. Osobně rozumí logice této prognózy, i když u konkrétní

kvantifikace musí spoléhat na analýzy SMS. Je zde ochabující poptávka, není moc důvod pro růst investic, když převládá dosti pesimistická perspektiva dalšího vývoje, kurz snižuje zisky dle předloženého odhadu SMS až o 30 % atd. Lze tedy říci, že prognóza HDP pracuje s intervalem a diskuse bankovní rady klade jeho střed poněkud asymetricky směrem nahoru. Zajímavá je otázka, kterou nastolil v.ř. Frait ohledně perspektivy inflačního cílení. Osobně tomu rozumí, ale zároveň má na paměti, že jsme vysoce otevřenou ekonomikou, kde vazba na vnější prostředí je důležitá. Můžeme samozřejmě dospět k názoru, že se ekonomika blíží do recese a do deflace. To ale ještě nezodpovídá otázku, jestli si můžeme dovolit podstatně nižší sazby než eurozóna. Režim cílování inflace je v pořádku, ale toto může představovat jeho limit. Čistě pragmaticky by doporučoval nechat si případné další snížení sazeb v záloze, kdyby se oživil problém sílicí koruny.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Máme-li zvýšenou míru nejistoty, řešením je širší interval predikce. Predikce inflace je pro ní osobně uchopitelná a vysvětlitelná dosavadním vývojem a svými předpoklady. Je konzistentní s naší dosavadní komunikací a s tím, že je zde nižší příspěvek deregulací o 1 % bod a na druhou stranu zde nejsou zahrnuty úpravy nepřímých daní, které dosud nebyly schváleny. Přehodnocení pohledu na ekonomiku v letošním a příštím roce však není založeno na tvrdých faktech, která bychom mohli prezentovat. Snížení růstu v příštím roce je přímým důsledkem jiného výkladu zdrojů růstu v letošním roce, protože považujeme za bernou minci odhad sumy výdajů veřejných rozpočtů v roce 2002, ačkoli dosud byla v některých oblastech realizována pouze malá část těchto výdajů. Je-li fiskální impuls 2 %, tak nám takřka aritmeticky vychází, že zbytek ekonomiky neroste. Na příští rok již žádný impuls z utrácení privatizačních příjmů nezbyvá, a proto musí dojít ke zpomalení růstu. Toto je pro ni těžko uvěřitelná logika, protože si neumí představit administrativní zvládnutí proklamované fiskální expanze v posledních měsících roku. Osobně klade daleko větší váhu na alternativní scénář, v němž se předpokládá, že privatizační příjmy budou utraceny v delším období. Širší interval prognózy HDP můžeme dobře popsat právě existencí dvou alternativ průběhu fiskálních výdajů.

**Guvernér Tůma:** Dalo by se tedy prezentovat prognózu tak, že je zde řada nejistot a dnešní diskuse ukázala, že rizika uvnitř intervalu vidíme trochu asymetricky směrem k pozitivnějšímu obrázku.

**Viceguvernér Niedermayer:** Lze říci, že na základě uvedených předpokladů očekává část členů bankovní rady výsledek spíše v horní polovině intervalu prognózy.

**Guvernér Tůma:** Prognóza, byť s uvedenou modifikací, je v každém případě argumentem, proč je snížení sazeb smysluplné. K otázce financování deficitu běžného účtu podotýká, že by mu nevadila možnost prodat část devizových rezerv nakumulovaných v poslední době.

**Vrchní ředitel Racocha:** Souhlasí s tím, že fiskální impuls bude v příštím roce asi větší, než uvažuje základní scénář prognózy. Navíc i kdyby se podařilo utratit peníze v posledních dvou měsících tohoto roku, reálné dopady se dostaví až v roce 2003. Jsme ale trochu v zajetí předložené prognózy, protože ji budeme muset dnes prezentovat. Nedovede si představit, že bychom byli schopni vymyslet jiná čísla a promítnout je do zprávy o inflaci, kterou zveřejníme příští týden. Jsme dlouhodobě s prognózou pod cílem inflace, k tomu navíc řekneme, že snížíme celkem výrazně predikci HDP. Jak v této situaci vysvětlit případnou nečinnost?

K otázce kurzu se domnívá, že rizika jsou pořád ještě mírně asymetrická směrem ke zhodnocování. Střednědobý trend pořád hraje větší roli než úrokové diferencíaly mezi námi a ECB. Navíc finanční trhy již nějakým způsobem očekávají dnešní rozhodnutí. Navrhuje, že bychom si možná mohli udělat ještě jedno kolo diskuse o náhledu na fiskální vývoj i z důvodů externí komunikace.

**Viceguvernér Niedermayer:** Nesouhlasí s argumentem, že je obtížné rozhodnout se nereagovat, když nám klesá růst a inflace je pod cílovaným koridorem. Lze zastávat názor, že v současné situaci není možné adekvátně reagovat. Jsme malou otevřenou ekonomikou, která čelí poklesu vnější poptávky. To je náš zásadní problém.

**Vrchní ředitel Frait:** Měnové podmínky jsou uvolněné pouze ve své úrokové složce. Odhad nadhodnocení měnového kurzu ve výši 4,5 % je problematický, protože je ovlivněn metodou výpočtu. Pokud bychom si vzali předpoklady z dřívějšího, nadhodnocení kurzu je nyní vyšší. Na hodnotách kurzu, které jsou dnes, jsme ještě nedávno intervenovali. Bylo by nešťastné nyní tvrdit, že jsme s kurzem spokojeni. Ekonomice by pomohlo další uvolnění přes kurzový kanál.

**Guvernér Tůma:** Vrací se k politice devizových intervencí, zda ponechat v platnosti stávající mechanismus jako pojistku. Nyní jsme tak daleko od úrovně, kdy by sekce bankovních obchodů měla mandát něco dělat, že bychom asi stejně byli požádáni o svolání bankovní rady, pokud by se vývoj k této hranici blížil.

**Viceguvernér Niedermayer:** Nyní nevnímá stávající mechanismus příliš jako měnový nástroj, ale spíše jako „manažerský“ nástroj. Při stávajících intervenčních hladinách a objemu prostředků je to pouze něco, co nás nenutí svolávat se rychle, kdyby se něco stalo. Pro něj je alternativou buď stávající mechanismus ponechat nebo ho zrušit, ale nezkoušel by nějak doladovat jeho parametry.

**Guvernér Tůma:** Poznamenává, že i ředitel sekce bankovních obchodů je v zásadě indiferentní mezi uvedenými dvěma alternativami.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Nemá silný názor, je rovněž indiferentní. Je to spíše otázka naší schopnosti se operativně sejit, pokud by se něco dělo. Osobně jí zaujalo, že v prezentaci SMS nebyl vysloven žádný názor na devizové intervence.

**Ředitel SMS Čapek:** Otázka devizových intervencí nebyla přímo diskutována. Velká část diskuse ale byla věnována vyhodnocení, jaké síly ovlivňují devizový kurz v posledních dnech. To bylo dosti kritickým bodem i při argumentaci měnověpolitického doporučení, protože jsme dospěli k názoru, že vývoj kurzu není dán nějakými autonomními faktory, ale naší politikou v oblasti devizových intervencí, komunikací ČNB v posledních dnech a očekáváním poklesu úrokových sazeb. Nyní bude zajímavé otestovat, jaký vliv bude mít dnešní rozhodnutí bankovní rady na devizový kurz.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Je pro to zachovat stávající mechanismus z důvodu flexibility.

**Vrchní ředitel Racoča:** Vrací se ke svému názoru, který zastával již před měsícem, a je pro zrušení uvedeného mechanismu. Nebude mu však silně vadit, zůstane-li v platnosti s parametry nastavenými tak, že vzhledem k vývoji na trhu bude v zásadě nefunkční.

**Vrchní ředitel Frait:** Je pro ponechání mechanismu v platnosti.

**Viceguvernér Dědek:** Souhlasí s tím mechanismus ponechat a navíc dává ke zvážení, zda je potřeba vyslovovat písemný souhlas s jeho parametry každý týden, nebo zda nelze dát nějaký dlouhodobější mandát, například do odvolání.

**Viceguvernér Niedermayer:** Principem je zajistit, aby se něco dělo, než se sejde bankovní rada. Ta se schází každý týden a vždy je součástí složení účtů z intervenční strategie, na základě něhož může bankovní rada o něčem rozhodnout.

**Guvernér Tůma:** Lze tedy prodloužit horizont tak, že budeme o intervencích jednat vždy při řádných měnových jednáních. Byla by to pojistka v tom smyslu, že by sekce bankovních obchodů mohla něco dělat v případě potřeby. Pokud by se něco začalo dít, bankovní rada by o tom samozřejmě mluvila již následující čtvrtek či na mimořádném jednání. Parametry tedy zůstávají 30,30 CZK/EUR a objem 70 mil. EUR týdně.

**Guvernér Tůma:** Uzavírá diskusi a dává hlasovat o všech navržených alternativách měnověpolitického rozhodnutí, tj. o snížení úrokových sazeb o 0,50 %, snížení sazeb o 0,25 % bodu a ponechání sazeb na stávající úrovni.

### **III. Hlasování**

**Guvernér Tůma:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 % bodu.

**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 snížení úrokových sazeb o 0,25 % bodu.

**Vrchní ředitel Frait:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 % bodu.

**Vrchní ředitel Racoča:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 % bodu.

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

### **IV. Úkoly**

Nebyly uloženy.

### **V. Rozhodnutí**

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu na 2,75 % s účinností od 1.11.2002. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, tři členové byli pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni. Diskontní i lombardní sazba byly sníženy ve stejném rozsahu na 1,75 %, resp. 3,75 %.

Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 31. 10. 2002

Zapsal: Tomáš Holub, poradce guvernéra