







*sekce: V této tabulce jsou nominální úrokové sazby deflovány aktuální hodnotou inflace. V ex ante pohledu by to mohlo vypadat poněkud jinak vzhledem k tomu, že očekáváme pokles inflace v ČR.)*

**Viceguvernér Dědek:** Tuto tabulku chápe i jako určitou informaci pro ministra financí, že měnová politika v ČR není restriktivní a nepřátelská vůči základní prioritě vlády, kterou je urychlení hospodářského růstu. Tuto skutečnost nelze zásadně zpochybnit ani ex ante pohledem, rozdílnou fází hospodářských cyklů apod.

**Vrchní ředitel Racoča:** Upozorňuje, že prognózy měnové sekce předpokládají velkou synchronizaci hospodářského cyklu v Německu a ČR.

## II. Uzavřené jednání bankovní rady

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

**Guvernér Tůma:** Prezentace měnové sekce akcentovala některá rizika. Debata by se proto měla zaměřit na tato rizika, neměla by to asi být diskuse o celkové změně pohledu oproti minulé situační zprávě. Diskuse o rizicích by poté měla vést k měnově-politickému rozhodnutí a způsobu jeho komunikace veřejnosti.

**Viceguvernér Dědek:** Jako jedno z rizik byl v situační zprávě vyzdvihnout problém silného kurzu. Stále cítí potřebu vyjasnit si intervenční strategii ve světle očekávaných výrazných příjmů z privatizace. Bankovní rada by měla využít přítomnosti ministra financí a pohovořit s ním na téma, jak vidíme společnou odpovědnost za úroveň kurzu.

**Guvernér Tůma:** Informuje o záměru ČNB obrátit se oficiálně na vládu a připomenout dohodu z materiálu známého pod pseudonymem „privatizační účet“, která poukázala na společnou odpovědnost vlády a centrální banky za kurzový vývoj. Centrální banka má jednoznačnou odpovědnost zejména tehdy, pokud jsou toky kapitálu a kurzový vývoj determinovány výší úrokových sazeb. V současné době jsou však kapitálové toky ovlivňovány privatizací, která zároveň ovlivňuje i očekávání. Trh očekává, že dříve či později peníze z privatizace vstoupí na trh. V tom rozsahu, který se předpokládá, jsou však tyto peníze nekonvertovatelné. Proto je nutné již předem komunikovat mezi ČNB a vládou, abychom vyjasnili, jakým způsobem budou tyto peníze použity. Také MMF akcentuje potřebu definovat společnou strategii a jasně ji komunikovat trhu. Měla by být jasná nejen strategie načasování privatizace, ale i použití získaných prostředků. Z toho je pak možné odvodit intervenční strategii ČNB. Pokud budou použité prostředky relativně omezené, je možné je nechat vstoupit na trh. V úvahu připadá i bilaterální transakce mezi centrální bankou a vládou. Je však potřeba vzít také v potaz, že to má určité kvazi-fiskální implikace v podobě nákladů sterilizace. Je tedy nutno uvažovat i o tom, že by podmínky takové transakce odrážely náklady, které by z ní ČNB plynuly. Úkolem ČNB je nyní popsat celý problém a podat návrhy společného řešení vládě.

**Ministr financí Rusnok:** Informuje, že otázka společného postupu s ČNB při řešení mimořádných příjmů z privatizace byla předmětem jednání posledního předsednictva vlády. Vláda snahu o společný postup ze strany ČNB vítá. Bylo by vhodné připravit nejdříve dokument, který by analyzoval situaci a popsal možné alternativy řešení. Je nutné pokusit se i o analýzu, nakolik je kurzový vývoj výsledkem mimořádných očekávaných privatizačních příjmů a nakolik je výsledkem trendu, který existuje vzhledem k rostoucí propojenosti české ekonomiky s EU. Je zároveň potřeba vypracovat různé alternativní scénáře objemu privatizačních příjmů, protože realita může být složitější než očekávání a záměry vlády.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** V tomto kontextu by bylo dobré oprášit dokument „Strategie hospodářských politik v období přílivu zahraničního kapitálu“, který vláda vzala na vědomí již v roce 1999, a postupovat dle rámce vymezeného tímto dokumentem. Možná není ani tak důležité analyzovat poslední epizodu zhodnocení koruny, ale spíše znovu diskutovat budoucí příliv kapitálu, který trh očekává vzhledem k veřejným vyhlášením vlády. Je to také hodně o koordinaci informační politiky. Bylo by velmi užitečné, kdyby byla centrální banka informována s předstihem, aby současně s veřejným vyhlášením o každém dalším privatizačním kroku bylo možné ujistit trh o tom, že koordinace mezi vládou a centrální bankou je faktická a funguje.

**Viceguvernér Niedermayer:** Oddělit, do jaké míry se jedná o trend zhodnocování kurzu a do jaké míry hraje roli příliv kapitálu, je velmi obtížné, souvisí to jedno s druhým. Klade otázku na ministra financí, kolik prostředků z privatizačních příjmů hodlá vláda použít v příštím roce. Platí skutečně číslo kolem 40 mld. Kč (20 mld. Kč transfer do rozpočtu a zhruba 20 mld. Kč do mimorozpočtových fondů), nebo existuje mechanismus, který umožní vládě alokovat výdaje více v závislosti na objemu příjmů?

**Ministr financí Rusnok:** Velmi pravděpodobný je transfer do rozpočtu cca 20 mld. Kč, ovšem skutečný tok peněz lze vhodně načasovat. Vedle toho existují návrhy rozpočtů Fondu dopravní infrastruktury a Fondu rozvoje bydlení, kde se předpokládají transfery v rozsahu přes 20 mld. Kč. Tyto rozpočty jsou projednávány v Parlamentu. Ale i zde je možné použití prostředků rozložit v čase. Vedle toho nejsou známy žádné jiné nezbytné výdaje, resp. existují ještě nějaké závazky FNM z minulosti (dluhová služba, závazky k ČKA), ale i v jejich případě je možno aktivně řídit tok peněz. Takže prostor pro řízení kurzu je tady velký.

**Viceguvernér Niedermayer:** Jedná se tedy často o platby uvnitř vládního sektoru, které se dají lépe naplánovat.

**Viceguvernér Dědek:** Navrhuje na dnešní tiskové konferenci sdělit, že uvedené otázky byly diskutovány a došlo ke konsensu mezi ČNB a MF o společné zodpovědnosti za kurzový vývoj.

**Ministr financí Rusnok:** Upřesňuje formulaci. Došlo ke konsensu o tom, že se bude připravovat společný postup.

**Viceguvernér Dědek:** Souhlasí. Pro ČNB z toho plyne nutnost zmapovat různé varianty objemu privatizačního přílivu, náklady jednotlivých variant řešení apod. Informuje, že měnová sekce

připravila orientační propočty důsledků případných přímých odkupů privatizačních příjmů pro výsledovku ČNB.

**Guvernér Tůma:** Je nezbytné si uvědomit, že tu skutečně jisté kvazi-fiskální náklady existují, takže je třeba jednat i o jejich krytí v duchu uvedené společné odpovědnosti vlády a centrální banky. Konstatuje však, že zmíněné propočty bude ještě potřeba prodiskutovat.

**Vrchní ředitel Racoča:** Vítá informaci o vzniku uvedených propočtů, ale doporučuje je nyní nediskutovat, protože jednotliví členové bankovní rady neměli možnost se s nimi seznámit.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Je však skutečně nutné si uvědomit, že jsme se ocitli v nové situaci. Náklad, který vzniká v souvislosti s řešením problému přílivu kapitálu, je nezpochybnitelný. Ať už k tomu vláda zaujme jakoukoli pozici, je nutné zdůraznit, že ten dopad je fiskální, tj. dříve nebo později dopadne na fiskální sféru. Pokud se však podaří problém společně rozložit v čase, bude to z národohospodářského hlediska výhodnější, než kdyby byl ponechán pouze na bedrech centrální banky, a byl pak odhalen naráz. Novou současnou situací je v tom, že by vláda měla začít přímo participovat na krytí nákladů kurzového problému.

**Guvernér Tůma:** Obrací diskusi zpět od otázek bilance ČNB k problematice měnové politiky. Jedním z významných argumentů, které uvedla měnová sekce mezi důvody pro snížení sazeb, je vývoj ve vnějším sektoru - zpeňování koruny či vývoj cen ropy. Padla zajímavá otázka, nakolik má na tyto věci, spadající z hlediska cílování inflace mezi výjimky, reagovat měnová politika. Souvisí to i s otázkou, na kolik se na vývoj kurzu dívat optikou indexu měnových podmínek. Posilování kurzu na jednu stranu znamená zpřísnění měnových podmínek, na druhou stranu ale víme, že to nelze brát jako automat, že by na zpeňování kurzu měly reagovat sazby.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Když se podíváme na prognózu inflace, tak vidíme, že zůstává v horizontu nejučinnější měnové transmise nezměněna. Ale poslední údaje celkem přesvědčivě ilustrují sílu poklesu inflačních tlaků. Meziměsíční změny všech sledovaných cenových indexů byly nižší než predikce. Skutečné hodnoty všech nákladových faktorů, u kterých je možno předpokládat víceméně bezprostřední vliv na domácí inflaci, byly také nižší než v referenčních scénářích. Inflační očekávání podniků i domácností klesají. Z poněkud záhadných důvodů prognóza předpokládá, že tento pokles inflačních tlaků bude během 4 čtvrtletí eliminován, ale není jasné čím, když narůstá pravděpodobnost realizace alternativního scénáře vývoje poptávky. Ponechávání nezměněné predikce v horizontu 4 čtvrtletí a dále je tedy nutno vnímat spíše jako rezignaci na aktualizaci predikce za horizontem roku 2002 v „malé“ situační zprávě než jako důsledek pouhé materializace dočasného nákladového šoku, který bude posléze něčím vyrovnán. V tomto kontextu není použití mechanismu výjimky adekvátní reakcí.

**Viceguvernér Niedermayer:** V centru úvah opravdu stojí otázka, k jak výraznému zpomalení ekonomického růstu dojde. O vývoji kurzu můžeme vést dlouhé diskuse, nicméně je pravda, že z naší Dlouhodobé měnové strategie implicitně jakési zhodnocení plyne, a řídit toto zhodnocení na jednotky procent je velmi obtížné. Za normálních okolností bychom proto nemuseli být kurzovým vývojem tak enormně znepokojeni. Aktuální domácí čísla z hlediska vývoje inflace ukazují na růst peněžní zásoby téměř o 12 % meziročně, pokračující fiskální expanzi, poměrně

vysoký růst nominálních mezd a zrychlování reálných mezd z důvodu poklesu inflace. Domácí poptávka roste poměrně slušně. Všichni ale zřejmě cítíme potřebu jednat obezřetně se zaměřením do budoucnosti. Tam vidíme vývoj poměrně špatně, i když to nejsme schopni převést do čísel. Poněkud problematické je soustředit se pouze na HDP v Německu jako na ukazatel vnější poptávky, některé „kratší“ indikátory ukazují velmi výrazné zhoršení. Dopad do zveřejňovaných čísel vývozu je poněkud zkreslen tím, že vznikla řada nových vývozních kapacit, ale to nám nic neříká o tom, zda-li dynamika vývozu existujících firem výrazně neklesá. Celkově se tedy nebudeme jen o rizicích. Náš skutečný výhled růstu českého HDP proto není 3,9 % s riziky dolů, ale např. 2,5 % se symetrickými riziky.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Vidí problém v tom, že alternativní scénář situaci nevyjasňuje, ale spíše zamlžuje (viz první část diskuse). Dnešní diskuse i text situační zprávy jsou vedeny tak, že rostou rizika naplnění alternativního scénáře. Novým prvkem oproti 10. situační zprávě je rozpracování implikací tohoto scénáře do inflace, které však zatím nebyly přesně kvantifikovány. Tyto dopady do inflace podporují doporučení výraznějšího snížení sazeb více než kurzový problém. Z hlediska komunikace na veřejnost není vhodné po „malé“ situační zprávě říkat, že se změnila prognóza inflace v důsledku změny referenčního scénáře cen ropy. Už vůbec bychom pak neměli argumentovat, že se snížením sazeb snažíme ovlivnit kurz. Můžeme konstatovat, že se posilují naše obavy z naplnění horšího scénáře, a že v důsledku toho vnímáme jako podstatně nižší potenciál inflačních tlaků, což nám dává prostor reflektovat také zhoršující se výhled růstu.

**Viceguvernér Dědek:** Sazby by se měly jednoznačně snížit a diskuse je pouze o rozsahu (osobně se přiklání ke snížení o 1/2 % bodu). Po významném inflačním výkyvu během léta se dostáváme prakticky do stejného bodu jako předtím, u čisté inflace jsme nyní dokonce níže. V této souvislosti připomíná svou úvahu z února 2001, kdy bylo provedeno snížení sazeb o 1/4 procentního bodu. Odvolává se na dikci zákona o ČNB, která říká, že pokud je vývoj inflace v pořádku, měla by měnová politika podporovat růst. Hospodářský růst v současnosti takovou podporu potřebuje jednak kvůli globálnímu zpomalení, jednak kvůli posilování měnového kurzu, které přichází v nevhodnou dobu. Oba tyto faktory míří stejným směrem, tj. k poklesu sazeb, takže nenastává konflikt. Nevidí problém komunikovat na veřejnost, že silný kurz byl jedním z faktorů rozhodování, není to v rozporu s logikou cílování inflace. Znovu upozorňuje na aktuální znehodnocení kurzu téměř na hodnotu 33,3 Kč/EUR, které potvrzuje existenci vazby vývoje kurzu na očekávání o akcích ČNB. Za poslední důvod pro snížení sazeb považuje i skutečnost, že pokles inflace není jen důsledkem pozitivního nákladového šoku, který by zakrýval jinak vztlínající trend inflace, ale dochází ke zklidnění cenového vývoje například i v sektoru neregulovaných neobchodovatelných komodit.

**Vrchní ředitel Racoča:** Nevidí, že by zatím vznikaly zásadní rozpory s výjimkou hodnocení alternativního scénáře ekonomického vývoje. To vede k úkolu lépe vyjasnit mechanismus přípravy situačních zpráv. Z věcného hlediska se oproti situaci před měsícem částečně snížilo riziko plynoucí ze mzdového vývoje. Z hlediska zákonné role ČNB připomíná nedávno schválenou změnu ústavy, že cílem ČNB je péče o cenovou stabilitu. Současná prognóza inflace je však v horizontu transmise v koridoru a rizika jsou směrem dolů, takže ČNB v žádném případě nebude kompromitovat dosažení cíle snižováním sazeb a podporou růstu, čímž se částečně přihlásíme i k naší širší národohospodářské zodpovědnosti. Na druhou stranu však opět

upozorňuje, že ani současné nastavení sazeb není restriktivní, je minimálně neutrální. K argumentu měnové sekce, že případné snížení sazeb ulehčí dluhovou službu podnikům, poznamenává, že toto ulehčení půjde na úkor vkladatelů, kteří již v současnosti dostávají záporné reálné úrokové sazby. ČNB si při svém rozhodnutí musí být této skutečnosti vědoma. Z hlediska komunikace doporučuje soustředit se na rizika prognózy. Opět se táže na to, jak symetricky uplatňujeme institut výjimek u cen ropy.

**Vrchní ředitel Frait:** Ropu považuje za plně exogenní faktor, který stěží můžeme používat pro komunikaci rozhodnutí. Tento faktor přesto může mít na naše rozhodování vliv, pokud si myslíme, že pokles cen ropy oproti referenčnímu scénáři je dlouhodobější. Osobně se domnívá, že dlouhodobější může být, což představuje určitý argument pro snižování sazeb. Pokud jde o kurz, který je „slabě endogenním faktorem“, vyjadřuje uspokojení nad skutečností, že slabně opozice proti jeho názoru, že úroková politika může být v režimu cílování inflace určitým substitutem (i když ne dokonalým) intervencí. Relativně silná hodnota koruny vůči euru je určitým argumentem pro snížení úrokových sazeb, ale nedoporučuje to takto komunikovat. Upozorňuje mimo jiné také na trend zlepšujících se směnných relací, který se netýká pouze cen surovin. To by mohlo tlačit na vyšší rovnovážné zhodnocování koruny, než považujeme za rovnovážné. Celkově se také kloní ke snížení sazeb o 1/2 % bodu s tím, že se na trhu alespoň nevytvoří očekávání dalšího poklesu sazeb. K argumentu nízkých úrokových sazeb z vkladů poznamenává, že na druhou stranu je jistou kompenzací růst eurové hodnoty těchto vkladů.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Vrací se k diskusi o dikci zákona o ČNB a poznamenává, že paragraf hovořící o podpoře hospodářského růstu byl ze zákona vyškrtnut Ústavním soudem. Nebrání se identifikování kurzu jako jednoho ze základních parametrů rozhodování o snížení sazeb. Není problém to učinit v kontextu cílování inflace, kurzový vývoj má přinejmenším implikace pro rizika inflace i růstu směrem dolů. Dlouhodobější výhled domácí poptávky je stabilní také s určitými riziky směrem dolů a zároveň oslabuje zahraniční poptávka, takže lze argumentovat i potenciálním zhoršením konkurenceschopnosti našich vývozců v reakci na poslední kurzovou volatilitu. To zpomaluje náš návrat směrem k potenciálnímu produktu, ekonomika se pravděpodobně bude po celý příští rok a možná i dále nacházet pod ním.

**Ministr financí Rusnok:** Z debaty jasně plyne, že alternativní scénář s poklesem ekonomického růstu je velmi reálný. V souvislosti s tím dochází ke snižování nerovnováh (vnější nerovnováhy i inflačních tlaků). Otázka je, jak velké a dlouhé snížení ekonomického růstu lze očekávat, a co se bude s ekonomickými nerovnováhami dít následně, protože po období nižšího růstu tyto rovnováhy zřejmě opět narostou. Úvaha o snížení sazeb je v současném kontextu na místě bez ohledu na to, zda je podpora ekonomického růstu explicitně zmíněna v zákoně o ČNB či nikoli.

**Viceguvernér Niedermayer:** Cenovou stabilitu je možné zajistit jen tehdy, když ekonomika osciluje blízko potenciálu. Z tohoto hlediska není rozpor mezi stabilizací inflace a působením na HDP. Rizika budoucího vývoje nyní plynou z poklesu poptávky, takže je adekvátní přijmout opatření k podpoře poptávky a měnová politika v tom musí sehrát svou roli. Otázkou je, co může měnová politika udělat, což záleží na důvodech poklesu poptávky. Měnová politika může být efektivní při stimulaci poptávky (i když tato dodatečná poptávka asi bude směřovat do jiného

segmentu zboží, než po kterém klesá zahraniční poptávka). Úvaha o stabilizaci ekonomiky kolem potenciálu je tedy asi nejčistší, kurz hraje jen vedlejší roli.

**Guvernér Tůma:** Úvahy o roli centrální banky při podpoře hospodářského růstu považuje za nadbytečné a neproduktivní. Centrální banky jsou v posledním desetiletí vnímány primárně jako strážci cenové stability, která je jednou z podmínek dlouhodobého udržitelného růstu. Vrací se k problému aplikace výjimek. Upozorňuje na problémy s jejich komunikací v minulosti. Zastává názor, že nelze paušálně říci, že na exogenní šoky se nemá vůbec reagovat. Dlouhodobějším šokům se musí ekonomika přizpůsobit a měnová politika na tom může participovat. Proto bychom se mohli pokusit i o komunikaci přes měnový kurz, přestože jeho krátkodobé výkyvy spadají mezi výjimky – v současné době je však odchylka výraznější a dlouhodobější, takže je to možné zmínit jako relativně významný argument pro reakci měnové politiky. Z pohledu cílování inflace je to především o tom, že klesají inflační rizika, inflační očekávání apod., a mezi faktory zde patří kurz, cena ropy i globální ekonomické ochlazení (které je zřejmě nejvýznamnější). Již po minulé situační zprávě jsme komunikovali asymetrické vnímání rizik, a to do té míry, že jsme poprvé dokonce zveřejnili alternativní scénář. Dnes můžeme ještě o něco více zdůraznit asymetrii rizik, nemusíme přistoupit k nějakému přehodnocení prognózy a přechodu na alternativní scénář.

**Vrchní ředitel Racoča:** Táže se ředitele měnové sekce na jeho názor na komunikaci vlivu cen ropy při rozhodování o sazbách. K otázce dikce zákona o ČNB poznamenává, že paragraf vpuštěný Ústavním soudem přesně odpovídá dikci statutu ECB.

**Viceguvernér Dědek:** V každém případě je centrální banka nezávislá, ale musí existovat jistý spojovací můstek na politiku vlády. Dikce statutu ECB je významná z toho důvodu, že zakládá jasnou hierarchii cílů. V otázce komunikace rozhodnutí zastává názor, že by měla odrážet argumenty, které zazněly v diskusi bankovní rady. Nevidí důvod neříkat, že jsme změnil referenční scénář cen ropy i prognózu inflace (i když nemusíme říci, jak moc jsme prognózu změnil). Aplikaci institutu výjimek nepovažuje za aktuální, protože výjimky jsou z plnění inflačního cíle, my však momentálně míříme do cíle. Pokud je však inflace v cílovém koridoru, neměli bychom podle logiky cílování inflace měnit sazby. Proto je důležitá zmíněná dikce zákona, která by nás měla nutit podpořit růst, pokud to nenaruší dosažení cíle.

**Vrchní ředitel Frait:** Zpochybňuje paralelu s ECB. ČNB na rozdíl od ECB operuje ve velmi přesně definovaném režimu cílování inflace. K tomu patří i velmi přesně definovaná komunikační strategie, a pokud se od ní budeme odchylovat, bude nám to činit obtíže.

**Ředitel měnové sekce Čapek:** K otázce na použití institutu výjimek u cen ropy poznamenává, že nikdy nelze přesně izolovat prvotní impuls od následných cenotvorných mechanismů. Ten prvotní impuls je navíc spojen s celou řadou dalších faktorů, které se kombinují. Současný pokles cen ropy rovněž není nějakým izolovaným, náhodným faktorem. Zapadá do celkového makroekonomického kontextu a zpětně ho sám ovlivňuje (přes inflační očekávání apod.). Je tedy třeba vidět, že za zpomalením inflace stojí mimo jiné pokles cen ropy a další nákladové faktory, nicméně je zároveň legitimní říci i to, že uvedené nákladové faktory jsou jedním z důvodů pro reakci měnové politiky.

### III. Hlasování

**Guvernér Tůma:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 50 bazických bodů.

**Viceguvernér Dědek:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 50 bazických bodů.

**Viceguvernér Niedermayer:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 50 bazických bodů.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 50 bazických bodů.

**Vrchní ředitel Frait:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 50 bazických bodů.

**Vrchní ředitel Racoča:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 50 bazických bodů.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 50 bazických bodů.

### IV. Úkoly

- Vyjasnit metodické rozdíly mezi výpočtem úrokové marže v měnové sekci a bankovním dohledu.
- Interně vyjasnit postup při vypracovávání situačních zpráv (zejména problém tvorby alternativních scénářů)."

"

### V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně, tj. hlasy všech svých sedmi členů, snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,50 procentního bodu na 4,75 % s účinností od 30.11.2001. Diskontní i lombardní sazba byla snížena ve stejném rozsahu na 3,75 %, resp. 5,75 %.