

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 31. července 2003**

**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 7. situační zprávy**

**Viceguvernér Niedermayer:** Situační zpráva naplnila určité obavy ze způsobu, jakým vytváříme prognózy. Nedošlo k výraznějšímu přehodnocení většiny důležitých faktorů, jako je například mezera výstupu. Krátkodobý vývoj odpovídá minulé prognóze. Přesto dostáváme úplně jiný pohled na inflaci. K tomu došlo různými změnami předpokladů o rovnovážných veličinách, reziduích apod. Do těchto změn je velice špatně vidět. Dá se například polemizovat s formulací, že došlo k „pozvolné změně“ kvantifikace rovnovážného tempa reálné apreciace. Během jednoho a půl roku se jedná o snížení odhadu téměř na polovinu. To je změna téměř revoluční, osobně s ní má problém. Signály z ekonomiky, například vývoj obchodní bilance, naznačují, že význam kurzu je spíše velký. Za relevantní považuje hypotézu ze stanoviska poradce, že vliv kurzu může být relativně silný a rozložený do delšího časového období. Provedená změna v predikci má tedy málo spolehlivý základ. Vzniká otázka, zda takovéto změny elasticit nejsou účelové, aby prognóza nějak vyšla, a teprve následně se hledá vysvětlení. Postup by měl být opačný, od ekonomické diskuse směrem k prognóze. Pochybnosti má i o hodnocení úrokové složky měnových podmínek. Domnívá se, že argumenty ve prospěch alternativního scénáře s vyššími inflačními očekáváními a uvolněnějšími reálnými sazbami jsou silnější než zaznělo. Úvěrová emise roste v úrokově nejcitlivějším segmentu, což jsou např. hypotéky, rychle roste peněžní zásoba M1. Možná měl být tento alternativní scénář základním. Z uvedených důvodů navrhuje uložit některé úkoly, směřující ke zvýšení vnitřní transparentnosti predikce.

**Viceguvernér Dědek:** Došlo k významnému přehodnocení prognózy inflace. Má dojem, že se nacházíme v jakémsi zajetí modelového rámce, na úkor respektování ekonomických faktů. V situační zprávě postrádá dokumentování nosných tezí ekonomickou realitou. Například se může těžko smířit s tezí, že působení úrokových sazeb je restriktivní. Nelze ji sladit s vysokým růstem úvěrů domácnostem. Úvěry domácím podnikům sice stagnují, ale podniky si nestěžují na vysoké úrokové sazby jako na příčinu tohoto vývoje, uváděny jsou spíše jiné faktory. Došlo ke zvýšení míry úspor, spojitost s reálnými úrokovými sazbami je však těžké nalézt. Osobně je mu sympatičtější alternativní scénář vycházející ze zjišťovaných inflačních očekávání. Při argumentaci vůči veřejnosti bychom měli využívat reálné sazby vypočtené právě na základě tohoto ukazatele. Diskuse o působení kurzu rovněž vyvolává dojem, že se jedná o účelovou argumentaci, snažící se pouze respektovat logiku modelu.

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): O mírném zpřísnění úrokové složky měnových podmínek skutečně existuje velká nejistota, proto byl také zpracován alternativní scénář. Nicméně stylizovaným faktem z literatury je, že inflační očekávání jsou z velké části adaptivní. Pozorovaný růst míry úspor je významný signál možného vnímání úrokových sazeb jako spíše vyšších.*

**Vrchní ředitel Racoča:** Připojuje se k předchozím pochybnostem o nové prognóze. Pro dokreslení změny v pohledu na ekonomiku cituje vyjádření SMS z dubnového protokolu

z jednání Bankovní rady: "Očekává se natolik výrazné urychlení inflace, že by bylo překvapivé, kdyby na ně inflační očekávání nereagovala růstem převyšujícím očekávané zvýšení nominálních sazeb." Z dnešního jednání by měl vzejít úkol pro bankovní radu v krátké době absolvovat fundamentální diskusi o fungování predikčního aparátu v ČNB. Pro dnešní rozhodování to však není příliš relevantní.

**Guvernér Tůma:** Vyzývá sekci měnovou a statistiky (dále jen SMS), aby se ve svých odpovědích zaměřila zejména na otázky podstatné pro dnešní měnové rozhodování s tím, že diskuse k technikám predikce bude ponechána na jinou příležitost.

**Viceguvernér Niedermayer:** Náš odhad mezery výstupu je podstatně větší než v analýzách MF ČR, ale s prognózu inflace se nyní dostáváme na úroveň ministerstva. Průměrný růst ČR se za delší období systematicky pohybuje pod námi odhadovaným potenciálním tempem, mezera výstupu je neustále záporná. Je potřeba si položit otázku, zda je to důsledek fatálně špatné politiky, nebo jestli je problémem metodologie našich analýz. V příloze situační zprávy se mimo jiné objevuje graf, který ukazuje, že využití kapacit je nejvyšší za celé období sledování této veličiny. Z toho celkově plyne dotaz, nakolik robustní je naše kvantifikace produkční mezery ve výši cca 2,5 % bodu a jejích ekonomických implikací.

*Odpoověď SMS: Způsob výpočtu mezery výstupu v ČNB se liší od přístupu MF ČR, založeném na metodě produkční funkce. V našem případě vychází z analýzy, jaké nerovnovázné tlaky v ekonomice pozorujeme. Nižší než očekávaná inflace nás vedla k tomu, že jsme zvětšili odhad mezery výstupu přesto, že růst HDP byl v 1. čtvrtletí 2003 lepší než predikce. Systematicky záporná mezera výstupu není důsledkem nadměrně přísné úrokové politiky. V letech 1999-2001 docházelo k rychlému uzavírání této mezery, pak ale ekonomiku zasáhly další negativní šoky – zhodnocení kurzu, zpomalení ve světě. Úrokové sazby byly relativně uvolněné, nestačily však uvedené šoky kompenzovat.*

**Vrchní ředitel Frait:** Klíčovou inovací aktuální prognózy je expertní zvýšení dopadu záporné mezery výstupu do trajektorie ekonomického oživení a inflace. Znamená to, že na uvolnění měnových podmínek reaguje výstup a inflace méně a pomaleji v celém průběhu prognózy, nebo pouze s větším zpožděním? V dubnové prognóze bylo vidět, že se mezera výstupu po uvolnění měnových podmínek poměrně rychle uzavírá a rychle narůstají inflační očekávání. Považoval by za logičtější, kdyby reakce mezery výstupu a následně inflace na změny měnových podmínek nebyla tak agresivní, kdyby její "sklon" byl pozvolnější. Z nové predikce má pocit, že se reakce ekonomiky pouze odložila trochu do budoucnosti, ale stále je poměrně prudká. Jaké jsou mechanismy, na jejichž základě byla dosažena tato změna prognózy?

*Odpoověď SMS: Ke zvýšení vlivu mezery výstupu na inflaci nedošlo v modelové prognóze, ale v krátkodobé predikci přebírané na první tři čtvrtletí. Zkušenost z let 1999-2001 ukazuje, že uzavírání mezery výstupu by po uvolnění měnových podmínek mělo být relativně rychlé. V současnosti však proti němu bude působit další šok v podobě reformy veřejných financí.*

**Viceguvernér Dědek:** Zpochybňuje, zda je legitimní diskutovat aplikaci institutu výjimek v situaci, kdy cíluje celkovou inflaci a její prognóza míří do cílovaného koridoru. V dubnu bylo korektní výjimku využít a sazby nezvýšit, když inflace mířila nad cíl z důvodů administrativních změn. Nyní by však aplikaci výjimky považoval za problematickou, rovnající se přeskokování zpět k cílování čisté inflace.

*Odpoověď SMS: Vyhlášený cíl celkové inflace abstrahuje od změn nepřímých daní a deregulaci cen odchylovajících se od normálního rozsahu. Dá se proto říci, že de facto stále cíluje čistou inflaci. V prognóze se to projevuje tak, že reakce úrokových sazeb abstrahuje od primárních úprav nepřímých daní. Rozdíl oproti předchozímu systému je ovšem ve veřejné komunikaci. Pokud uděláme rozhodnutí konzistentní s prognózou celkové inflace, výjimku uplatňovat nemusíme, protože prognóza inflace bude v cíli. Uplatnění výjimky je věcí komunikační fáze měnové politiky.*

**Viceguvernér Niedermayer:** K zásadnímu obratu dochází ve vývoji platební bilance. Může se stát, že předurčené toky zejména v bilanci výnosů povedou ke stále větším deficitům. Při 15% míře výnosů PZI by to znamenalo deficit 150-200 mld. Kč ročně. Pokud k tomu připočteme – sice zlepšující se, ale stále deficitní – obchodní bilanci, vzniká otázka financovatelnosti. Postrádá diskusi, zda tento faktor způsobil neočekávané, ale pro něj osobně vítané, znehodnocení kurzu. Rovněž se táže, zda nemůžeme před vstupem eurozóny ještě čelit určité krizi platební bilance.

*Odpoověď SMS: Na základě údajů podniků pod zahraniční kontrolou je míra zisku zahraničních investorů v jednotlivých odvětvích velmi rozdílná, v průměru však dosahuje cca 7,0-7,5 %. Dalším indikátorem je podíl výnosů z PZI a celkové zásoby PZI v posledních dvou letech, který naznačuje výnos 10 až 11 %. Otázkou je samozřejmě vývoj objemu i výnosnosti zahraničních investic do budoucna. Základní odhad příštího vývoje je odvozen od odvětvové struktury investiční pozice přímých investic, rozdílů v životním cyklu a očekávané konjunkturální situace domácí i zahraniční ekonomiky. Pro tento a následující rok však, v souladu s nižším očekávaným přílivem PZI, nepředpokládáme dramatický nárůst deficitu bilance výnosů. Větším rizikem je možný nárůst podílu transferovaného zisku.*

**Viceguvernér Dědek:** Připojuje se k dotazu o financovatelnosti běžného účtu. Zdá se, že se již můžeme nacházet na hraně, zejména pokud vedle přímých investic vezmeme v potaz i velký odliv portfoliových investic. Je možné očekávat, že tento odliv bude vykompenzován ostatními investicemi?

*Odpoověď SMS: Pro rok 2003 odhadujeme schodek běžného účtu na úrovni 140 mld. Kč. Příliv přímých investic čekáme ve výši 130-135 mld. Kč, takže tu nepatrný rozdíl existuje. Ve srovnání s předchozími lety je nepříznivou informací klesající objem neprivatizačních přímých investic po vyloučení reinvestic zisků. U ostatních investic je predikce obtížná, jsou určitou bilanční položkou. Nicméně SMS sleduje spolu s vývojem portfoliových investic i vybrané položky ostatních investic (aktiva a pasiva obchodních bank), u kterých lze předpokládat určitou spojitost. V minulém roce dosáhl odliv portfoliových investic do dluhových cenných papírů asi 67 mld. Kč, ale zároveň příliv ostatních investic v položce krátkodobá aktiva obchodních bank činil cca 120 mld. Kč. Pro rok 2003 předpokládáme, že odliv portfoliových investic do dluhových cenných instrumentů bude ve značné míře kompenzován přílivem ostatních investic, poklesem aktiv obchodních bank.*

**Viceguvernér Niedermayer:** Konstatuje, že by bylo užitečné při hodnocení dat platební bilance vždy uvádět, jaká data jsou robustní, a jaká představují pouze odhady a extrapolace.

**Vrchní ředitel Racoča:** Ministerstvo financí zveřejnilo svůj předpoklad o vývoji veřejných rozpočtů tento měsíc, tj. je velmi čerstvý. My máme velmi odlišný názor. Kdo má ve svém predikčním aparátu chybu? A pokud máme pravdu, že výsledek bude lepší než odhad

ministerstva, nejsme příliš optimističtí co do rozsahu této odchylky? Za druhé, s ohledem na vývoj hypotéčních úvěrů jsou pro nás významné informace o cenách nemovitostí. K čemu je však užitečný údaj za rok 1999 uvedený v situační zprávě?

*Odpověď SMS: Naplnění predikce MF ČR by znamenalo velký fiskální impuls, jaký dosud nikdy nebyl realizován, a to ani v letech masivních privatizačních příjmů. To nepovažujeme za realistické. Mechanické převzetí čísel ministerstva by naši prognózu velmi rozkolísalo. Proto byl jeho výhled korigován na základě minulých zkušeností, nejedná se však o vlastní, alternativní predikci fiskálního vývoje. Údaje o cenách nemovitostí jsou bohužel k dispozici s tak velkým zpožděním, že jsou pro nás momentálně nepoužitelné. Vedeme jednání s ČSÚ a asociací realitních kancelářů, abychom získali přístup k aktuálnějším informacím.*

**Vrchní ředitel Frait:** Na str. 27 se nově objevuje srovnání reálného kurzu podle indexu cen průmyslových výrobců a jednotkových nákladů práce. Zároveň je diskutováno, že zvýšené náklady práce by mohly být částečně kompenzovány nižšími reálnými náklady pořízení kapitálu. To je kvalitativně určitě pravda, ale lze tento efekt na základě dostupných dat nějak kvantifikovat? K diskusi rychlosti oběhu peněz poznamenává, že zde existuje jasný trendový pokles, zatímco na str. 41 se říká, že v budoucnosti tato rychlost poroste. Proč? Na závěr si klade řečnickou otázku, zda by SMS zvažovala alternativu snížení sazeb o 0,50 % vs. 0,75 %, pokud by bankovní rada minulý měsíc již nepřistoupila k jejich snížení.

*Odpověď SMS: Dlouhodobě rychlost obrátu peněz skutečně klesá. Nicméně aktuální predikce vývoje peněžní zásoby, inflace a ekonomického růstu implikuje krátkodobě zvýšení rychlosti oběhu.*

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

**Guvernér Tůma:** V prezentaci byly zmíněny tři alternativy rozhodnutí: ponechání sazeb, jejich snížení o 0,25 procentního bodu a snížení o 0,50 procentního bodu, přičemž vážněji byly diskutovány první dvě varianty. Máme novou prognózu, která je hodně jiná. Už minule jsme předpokládali, že predikce bude níž, ale i tak to bude z pohledu komunikace asi poměrně náročné. Zazněl návrh zamyslet se také nad uložením úkolů SMS či svolání porady s experty na téma tvorby predikce.

**Viceguvernér Niedermayer:** Změna predikce je hodně podstatná, ukazuje na ošidnost změn na "nižších patrech" prognózy. Vzniká dojem, že na začátku není diskuse o ekonomickém příběhu, ale dominuje spíše snaha dosáhnout nějakých čísel. Osobně vnímá jako povzbudivé zlepšování obchodních deficitů i přes pokračující slabou konjunkturu hlavních obchodních partnerů. Role kurzového kanálu je tedy možná důležitější, než si myslíme. Zároveň se mu zdá, že nadhodnocujeme význam úrokového kanálu. Objevuje se úvaha, že zrychlení ekonomického růstu bude při zpomalování růstu spotřeby dáno růstem investic, stimulovaným nízkými úrokovými sazbami. Osobně si myslí, že investice může stimulovat poptávka po českém zboží, nedostatek kapacit, a tedy oživení světové konjunktury. Pochybuje, že toho můžeme dosáhnout změnou našich úrokových sazeb. Navíc má pocit, že ekonomičtí agenti vnímají přísnost úrokových podmínek trochu jinak, než je naznačeno v modelu. Adaptabilita očekávání může narážet na nějakou dolní mez. Celkově si myslí, že role uvolněného měnového kurzu může být větší a zároveň úrokové sazby nemusí působit tak restriktivně, což by znamenalo příznivější nastavení měnových podmínek. Zároveň nelze zcela ignorovat argument, že bychom měli mít

sazby nejnižší, jak je možné, ale přínos toho vidí jako relativně malý, pokud nesledujeme nějaký specifický cíl, například oslabení kurzu.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Základním problémem je skutečnost, že velikost změn predikce nevyhnutelně ukazuje na proces její tvorby jako takový, více než na fundamentální vyznění prognózy. Problém zřejmě spočívá v integraci střednědobé a krátkodobé části predikce, detailech prognostického procesu, zapojení bankovní rady, práci s inflačními očekáváními, mezerou výstupu, reakční funkcí apod. Nemáme proto jistotu, zda jsme schopni rozpoznat změny trendů, obraty v průběhu cyklu atd. V korekci predikce jsme mohli přestřelit, realita intuitivně leží někde mezi dubnovou a aktuální predikcí. Dnešní rozhodování je tedy primárně o tom, zda můžeme ještě jednou aplikovat pravidlo snažit se držet sazby co nejnižší. Předložený příběh tuto možnost naznačuje, osobně má ale pocit, že situace tak jednoznačná není. Ekonomika se nepochybně ožíví, mezeru výstupu se bude uzavírat, vnější prostředí se také zrychlí. Poptávkové tlaky v ekonomice tedy budou zcela jistě narůstat, otázka visí nad jejich intenzitou a časováním. Je velmi pravděpodobné, že se nacházíme na spodní hraně cyklu. Nejistota je velká, ale informace získané od dubna lze obtížně považovat za dostatečné pro tak velkou změnu náhledu. Proto váhá, jak se má rozhodnout.

**Guvernér Tůma:** Připomíná minulé stanovisko poradce, že riziko chyby v rozhodování je relativně malé. Má pocit, že obdobná situace je i nyní. Obě alternativy rozhodnutí si lze představit a komunikovat. Aktuální prognóza potvrzuje opodstatněnost snížení sazeb z předchozího měsíce. Prostor pro pokles sazeb tu stále je. Měnová politika však nemůže vykompenzovat všechny šoky v krátkém období. Byli jsme poměrně agresivní, sazby jsou na takové úrovni, kdy jejich další snižování příliš nové ekonomické aktivity přinést nemůže, investice se zřejmě dramaticky neožíví. Kurzová složka přispěla k uvolnění měnových podmínek. Zároveň jsme však i nadále významně pod potenciálem. Riziko skokového obratu u nás i v zahraničí je minimální, oživení v SRN se dále odkládá. Měnové podmínky jsou nastaveny adekvátně, rozhodně však nepovedou k žádnému dramatickému stimulu. Transmisní mechanismy šoků mohou být – při dlouhodobém pohybu pod potenciálem a v nízkoinflačním prostředí – utlumeny. Riziko plynoucí z případného snížení sazeb tedy není příliš velké. Další věcí je skutečnost, že očekávání trhu nyní předpokládá stabilitu sazeb. Ale až publikujeme prognózu, stejně podpoříme očekávání na pokles sazeb a výnosová křivka se pohne dolů. Lze tedy hájit obě možné alternativy rozhodnutí, pohybujeme se někde na hraně, což bylo vidět i na hlasování před měsícem.

**Viceguvernér Dědek:** Oproti předchozí prognóze dochází k razantní změně. Minule byla vyhlášena výjimka, že nebudeme zvyšovat úrokové sazby navzdory přestřelování cílovaného koridoru. Teď se dostáváme do opačné situace. Částečně je nutno dát SMS zapravdu v tom, že v minulých měsících se oproti předpokladům odchylovala směrem dolů korigovaná inflace bez pohonných hmot. To podporuje hypotézu, že možná působí silnější desinflační trend, než jsme si mysleli. Nedošlo k pravidelnému sezónnímu zvýšení cen rekreací, což může dokumentovat tezi o silném vlivu konkurence na udržování nízkoinflačního prostředí. Otázkou však je, zda je to dostatečný důvod pro razantní změnu prognózy. V situační zprávě cítí deficit ukotvení reálnými fakty, předložený příběh se jeví vyumělkovaně ve své modelové i krátkodobé části. Názor na změnu transmise nepůsobí robustním dojmem. Měnová politika by se neměla dostat do vleku výkyvů v predikčním vidění, když máme o prognostickém systému jisté pochybnosti. Osobně má

blíže k alternativnímu scénáři, v němž se pracuje s jiným pohledem na inflační očekávání, opřeným o anketní zjišťování. To vede k úvaze, že nastavení měnových podmínek je poměrně volné a není nutno čelit samovolnému rychlému zpřísnování úrokové složky. K uvolňování dochází prostřednictvím kurzové složky, i když máme nejistotu o jeho velikosti. Současný kurz je navíc slabší než referenční scénář. Panuje nejistota o fiskální reformě. V prezentaci zaznělo, že povědomí o nutnosti reformy je obecné. Vidíme však, jak obtížně se pro reformu získává souhlas parlamentu, politická nejistota je velká. Při jemném vážení faktorů bychom měli tyto nejistoty zohlednit.

**Vrchní ředitel Racoča:** Prognóza je výrazně jiná než před třemi měsíci, ale robustní důvod pro to nelze nalézt. V dubnové situační zprávě byl vypracován alternativní scénář s horším růstem v Německu. Nyní se říká, že se tento scénář naplnil. Nicméně v dubnu tento scénář neměl významné implikace pro vývoj inflace a domácí ekonomiky. Změnil se též vývoj kurzu USD/EUR, ale oproti referenčnímu scénáři již došlo k částečné korekci. Provedeno bylo také sedm expertních úprav: změna časování a snížení dopadů daňových změn; snížení odhadu podhodnocení kurzu; snížení vlivu kurzu na mezeru výstupu; zvýšení výchozí mezery výstupu; zvýšení vlivu mezery výstupu na inflaci; snížení modelových inflačních očekávání vůči šetřením; přehodnocení dopadu fiskálu. Všechna tato rozhodnutí jsou arbitrární a míří jedním směrem. Publikováním této prognózy zakládáme nešťastnou situaci, kdy se rizika predikce budou po další čtvrtletí pohybovat jenom v proinflačním směru, stejně jako se v minulém čtvrtletí pohyboval jen na protiinflační straně.

**Guvernér Tůma:** Záleží na tom, zda přehodnocení prognózy chápat jako změnu nebo jako korekci chyby. Dubnová predikce mohla být špatně postavená, což by bylo vysvětlením, proč jde korekce jedním směrem. V tomto případě by rizika nemusela vést pouze proinflačním směrem. Osobně mu nová predikce konvenuje více než stará. S ní jsme vyjadřovali nespokojenost, mírnili jsme dikci o nárůstu úrokových sazeb a postupně jsme otáčeli tím směrem, kterým nakonec korekce prognózy proběhla.

**Vrchní ředitel Racoča:** Možná je vhodnější říci, že je tu velké riziko, že nyní máme prognózu na spodní hraně. Pohled však komplikuje množství změn, jejichž kumulace znemožňuje izolovat dopad každé z nich.

**Viceguvernér Niedermayer:** Je v pořádku, že prognóza přináší nějaké změny. Špatné ale je, že tyto změny jsou ve věcech, na něž si lze těžko vytvořit názor. Těžko se o nich diskutuje. Například snižujeme vliv kurzu na polovinu. Ale z čeho a proč? Dosud jsem tvrdili, že tento vliv funguje. V příloze situační zprávy se tvrdí, že model doposud dával nevychýlené odhady inflace. Pokud je toto hodnocení správné a posuneme predikci jedním směrem, dostaneme logicky vychýlený odhad. Oba alternativní scénáře míří nahoru, což rovněž vytváří určitý dojem asymetrie. Osobně ale vidí rizika výsledné prognózy inflace víceméně vyváženě. Trochu jinak však vidí reakci měnové politiky v návaznosti na hodnocení aktuálního nastavení měnových podmínek. Kurz je hodně slabý a je to dobře.

**Vrchní ředitel Frajt:** K dilematu aktuální versus minulá prognóza poznamenává, že se již v dubnu vyjadřoval k minulé prognóze a mechanismu modelu skepticky. Tento mechanismus se však v podstatě nezměnil. Hlavní změna prognózy spočívá v tom, že se na základě vývoje

v posledních dvou měsících snížila krátkodobá prognóza, což posunulo výrazně dolů korigovanou inflaci v celé predikci. Předpoklad, že dojde k oživení ekonomiky doprovázenému růstem cen, je spojen jednak s výrazným efektem uvolněných úrokových podmínek na ekonomiku, jednak s oživením v zahraničí. Pokud jde o úrokové podmínky, nedokáže si představit mechanismus, který by v dané situaci české ekonomiky zajistil prognózovaný efekt. Úvěrový kanál má omezenou funkčnost a jen tak rychle se to nezmění. Alternativa s vyššími inflačními očekáváními má možná správný předpoklad, že úrokové podmínky nejsou přísné, ale zcela mylné závěry z hlediska jejich dopadů. Pokud jde o zahraniční oživení, je to velmi hypotetický předpoklad. Myslí si, že oživení v Německu se bude s velkou pravděpodobností dále odkládat, strukturální rizika v USA i v Evropě jsou větší, než si myslí Consensus Forecast. Dalším sporným předpokladem je depreciace koruny v roce 2004 v důsledku růstu sazeb ECB. Hodně se diskutuje vliv kurzových podmínek na českou ekonomiku, stávající mezera výstupu je hodně spojována s kurzovými podmínkami. Myslí si však, že klíčovým problémem z hlediska růstu je situace v zahraniční ekonomice, samotné oslabení kurzu moc nepomůže. Pokud máme pocit, že úrokové podmínky jsou relativně volné a kurzové nejsou až tak špatné, i když bychom možná vítali ještě slabší úroveň, je otázkou, zda máme snižovat úrokové sazby. Snížení sazeb o čtvrt procentního bodu možná jen dočasně zbrzdí předpokládané zvolnění růstu spotřeby. Vliv na kurz asi nebude mít, ale možná aspoň přispěje k tomu, aby neposiloval. Měli bychom brát také v potaz, že se blížíme k horizontu roku 2005 a je velmi pravděpodobné, že nízká poptávková inflace vydrží až do tohoto období. Je nutné přesvědčovat ekonomické subjekty, že jsme flexibilní a symetričtí z hlediska cílů inflace. Proto by byl pokles sazeb o 0,25 p. b. asi smysluplný, sám pro něj hlasoval již minule. Komunikace však bude složitá, protože není jednoduché být pochopeni při tak razantní změně prognózy.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Má stejné vnímání problémů jako předřečníci, a tudíž i stejné nejasno o správném rozhodnutí. Těší ji konstatace, že riziko chyby při změně sazeb o 0,25 p. b. je zřejmě malé. Nově publikované údaje o domácí ekonomice nepřinášejí zásadně nové podněty, zatím docházelo k potvrzování námi komunikované změny inflace a názoru o přečeňování inflačních tlaků v dubnové prognóze. Změny exogenních faktorů jsou marginální, snad s výjimkou spotřebitelských cen v Německu, ale i tam se jedná o změnu v řádu desetin procentního bodu. Pak je zde řada expertních úprav v prognostickém rámci, které však nejsou podloženy robustní argumentací. Některé se jeví více intuitivní, jiné méně. Na druhou stranu je však nelze všechny paušálně odmítnout, některé lze vnímat jako korekci správným směrem. Tím má na mysli zejména korekci sekundárních efektů daňových změn a vlivu mezery výstupu na inflaci. Souhlasí s tím, že zřejmě nadhodnocujeme vliv úrokového kanálu na ekonomiku. Úrokové podmínky vnímá jako uvolněnější než předpokládá základní scénář, ale zároveň má problém věřit alternativnímu scénáři, který by znamenal prudké uzavření mezery výstupu tímto kanálem. Růst spotřeby stimulovaný úrokovými sazbami narazí v podmínkách relativně vysoké nezaměstnanosti a mezery výstupu na bariéru růstu mezd a příjmů. Jedním z mála proinflačních rizik je kurzový vývoj. Zde je však otázkou, zda skutečně věříme, že aktuální vývoj je již odrazem tendence k depreciaci vyplývající z toků v platební bilanci. Doposud mělo oslabování zdroj spíše v krátkodobých očekáváních a politické nejistotě. Druhým rizikem je fiskální reforma. Ať už se ale uskuteční či nikoli, fiskální vývoj zřejmě přinese nějaký proinflační impuls. Realizace reformy by dle situační zprávy v podstatě znamenala pozitivní fiskální impuls v letech 2003 i 2004. Případné neuskutečnění reformy by zřejmě znamenalo rozpočtové provizorium na úrovni letošního roku. V každém případě je však dopad na prognózu v horizontu transmise pod

rozlišovací schopností. Hlavní informací je tedy stále to, že v relevantním horizontu je inflace pouze důsledkem změn daní a zrychlení regulovaných cen, zatímco z hlediska inflace generované průběhem hospodářského cyklu je opodstatněná úvaha o snížení sazeb. Riziko přehřátí ekonomiky kvůli působení úrokového kanálu na spotřebitelské úvěry a poptávku či perzistentnějšímu oslabování kurzu nevnímá příliš silně.

**Guvernér Tůma:** Čím dál tím víc se utvrzuje v názoru, že ekonomicky je rozdíl mezi zvažovanými alternativami minimální. I když se rozhodneme nesnížit sazby, těžko popřeme vychýlení směrem ke snižování, když řekneme, že je prognóza konzistentní s poklesem sazeb. Toto vychýlení by se okamžitě zabudovalo do výnosové křivky. Jedná se tedy spíše o to, jaký signál chceme vyslat a jak budeme komunikovat. Kdybychom žili v systému podobném americkému, asi by se držel toho, že ekonomicky nám snížení sazeb příliš nedá. V našich podmínkách je však vodítkem cílování inflace. Z hlediska měnově relevantní inflace jsou rizika minimální, dlouhodobě jsme hluboko pod cílem a nevypadá to na nějaký skok směrem nad cíl, což v jeho případě asi bude při hlasování rozhodující.

**Viceguvernér Dědek:** Z hlediska komunikace poukazuje na zkušenost Nového Zélandu jako pionýra používání nepodmíněné prognózy. Ukázalo se tam, že je těžké vysvětlit, proč centrální banka například zvyšuje úrokové sazby, když inflace míří do cíle. Argumentace tím, že jsme dlouhodobě pod cílem, má své slabiny. Smyslem cílování inflace je dívat se dopředu a říkat ekonomickým subjektům, že by se neměli řídit aktuálním vývojem, že měnová politika je nastavena podle výhledu inflace na 4-6 čtvrtletí. V tomto výhledu naše prognóza míří do cíle. V režimu nepodmíněné prognózy je argumentace taková, že je nutné snížit sazby, aby se tam inflace dostala. Není však jisté, zda to tak bude veřejnost vnímat, když byla v minulosti zvyklá na podmíněnou prognózu, při níž bylo směřování prognózy do cíle známkou optimálního nastavení sazeb. Za druhé by chtěl podotknout, že nižší úrokové sazby jsou vítány vládou a podniky, negativně ale působí na úsporové a vkladové chování obyvatelstva. Měli bychom se zamyslet, zda chceme vyslat ještě další signál, že se nevyplatí spořit. V současnosti nelze samozřejmě říci, že by tato politika měla nějaké destruktivní účinky, projevující se například v narušování vnější ekonomické rovnováhy, ale asi bychom tento aspekt neměli zcela pominout.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Souhlasí s tím, že pro většinu veřejnosti je asi těžké pochopit rozdíl mezi podmíněnou a nepodmíněnou prognózou. Přesto si myslí, že z hlediska metodologické čistoty cílování inflace problém nevzniká. Prognóza inflace je v cíli v horizontu transmise, ale komunikovali jsme opakovaně fakt, že část inflace způsobená daňovými změnami bude mít pouze dočasný charakter. Obrázek prognózy ukazuje, že po uplynutí určité doby se inflace opět vrací ke spodní hraně cíle. Pokud se tedy nebudeme mechanicky soustřeďovat na období 4-6 čtvrtletí a podíváme se i trochu dále do budoucna, naznačuje prognóza spíše tlak na pokles sazeb. Návrat do cíle není kvůli poptávkovým inflačním tlakům. Abychom se vyhnuli nějakým nepříznivým scénářům po odeznění vlivů daní, bylo by dobré, aby se mezitím podařilo nastartovat dynamiku hospodářského růstu a korigovaná inflace se dostala někam do bezpečnějšího pásma.

**Viceguvernér Niedermayer:** Osobně ho netěší úvahy, co vlastně cílujeme, snahy rozlišovat ekonomickou a neekonomickou inflaci apod. Jeho pohled je takový, že opravdu cílujeme celkovou inflaci a až při jejím vybočení z cíle spouštíme mechanismus výjimek. Pokud by se



aktuální obrázek predikce naplnil, je to dobrá zpráva, konzistentní s cílováním celkové inflace. Z tohoto pohledu by bylo možné souhlasit s naznačenou reakcí měnové politiky. Nicméně problém je v tom, že i minule jsme se mechanicky nepřiklonili k reakční funkci kvůli pochybnostem o prognóze, a bylo to dobře. Nyní mají někteří z nás podobný pocit v opačném směru. Takže nerespektování doporučené reakce by mohlo být stejně konzistentní s cílováním inflace jako jeho respektování. Je to otázka jemného vážení názorů, co je potřeba k dosažení prognózované trajektorie inflace. Osobně by například přikládal větší váhu měnovému kurzu. V této souvislosti připomíná, že aktuální implikovaná trajektorie úrokových sazeb leží v delším horizontu až 1,5 p. b. pod úrovní z dubnové situační zprávy, což je daleko významnější posun než současná diskuse o snížení sazeb o 0,25 p.b..

**Vrchní ředitel Racoča:** Prognóza v dolní části koridoru umožňuje obě rozhodnutí. I pokud rozhodneme o snížení, nebudeme se dostávat mimo cílovaný interval, možná se spíše posuneme k jeho středu. Rozhodneme-li dnes o snížení sazeb, měli bychom asi komunikovat výhled další stability sazeb. Pokud bychom sazby ponechali, měli bychom naopak komunikovat možný pokles v návaznosti na vývoj dalších údajů. K diskusi vlivu úrokových sazeb na vklady podotýká, že jejich růst pozorujeme jen u stavebních spořitelen, což souvisí s plánovaným snížením státní podpory tohoto sektoru, nemá to nic společného s nastavením úrokových sazeb. Jinak anekdotická evidence naznačuje, že pro vkladatele jsou důležitější nominální sazby než reálné.

**Vrchní ředitel Frait:** Naší úlohou je dívat se na ekonomickou inflaci, nikoli úřednický střežovat cíle. Pokud jde o návrat do cíle v roce 2005, je to založeno pouze na hypotetickém oživení růstu v Německu, které hypoteticky povede k oživení inflace v ČR. Nicméně je stejně pravděpodobné, že pokud by došlo ke zrychlení růstu v Německu, vedlo by to k posílení kurzu koruny namísto rychlejší inflace. Ekonomická inflace je navíc pod cílem i při předpokládaném poklesu sazeb. Nedovede si v takovéto situaci představit, jak bychom komunikovali případné nesnížení sazeb. Pokud bychom neměli cíl inflace, možná bychom se mohli chovat jinak a byli bychom skvěle hodnoceni, v takové situaci však nejsme.

**Viceguvernér Dědek:** Důležité je položit si také otázku, proč jsme pod cílem. Pokud jsou naše analýzy správné, jsou za tím externí, neovlivnitelné faktory: silný kurz, nízká dovážená inflace, recese v Německu, extrémní výkyv cen potravin. Lze nalézt nějaký argument, že za tím stojí i přísné nastavení měnových podmínek? Možná by se dalo argumentovat, že jsme se měli více snažit oslabit kurz, ale za kurzovou bublinou stály jiné motivy než úrokové sazby. Reakce centrální banky na to byla velmi aktivní, až agresivní. Pokud s tímto pohledem souhlasíme, je na místě značná skepse, že bychom mohli uvedené faktory přehlušit. Pouze bychom mohli vyvolat další negativní efekty.

**Vrchní ředitel Frait:** Nemluvil o aktuální nízké inflaci, ale o velkém riziku, že i v roce 2005 budeme pod cílem.

**Guvernér Tůma:** Při zvažování měnově-politické reakce je vždy nutné zvažovat povahu šoků. Nereagovat je možné na čistě tranzitorní šoky, ale na dlouhodobější exogenní šoky nějaká reakce být musí. Otázka je pouze její agresivita, rychlost návratu k cíli, aby nedošlo k rozkolísání jiných veličin. K vývoji vkladů poznamenává, že by mu osobně příliš nevadilo, kdyby nízké úroky trochu motivovaly odklon od klasických vkladů směrem k jiným formám spoření, například

k podporovaným instrumentům typu stavebního spoření či hypoték. Připouští však, že to může vést k přehřátí některého segmentu ekonomiky, již několikrát jsme se bavili například o vlivu na ceny nemovitostí. Ke kurzu poznamenává, že by momentálně neměnil rétoriku směrem k oslabování. Dosud jsme spíše mluvili o trendu k mírnému posilování v důsledku reálné konvergence. Nyní se posouváme spíše ke stabilitě kurzu. Výkyv může samozřejmě nastat oběma směry, ale není důvod to vnímat jako akutní riziko.

**Vrchní ředitel Racoča:** Většina z nás se asi shoduje, že dopad dnešního rozhodnutí není příliš významný. Myslí si osobně, že měnové podmínky jsou uvolněnější než je předkládáno v predikci. Ale vzhledem k pohybu v dolní polovině cíle a malým nákladům chyby se nabízí úvaha, zda nevyužít prostor k nižším sazbám, i když by to mohlo znamenat pružnější reakci směrem nahoru v budoucnu.

*Ředitel SMS: V horizontu predikce jsme s ekonomickou inflací skutečně pod cílem díky působení záporné mezery výstupu, protože vnější faktory a regulované ceny by měly v tomto období působit normálním způsobem.*

**Viceguvernér Dědek:** Rozumí tomu, ale zároveň si myslí, že bychom měli být z důvodu kredibility konzistentní s vyhlášeným přechodem na cílování celkové inflace.

**Guvernér Tůma:** Nevidí v tom nekonzistenci. Argument, že ekonomická inflace je pod cílem, ukazuje na pohyb v nízkoinflačním prostředí.

**Viceguvernér Dědek:** Po odeznění daňových změn však nebude docházet k opětovnému podstřelování cíle, pouze se budeme pohybovat ve spodní části cíle.

**Guvernér Tůma:** To je ovšem z hlediska prognózy konzistentní s poklesem sazeb. Navíc prognóza je jenom pomůcka při rozhodování, nikoli automat, což jsme měli možnost si v posledních měsících uvědomit.

**Viceguvernér Niedermayer:** Pro reálné úrokové sazby je důležitá celková inflace, nikoli jen ekonomická inflace. Rozpitvávání inflace na jednotlivé části bychom si měli schovávat pouze na doby, kdy na něco nechceme reagovat, nyní není důvod tuto otázku otvírat.

### **III. Hlasování**

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

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

**Viceguvernér Niedermayer:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

**Vrchní ředitel Frait:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.  
**Vrchní ředitel Racoča:** Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.  
**Vrchní ředitel Štěpánek:** Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

#### **IV. Úkoly**

Bankovní rada uložila svým členům zaslat sekci měnové a statistiky své případné připomínky k průběhu predikčního procesu a návrhy na jeho modifikaci. Bankovní rada se k tomuto tématu následně vrátí při poradě s vedením SMS.

#### **V. Rozhodnutí**

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu na 2,00 %. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu snížit diskontní a lombardní sazbu na 1,00 %, respektive 3,00 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady, dva členové hlasovali pro ponechání sazeb na stávající úrovni.

Zapsal: Tomáš Holub, poradce guvernéra