

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 27. ledna 2005

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

I. Diskuse navazující na prezentaci 1. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Tempo rovnovážné apreciacie stanovené SMS na úrovni 3 % působí věrohodně. V současné etapě jsme se zřejmě velmi přiblížili rovnovážnému kurzu. Současná apreciacie je fundamentálně podložená, je návratem k „normálu“, přičemž vývoj obchodní bilance odstranil poslední pochybnosti. Má SMS rozumnou jistotu, že nepůjde o opakování let 2001-2002, kdy se kurz evidentně příliš odchýlil od rovnováhy s vážnými dopady na reálnou ekonomickou aktivitu? Jde dnes o odlišný proces, spojený s korekcí kurzového vývoje z loňského roku a dopady na ekonomiku nebudou srovnatelného řádu? Na druhé straně jsme podle zcela aktuálních údajů dokonce blíže alternativám počítajícím s ještě rychlejší apreciací. Je pak problematické, zda se při takovém tempu apreciacie a relativně vysokých sazbách vůbec můžeme dostat na hodnotu inflačního cíle.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále SMS): Odhad rovnovážné apreciacie ve výši 3 % je přirozeně zatížen nejistotou a přiznáváme rizika do budoucna. Na druhé straně data získaná v minulých čtvrtletích zatím „neohýbají“ trajektorii rovnovážného kurzu, takže se stávající odhad rovnováhy zdá být relativně robustní. Volatilita okolo rovnováhy kurzu bude vždy, nejaktuálnější hodnoty jsou nad rovnováhou, tj. kurz se dostal na mírně nadhodnocenou úroveň, ale to krátkodobě není hlavním problémem. Větším problémem je dosavadní zkušenost s „podstřelováním“ inflačního cíle a rolí, kterou by v pokračování této zkušenosti mohl sehrát nynější kurzový vývoj (viz rovněž odpověď SMS na otázku pana viceguvernéra Dědka, odpověď na otázku paní vrchní ředitelky Erbenové a odpověď na otázku pana guvernéra Tůmy).

Viceguvernér Niedermayer: Některé aspekty působení externích vlivů nebyly v prezentaci SMS příliš rozvedeny. V této souvislosti jde např. o robustnost (systematickou setrvačnost) deflátorů zahraničního obchodu a jejich vliv na rozcházení se schodku bilance ve stálých a běžných cenách. Zůstává také otázkou, zda při aproximaci zahraničních vlivů nepracovat namísto s německými daty raději s evropskými a v širších ohledech nebrat v úvahu i Asii a Rusko.

Odpověď SMS: Pokud jde o vztah „Německo vers. Evropa“ při aproximaci vlivu zahraničního prostředí na českou ekonomiku, SMS vnímá volbu vhodného reprezentanta pro zahraniční poptávku jako „tradiční“ problém a bude na něm dále pracovat. Pokud jde o korelace, které by zdůvodnily volbu Německa, v některých dílčích pohledech se skutečně potvrzují (německý vývoz pro výrobní spotřebu je dobrým prediktorem), ale v jiných ne (vývoz pro konečnou spotřebu a investice).

Viceguvernér Niedermayer: Scénář rozpuštění rozpočtových rezerv dává řád fiskálního impulsu okolo 0,5 %. Intuitivně však lze vnímat i mnohem vyšší číslo. Může SMS potvrdit, že se s vyšším fiskálním impulsem (nad 1 %) skutečně nepracuje v žádném z alternativních scénářů?

Odpověď SMS: Plné rozpuštění rezerv by skutečně vedlo k vyšší než jednocentní změně salda veřejných rozpočtů. Fiskální impuls však již zohledňuje vynásobení této změny salda relativně nízkým citlivostním koeficientem. Vzhledem k této skutečnosti žádný z alternativních scénářů nevede k vyšším hodnotám fiskálního impulsu než 0,8 %.

Viceguvernér Niedermayer: Vazba prognózy na peněžní agregáty není existujícímu modelu vlastní. V situační zprávě je však tento druh vazby explicitně zmíněn. Zřejmě však jde jen o jakýsi „satelit“ modelu. Může tento názor SMS potvrdit?

Odpoď SMS: Růst peněz je skutečně jen „satelitem“ nevstupujícím do modelu.

Vrchní ředitel Racoča: Minulé prognózy pracovaly s předpokladem uzavřené mezery výstupu pro nynější období, a proto se nyní již měla hromadit inflační rizika. V současnosti však vidíme změnu ve vnímání velikosti této mezery. Krátkodobé ukazatele, jak již bylo zmíněno, však signalizují rychlejší růst. Proč by tedy mělo nyní docházet ke vzdalování se od potenciálu?

Viceguvernér Niedermayer: Výhled růstu HDP na 4. čtvrtletí 2004 by mohl být podle krátkodobých indikátorů i vyšší než očekávaná hodnota okolo 3 %. Jaký je důvod rozdílu směrem dolů?

Odpoď SMS: Na otázku, zda „leading indicators“ nesignalizují lepší vývoj reálné ekonomiky, vyšší růst HDP a tudíž i uzavřenější mezeru výstupu lze odpověďt takto: Ke snížení tempa růstu HDP na 3,5 % došlo v predikci na 4. čtvrtletí 2004 pod vlivem revize HDP, ale objemově se o žádné závažnější snížení nejedná. Ani krátkodobá predikce, která podchycuje optimistický vývoj indikátorů reálné ekonomiky, nesignalizuje vyšší růst HDP než nyní prognózovaných 3,5 %. Určitým rizikem směrem nahoru by mohlo být pouze to, že používané statistické metody nezohledňují vliv počtu pracovních dní (ve 4. čtvrtletí 2004 bylo o několik pracovních dní více než ve stejném období roku 2003).

Viceguvernér Dědek: Jak jsou chápány rezervy (úspory) fiskálu a jejich převedení do fondů? Je více realistické očekávat pouze technické odložení výdajů nebo skutečné úspory? Má SMS od poslední situační zprávy nové informace?

Odpoď SMS: Rozpočtové úspory vyvedené do rezervních fondů ve výši přibližně 30 mld. Kč lze rozdělit na běžné výdaje (13-14 mld. Kč), investice (do 10 mld. Kč) a čerpání z fondů EU (6 mld. Kč). SMS se na rozdíl od ministerstva financí domnívá, že ve všech těchto položkách jde o výrazné nadhodnocení výdajových stropů, které by měla fiskální politika reflektovat v úsporách, včetně investic. V otázce úspor je třeba brát v úvahu i dalších 24-25 mld. Kč na úrovni veřejných rozpočtů jako celku, mimo úspor vyvedených do fondů. Prozatím není na vládní úrovni shoda jak naložit s úsporami veřejných rozpočtů.

Viceguvernér Dědek: Jaké faktory se skrývají za kurzovým vývojem? V prognóze kurz figuruje jako hlavní hybatel změn oproti minulým prognózám. Ale jaký příběh se skrývá za apreciačním vývojem kurzu? Jde o soubor nahodilých jednorázových vlivů (např. expektace na privatizaci Telecomu), nebo je lze nějak logicky zevšeobecnit?

Odpoď SMS: Sentiment na trhu ovlivňují fundamentální faktory jako dobrý ekonomický růst, výsledky obchodní bilance a náběh nových kapacit, spolu se „spouštěči“ v podobě privatizace (Telecom). Sentiment trhu je nyní ve znamení toho, že akcentuje pozitivní informace. (Viz rovněž odpovědi SMS na otázku pana viceguvernéra Niedermayera, otázku paní vrchní ředitelky Erbenové a otázku pana guvernéra Tůmy.)

Viceguvernér Dědek: Je otázkou, do jaké míry je prezentace SMS přesvědčivá v porovnání s názory trhu. V SMS se prosazuje extrémně volatilní přístup k měnově politickým doporučením. To bylo patrné v loňském roce v tlaku na zvyšování sazeb od dubna, zatímco před tím taková strategie nebyla signalizována. Totéž se týká i dnešního rozhodování, kdy je

s prognózou konzistentní naopak změna sazeb směrem dolů, což je opět příkladem extrémního, a nikoli vyváženého přístupu, který je navíc opět v rozporu s názorem trhu.

Odpověď SMS: Pokud jde o volatilitu v měnové politice, je dána reakcí na neočekávané šoky. SMS se snaží odhadnout budoucí směry pohybu veličin typu kurzu. Pak je její povinností navrhnout adekvátní opatření v měnové politice, která reflektují předpokládaný budoucí vývoj aspoň v otázce směru. Současný vývoj kurzu nebyl v předchozích prognózách očekáván, a to je nutno v měnové politice zohlednit. Také v letech 2001-2002 si apreciacie vynutila reakci měnové politiky, což bylo výrazem stabilizační role centrální banky. I dnes je podle názoru SMS třeba zabývat se důsledky kurzového vývoje na měnovou politiku. Samozřejmě, že vždy bude docházet k diskusi, zda jde o „bublinu“ nebo fundamentální pohyb. Riziko pro měnovou politiku by však existovalo i při její přílišné opatrnosti a ve svých důsledcích by mohlo dojít dokonce k nenaplnění stabilizační role ČNB. Volatilita v měnové politice se navíc netýká jen ČR, je konec konců patrná i ve vývoji zahraničních sazeb EURIBORU. Všeobecně není volatilita úrokových sazeb nutně něčím abnormálním.

Vrchní ředitel Racoča: Změna prognózy působí vcelku logicky. Je ale otázka, zda implikace základního scénáře prognózy pro měnovou politiku není přehnaná a zda se některé „katastrofické“ předpoklady o kurzovém vývoji skutečně naplní. Zejména pokud jde o dolar, obavy z jeho kolapsu nejsou na místě, v delším horizontu jde jen o fluktuace, které nepřesahují únosné meze. Alternativní scénáře apreciacie koruny k euru pak generují velké dopady do sazeb (až 1 p.b.). V minulosti však byly simulované dopady apreciacie o +/-1 korunu na sazby mnohem méně citlivé. Byly tentokrát simulace prováděny jinak?

Odpověď SMS: Citlivost simulací kurzového vývoje je dána modelovou konstrukcí. Rizikový scénář „+/- 1 Kč“ změny kurzu se používá od října 2003. Dřívější krátkodobé citlivostní analýzy byly prováděny jiným způsobem, nezahrnovaly mimo jiné reakci úrokových sazeb. Pokud jde o vývoj kurzu USD/EUR, pro dnešní měnově politické doporučení není klíčový.

Vrchní ředitel Štěpánek: Interpretace revize HDP již byla předmětem diskuse nad minulou situační zprávou. Bylo by vhodné být konkrétnější, jaké jsou důsledky revize pro potenciál a mezeru výstupu v nynější situační zprávě a zda od prosince došlo k dalšímu upřesnění těchto důsledků.

Odpověď SMS: V otázce „souboje s revizí HDP“ panuje nyní z pohledu SMS „vynucené příměří“. Otázkou stále zůstává, proč podle revidovaných údajů došlo v 1. čtvrtletí 2003 ke skokovému zrychlení růstu HDP, když podle přetrvávajícího náhledu na transmisní mechanismus měly být v ekonomice problémy (dozvuky kurzové bubliny, nízká zahraniční poptávka). Řešení, jak jej přináší základní scénář nynější situační zprávy, spočívá v tom, že v roce 2003 se již neprohlubovala mezera výstupu, ale její trvalejší uzavírání započalo až na přelomu let 2003 a 2004. Technicky to bylo umožněno určitým rozkolísáním odhadnutého potenciálu. Uvedené uzavírání mezery výstupu následně probíhalo pozvolnějším tempem. Revize HDP bude předmětem schůzky s představiteli ČSÚ a lze očekávat další upřesnění náhledu SMS na vliv revize. Zároveň se bude pod vlivem revidovaných dat dále ověřovat průběh transmisie. S případnými změnami v pohledu na transmisii nelze přijít okamžitě, doposud je k takovému kroku málo informací. Práce v tomto směru však již začaly.

Vrchní ředitelka Erbenová: Proč by měla být nejaktuálnější apreciacie kurzu přechodná a fundamentálně nepodložená? Je to proto, že současné hodnoty nekorespondují s rovnovážnou trajektorií jak ji formuluje SMS, která je považována za fundamentální? Lze přitom ukázat na řadu fundamentálních tendencí, které nejsou v rozporu s vyšší apreciací. Jsou zde signály lepšího růstu, včetně výborných výsledků obchodní bilance, a to bez „obvyklého“ přispění fiskálu. To ukazuje na robustní faktory růstu ekonomiky bez jejího přílišného umělého

povzbuzování, takže rovnovážná apreciacie může být skutečně i vyšší. Náběh nových výrob (Kolínská automobilka) přitom může přinést další zlepšení exportní výkonnosti a potenciálu. Loňský rok vedle toho znamenal depreciaci – nyní probíhá apreciacie, proč by se tedy mělo jednat o větší problém i z tohoto „mechanistického“ hlediska? Vedle toho jsou zde i některé spíše přechodné okolnosti působící na apreciaci – vliv celkové apreciační tendence v regionu nebo očekávání privatizace Telecomu. Ve výhledu je obtížné přijít s představou o nominální depreciaci během krátkého období, takže jak v tomto ohledu chápat výsledky alternativních scénářů pracujících s touto možností?

Odpoď SMS: Na argument, že za současnou apreciací stojí fundamentální tlaky, může SMS uvést, že tyto tlaky zohledňuje ve své konstrukci rovnovážného kurzu (přes vývoj reálné ekonomiky a úvěrových diferenciací). Sentiment na trhu je však podle názoru SMS orientován na posilování ještě o něco více, než vyplývá z vývoje fundamentálních veličin. (Viz rovněž odpovědi SMS na otázku pana viceguvernéra Niedermayera, odpověď na otázku pana viceguvernéra Dědka a odpověď na otázku pana guvernéra Tůmy.)

Poznámka ředitele sekce 610 T. Kvapila: Impuls, který přišel zhruba v listopadu loňského roku znamenal opětovné obrácení pozornosti k české koruně. Trh před tím po dobu zhruba dvou let vnímal ekonomickou situaci v České republice jako velmi robustní a stabilní, aniž by se dělo něco zajímavého, co by mohlo vést k významnějším odchylkám.

Vrchní ředitelka Erbenová: Jak probíhá v SMS z procedurálního hlediska práce nad fiskálními daty (cashová čísla)? Proč nebylo ještě v listopadu-prosinci známo nic bližšího o překvapivém vývoji fiskálu v roce 2004, když ČNB má na denní bázi přehled o účtech státního rozpočtu? Proč si získání příslušných informací vyžaduje za těchto okolností tak dlouhou dobu a proč dochází k překvapivým odchylkám našich představ od skutečnosti?

Odpoď SMS: Pravidelně je kontaktováno ministerstvo financí s dotazy na výhled plnění rozpočtu ke konci roku. V tomto směru měla SMS informace, že rezervy nepřesáhnou 8-9 mld. Kč, což bylo samo o sobě dvakrát více než v jiných letech. SMS neměla na tyto předběžné informace tolik spoléhat, došlo v tomto ohledu k překvapení, přičemž k výrazné odchylce skutečnosti od předpokladu SMS došlo vůbec poprvé. Z hlediska účtů vedených u ČNB bylo sice možné sledovat vývoj likvidity ke konci roku, ale bylo již pozdě reagovat v prosincové situační zprávě, takže se „překvapení“ plně přeneslo do lednové zprávy. Za odchylkami skutečnosti od očekávání se skrývá i otázka rozpočtové disciplíny, která může vychylovat skutečnou fiskální politiku od prognózy SMS. Nově bude v rámci sběru informací a vyjasnění metodiky kontaktován i ČSÚ.

Vrchní ředitelka Erbenová: Pokud jde o prognózu inflace, bylo již schváleno zvýšení televizních poplatků? A jak si vysvětlit, že deregulace (zvýšení) nájemného o 10 % má mít do CPI stejný dopad jako zvýšení televizních poplatků?

Odpoď SMS: Zvýšení televizních poplatků ještě nebylo schváleno. Dopad jednotlivých změn (nájemné, poplatky atd.) do inflace závisí na jejich váze ve spotřebním koši a míře těchto změn. Vysoká váha televizních poplatků je způsobena tím, že tyto poplatky platí prakticky celá populace, zatímco zvýšení regulovaného nájemného se týká nanejvýš jedné třetiny populace.

Viceguvernéř Dědek: Jak SMS hodnotí úvěrovou expanzi v sektoru domácností? Jaké budou důsledky pro finanční stabilitu (její ohrožení nesplácením úvěřů) a jaká je vize budoucí dynamiky úvěřů domácnostem?

Guvernéř Tůma: Kurzový vývoj představuje hlavní riziko a nejistotu, a to vyšší než fiskál, kde extrémní varianty nejsou příliš reálné. Interpretace kurzu je ve srovnání s tím obtížnější. Jde v současnosti o pouhou korekci předchozího vývoje, nebo o novou „apreciační vlnku“?

V období „apreciační vlnky“ zde byly výrazné důsledky apreciacie na reálnou ekonomickou aktivitu i na inflaci, zatímco v současnosti jde spíše o dopad na inflaci, kdy apreciacie reálné ekonomické aktivitě příliš neškodí. Krátkodobý pokles sazeb zvažovaný SMS se proto jeví jako podepřený zejména logikou inflačního cílení. Appreciacie v současné chvíli ovlivňuje jen cílování inflace, ale to není primární problém. Takto motivované snížení sazeb by totiž mohlo přinést fundamentální problémy a intertemporální nerovnováhy. Jaké jsou tedy argumenty, že aktuální kurz nemá být fundamentálně tak vysoký? Pokud jde o měnové podmínky, SMS nadále považuje obě její složky za uvolněné, ale zároveň považuje stávající silnou úroveň kurzu za fundamentálně nepodloženou. Zde je možná nekonzistence.

Odpoověď SMS: Oproti apreciační epizodě z období 2001-2002 je zde skutečně určitý rozdíl. SMS dnes v základním scénáři situační zprávy nepovažuje kurz za nadhodnocený. Jeho nynější úroveň pouze oddaluje uzavření mezery výstupu a ovlivňuje inflaci směrem dolů přímým kurzovým kanálem přes dovozní ceny. Tyto vlivy přitom působí v kombinaci. Oproti „apreciační bublině“ z období 2001-2002 jde o odlišnou situaci, kdy byl kurz skutečně výrazně nadhodnocený a přispěl k tomu, že se ekonomika pohybovala dále od svého potenciálu. Naproti tomu dnes by vývoj reálné ekonomiky neměl být současnou apreciací tak výrazně dotčen. Pokud jde o argument o uvolněných měnových podmínkách, ten platí pro kurz jen pokud zvažujeme zprůměrované ukazatele za 4. čtvrtletí 2004, nikoli pro nejaktuálnější hodnoty kurzu. Riziko budoucího kurzového vývoje spočívá v tom, že by kurz mohl začít působit dokonce mírně restriktivně, a to nejen ve smyslu dalšího oddalování uzavření mezery výstupu, ale i ve směru jejího dalšího rozevirání. Appreciacie nehrozí přerůst ve vznik vnější nerovnováhy, ale hrozí oddálit plnění inflačního cíle. Při hodnocení vývoje kurzu proto jde i o volbu inflačního cíle a jak je s tímto cílem vývoj kurzu konzistentní. Z pohledu jiných nerovnováh (např. na finančním trhu) může skutečně dojít k problémům, ale pak jde o volbu, jaký cíl v měnové politice převažuje. Z pohledu celkové stability finančního trhu je riziko celkově nižší než pouze při pohledu na úvěry domácnostem (viz rovněž odpověď SMS na otázku pana viceguvernéra Niedermayera, odpověď na otázku pana viceguvernéra Dědka a odpověď na otázku paní vrchní ředitelky Erbenové).

Guvernér Tůma: Jaký je mechanismus promítnutí loňské dobré úrody do cen potravin? Již se tyto vlivy promítly, nebo až později? Jak vlastně funguje cenová flexibilita na trhu potravin při vědomí regulací a intervencí na tomto trhu? Do jaké míry jsou cenové reakce na trhu potravin „filtrvány“ jeho značnou specifikou?

Odpoověď SMS: Zlevnění pod vlivem dobré úrody je u hlavních komodit rostlinného původu patrné již v současnosti. Bylo však zčásti kompenzováno vývojem cen dalších potravin. Rizika a nejistoty jsou ovšem v segmentu cen potravin přítomna vždy.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Po zahájení uzavřeného jednání přečetl pan guvernér stanovisko nepřítomného pana vrchního ředitele Fraita. Podle tohoto stanoviska nejsou výsledky prognózy překvapivé. V prognostickém aparátu nedošlo ke změnám, takže prognóza odráží posun poznání na základě nově dostupných statistických údajů za 4. čtvrtletí 2004. Za rizika považuje dopad vývoje světové ekonomiky na vývoj ekonomiky EU a existující očekávání ohledně zhodnocení koruny. Tato rizika vnímá zřejmě jako významnější než SMS a doporučuje je komunikovat v rámci tiskové konference. Fiskál považuje na letošní i příští rok za mírně expanzivní. Sazby se podle jeho názoru nyní nemají snižovat, již samo zveřejnění implikované trajektorie sazeb bude mít příslušný vliv. V následujících čtvrtletích bude inflace zřejmě velice nízká, v delším období však budou postupně odeznívat strukturální antiinflační

faktory. Zároveň se ale mohou i nadále prosazovat „endogenní“ mechanismy, v jejichž důsledku bude uzavírání produkční mezery spojeno s tlaky na nominální zhodnocování koruny, které zamezí vzniku inflačních očekávání a tlaků. Pokud by tento mechanismus převládl, nelze vyloučit snížení sazeb. Změna sazeb by nyní ovšem mohla mít vliv na vznik intertemporálních nerovnováh a přinést negativní důsledky pro finanční stabilitu. Vedle toho by byla obtížně komunikovatelná.

Viceguvernér Dědek: Hlavním dlouhodobým motivem měnové politiky je dopracovat se k „překmitnutí“ potenciálu, které se ale ve skutečnosti neustále odkládá. Není proto celý tento koncept kontraproduktivní? Jako hlavní motiv měnové politiky může být důležitější plnění Maastrichtských kritérií. Z tohoto pohledu je otázka, zda má opravdu smysl tlačit inflaci směrem nahoru ke 3 %, když je tato hodnota z pohledu Maastrichtských kritérií příliš vysoká. Proč nenechat inflaci tam, kde je již stabilizována, tj. okolo 2 %? Navíc finanční stabilita vyžaduje nepodporovat další zadlužování domácností, k čemuž by případné snížení sazeb nenapomáhalo. Doporučuje proto, zda měnově politické úvahy nezasadit do širšího kontextu, než je jen plnění inflačního cíle. Pokud jde o novou prognózu, spatřuje v ní pokračování tradice „přecitlivělosti“. Nová prognóza přináší zásadní změnu tím, že znamená počátek úvah o snižování sazeb. Tento směr úvah centrální banky nikdo neočekává, spíše je očekáván odklad zvyšování sazeb. Je otázka, zda situační zpráva poskytuje pro takové měnově politické rozhodnutí robustní základ, nebo jde znovu pouze o „přecitlivělost“ našeho modelu. Ta se ostatně projevila v minulosti již dvakrát (jednak na konci roku 2002 v přehnaných tlacích na další snižování sazeb, jednak v dubnu 2004, kdy se projevíly přehnané tlaky opačným směrem k „neutrální sazbě“). Nyní se opětovně rýsuje „překvapení“ trhu v podobě snižování. Když se ale vyjde z materiálu obsaženého v situační zprávě, jde znovu o „přecitlivělou“ reakci. Argumentace je postavena na aktuálním zhodnocení kurzu, které není považováno za fundamentální a mělo by dojít k určitému oslabení (podle referenčního scénáře na 30,80 Kč). Podle tohoto scénáře proto pan viceguvernér nevidí nyní důvod vysílat signály, že v centrální bance vzniká relevantní úvaha o snižování sazeb. Celkové ekonomické prostředí (nižší domácí růst, nižší zahraniční oživení, měnově politická inflace atd.) je sice mírně protiinflační, ale jen mírně. Dříve očekávaný obrat v ekonomické aktivitě sice již není aktuální, ale spíše se jen oddaluje. Tímto způsobem na situaci pohlíží svým „selským rozumem“ i trh. Z toho vyplývá, že trhy pohlížejí na měnovou politiku realističtěji, než situační zpráva. Pokud jde o nejnovější data nezachycená v situační zprávě, uznává, že záměr vyslat signál ohledně nežádoucího posilování kurzu není kontraproduktivní. Ale to je jiný druh argumentace, než jaký přináší základní scénář situační zprávy. Za základní téma proto považuje posouzení, do jaké míry je současná hladina kurzu skutečně problémem. Posílení kurzu ovšem ještě nepovažuje za opravdu alarmující a měnová politika na ně nemusí nyní za každou cenu reagovat (jednalo by se až o příliš jemné „doladování“ ekonomiky). Nepohybujeme se ostatně v režimu řízeného floatingu. Přiměřené je v této situaci spíše určité varování prostřednictvím komunikace, a nikoli „překvapení“ trhu cestou okamžitého snížení sazeb. Toto snížení by právě bylo výrazem již dříve zmíněné „přecitlivělosti“. Pokud jde o vývoj fiskálu, souhlasí s nejistotami, jak byly prezentovány během diskuze nad situační zprávou. Budoucí vývoj bude zřejmě tihnout spíše k horní variantě, což znamená jen další akcent proti okamžitému snižování sazeb. Vedle toho by snížení sazeb ohrozilo finanční stabilitu, zejména zadlužování sektoru domácností.

Viceguvernér Niedermayer: Situační zpráva přináší silnou argumentaci o vlivu kurzu na sazby. Není si však zcela jist, zda již disponujeme kompletní „historkou“ o minulém ekonomickém vývoji. V roce 2003 totiž ekonomika robustně rostla při velmi přísných měnových podmínkách, zatímco v roce 2004 rostla robustně při velmi uvolněných měnových

podmínkách. To vyvolává problém, zda je růst do značné míry setrvačný a zda transmisní mechanismus nepředpokládá vývoj, který se liší od skutečnosti. V daném okamžiku však jiným aparátem nedisponujeme a jeho kredibilita není průkazným způsobem ohrožena. Rozhodujícím problémem ovšem zůstává kurz. Jeho vývoj ze všeho nejvíce znamená (včetně přihlédnutím k datům např. o nominálním efektivním kurzu) návrat k určité „normální“ hladině. Přesto je namístě opatrnost, protože historie ukázala, že apreciace, která se prosazuje zpočátku z „rozumných“ důvodů nemusí svůj vývoj včas zvolnit a nakonec může skončit na úrovni, která je vysoce „nerozumná“. To se může stát i v současnosti. Pokud jde o fiskál, jeho vlivy na ekonomiku nepovažuje za malý. Pokud bychom uvažovali takto, zbavili bychom se totiž zároveň možnosti vysvětlení zpomalení růstu v roce 2004. Pokud naopak tento vliv připustíme, vliv fiskálu se bude jevit jako vyšší, než nyní uvažujeme. Souhlasí, že patrně nedojde k rozpuštění veškerých rozpočtových úspor, nicméně se blíží volební rok. ČNB by měla v každém případě komunikovat, že neočekává rozpuštění rezerv vniklých úsporami rozpočtu. Ve vztahu k prognóze se domnívá, že bilance rizik je vychýlena směrem dolů a de facto je bližší realitě alternativní kurzový scénář počítající s výraznější apreciací. Za dosud ne zcela kvantifikované proinflační riziko považuje promítnutí rostoucích cen železa a energií do agregátní cenové hladiny. Naproti tomu evidentní protiinflační rizika spočívají ve vývoji kurzu, ale i v celkově pomalejší dynamice ekonomiky. Snížení sazeb by proto mělo být legitimně diskutováno. Dokonce se zdá, že jeho rozsah bude v nejbližším časovém horizontu dokonce narůstat, a to až o -0,5 p.b. Snížování sazeb je reálné i za předpokladu agresivně expanzivního fiskálu, protože rizikovějším faktorem je kurz. Tuto úvahu je však třeba dovést dál. Pokud by bylo explicitní motivací pro snížení sazeb vyvolat oslabení kurzu, tato motivace je problematická. Kurz se spíše jen vrací do rovnováhy a snížení sazeb by za této situace mohlo znamenat záměrnou politiku ve prospěch slabšího kurzu. Taková politika by rovněž byla proti smyslu konvergence, k níž má docházet i kurzovým kanálem. Vedle toho je zde, jak již bylo zmíněno, i riziko nerovnováh (finanční nestability) pod vlivem nízkých sazeb. Co tedy dělat, pokud je snížení sazeb velmi silně zdůvodněné, ale jeho důsledky mohou být nežádoucí? Hlavní otázkou je dlouhodobý problém, jak se dostat k inflačnímu cíli při tříprocentní reálné apreciaci kurzu. To je velmi problematické a při sazbách v relevantním horizontu na úrovni 4,5 % dokonce prakticky vyloučené. Z tohoto důvodu je třeba dnešní měnově politické rozhodnutí ještě důkladně diskutovat. Pokud jde o vznik intertemporálních nerovnováh a jejich chápání jako rizika snížení sazeb, toto riziko bude existovat i při pozdějším snížení sazeb. Říkat, že sazby snížit lze, ale neprovést to z obavy před škodami je v rozporu s politikou, že úrokové sazby mají být nejnižší možné s ohledem na splnění inflačního cíle. Jediným alternativním řešením je akceptovat inflaci pod cílem ve jménu zamezení možných škod. V tom spočívá pro dnešní zasedání fundamentální otázka a je třeba na ni hledat odpověď.

Vrchní ředitel Racocha: Není přesvědčen o realističnosti prognózy. V minulosti jsme byli svědky častých pohybů, přestřelování v reakcích či výchylek od optimismu k pesimismu. Spatřuje tři hlavní nejistoty: kurz, fiskál a „nás samotné“. Kurz v nynější prognóze jakoby vysvětluje vše, ale víme málo o jeho rovnovážné úrovni i pohybech okolo této úrovně. Nejistota se týká i toho, do jaké míry je mezera výstupu vysvětlitelná dominantně kurzem. V této souvislosti zmínil neustálé odkládání „překmitnutí“ potenciálu, což zpochybňuje všechny předchozí „robustní“ odhady mezery výstupu. Obdobně je tomu s podstřelováním inflačního cíle a odkládáním jeho dosažení. Další nejistotou je, zda naše vnímání transmise odpovídá pozorovaným datům. Tento problém by si zasluhoval seminář za účelem analýzy minulých „historek“ z pohledu určitého odstupu. Pokud jde o fiskál, budoucí vývoj se bude reálně pohybovat mezi oběma extrémami. V komunikaci bychom však neměli být takto smířliví.

Rozpočtové procedury působí velmi nevěrohodně (metodické problémy, převody rezerv, deblokace, atp.) a klesá naše reálná informovanost o fiskální oblasti.

Vrchní ředitel Štěpánek: Navrhuje hlasování o snížení sazeb o 25 bazických bodů. Nejprve však považuje za potřebné připojit se k diskusi o fiskálu. Ve vztahu k fiskálu spatřuje dvě hlavní možnosti, jak hodnotit letošní vývoj: buď věřit tomu, co je narozpočtováno, nebo vést úvahy o tom, co bude opravdu realizováno. Intuitivně by bylo zřejmě vhodnější držet se druhé z těchto možností, ale z hlediska vnější komunikace se domnívá, že je namísto držet se spíše té první. Do Minutes proto doporučuje uvést, že hrozí akutní riziko expanzivního působení fiskálu v letošním roce (včetně nevyřešeného nakládání s rezervami z roku 2004). Expanzivní fiskální scénář by destabilizoval ekonomiku v situaci, kdy ekonomika zdravě roste. Fiskál a kurz tlačí v současnosti ekonomiku odlišným směrem a měnová politika by se tak mohla dostat do konfrontace dvou silně protikladných tendencí. Prognóze SMS v situační zprávě věří, ale vzpomíná si na minulé zkušenosti, což tuto víru problematizuje. „Historika“ o vývoji ekonomiky se sice podle nynější situační zprávy potvrzuje, ale podle jeho názoru tomu tak není. Rozdíl se ani tolik netýká skutečného ekonomického růstu. Dnes se jedná i o odlišné uzavírání mezery výstupu, jinou implikovanou trajektorii úrokových sazeb i jinou inflaci. Ve skutečnosti je aktuální „historika“ oproti minulosti značně odlišná. Nová „historika“ proto vyžaduje i jinou reakci měnové politiky. V pozadí současného kurzového vývoje je především nejasnost, zda jde o dočasný pohyb kurzu sloužící k dohnání jeho rovnovážné úrovně, nebo jde o založení nového trendu. Kurz však zřejmě působí na inflaci i ekonomiku silněji, než vyplývalo z předchozích modelových představ. SMS sice nevidí fundamentální důvody pro rychlejší apreciaci, ale na nedávném setkání s řediteli uvedl ředitel sekce 610 pan Kvapil, že „apetit trhu“ si fundamentální důvody dokáže najít. V tom může být rozpor. Pokud jde dnes na rozdíl od roku 2002 především o návrat kurzu k rovnováze, nebyl by zde tak silný důvod pro reakci měnové politiky. Na druhou stranu se může trh se svým „apetitem“ chovat jinak (tj. s tendencí k další apreciaci), než předpokládá náš model. Jaké je nakonec riziko omylu pramenící z toho, když sazby dnes zůstanou na stávající úrovni, oproti tomu, když dojde ke snížení? Pokud jde o dnešní měnové rozhodnutí, lze si jen obtížně vybrat. Ale ať již dnes dojde ke snížení sazeb nebo ne, k žádným závažným škodám nemůže v duchu vyznění prognózy v tuto chvíli dojít. Pak je ale lepší provést snížení již dnes. Nelze-li jednoznačně určit, která z alternativ měnového rozhodnutí přináší vyšší riziko a tato rizika jsou v každém případě nízká, pak je třeba aplikovat známé pravidlo, že pokud vidíme prostor pro snížení sazeb, je třeba je provést. Implikovaná trajektorie sazeb na nejbližší dvě čtvrtletí ostatně vytváří prostor pro snižování sazeb a po zvážení rizik je proto vhodné toto snížení provést. Ani z komunikačního hlediska nejde o větší problém, protože dřívější argument, že sazby se budou v delším horizontu zvyšovat, zůstává stále zachován. Podle již citovaného ředitele sekce 610 pana Kvapila by navíc - z hlediska jeho poznatků z monitorování trhu - snížení sazeb nebylo příliš velkým překvapením. Pokud jde o riziko snížení sazeb ve smyslu ohrožení finanční stability a vzniku nerovnováh, snížení sazeb o 25 bazických bodů nemůže být v tomto ohledu rozhodující. Pohyb sazeb může být nanejvýš jen podpurným faktorem. Uvedené riziko ve skutečnosti existuje při každé úrovni sazeb. Nerovnováhy jsou buď již ve finančním systému zabudovány, nebo ne. Zadlužování domácností je způsobeno jinými faktory, zejména nenasyceností trhu úvěrů domácnostem. Vedle toho je sporné, zda má měnová politika cílit na vybrané sektory. Z uvedených důvodů považuje svůj návrh na hlasování o snížení sazeb za legitimní a znovu jej tímto předkládá.

Vrchní ředitelka Erbenová: V diskusi již zaznělo, že je legitimní uvažovat o snížení sazeb. Připouští, že tuto možnost si lze dobře představit. Ve prospěch takového rozhodnutí totiž

hovoří, že se nacházíme v režimu inflačního cílení a cíluje tříprocentní inflaci. Inflační cíl byl stanoven po zralé úvaze a při existenci dobrých důvodů. Proto paní vrchní ředitelka nepovažuje za relevantní dnes implicitně nahradit současný inflační cíl budoucími Maastrichtskými kritérii. To by považovala za krajně netransparentní a nevhodné. Pokud tedy vycházíme z platnosti inflačního cíle, argumenty situační zprávy pro pokles sazeb považuje za kredibilní. Jde o souběh řady vlivů – dnes je k dispozici jiný pohled na minulost, bylo dosaženo silnější hladiny kurzu, zvažujeme jiný výhled zahraničního vývoje, neexistují vážnější poptávkově inflační tlaky, fiskál byl výrazně restriktivnější, atd. Tyto argumenty je obtížné zpochybnit a všechny vedou k úvaze o snížení sazeb. Těžko nyní očekávat rychlou nominální depreciaci kurzu. Proto je namísto spíše obava z opakování historie z roku 2002 a ohrožení kredibility díky dalšímu podstřelení inflačního cíle. Pokračující aprecie kurzu by mimo to prohloubila nutnost pozdějšího snížení sazeb. V obavě ze stimulatívního působení fiskálu v budoucnu nesouhlasí s panem vrchním ředitelem Štěpánkem. Ministerstvo financí sice nemá veřejné finance pod kontrolou, ale tato skutečnost je spíše argumentem pro práci na státní pokladně, a nikoli pro komunikaci prostřednictvím Minutes. Argument o předvolebním období také podle jejího názoru příliš neplatí, protože pokud by platil, motivovalo by to vládu k expanzivnějším výdajům již v roce 2004. To se nestalo, a pravděpodobně se nestane ani v roce 2005. Fiskální stimulace by stejně nebyla velká s ohledem na nízký fiskální multiplikátor, s nímž pracujeme. I proto by naše rétorika vůči fiskálu neměla být příliš vyhraněná. Kurzový vývoj a nerealističnost příliš expanzivního fiskálu znamenají argumenty pro snížení sazeb. Proti snížení stojí prakticky jen komunikační problémy a obava z rychlé změny názorů centrální banky. Na druhé straně je však třeba zamyslet se nad fungováním transmise, zejména jak transmise koresponduje s daty a intuicí. Přesto jsou argumenty pro snížení sazeb stále robustní. Jako riziko byla zmíněna finanční stabilita. Centrální banka by toto riziko měla brát v úvahu, i když v této věci nemá zákonný mandát. Riziko narušení finanční stability se ale snížením sazeb neprohloubí. Zejména v souvislosti s úvěry domácnostem nemusí jít o skutečný problém, nýbrž o mediálně atraktivní téma s možností přehánění skutečné hloubky problému. Všechny relevantní podílové ukazatele výkonnosti finančního sektoru či příjmové situace domácností totiž ukazují, že pro další zadlužování ještě existuje prostor. Ani nedávná zpráva ČNB o finanční stabilitě ostatně žádnou krizi systému ani nesignalizuje. Argument, že dnešní snížení sazeb by vedlo ke vzniku nerovnováh a ohrožení finanční stability proto nepovažuje za relevantní. Ve vztahu k riziku „překvapování“ trhu uvedla, že ČNB je informační „leader“ a trh „follower“. Trh přizpůsobuje své názory dřívějším impulsům ze strany ČNB. Není proto divu, že při dříve prezentované strategii směrem ke zvyšování („normalizaci“) sazeb na 4,5 % trh nyní neočekává pokles. S ohledem na komunikaci ale není třeba mít přílišné obavy, po nějakou dobu se budou ozývat kritické reakce, ale po zveřejnění prognózy se trh přizpůsobí a uzná opodstatněnost snížení sazeb. V měnově politickém rozhodnutí hraje roli také „timing“. V roce 2002 se nejprve vyčkávalo, zda se kurzový vývoj sám od sebe nenapraví. Poté se přikročilo k (neúčinným) verbálním intervencím. Následovala fundamentální vnitřní debata o slučitelnosti otevřených intervencí s režimem cílování inflace. Až po této evoluci přišla na pořad dne otázka snižování sazeb, což bylo možná příliš pozdě. Vyslovila obavy, abychom se z hlediska „timingu“ nedostali nyní do stejného cyklu událostí. Co by dnes vlastně znamenal optimální „timing“? Měsíc prostého sledování vývoje kurzu a úvah o stanovení jakéhosi kritického bodu? Dnes čelíme riziku, že pokud měnová politika nebude reagovat ihned, bude pozdější reakce na kurz již opožděná. Argumenty ve prospěch snížení nyní považuje za robustnější, avšak s konečným názorem vyčká až na hlasování.

Vrchní ředitel Racoča: Souhlasí s tím, že zpráva o finanční stabilitě nesignalizuje přítomnost akutních rizik a případné snížení sazeb by bylo pro finanční stabilitu irelevantní.

Souhlasí i s tím, že ČNB má dosahovat inflačního cíle při nejnižších možných sazbách. Proto není obecně vyloučeno, že v situaci, kdy je inflace v horizontu měnové politiky mírně pod cílem, lze sazby snížit. Nicméně také platí, že implikovaná trajektorie sazeb je jen velmi mírně pod nynější hladinou sazeb. Rovněž platí, že náklady odkladu snížení sazeb jsou považovány za nízké a vhodná komunikace může navíc vést k obdobnému výsledku jako samo okamžité snížení sazeb. Neměli bychom trh překvapovat, protože tak velká změna názoru je rizikem pro kredibilitu ČNB. Po dnešním zasedání bankovní rady by měla být změněna komunikace a až poté případně snižovat sazby. Tím by mělo příští měnové zasedání bankovní rady mít vytvořenu mnohem jednodušší pozici.

Guvernér Tůma: V diskusi zazněla potřeba pohlížet na měnovou politiku a tvorbu prognóz z určitého nadhledu. Pan guvernér považuje za vhodné vyslovit za použití tohoto nadhledu podporu současnému predikčnímu aparátu. Volatilita v predikcích měnové politiky vyplývá z dat a není generována měnovou politikou. Nynější posun je způsoben nejen aktuálním kurzem, ale také revizí časových řad HDP, restriktivnějším vývojem fiskálu i nižší zahraniční poptávkou. Pokud jde o „citlivost“ modelu na kurzový vývoj, zazněla i dnes v diskusi nejednoznačná stanoviska a názory na tuto citlivost se mohou odlišovat oběma směry. To samozřejmě nevylučuje účelnost dalších debat nad směry zdokonalení nynějšího prognostického aparátu. Hlavní však je, že nelze stavět jen na tom, že naše predikce jsou volatilní. Jde zároveň i o volatilitu ekonomického okolí, která se promítá do predikcí. Obecněji řečeno, v empirické analýze existují dva zásadní přístupy. První spočívá v tom, že primární je konzistentní postup, nikoli samotný výsledek. V tomto způsobu uvažování je preferována schopnost přesvědčivě prokázat, jak se k výsledku dojde. Druhým přístupem je naopak, že se nezajímáme o konzistenci postupu, nýbrž jde jen o výsledek. Ačkoliv ani jedna z těchto extrémních poloh není zřejmě ideální, je třeba se držet konzistentního postupu i při pochybnostech, zda výsledek znamená vždy přesné „trefení se“ do budoucího vývoje. Zároveň se nedomnívá, že trh má lepší „selský rozum“ než ČNB. Trh má v názoru na měnovou politiku větší perzistenci a více přihlíží k minulému vývoji. Informačním vůdcem je ČNB, zatímco trh tyto informace vstřebává. Z toho systémově vyplývá, že v okamžicích, kdy predikce ČNB signalizují změny měnové politiky, mohou být tyto predikce volatilnější. Dále uvedl, že v Minutes by měly být problémy fiskálu komunikovány symetricky. To znamená, že předvídatelnost fiskálu je z pohledu měnové politiky problematická – v loňském roce působil restriktivně, aniž by to bylo možné očekávat, zatímco letos existují rizika oběma směry. „Historika“ ekonomického vývoje se zřejmě změnila, ale jsou pro to dobré důvody, jak již bylo uvedeno. Nejde o problém používaného modelového aparátu. Dilema dnešního měnového rozhodování spočívá v tom, že pokud na ně pohlížíme primárně z pohledu cílování inflace, lze snížení sazeb legitimně diskutovat. Argumenty proti se těžko hledají, vyjma problému komunikace. Brát ohled na komunikaci má však své hranice. Rozhodující je, zda jsou pro snížení důvody a pak je třeba takové rozhodnutí učinit. Ztráta kredibility vzhledem k dosažené pozici ČNB a zkušenostem s předchozími několika „překvapeními“ nyní nehrozí. Trh nakonec zabuduje snížení sazeb do svého chování. Prezentovat v komunikaci je nyní možné jak snížení sazeb, tak ponechání. Jestliže bude ČNB nejprve snížení komunikovat a připraví trh na pozdější změnu sazeb, tato komunikace skutečně bude mít vliv. Ale trvaleji se dosáhne záměru stejně jen skutečným snížením, bez snížení nemá předběžná komunikace stejně větší význam.

Viceguvernér Dědek: „Překvapování“ trhu považuje stále za zásadní problém. Jde o riziko netransparentní měnové politiky a náklady překvapení. Nedomnívá se, že je vhodné zakládat pozici ČNB na tom, že je běžné překvapovat. Souhlasí, že ČNB je informačním vůdcem. Ale trh pečlivě analyzuje naše minulá poselství (uvolněné měnové podmínky, rychlý růst,

uzavírání produkční mezery, nutný směr vývoje sazeb na jinou hladinu, než jaká převládala v období deflace a ve výsledku dobře komunikovatelná „historika“ s ohledem na budoucí růst poptávkových tlaků). Nová data ukazují, že tento příběh je rozložen do delšího časového horizontu, ale zásadně se nemění. I nyní proto zůstala zachována představa, že sazby se budou dlouhodobě zvyšovat, ale nově přicházíme s tím, že krátkodobě tomu má být naopak. To považuje za podivné, resp. za příliš „jemné doladování“ ekonomiky. V otázce cílování inflace je třeba zdůraznit, že neexistuje jen bodový cíl, ale i pásmo. Inflace se však v měnově relevantním horizontu z pásma nevychyluje. V měnově politické inflaci není vůbec patrný žádný velký zlom, nýbrž spíše stabilita okolo 2 %, i přes mírné snížení dynamiky. Výraznější pohyby inflace se odehrávají pouze v důsledku administrativních vlivů, resp. odeznívání vlivu deregulací. Jediný argument pro snížení sazeb spatřuje v případě, pokud by došlo ke konsensu, že se obáváme vývoje kurzu. Ale model dochází k výsledku, že kurz je blízko rovnovážné hodnoty. Pak ale jde o rozpor, pokud by ke snížení sazeb mělo dojít kvůli kurzu. Je-li zde navíc úvaha o možné expanzivnosti fiskálu, jde jen o další argument proti snižování sazeb (minulá restrikce právě vytváří riziko větší expanzivnosti v budoucnu). Ohrožení finanční stability je pouze podpůrným argumentem, data ohrožení prozatím opravdu nesignalizují, ale proč takové ohrožení dále provokovat? Měnově politické rozhodnutí by dnes mělo znamenat stabilitu sazeb, stačí možné úvahy o snížení pouze komunikovat.

Viceguvernér Niedermayer: Kurz je sice v rovnováze, ale i tak jde o silný dezinflační stimul oproti tomu, kdyby byl od rovnováhy více vzdálen. Jeho ustálení na nynější úrovni neznamena enormní riziko pro růst, ale pro dezinflaci toto riziko trvá. Argumenty pro snížení považuje ve světle probíhající diskuze za stále robustnější. Argumenty proti snížení se týkaly také finanční stability, konkrétně vývoje po zavedení hypoték na dosud nenasyceném trhu. Stále však existuje pozitivní míra úspor okolo 7,5 až 8 %, což znamená oproti např. USA se zápornou mírou úspor značnou výhodu. Finanční sektor jako celek neprojevuje příznaky ohrožení stability. Upozorňuje dále, že jak prognóza, tak i trajektorie sazeb jsou ve skutečnosti díky zvoleným předpokladům posunuty směrem nahoru. Zda by se jednalo jen o dočasné vychýlení by záviselo na tom, že nižší úrokový diferenciál způsobí depreciaci. To však není nikde řečeno. K „přecitlivělosti“ modelu uvedl, že model naopak ve značné míře „vyhlazuje“. Měnově politické doporučení SMS pak znamená další vyhlazování, když přináší argumenty pro snížení sazeb, avšak nakonec doporučuje sazby neměnit s tím, že náklady odkladu nejsou vysoké. Konečně i bankovní rada obvykle při zvažování bilance rizik ještě dále „vyhlazuje“. Z těchto důvodů trh vnímá strategii ČNB logicky jako „vyhlazující“. Analytici se pak ani nesnaží odhadnout „správnou“ reakci ČNB, nýbrž tu, jakou opravdu udělá. Taková strategie se nemá přehánět, protože otálení má rovněž své náklady a pokračování v takovém přístupu by mohlo vést do pastí závislosti na minulém rozhodování a komunikaci. Záměry ČNB se nemusejí prosadit jen prostřednictvím jejích „očekávaných“ reakcí, což je argumentem pro snížení. Trh může stejně tak akceptovat i nové chování.

Vrchní ředitel Racoča: Čitelnost a předvídatelnost jsou podstatnými „aktivy“ měnové politiky. Z hlediska komunikace může nová bankovní rada snížit sazby kredibilněji, pokud jí dnešní jednání bankovní rady připraví prostor prostřednictvím komunikace. Pochybuje, zda je dnešní zasedání bankovní rady adekvátní pro zásadní změnu směru v nastavení sazeb

Vrchní ředitelka Erbenová: Kredibilita se provedením okamžitého snížení sazeb nesníží. Dodává, že pohyb výnosových křivek směřuje spíše směrem dolů ke stabilitě, a proto by snížení sazeb nemělo znamenat příliš velké překvapení. Souhlasí s panem viceguvernérem Niedermayerem, že není rozhodující, zda je kurz přesně na rovnovážné trajektorii, nýbrž že směr jeho pohybu je při míře otevřenosti české ekonomiky a citlivosti na kurz spojen s

dezinflačním působením kurzu. Rovněž uvedla, že ČNB není aktivistická, vždyť podle podkladů SMS byla ze 36 měnových zasedání bankovní rady jen 3 rozhodnutí hodnocena trhem jako překvapivá.

Vrchní ředitel Racocha: Dnes ale trh očekává zachování výhledu na zvyšování, zatímco nyní vedeme diskusi o snížení.

Viceguvernér Dědek: Obrací se s upřesňujícím dotazem na paní vrchní ředitelku Erbenovou ohledně počtu měnových rozhodnutí znamenajících změnu sazeb a v porovnání s tím na počet překvapení.

Vrchní ředitelka Erbenová: V daném období došlo k devíti změnám sazeb, z toho třikrát byly změny sazeb trhem hodnoceny jako překvapení.

Guvernér Tůma: Nadále zachováváme předpoklad o uvolněných měnových podmínkách. Je s tím spojen problém, jak za takových okolností vyargumentovat měnové rozhodnutí znamenající snížení sazeb?

Ředitel SMS Holub: Konstatování uvolněnosti měnových podmínek se vztahovalo ke zprůměrovaným datům za 4. čtvrtletí loňského roku. Aktuální úroveň kurzu se od těchto hodnot vzdaluje a navíc je nyní kurz silnější i oproti prognóze. Tím se rizika vychylují ještě více směrem dolů a kurz již přestal působit uvolněně na měnové podmínky.

Viceguvernér Niedermayer: Snížením sazeb se jen vyrovná zpřísnění pramenící z vývoje kurzu. Před zahájením zasedání neměl vyhraněný názor, ale nyní již tomu tak není. Pokud jde o obavy, že snížením sazeb v současném okamžiku by mohlo dojít ke škodám, tak snížením o 0,25 p.b. k žádným škodám nedojde. Předběžná komunikace budoucího snížení není dobrá strategie, pokud není zřejmé, jaký je důvod odkladu rozhodnutí a na co čekáme. Pokud by i došlo např. k překvapivému vývoji lednové inflace směrem nahoru, v měnové politice se snažíme bránit tomu, aby byla motivována pouze údaji o nejnovějším vývoji inflace. Druhou možností je víra, že očekáváme oslabení kurzu, která je ovšem stejně relevantní, jako možnost opačného vývoje kurzu.

Guvernér Tůma: Pokud jde o měnově politické doporučení SMS, obsahuje dva argumenty proti snížení sazeb. Prvním je potenciálně expanzivní fiskál. Druhým je náhlá změna rétoriky a problémy v komunikaci. Vznáší upřesňující dotaz na ředitele SMS, jak silně vnímá SMS komunikační riziko.

Ředitel SMS Holub: Komunikace bezesporu sehrála svou roli při hlasování uvnitř SMS. K měnově politickému doporučení SMS je nutno uvést, že sice vyznělo 5:1 ve prospěch ponechání sazeb na stávající úrovni, ale při velmi obtížném zvažování argumentů pro a proti. Tento výsledek hlasování proto neznamená, že rozhodování v rámci SMS bylo natolik jednoznačné. Implicitně v sobě (přes faktor komunikace) zřejmě zahrnovalo i „vyhlazování“, o němž se zmínil pan viceguvernér Niedermayer. Sekce bankovních obchodů i sekce řízení rizik naproti tomu byly pro snížení sazeb, což ukazuje na nejednoznačnost názoru i mezi jednotlivými sekcemi.

Guvernér Tůma: V této nejednoznačnosti spatřuje postupný posun ve prospěch „pre-emptive“ charakteru měnové politiky. Upozorňuje na rok 2002, kdy bývala mohla být reakce

ČNB rychlejší. Argumenty proti nynějšímu snížení považuje za slabé. Řešit problém předběžnou komunikací je rozporuplné. Pokud ke snížení sazeb existuje důvod, je třeba snížení provést.

Vrchní ředitel Racoča: O důvodech ke snížení sazeb nebylo dosaženo shody, jak o tom svědčí diskuse rizik prognózy (fiskál).

Guvernér Tůma: Fiskál je spíše nejistotou, ale ne nutně expanzivním směrem.

Viceguvernér Dědek: Upozorňuje na přínosy, které lze získat odkladem snížení sazeb. Především bude znám vývoj kurzu. Pokud i zůstane na dnešní úrovni, nepůjde o příliš závažný problém. Komunikací budoucího možného snížení sazeb bude zároveň vyslán signál, že již na této úrovni kurzu ČNB začíná uvažovat o protiopatřeních.

Viceguvernér Niedermayer: Jde však o silný dezinflační vliv kurzu při klesající inflaci. Nehrozí sice opakování roku 2002, ale příslušný mechanismus v obecné rovině funguje.

Guvernér Tůma: Není dopředu zcela jasné, jakým směrem se vydá kurzový vývoj. Riziko je však větší v apreciačním směru.

Vrchní ředitel Racoča: Vznesl technický dotaz na ředitele sekce měnové a statistiky pana Holuba, jaká je aktuální odchylka stávající úrovně sazeb od implikované trajektorie sazeb na 1. čtvrtletí 2005.

Ředitel SMS Holub: Odchylka činí 0,1 p.b. (implikované sazby leží níže než stávající sazby). Nebýt aktuálního kurzového vývoje, tato odchylka by byla SMS interpretována spíše ve smyslu stability sazeb na nejbližších 4-6 čtvrtletí. Pokud SMS přišla v návrhu komunikace s tím, že implikovaná trajektorie nejprve vede mírně dolů a teprve později se vrací k logice „normalizace“ sazeb, tato formulace v sobě částečně zahrnuje i poznatek, že kurz od sepsání lednové situační zprávy neustále pokračoval v apreciaci vůči předpokladu prognózy. Základní scénář prognózy dává naprosto legitimní podklad jak pro ponechání sazeb i mírné snížení. Kurzový vývoj za poslední měsíc však tuto rovnováhu narušuje.

Vrchní ředitel Racoča: Konstatoval, že vyčkání se snížením sazeb by mělo jen omezené náklady, pokud vůbec nějaké.

Guvernér Tůma: S vyčkáváním nesouhlasí, opět poukazuje na žádoucí „pre-emptive“ charakter měnové politiky, kdy ČNB nemá být ve vleku vývoje, jak se stalo v roce 2002. Riziko odkladu spočívá v tom, že po několika měsících odkládání rozhodnutí by otázka nutnosti snížení sazeb stejně nepominula a k tomu by ještě mohlo přibýt riziko nutnosti intervencí.

Vrchní ředitel Racoča: Nepovažuje za kredibilní ani vhodné nyní sazby nejprve snižovat a později zase zvyšovat. Jinými slovy, stále platí dlouhodobá orientace na zvýšení, ale před tím ještě snížíme. Provést toto rozhodnutí právě na dnešním zasedání nepovažuje za moudré.

Viceguvernér Dědek: Pokud jde o analogii s rokem 2002, ČNB nebyla podle jeho názoru pozadu se snižováním sazeb. Ke vzniku a rozsahu „kurzové bubliny“ přispělo i to, že trh

potřeboval dlouhou dobu, než se přesvědčil o kredibilitě dohod spojených s privatizačními výnosy. Obdobné problémy jsou při budoucí privatizaci Telecomu dostatečně ošetřeny. Dnes je kurz mnohem více výslednicí tržního vývoje a oproti roku 2002 ani nedochází k žádné výraznější „apreciační bublině“. Snížení sazeb v současném okamžiku by však signalizovalo „boj s kurzem“.

Viceguvernér Niedermayer: Nepovažuje již za vhodné hovořit o „normalizaci“ sazeb, ale jak se přibližovat rovnovážným veličinám. Zatím neustále platí, že dochází k podstřelování inflačního cíle. Pokud kurz zůstane na současné úrovni, neohrozí příliš růst, ale signalizuje se tím riziko inflace pod 2 %. I bez rizika další apreciacie kurzu by tak mohlo dojít k podstřelení velmi hluboko pod inflačním cílem.

Vrchní ředitelka Erbenová: Je zde shoda v interpretaci implikované trajektorie sazeb? Osobně ji interpretuje tak, že jde o to nyní sazby dočasně snížit a poté vrátit na původní úroveň. Sazby se tedy podle této trajektorie zase vrátí na stávající úroveň někdy ve 2. čtvrtletí 2006. V horizontu transmise proto nejde o zvyšování sazeb. To je důležitá nuance. K opětovnému zvyšování sazeb má dojít až za horizontem transmise.

Ředitel SMS Holub: Až za horizontem transmise (2007-2008) se rýsuje další zvyšování sazeb směrem k neutrální úrovni. Snahou SMS bylo zdůraznit, že v nově prezentované trajektorii nebyly přehodnoceny rovnovážné veličiny, nýbrž jen reakce na aktuální cyklický vývoj v horizontu transmise.

Viceguvernér Niedermayer: Co bude za horizontem transmise je nejisté, podstatnější je, jak má měnová politika reagovat nyní pro zajištění daného inflačního cíle a za daných předpokladů.

III. Závěrečné hlasování

Guvernér Tůma: Hlasuje pro snížení úrokových sazeb na 2,25 %.

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

Viceguvernér Niedermayer: Hlasuje pro snížení úrokových sazeb na 2,25 %.

Vrchní ředitelka Erbenová: Hlasuje pro snížení úrokových sazeb na 2,25 %.

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

Vrchní ředitel Štěpánek: Hlasuje pro snížení úrokových sazeb na 2,25 %.

IV. Úkoly

Nebyly uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání 1. situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB o snížení limitní úrokové sazby pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu na 2,25 %. Provedenému snížení repo sazby odpovídá shodné snížení lombardní sazby na 3,25 % a diskontní sazby na 1,25 %. Pro toto snížení úrokových sazeb s účinností od 28.1. 2005 hlasovali čtyři členové bankovní rady, dva členové bankovní rady hlasovali pro ponechání sazeb na současné úrovni.

Zapsal: Vladislav Flek, poradce bankovní rady ČNB