

Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 25. 7. 2002

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér O. Dědek, viceguvernér L. Niedermayer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel P. Racoča, vrchní ředitel P. Štěpánek, ministr financí Bohuslav Sobotka (nový ministr financí poprvé přítomen prezentaci situační zprávy a části uzavřeného jednání)

I. Diskuse navazující na prezentaci 7. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Oceňuje kvalitu nového typu prognózy. Požaduje, aby i vyhodnocení minulého ekonomického vývoje bylo prováděno také s pomocí modelového rámce, aby bylo dosaženo konsistence vyhodnocení minulosti a prognózy. Vznáší tři dotazy: (i) co všechno vedlo ke změně předpokladu velikosti mezery produktu, která se jeví jako poměrně výrazná, šlo i o vliv externích faktorů? (ii) je-li nyní kurz mírně nadhodnocen, byl v minulosti podhodnocen? a (iii) proč je v modelu NAIRU tak vysoké (10%)?

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): ad(i) Odhad vazby mezi měnovými podmínkami a mezerou je poměrně robustní. ad(ii) Nadhodnocení pozorujeme od poloviny roku 2001, rovnováha se mění o 6 % ročně. ad (iii) NAIRU bylo z textu vymazáno, jde o interní údaj modelářského týmu bez vlivu na prognózu.

Viceguvernér Dědek: Začínáme inkasovat negativní dopady nadhodnoceného kurzu, což se projevuje snížením prognózy růstu i inflace. Silná koruna redukuje prostředky dostupné pro investice, takže robustnost budoucího růstu je ohrožena. Bude-li tahounem růstu spotřeba, mohou se objevit národohospodářské nerovnováhy. Dotazuje se, zda odhad fiskálního vývoje není postaven na příliš optimistickém makroekonomickém výhledu. Dále se ptá na faktory, které vedly ke změně předpokladu o výši mezery produktu. Problém s cenami neobchodovatelného zboží byl již objasněn během prezentace.

Odpověď SMS: Fiskální výhled je konzistentní s novou prognózou. Mezera produktu odráží všechny faktory vstupující do prognózy (externí i domácí) i přehodnocení minulého vývoje ze strany SMS na základě nových dat.

Vrchní ředitel Racoča: Vznáší několik dotazů. Inkasuje-li ekonomika dopady silné měny, jak je možné, že rentabilita podniků stagnuje? Můžeme to přičíst kompenzujícímu efektu uvolnění úvěrové politiky? Z čeho vycházíme při našich předpokladech o scénáři nápravy regulovaných cen, když fiskální výhled MFČR neposkytuje zřejmě dostatečnou informaci pro celý horizont? Jak si vysvětluje SMS vývoj kurzu koruny za poslední období? Vystřídalo se několik vysvětlení od prodeje ČEZ po výstavbu dálnice.

Odpověď SMS: Kurz ujíždá z finančních pozic podniků, ale tento dopad je kompenzován ostatními faktory. U regulovaných cen jde o heterogenní segment, ze kterého 3/4 váhy tvoří pět klíčových položek. Pro tyto položky bankovní rada schválila scénář vývoje a na něm je prognóza založena. Kurz byl ovlivněn sérií pozitivních signálů, které nebyly převáženy dostatečným množstvím signálů negativních. Dohoda s vládou sice pozitivní signály tlumila, ale negenerovala opačné signály, proto docházelo k posilování koruny.

Vrchní ředitel Štěpánek: Vznáší dva dotazy. Jaké jsou faktory za přetrváváním negativní mezery produktu v roce 2004, když prognóza indikuje současné zrychlení dynamiky cenového vývoje? Jak hodnotí SMS fiskální vývoj? Z prezentace bylo zřejmé, že ze strany

MFČR není k dispozici dostatek informací pro roky 2003-2004, a přitom fiskální výhled není zřejmě považován za riziko prognózy.

Guvernér Tůma: Připojuje se k dotazu p. Štěpánka ohledně výše mezery produktu. Chování mezery produktu v modelu není příliš intuitivní. Vyjadřuje obavy z toho, že k uzavření mezery produktu by v modelu bylo třeba příliš velké reakce sazbami. Pokud by měnové pravidlo mělo mezeru uzavřít, implikovalo by příliš velkou volatilitu ostatních veličin.

Odpoď SMS: Mezera produktu se neuzavírá, protože dochází ke zpřísňování měnových podmínek v reakci na prognózovanou akceleraci inflace v průběhu let 2004-2005. Simulace potvrdily, že při setrvání inflace regulovaných cen na stávajících hladinách by se výstupová mezera v tomto období uzavřela. Druhý důvod bránící uzavírání mezery je dezinflační trajektorie inflačních cílů. Fiskální výhled je založen na vlastních analýzách SMS a je v souladu s celou prognózou. Hodnocení je založeno na odhadech dopadů strukturálního deficitu na HDP, nikoli na odhadech fiskální pozice.

Vrchní ředitel Frait: Dotazuje se, jak se vyrovnat s informacemi o konkurenceschopnosti uvedenými v SZ. Na jedné straně se zdá, že koruna je příliš silná, na druhé straně se uvádí, že konkurenceschopnost českých podniků ve srovnání s německými není ohrožena, protože německá konkurenceschopnost (relativně k české) klesá.

Odpoď SMS: Relativní cenová přírážka (vůči Německu) jako indikátor konkurenceschopnosti tuzemského průmyslu byla doposavad velice stabilní. Je to ovšem převážně empirické pozorování. Modelování stejného indikátoru by zřejmě vyžádalo zacházení s produktivitou domácích vývozců jako s endogenní veličinou, což se do běžně užívaných modelů zatím nedostalo. Nicméně, na základě dostupných dat lze vyjádřit hypotézu, že negativní dopady silné koruny na dovozce jsou spojeny spíše s útlumem investic nežli s odbytovými potížemi stávajících kapacit.

Vrchní ředitelka Erbenová: Požaduje podrobnější informace o reakční funkci centrální banky použité v modelu, konkrétně je důležité vědět, jakou váhu má mezera produktu v pravidle, jaká je reakce na volatilitu nestabilních položek (potravin) a jaký je vyhlazovací parametr v pravidle. Dále se ptá na roli cen neobchodovatelného zboží v měnovém pravidle, resp. jakým způsobem je ošetřeno, že při odchylce deregulací od scénáře dohodnutého s vládou dojde k použití institutu výjimky?

Odpoď SMS: Reakční funkce je variantou Taylorova pravidla s vahami 4:1 ve prospěch inflace. Vyhlazování reálných veličin je tedy nízké. Pravidlo bylo zvoleno tak, aby odpovídalo intuici o chování BR v režimu cílování inflace. Problém odchýlení rychlosti deregulace od původně zvažovaného scénáře byl ošetřen v jednom scénáři tím, že byla záměrně cílena dolní hrana koridoru (a nikoli jeho střed). Adekvátní reakce by byla o 0,25 p.b. nižší. Alternativou by bylo posunout v rámci simulačního cvičení cílovaný koridor směrem dolů.

Vrchní ředitel Štěpánek: Upozorňuje, že v rámci SZ není srozumitelné, proč nejsou předpoklady o mezeře produktu, potenciálním růstu a prognózovaném růstu navzájem konsistentní. Ptá se, zda jsou jednotlivé číselné údaje uvedeny správně, protože $3,5+0,5 \neq 4,5$.

Odpoď SMS: Údaje by měly být konzistentní. HDP může růst, i když se záporná mezera výstupu prohlubuje, pokud roste potenciál dostatečně rychle. To je i náš případ. Obzvláště markantně se to projevuje v prognóze vysokého růstu HDP v roce 2004, kdy dochází k souběhu růstu potenciálu a uzavírání výstupové mezery.

Viceguvernér Dědek: Ptá se na význam rizikové prémie v rámci modelové simulace, resp. zda není její nulová hodnota problémem? Standardní chápání tohoto termínu je přiřážka k LIBORu, termíny by se měly používat standardním způsobem. Dále se ptá, zda má SMS informace o probíhající spontánní euroizaci ve velkých podnicích pod zahraniční kontrolou.

Odpověď SMS: Termín „riziková prémie“ se používá v několika různých souvislostech. V případě modelové prognózy nemá riziková prémie význam přiřážky k LIBORu. Za zvážení stojí tento parametr přejmenovat. Navíc agregovaná riziková prémie má jiný význam než rizikové prémie přiřazené trhem jednotlivým instrumentům. Euroizace jako taková pozorována není, ale mírně roste objem devizových vkladů podniků, což by bylo možno interpretovat jako přechod na jinou transakční měnu. Růst je ale zatím jen mírný.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Ministr financí Sobotka: V úvodním slově vymezuje svou základní pozici. Respektuje ústavní pozici ČNB, za důležité považuje pravidelnou komunikaci mezi vládou a centrální bankou prostřednictvím odborné diskuse, a nikoli přes média. Nová vláda chce zavést čtyřletý rámec pro sestavování veřejných rozpočtů jako celku, včetně mimorozpočtových fondů. Dvěma pilíři budou nová vládní daňová politika a analýza mandatorních výdajů. Za podstatnou považuje společnou práci na přístupu ke společné evropské měně. Konstatuje, že technicky proveditelná varianta nemusí být politicky schůdná, což není důvod k tomu, aby takové technicky schůdné řešení nebylo promyšleno a diskutováno. Návrh měnově-politického opatření (snížení o 0,75 p.b.) mu konvenuje.

Viceguvernér Dědek: Navazuje na námět ministra financí o společné práci na strategii vstupu do eurozóny. Je třeba dát dohromady přesvědčivé argumenty pro vstup do eurozóny a společně diskutovat otázku fiskální konsolidace. Nabídnutou spolupráci proto vítá. Dále se zaměřuje na vyhodnocení nového typu prognózy. Nepodmíněná prognóza vytváří dojem, že inflaci lze řídit podle předem naprogramované trajektorie sazeb, což nekoresponduje s nejistotami, kterým měnová politika v realitě čelí. Ilustrací může být červencová prognóza, která ukazuje, že dominantní váhu má kurzový vývoj, který se vyvíjel autonomně a který je v rámci modelové prognózy obtížně vysvětlitelný. Analogický je případ vývoje cen potravin. Riziko nového přístupu spočívá v založení komunikace na modelovém odhadu a na pojmech, které mají velmi „hypotetický nádech“ – jako jsou rovnovážné veličiny, mezera produktu – a jsou v realitě obtížně pozorovatelné. Takové pojmy se nedají používat při prezentaci prognózy směrem k širší veřejnosti. Nová SZ sklouzává k těmto termínům. Za velkou vadu považuje, že shrnutí SZ nemá charakter syntézy detailních statistických údajů a uzavírá se do modelové logiky. Dále komentuje samotnou predikci ekonomického vývoje. Predikce inflace byla korigována výrazně směrem dolů, ale v horizontu nejúčinnější transmise jsou obě (minulá i stávající) prognózy téměř shodné. Je-li tedy inflační cílení založeno na předvídatosti měnové politiky, vypadá návrh na snížení sazeb nevěrohodně, protože v relevantním horizontu vlastně k významné korekci nedošlo. Návrh ale není nekredibilní, je-li vyhodnocen v kontextu rizik kurzového vývoje, který zhoršuje finanční situaci podniků. Návrh na snížení sazeb proto podporuje. V tomto smyslu je třeba uvítat nabídnutou spolupráci s vládou v oblasti kurzového vývoje, která by mohla zamezit nadměrnému posilování.

Vrchní ředitelka Erbenová: Návrh SMS na snížení sazeb je kredibilní nejen v kontextu kurzového vývoje, ale i v kontextu celé prognózy a tedy i cílování inflace. Prognóza míří nejprve pod inflační cíl a v horizontu nejúčinnější transmise pouze k dolní hraně cíleného koridoru i přes výrazné uvolnění sazeb. Prognóza inflace je v červencové SZ vytvořena jinak

než v dubnové SZ, nyní je nepodmíněná. Nová prognóza je konsistentní s poklesem sazeb. Kvalitu prognostického aparátu je možno diskutovat opakovaně, ale rozhodování o nastavení sazeb bude vždy probíhat za nejistoty. Současná korekce prognózy inflace i růstu směrem dolů je robustní. Rizika prezentovaná SMS nejsou ještě pro BR zcela transparentní, ale je dobré zaměřit se nyní na razantnost poklesu inflace a na souvislost takového poklesu s inflačními očekáváními a s rigiditami nominálních veličin, zejména mezd, v ekonomice. Rizikem v opačném směru je vliv fiskálu, který se v současné predikci téměř vytrácí, protože není zahrnut v modelovém aparátu. Fiskální vývoj ale zřejmě není pro současné nastavení sazeb rozhodující. Vzhledem ke kurzovému vývoji je dobré zvážit také signální roli navrhovaného snížení.

Viceguvernér Niedermayer: Nepodmíněná prognóza je dobrý podklad k diskusi a přesně tak je třeba s ní zacházet. Nejistotou ekonomického vývoje v současném hodnocení je transmise do cen neobchodovatelného zboží, interpretace stupně nadhodnocení kurzu, rychlost jeho návratu k rovnováze. Fiskální vývoj nejistotu do současného hodnocení nevnaší, protože určitá míra fiskálního stimulu dostává růst HDP na potenciál, takže expanze nebude dělat problém, pokud nedojde k její přílišné akceleraci. Riziko vlastní prognózy směrem nahoru spočívá ve scénáři kurzového vývoje. Je příliš brzy prohlásit konvergenční hru za definitivní, ještě může dojít k reverzi i u kurzu i u sazeb. Druhé riziko prognózy je skutečnost, že jsme poprvé v situaci, kdy kurzový scénář implikuje silnější kurz než je kurz aktuální. Rizikem dolů je – jak je vyjádřeno v ZoI – pomalá adaptace ekonomiky na nízkoinflační vývoj v oblasti mezd. Dojde sice ke krátkodobému nafouknutí spotřeby, ale z pohledu JMN nelze takový vývoj ustát bez ztráty outputu. K návrhu rozhodnutí v podobě dramatického snížení má tři poznámky. Moment překvapení nelze přeceňovat, ten rychle vyprchá. Prostředí nízkých sazeb nemáme zmapované, poprvé se dostaneme pod hladinu ECB. Je dobré komunikovat flexibilní přístup k intervencím.

Vrchní ředitel Štěpánek: Konstatuje, že přijmout opatření bude dnes jednodušší než interpretovat ekonomický vývoj. Příběh SMS je věrohodný. SMS je třeba poděkovat – nový formát prognózy a celé SZ je kvalitnější. Ohledně určitých parametrů panuje i přes to nejistota, navíc nyní je prognóza formována i předpoklady, které jsou nastavovány bez dostatečných podkladových analýz. Nová prognóza znamená výraznou korekci odhadu budoucího vývoje inflace směrem dolů, což bylo do jisté míry způsobeno překlopením prognózy z expertní do modelové, které proběhlo velmi rychle. Existují dvě interpretace hlavního důvodu korekce prognózy: (i) mezi dvěma kvartály se velmi výrazně změnila situace nebo (ii) expertní prognóza používaná v minulosti byla chybná. Snížení sazeb je adekvátní reakcí a jeho rozsah by měl být ještě předmětem další diskuse.

Vrchní ředitel Racocha: Oceňuje také novou formu SZ. Důvody pro výraznou korekci prognózy směrem dolů je třeba hledat jak ve změnách předpokladech, tak v samotném přechodu na prognózu nového typu, který implikuje, že centrální banka změnila interně způsob svých úvah. Dalším faktorem je výrazné urychlení zhodnocování koruny, které ale neumíme příliš dobře vysvětlit. Vysvětlení SMS o asymetrii četnosti dobrých a špatných signálů není zcela postačující. Z prezentace bylo zřejmé, že zpomalení inflace je do značné míry vyvoláno vnějšími faktory a že tahounem růstu bude domácí poptávka. Z pohledu domácích inflačních tlaků není třeba další stimul k oživení poptávky v podobě dramatického snížení sazeb. Problémem je předpoklad o tempu deregulací. Nová vláda může nápravy cen urychlit, opatrnost je tedy na místě. SZ opakovaně hodnotí dopad kurzu na ekonomiku jako významný, v datech ale tento dopad zatím patrný není. Konkurenceschopnost vůči Německu se nezhoršuje, finanční situace podniků stagnuje (ale nezhoršuje se), obchodní bilance

nevykazuje pesimistický vývoj, takže celkový obrázek není tak černý. Nejistota při rozhodování spočívá v tom, že se opírá o prognózu nového typu, která si musí teprve vydobýt svou kredibilitu. Otázka fiskálního vývoje je závažnější, než by naznačovala SZ. Toto střednědobé riziko není v prognóze zohledněno, jakoby nám fiskální vývoj prokluzoval mezi prsty. Přechodem na novou prognózu se zvýšila citlivost kurzu na změnu sazeb, takže návrh opatření je částečně podložen tím, že snížení sazeb napomůže směřovat kurzový vývoj žádoucím směrem. Vzhledem k tomu, že prognóza se pohybuje pod cíleným koridorem, je návrh na snížení sazeb adekvátní. Rozfázování celkového snížení (o 0,75 p.b.) je třeba ještě diskutovat.

Vrchní ředitel Frait: Při hodnocení současné situace je možno postupovat v logice SZ a začít komentářem prezentované prognózy. Jedno podstatné riziko prognózy je zabudováno v samotném modelovém rámci, který pracuje se vzájemnou vazbou mezi měnovým pravidlem, modelem a kurzovou rovnicí. Vzájemná interakce těchto tří prvků způsobuje poměrně velkou volatilitu modelovaných veličin. Vzhledem k tomuto riziku by bylo vhodné reagovat opatrněji, než naznačuje model. Tento požadavek na opatrnější reakci ale navrhané opatření splňuje, protože snížení sazeb implikované modelovou prognózou je větší než 0,75 p.b. Navrhuje provést v příští SZ detailní analýzu trhu práce, protože právě rigidity na tomto trhu významně formují ekonomický vývoj v období zpomalení inflace. Upozorňuje na to, že současný příznivý vývoj relativních cen dovozu a vývozu zakrývá problém vnějšího deficitu. Jedná se ale pouze o dočasný pozitivní šok, v budoucnosti se může snadno objevit opačný vývoj. Navrhané doporučení je poměrně razantní, což je způsobeno tím, že reaguje na rozsáhlý kurzový šok.

Guvernér Tůma: Zahajuje závěrečné kolo diskuse. V krátkosti reaguje na příspěvek p. Dědka. Nový predikční aparát je změnou k lepšímu. Sebelepší prognóza ale nikdy nebude mít pro centrální banku význam autopilota. Přesto musí být kredibilní, protože se jedná o podstatný nástroj při rozhodování o sazbách. Nová prognóza rozhodně kredibilitu SZ nesnížila, BR je nyní více vtahována do procesu její tvorby. Podpůrnou informaci poskytla tentokrát prognóza modelu NIGEM v podkladu K. Šmídkové, protože ukazuje, že ekonomický výhled pro celý region je podobný tomu, který prognózuje SMS. Takže robustnost korekce prognózy není nízká. Není možné čekat na silnou evidenci o dopadech kurzu, měnová politika musí být dostatečně předvídatvá, aby zamezila případným negativním dopadům včas. Za jistou evidenci lze považovat zpomalení růstu HDP, který není způsoben jen kurzem – ale kombinací více faktorů, k nimž patří například zpomalení zahraniční poptávky. To, že dopad kurzu není zatím vidět v hospodaření firem, je možno částečně vysvětlit i tím, že firmy se silnou korunou zatím bojují jako s tranzitorním šokem. Nová prognóza s sebou přinesla i symetrické zabudování rizika pohybu cen v obou směrech, protože bylo upuštěno od předpokladu nízké flexibility cen směrem dolů.

Vrchní ředitel Racoča: Reaguje na komentář o kurzu. Přesvědčivou evidenci o dopadech silného kurzu na ekonomiku zatím nemáme.

Guvernér Tůma: Zpomalení růstu HDP je přesvědčivá evidence.

Vrchní ředitel Racoča: Předpoklad o tom, že kurzový šok není tranzitorní, ale nemusí být nutně robustní. Před několika měsíci jsme kurzový vývoj označili za bublinu, nyní s ním pracujeme jako s permanentním šokem.

Guvernér Tůma: Bublina na finančních trzích může – jak ukazují i zahraniční zkušenosti – splasknout až po několika letech. Její rychlé splasknutí je méně pravděpodobné, než další zhodnocování koruny. Snad jedině zpomalení jednání o vstupu do EU by nás mohlo vrhnout opačným směrem.

Vrchní ředitel Racoča: Vrací se k předpokladu o pružnosti cen. Z měsíce na měsíc byl tento předpoklad změněn, takže ve stávající prognóze je zabudováno riziko směrem nahoru, protože ceny se mohou směrem dolů ukázat jako méně pružné (než je nyní předpokládáno).

Viceguvernér Niedermayer: Souhlasí s tím, že šlo o významnou změnu předpokladů a rizik.

Guvernér Tůma: Nesouhlasí s tím, že v prognóze je nyní zabudováno asymetrické riziko. Naopak bylo odstraněno riziko směrem dolů, které bylo před tím komentováno na tiskové konferenci (tehdy šlo o komentář předpokladu nižší flexibility cen směrem dolů než směrem nahoru).

Viceguvernér Dědek: Vysvětlení celého problému je v SZ. Pokles dovozních cen se nepromítá plně do inflace, takže opuštění předpokladu (asymetrické flexibility) znamená tlak na prognózu směrem dolů.

Ředitel SMS Čapek: Potvrzuje, že v nové prognóze je flexibilita cen symetrická, a proto i rozložení rizik je symetrické.

Viceguvernér Niedermayer: V reakci na názor p. Tůmy, že zpomalení růstu HDP v predikci je evidence dopadů kurzu uvádí, že vliv tohoto kanálu je v prognóze zohledněn proto, že byl záměrně po předchozích debatách v modelu aktivován. Tato změna nic nevyovídá o situaci v ekonomice, jde pouze o modelový předpoklad. Celá prognóza jako nástroj rozhodování je založena na sérii vědomých rozhodnutí – například i o reakční funkci. Změna pohledu na situaci prezentovaná v SZ je dramatická. Vzhledem k tomu, že byla do jisté míry způsobena samotným přechodem na nový styl tvorby prognózy, je nutná opatrnost při vlastním rozhodování. Navrhuje znovu zvážit, zda je vhodné snížit sazby v celém navrženém rozsahu najednou.

Guvernér Tůma: Prezentovanou prognózu lze – vzhledem k tomu, že během diskuse nebyly vysloveny argumenty, které by ji zpochybnily – považovat za dobrý podklad k rozhodnutí. Zrychlení deregulací by spíše pomohlo vrátit inflaci do cíleného koridoru. Setrvačnost nominálních mezd může být tranzitorním faktorem, který bude působit do listopadu, kdy proběhnou mzdová vyjednávání. Ta mohou nízkoinflační prostředí zohlednit, takže příští rok budou mzdy již nízké. Z hlediska rozsahu rozhodnutí vnímá situaci jinak než p. Niedermayer. V uplynulém půl roce komunikovala centrální banka intenzivně své obavy ze silné koruny. Na rozdíl od sazeb nelze intervence používat systematicky, jejich účinnost záleží na okolnostech. Větší důraz na intervence by nás přivedl na hranici režimu cílování inflace. Výhodou navrhovaného snížení sazeb je signální role, protože nás dostane pod hranici sazeb v eurozóně. Takový signál by mohl pomoci ovlivnit kurzový vývoj. SMS navrhovala doprovodit snížení sazeb intervencemi. Tento návrh je třeba diskutovat odděleně a zvážit, zda pokračovat ve strategii intervencí z minulých dvou týdnů. Vyjadřuje svůj názor, že intervence by bylo možno použít jako doprovodný nástroj při snížení sazeb. Současná situace vyžaduje razantní signál, který nebude pouhou kompenzací zpřísnění měnových podmínek. Závěry dostupných analýz (SZ, NIGEM, stanovisko) se shodují a lze je označit za robustní.

Vrchní ředitel Racoča: Souhlasí s tím, že snížení o 0,75 p.b. vyšle silný signál, ale půjde vlastně o kombinaci dvou silných signálů (i) netypicky velké snížení a (ii) prolomení hranice sazeb v eurozóně. Možná je taková kombinace až příliš razantní. Při jejím použití by možná stačilo použít již jen implicitní signál o možnosti užít intervence v případě potřeby. Dotazuje se, jaká strategie intervencí byla před dvěma týdny na mimořádném jednání, kterého se nemohl zúčastnit, dohodnuta.

Vrchní ředitelka Erbenová: Informuje o dohodnuté strategii. Byl schválen rámec pro intervence 1 miliarda eur s tím, že čerpání bude záviset na efektivitě skrytých intervencí. Vzhledem k nervozitě na trhu byla zvolena taktika skrytých intervencí po delší období s postupně se prodlužujícími intervaly (mezi intervencemi). Po dvou týdnech zbývá z tohoto rámce 0,75 miliardy. Pokud BR dnes nezmění své rozhodnutí nebo nerozhodne o otevřené intervenci, budou skryté intervence pokračovat ještě dva týdny s cílem postupně opustit trh do té doby, než budou zveřejněny minutes z mimořádného jednání. Po jejich zveřejnění již nebude možno provádět skryté intervence. Zvolený rámec a taktika by měly být dnes BR potvrzeny.

Viceguvernér Dědek: Prioritou je zvážení rizik příliš silného kurzu koruny, který negativně ovlivňuje finanční situaci podniků a ujídá z investic, které by měly garantovat budoucí růst. Bez koordinovaného úsilí politik by situace mohla eskalovat. Česká ekonomika je považována za „safe heaven“. Možná to ani není dáno konvergenční hrou, ale konsolidovanou situací, ve které absentují negativní signály, které by trhy znervóznily. Plně se staví za vysvětlení SMS, že opačný pohyb kurzu vyvolají pouze špatné zprávy. Až je budeme mít, bude ale již na reakci měnové politiky pozdě. Slabinou modelu je vazba mezi sazbami a kurzem, o které víme, že v realitě v předpokládané podobě nefunguje. Jediným momentem, který by mohl situaci zvrátit, je fakt, že české sazby se dostanou pod hladinu sazeb v eurozóně. Tuto konstelaci je třeba vyzkoušet, protože jako jediná dosud nebyla použita. Jednoznačně by mělo zaznít, že silný kurz je problém - a to i přes to, že vylepšuje řadu indikátorů, když snižuje inflaci a zahraniční dluh. Takové vylepšení však nestojí na pevných základech. Podporuje zcela návrh SMS na snížení sazeb o 0,75 p.b., který by měl být doprovázen informací o společné diskusi centrální banky a vlády na téma silného kurzu. Intervence je možno zatím ponechat v záloze, protože navržené opatření by mohlo mít dostatečnou razanci.

Viceguvernér Niedermayer: Navrhuje snížit sazby pouze o 0,5 p.b. Přiklání se k pokračování ve zvolené strategii devizových intervencí, která oproti vší logice zafungovala. Na tiskové konferenci by mělo být potvrzeno, že kurz je problém. Kurz by ale neměl být důvod k tak velkému snížení sazeb (0,75 p.b.), protože měnová politika musí pracovat s dlouhým horizontem.

Guvernér Tůma: Upozorňuje na nekonzistenci tohoto stanoviska se stanoviskem p. Niedermayera na mimořádném jednání před dvěma týdny, kdy zazněl opačný názor, že je třeba udělat pro změnu kurzu vše.

Viceguvernér Niedermayer: Jednalo se o intervence. Tak velký krok ve snižování sazeb nelze vzít zpět.

Guvernér Tůma: Vyslovuje opačný názor. Zatímco úrokové sazby je možno později zvýšit, nakoupená eura již nelze prodat zpět za stejnou cenu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Upozorňuje, že vzhledem k prováděným intervencím není možné na tiskové konferenci popřít, že je používáme.

Guvernér Tůma: Na podporu návrhu SMS je možno použít i úvahu K. Šmídkové, že současná situace evokuje roky 1998-1999, kdy také došlo k rychlému poklesu inflace, ale reakce měnové politiky byla v té době poměrně pomalá. Razantní opatření je proto možná na místě, v případě potřeby je možno sazby později zvýšit.

Vrchní ředitel Racoča: Není možné nesnížit sazby v situaci, kdy prognóza inflace je pod cílovým koridorem po tak dlouhé období. Permanentní přítomnost centrální banky na devizovém trhu také není možná. Jiný nástroj než sazby nemáme, jediné, co zbývá, je dostat naše sazby pod úroveň ECB. Je třeba doufat, že tímto krokem nevyšleme opačný signál, že i centrální banka spoléhá na pokračující trend zhodnocení koruny, a proto si může dovolit mít sazby nižší než eurozóna. Rozdíl mezi prognózou a cílem převažuje v argumentech nad ostatními riziky a hovoří pro vyslání výrazného signálu v podobě snížení sazeb.

Vrchní ředitel Frait: Návrh SMS není tak dramatický, jak zde bylo uváděno. Navrhované snížení představuje částečně pouhé dohánění nečekáného nárůstu reálných sazeb. Souhlasí s tím, že výhody výrazného snížení převažují nad riziky.

Guvernér Tůma: Konsensus je zřejmě na pokračování stávající strategie devizových intervencí. Rozhodnutí o sazbách doprovodíme na tiskové konferenci verbální intervencí.

Vrchní ředitel Racoča: Exit z devizového trhu by měl být urychlen. Verbální intervence by měla být pouze v duchu implicitní hrozby.

Vrchní ředitel Štěpánek: Implicitní hrozby by měla vyznít v tom smyslu, že centrální banka je připravena k intervencím jako nikdy před tím.

III. Závěrečné hlasování

Guvernér Tůma: Hlasuje pro snížení sazeb o 0,75 p.b.

Viceguvernér Dědek: Hlasuje pro snížení sazeb o 0,75 p.b.

Viceguvernér Niedermayer: Hlasuje pro snížení sazeb o 0,5 p.b.

Vrchní ředitelka Erbenová: Hlasuje pro snížení sazeb o 0,75 p.b.

Vrchní ředitel Frait: Hlasuje pro snížení sazeb o 0,75 p.b.

Vrchní ředitel Racoča: Hlasuje pro snížení sazeb o 0,75 p.b.

Vrchní ředitel Štěpánek: Hlasuje pro snížení sazeb o 0,5 p.b.

IV. Rozhodnutí

Po projednání 7. situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB o 0,75 procentního bodu na 3,00 % a současně snížit diskontní a lombardní sazbu o 0,75 procentního bodu na 2,00 %, resp. 4,00 % s účinností od 26.7. 2002 v poměru pět hlasů ku dvěma. Dva členové bankovní rady hlasovali pro snížení sazeb o 0,5 procentního bodu.

Zapsala: Mgr. Kateřina Šmídková, PhD., MA, poradce bankovní rady ČNB