

Interní protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 24. 6. 1999

Přítomni pánové Tošovský, Dědek, Tůma, Hrnčíř, Niedermayer, Štěpánek.

I. 1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře

Úvodní slovo bylo rozděleno do tří částí: hodnocení makroekonomické situace, problematika predikce a zdůvodnění návrhu opatření. Predikce poptávky a nabídky pro roky 1999 a 2000 se v této situační zprávě nemění (viz. Tabulka na str. 17). Projekce ukazuje, že mezera mezi nabídkou a poptávkou by se neměla zásadně rozevírat, předpokládaný růst poptávky je mírný a nabídka vždy reaguje se zpožděním. Riziko zesílení inflace nebo nárůstu deficitu běžného účtu není proto v blízkém horizontu významné. Je však třeba pečlivě sledovat růst příjmů domácností, který může založit určité tlaky. Obdobně je třeba sledovat růst peněžní zásoby, který se vzhledem ke specifickým zdrojům tvorby peněz odrazí v domácí ekonomice mírněji a s delším zpožděním. Zásadní je ovšem problém strategie měnové politiky v období setrvalého přílivu nedluhového kapitálu. Ten však přesahuje rámec dnešní diskuse.

Predikce inflace je korigována ve dvou směrech. Posunuje se doba, kdy dojde ke korekci inflačních indikátorů směrem vzhůru. Současně bude tento nárůst nižší než dosud předpokládaný. Příčiny této korekce je třeba spatřovat především v tom, že cenová transmise v podmínkách recese má jinou intenzitu. Navíc ceny potravin, ceny komodit i kursový vývoj vytvářejí stabilnější prostředí, než bylo původně očekáváno. To jsou sice faktory, které měnová politika ovlivňuje pouze nepřímo, ale kromě cen komodit je nelze považovat za zcela exogenní. Jsou možné dvě varianty přístupu měnové politiky při využití institutu výjimek. V první variantě měnová politika nereaguje na důsledky změn exogenních faktorů, což by to znamenalo fakticky cílit korigovanou inflaci. Ve druhé variantě jsou výjimky chápány jako nahodilé, nárazové změny, na které není racionální reagovat, protože reakce by způsobila nadměrnou volatilitu v reálné sféře ekonomiky. Měnová politika sledující cíl v čisté inflaci by měla být založena na druhé variantě přístupu.

Na základě zhodnocení současného vývoje a na základě vyhodnocení trendů v predikci je předkládán návrh na snížení sazeb s tím, že z původního dubnového návrhu (snížení o 1 procentní bod) bylo zatím realizováno 0,3%. Navrhované rozmezí pro dnešní diskusi je 0,3-0,4 procentního bodu.

I. 2. Diskuse BR za přítomnosti zástupců měnové sekce a sboru poradců

vrchní ředitel Niedermayer: Vznáší dva dotazy. Je možné vyhodnotit, zda je vývoj cen potravin udržitelný z mikro pohledu (resp. je ziskovost tak nízká, že dojde k poklesu nabídky v odvětví pod úroveň poptávky)? Táže se, zda příliv nedluhového kapitálu bude mít analogická rizika jako v roce 1995.

vrchní ředitel Štěpánek: Dotazuje se, zda je současný vývoj kurzu a dovozních cen kompatibilní s dlouhodobými úvahami nebo zda jde o změnu trendu, která znamená nutnost

přehodnocení predikcí. Žádá vyjasnění, zda v predikci pro rok 2000 dojde k posunu inflační špičky do pozdějšího období a zda možnost podstřelení cíle roku 2000 je reálná.

viceguvernér Tůma: Ověřuje, zda následující interpretace vývoje HDP a peněžní zásoby odpovídá chápání expertů měnové sekce. HDP celkově klesá, dochází k oživení spotřeby (především vládní). HDP je tažen dolů propadem investic, který ale má strukturální charakter a odráží „smršťování“ některých odvětví (resp. odlehčování přeinvestovaných odvětví), což je třeba interpretovat pozitivně. Relevantním peněžním indikátorem je peněžní zásoba, která - na rozdíl od domácích úvěrů - roste poměrně rychle, protože úložky domácích bank v zahraničí se vrací na český peněžní trh. V kontextu těchto interpretací (vývoje HDP a M2) je důvodem pro snížení sazeb kurz, který je pod vlivem globálních kapitálových toků vracejících se na rozvíjející se trhy (emerging markets) a může zhodnocovat. V logice MCI by snížení sazeb kompenzovalo toto zhodnocení. MCI ale zatím není prodiskutován.

viceguvernér Dědek: Dotazuje se, na jakém trhu vytvoří růst peněžní zásoby poptávkový tlak, pokud to není trh zboží, může to být například akciový trh? Další dotaz směřuje k problému dosažení dna, není jasné, zda jsme již dosáhli dna recese nebo se k němu ještě přibližujeme. K problematice výjimek uvádí, že měnová politika by měla rozlišovat mezi změnami dočasnými a permanentními (spíše než mezi exogenními a endogenními faktory).

guvernér Tošovský: Formuluje zadání pro materiál měnové sekce. Materiál by měl srovnat příliv kapitálu s roky 1994, 1995 (velikost toků, struktura, charakteristiky, dopady do deficitu běžného účtu). Dále by měl obsahovat doporučení, jaká má centrální banka použít opatření (od pohybu sazeb až po „sypání písku do soukolí“) a jaká opatření by měli učinit ostatní ekonomičtí aktéři (vláda, odbory).

viceguvernér Tůma: Upozorňuje, že existence gapu mezi poptávkou a nabídkou potrvá, pokud nabídka nebude schopna tak rychlého oživení jako poptávka. Za podstatné proto považuje diskutovat použití MCI a možné spojení snížení sazeb a intervencí, které by bylo účinnější než případné samotné intervence. Po diskusi strategie by bylo možné vrátit se k návrhu snížení sazeb.

vrchní ředitel Hrnčíř: Reaguje na některé předchozí dotazy. Některá opatření proti přílivu kapitálu jsou nám nedostupná vzhledem k podmínkám členství v OECD. Hlavním důvodem pro návrh snížit sazby je prognóza inflace pro konec tohoto roku, která míří pod inflační cíl. Obdobná možnost s většími nejistotami existuje pro rok 2000. Souhlasí s tím, že je možné uvažovat o kombinaci intervencí a snížení sazeb.

vrchní ředitel Niedermayer: Intervenční síla (centrální banky) je na straně silné koruny velká, ale její použití nemusí být konsistentní s měnovou politikou, která by měla být orientována na dosažení inflačních cílů s co nejnižšími sazbami. Dotazuje se, jaká protipoložka v platební bilanci odpovídá 100 miliardám. Vliv přílivu může být zmírněn odlivem domácích úspor a deficitem běžného účtu. Také reakce bankovního sektoru bude jiná, nebude již docházet k tak rychlému kreditnímu oživení a riziku misalokace.

vrchní ředitel Hrnčíř: Výrazný nárůst přílivu kapitálu z definice znamená vyšší deficit běžného účtu. V rámci adaptačních procesů lze očekávat korekci v tocích krátkodobého kapitálu, část

přílivu mohou řešit nákupy centrální banky. Vliv gapu je asymetrický, definičně je poptávka v předstihu před nabídkou, i když nejistoty spojené s nabídkovou stranou tu samozřejmě jsou. Centrální banka by neměla brzdit oživení nabídky, proto je důležité zachovat konkurenceschopnost exportu.

viceguvernér Dědek: Na problém přílivu kapitálu musí reagovat všechny nástroje hospodářské politiky. Dojde k částečnému zhodnocení kurzu, snížení sazeb problém zmírní, obdobně by měly fungovat intervence a fiskální a důchodová střídmost.

vrchní ředitel Niedermayer: Upozorňuje, že podklad k diskusi o spojení intervencí a snížení sazeb a k diskusi o reakci měnové politiky na příliv kapitálu v situační zprávě chybí.

I. 3 Uzavřené jednání Bankovní rady

guvernér Tošovský: Shrnuje krátkou diskusi o programu uzavřeného jednání takto. Diskutovány budou následující tři body: jak silné bude oživení poptávky, jaká by měla být strategie intervencí (ano/ne, kdy, rozsah), jaké bude dnešní opatření.

viceguvernér Tůma: K oživení dochází, propad investic má strukturální charakter.

guvernér Tošovský: Oživení začíná u poptávky, což je standardní jev. Optimální by bylo oživení tažené exportem, proto je pro nás důležité zachování konkurenceschopnosti.

vrchní ředitel Štěpánek: Dynamika predikcí je kolem nuly a je pravděpodobné, že predikce pro rok 2000 bude revidována směrem dolů. Českou ekonomiku nelze charakterizovat jako přehřátou.

vrchní ředitel Niedermayer: Nesouhlasí s tezí o revizi směrem dolů, rozpočet bude expanzivní a dynamika ekonomiky se může urychlit poměrně rychle.

vrchní ředitel Štěpánek: Rozpočet nemůže být expanzivnější, než je v tuto chvíli. Hladina výdajů je dána, propadají se příjmy. Přitom jedním ze spolehlivých indikátorů bylo vždy oživení příjmů z nepřímých daní.

guvernér Tošovský: Vznáší dotaz na stav prací na souboru „leading indicators“.

vrchní ředitel Hrnčíř: Problémem je nedostatek statisticky kvalitních informací, pokračují práce zaměřené na využití informací z regionů. Zatím ale výsledky nejsou k nabídnutí.

vrchní ředitel Niedermayer: Shrnuje diskusi o oživení: oživení se dostavuje, ale načasování není zřejmé.

guvernér Tošovský: Nastoluje druhé diskusní téma. Historie intervencí byla poměrně komplikovaná. Centrální banka byla nejprve na trhu denním hráčem, v roce 1997 došlo k omezení frekvencí. Naposledy jsme intervenovali před rokem.

vrchní ředitel Niedermayer: Připomíná poslední zkušenost s intervencemi. Saldo bylo 1 miliarda DEM, efekt byl slabý. Nyní je trh méně likvidní a s méně investory. Podle šetření BIS je trh o třetinu menší. Oživuje se zájem o emerging markets, ale český trh není pro zahraniční investory díky nízkým sazbám atraktivní (oproti Polsku, Maďarsku). Obchoduje se oproti technickým hranicím, jsou-li prolomeny, následuje rychlý pohyb kurzu. KBC údajně ještě neobchoduje. Slovní intervence (odkaz na středeční parlamentní vystoupení guvernéra Tošovského) mají dočasný účinek na cenu, ale převis deviz kurz znovu zhodnotí. Při současné měnové strategii fixování sazeb je sterilizace automatická, nadbytečná likvidita je za námi nabídnutou cenu stažena z trhu, jinak by nebylo možné užívat sazby.

guvernér Tošovský: Podstatná je struktura kapitálu. Obecně platí, že příliv FDI není třeba sterilizovat. Doporučuje odložit intervence z následujících důvodů. Zatím není k dispozici podkladový materiál. Hladina kurzu není alarmující, takže není třeba tak výrazné reakce. Při očekávané privatizační splátce (odkaz na platbu KBC) by byl efekt ihned vyrušen.

vrchní ředitel Niedermayer: Reaguje poznámkou, že rizikem této strategie je nutnost intervenovat později z jiné hladiny a v situaci, kdy hráči na trhu budou mít nakumulovány jiné pozice.

vrchní ředitel Hrnčíř: Přiklání se k variantě snížit nejprve sazby a po vyhodnocení dopadů tohoto opatření zvážit možnost intervencí.

vrchní ředitel Niedermayer: Upozorňuje, že tato strategie nás zbavuje možnosti použít oba nástroje najednou.

viceguvernér Dědek: Přiklání se k odložení intervencí. Není zřejmé, zda kurz neznehodnotí po vyjasnění způsobu platby částky za privatizaci ČSOB. V logice řízeného plovoucího kurzu je možné přistoupit k intervencím, až bude hladina kurzu více alarmující.

vrchní ředitel Štěpánek: Vrací se k problému mixu politik. Není zřejmě možno spoléhat na ochotu okolí spolupracovat při zmírňování dopadů přílivu kapitálu. Přesto považuje za užitečné, předložit materiál (odkaz na materiál o přílivu kapitálu zadaný ke zpracování) vládě, aby získala do povědomí možný rozsah dopadů.

guvernér Tošovský: Materiál by neměl sloužit pouze k seznámení vlády s problematikou přílivu kapitálu, ale pomoci s řešením. Souhlasí se strategií navrhovanou viceguvernérem Dědkem (odkaz na strategii, kdy každá z politik přispěje ke zmírnění dopadů svým dílem), protože pokud nebudou významní aktéři spolupracovat při zmírnění dopadů, vrátí se jim dopady nepřímou cestou zpět. Upozorňuje, že současná vláda neprošla zkušeností z roku 1997 na rozdíl od centrální banky, a proto je povinností centrální banky varovat před nebezpečím pokrizových fiskálních úsporných opatření.

vrchní ředitel Niedermayer: Shrnuje diskusi o intervencích. Do dvou až tří týdnů bude diskutován materiál ve spolupráci měnové sekce a odborů obchodů (předložen bude v pátek 9. 7.) se zaměřením na tuto problematiku.

I. 4. Závěrečná stanoviska

viceguvernér Dědek: Pro snížení sazeb existují tři fundamentální důvody, které posouvají diskusi od minulého rozhodování. Za prvé zůstává hypotéza z minulého projednávání situační zprávy a to, že v důsledku vývoje cen komodit existuje možnost podstřelení cíle. Za druhé výsledek inflace za květen byl překvapením, což svědčí o tom, že transmisní cenový mechanismus je pod vlivem recese. To povede k přehodnocení prognózy inflace směrem dolů i pro rok 2000. V logice cílování inflace je korektní reagovat snížením sazeb. Navíc je zde aspekt kurzu a je přirozené, aby úroková politika reagovala tak, aby byla dosažena kompatibilita sazeb a kurzu. Existují také argumenty pro mírnější snížení, se kterými je možno polemizovat. Centrální banka prohlásila etapu snižování sazeb za více či méně ukončenou. Nyní se ale vyskytly nové informace, jejich vyhodnocením kredibilitu neztrácíme. Pokles inflace je sice částečně způsoben externími faktory, ale při rozhodování měnově-politickém není podstatné, zda je faktor externí, ale zda je trvalý či dočasný. Problematika zvýšení sazeb v USA nemusí mít na český trh velký dopad, může působit proti posilování kurzu. Hlasuje pro snížení sazeb. V navrhovaném rozmezí se přiklání k vyššímu snížení o 0,4 procentního bodu.

viceguvernér Tůma: Studium situační zprávy vedlo spíše k názoru, že nejsou fundamentální důvody pro snížení sazeb. Po diskusi nejistota spíše vzrostla. Nevyskytly se nové informace, které by ukazovaly na nutnost snížit sazby. Nové údaje spíše potvrzují, že dochází k oživení. Posun na straně poptávky je zjevný, především nárůst poptávky vlády je alarmující. Není korektní reagovat na to, co považujeme za výjimku. Případné snížení finančních nákladů firem bude vyváženo snížením výnosů bank. Důvodem ke snížení sazeb tedy nejsou fundamentální faktory, ale uvažování v logice MCI. Po diskusi se přiklání k návrhu opatření. Podkladový materiál k možnostem využití MCI ale zatím nebyl prodiskutován, takže optimální by bylo odložit rozhodnutí na dobu, kdy bude jasná strategie a názor na vazbu mezi kurzem a sazbami v období přílivu nedluhového kapitálu. Vyjadřuje obavu z toho, že měnově-politické rozhodování probíhá pod politickým tlakem.

vrchní ředitel Štěpánek: Předložené materiály (odkaz na dodatek 6. v situační zprávě) jsou přínosné, bylo by ale třeba dopracovat závěrečné části. Poradci by se mohli připojit svými komentáři k vymezeným problémům. Výkonnost ekonomiky je stále slabá a struktura oživení je do jisté míry riziková. Perspektiva inflačního prostředí se jeví jako velmi příznivá, i po zohlednění rizik budou inflační tlaky mírné. Vyjadřuje skepsi o kvalitě předkládaných prognóz, které jsou permanentně revidovány směrem dolů. Vyslovuje hypotézu, že tato opakovaná chyba je odrazem externích faktorů, které nedokážeme v prognózách zohlednit. To vyvolává obavu o kvalitu predikcí pro rok 2000, které jsou vzhledem k predikcím jiných institucí vyšší. O roce 2000 víme málo, což ukazuje i rozsah intervalu prognózy pro konec roku 2000, která v sobě zahrnuje možnost podstřelení, splnění i přestřelení cíle. Obdobně jako při minulém hlasování

navrhuje pracovat s intervalem snížení sazeb o 0,3-0,5 procentního bodu. Z těchto důvodů se přiklání k návrhu na snížení sazeb o 0,4 procentního bodu. Dává návrh, aby členové bankovní rady přijali jednotnou strategii komentování přijatého opatření na veřejnosti a vyhnuli se tvrzením, která by uzavírala centrální banku do určitých pozic. Je třeba zdůrazňovat, že měnově-politická opatření nejsou vzhledem k existujícím nejistotám definitivní.

vrchní ředitel Hrnčíř: Reaguje na poznámku o prognózách. Samozřejmě, že v ČNB existuje proces učení se. Ale trend přestřelení prognóz je celosvětový, takže skutečně existovalo něco jako externí faktor, který ztěžoval prognózování inflace.

vrchní ředitel Niedermayer: Navíc bylo obtížné odhadnout, jak se balíčky projeví v propadu HDP. Analogicky nyní nedokážeme odhadnout, jaký bude dopad současné fiskální expanze.

vrchní ředitel Hrnčíř: Nesdílí pocit, že při zpracování situačních zpráv je zvažován politický tlak. Rizika zmýlení tu jsou, ale politický tlak vyvíjen není.

guvernér Tošovský: Riziko nátlaku od určité politické strany tu není. Každý člen bankovní rady může ale samozřejmě přiřadit jinou váhu pohledu národohospodáře a politickému a sociálnímu kontextu.

vrchní ředitel Hrnčíř: Reaguje na návrh vrchního ředitele Štěpánka. Komentáře členů bankovní rady by na veřejnosti skutečně neměly předznamenávat další rozhodnutí.

vrchní ředitel Racoča: Konstatuje, že při rozhodování mu chybí ranní diskuse. Na základě materiálu vyplývá jednoznačně, že podstřelíme inflační cíl. Proti snížení sazeb hovoří, že dnešní rozhodnutí již situaci na konci roku neovlivní a ani nezabrání přílivu investic, který je způsoben globálním návratem investorů na rozvíjející se trhy. Finanční indikátory ze situační zprávy ukazují, že v budoucnu je očekáváno zvýšení sazeb a současné rozhodnutí by mělo tento faktor zohlednit. Zatím však existuje i možnost podstřelení cíle v roce 2000, proto považuje snížení sazeb o 0,3-0,4 procentního bodu za relevantní.

vrchní ředitel Niedermayer: Hodnotí diskusi o obecnějších problémech jako velmi cennou. Při rozhodování byly k dispozici tři typy materiálů. Analytické materiály z dodatku nebyly zatím diskutovány. Situační zpráva poskytuje profesionálně velmi dobře zpracovaný text s řadou detailů. Nevýhodou je krátkodobost analýz, které aparát často koriguje, a přítomnost nekonzistencí v textu. Stanoviska poradců mají větší odstup a upozorňují spíše na problémy, které se objeví dlouhodobě, tento přístup sází na vazby, které ale nelze přesně kalibrovat. Proto jsou doporučení aparátu a poradců rozdílná. Přiklání se k tomu, že signály oživení existují, nejistota panuje v tom, zda v samotném oživení není něco neudržitelného. Doporučuje vypracovat studii na téma struktura oživení, která by byla dále diskutována. Konstatuje, že začíná mít důvěru v nastavení nízko-inflačních očekávání. Problémem zůstávají nejistoty. Není jasné, jak velké mohou být přírůstky inflace v období oživení růstu. Z pohledu střednědobé strategie jsou sazby nastavené správně. Pokud použijeme flexibilní přístup, který nepovažuje za optimální, je možné sazby nyní snížit a počítat s možností pozdějšího zvýšení, to ale znamená, že nová fakta musí být velmi pečlivě analyzována. Poměr mezi riziky a ziskem ze snížení sazeb je nepříznivý, ale snížením sazeb se asi nic nezkazí. Souhlasí s opatřením snížení o 0,4 procentního bodu také

z důvodu zaokrouhlení. Navrhuje pro příště pracovat jen s návrhy snížení/zvýšení v rozsahu 0,25/0,5 procentního bodu.

guvernér Tošovský: Konstatuje, že je vidět náznaky oživení. Problém je stanovit, jak je oživení silné. Měnová politika pracuje na straně poptávky. Pokud je tabulka (odkaz na prognózu vývoje HDP v situační zprávě) dobře zpracovaná, růst poptávky bude velmi skromný, proto není třeba obávat se tlaku ze strany poptávky a vzniku mimořádných nerovnováh. K novým informacím je třeba přiřadit skutečnost, že HDP v prvním čtvrtletí kleslo více než byla naše očekávání, i když je tu vliv změny deflátoru. Také květnové výsledky inflace byly jiné než naše prognóza. To mění prognózu pro konec roku i pro první pololetí roku 2000. Klíčovým problémem je příliv kapitálu, jeho vliv na kurz a diskuse o vhodném nastavení mixu hospodářských politik. Z pohledu vývoje HDP i platební bilance je snížení sazeb krok správným směrem, který měl být proveden již dříve, neboť jeho odložením se centrální banka dostala do vleku (hodnocení analytiků). Hlasuje pro snížení sazeb o 0,4 procentního bodu.

Guvernér Tošovský: Shrnuje stanoviska členů bankovní rady, která jsou ve shodě o snížení sazeb, a vyzývá členy bankovní rady k tomu, aby potvrdili, že snížení o 0,4 procentního bodu je jednomyslným rozhodnutím.

I. 4. Úkoly z jednání BR

- bude svolána porada bankovní rady s experty k dodatku 6. situační zprávy, který obsahuje analytické materiály. Do pátku 25. 6. dodají členové bankovní rady doporučení k dopracování materiálů (již v diskusi byl dán námět, aby každý materiál obsahoval část závěrů, které budou ukazovat možnosti použití analytických výsledků při měnově-politickém rozhodování)
- měnoví poradci na poradě expertů poskytnou své komentáře k problémům vymezeným v dodatku
- měnová sekce zpracuje materiál, který srovná současný příliv kapitálu s roky 1994, 1995 (velikost toků, struktura, charakteristiky, dopady do deficitu běžného účtu) a bude obsahovat doporučení, jaká má centrální banka použít opatření (od pohybu sazeb až po „sypání písku do soukolí“) a jaká opatření by měli učinit ostatní ekonomičtí aktéři (vláda, odbory), a to ve spolupráci s odbory obchodů. Termín bude stanoven dodatečně
- v příštích analýzách je třeba zaměřit se na to, zda je struktura oživení udržitelná
- příští návrhy na měnově-politická opatření budou pracovat s návrhy snížení/zvýšení v rozsahu 0,25/0,5 procentního bodu jako minimální jednotkou (změny o desetiny se neosvědčily).

I. 5. Rozhodnutí BR

Po vyhodnocení 6. situační zprávy Bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB ze 6,9% na 6,5% (o 0,4 procentního bodu) s platností od 25. 6. 1999.

I. 6. Pilotní verze závěrečných prohlášení (Final Statements)

guvernér Tošovský: Je možné očekávat ekonomické oživení, ale růst poptávky bude mírný bez rizika vzniku mimořádných nerovnováh. Nové informace o HDP a inflaci vedou spíše ke korekcím inflačního výhledu směrem dolů. Klíčovým problémem je příliv kapitálu, jeho vliv na kurz a diskuse o vhodném nastavení mixu hospodářských politik. Hlasuje pro snížení sazeb o 0,4 procentního bodu.

viceguvernér Dědek: Po vyhodnocení nových informací signalizuje inflační výhled možnost podstřelení inflačního cíle, snížení sazeb je adekvátní reakcí měnové politiky v režimu cílování inflace. To je také opatření kompatibilní se zhodnocováním kurzu. Pokles inflace je sice částečně způsoben externími faktory, ale ty mají spíše trvalý charakter a je třeba na ně reagovat. Hlasuje pro snížení sazeb o 0,4 procentního bodu.

viceguvernér Tůma: Nové údaje signalizují, že dochází k oživení. Především posun na straně vládní poptávky je zjevný. Důvodem pro snížení sazeb je zhodnocení kurzu, k němuž dochází pod vlivem exogenních faktorů, především přílivu FDI. Takový kursový vývoj mění nastavení těsnosti měnových podmínek. Hlasuje pro návrh snížit sazby v rozpětí o 0,3-0,4 procentního bodu.

vrchní ředitel Hrnčíř: Projekce ukazuje, že mezera mezi nabídkou a poptávkou v blízkém horizontu výrazněji neporoste, růst poptávky je mírný. Riziko inflace nebo deficitu běžného účtu není proto významné. Za rizikové faktory je možno označit růst příjmů domácností a v delším horizontu růst peněžní zásoby. Predikce inflace korigovaná na základě nových informací posunuje dobu, kdy dojde ke korekci inflačních indikátorů. Ceny potravin, ceny komodit i kursový vývoj vytvářejí stabilnější prostředí, než bylo původně očekáváno. Hlasuje pro navrhované rozmezí snížení sazeb o 0,3-0,4 procentního bodu.

vrchní ředitel Niedermayer: Existují signály oživení, nejistota panuje v tom, zda má udržitelnou strukturu. Inflační očekávání se zřejmě dostala do nízko-inflační fáze. Z pohledu střednědobé strategie jsou sazby nastavené správně. Za předpokladu flexibilního přístupu, je možné sazby nyní snížit a počítat s možností pozdějšího zvýšení, to ale znamená, že nová fakta musí být velmi pečlivě analyzována. Souhlasí s opatřením snížení o 0,4 procentního bodu také z technických důvodů.

vrchní ředitel Racoča: Současná inflační prognóza ukazuje jednoznačně, že podstřelíme inflační cíl. Proti snížení sazeb hovoří, že dnešní rozhodnutí již situaci na konci roku neovlivní a ani nezabrání přílivu investic, který je způsoben globálním návratem investorů na rozvíjející se trhy. Existuje však i možnost podstřelení cíle v roce 2000. Hlasuje pro snížení sazeb o 0,4 procentního bodu.

vrchní ředitel Štěpánek: Výkonnost ekonomiky je stále slabá a struktura oživení je do jisté míry riziková. Perspektiva inflačního prostředí se jeví jako velmi příznivá, i po zohlednění rizik budou inflační tlaky mírné. Je možné, že externí faktory, které způsobily nadhodnocování inflačních

tlaků v minulosti, přetrvávají a budou mít vliv na inflaci i v roce 2000. Hlasuje pro snížení sazeb o 0,4 procentního bodu.

Zapsala: Mgr. K. Šmídková, MA, Sbor poradců Bankovní rady ČNB.