

**Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 30. ledna 2003**

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

**I. Diskuse navazující na prezentaci 1. situační zprávy**

**Viceguvernér Niedermayer:** Dotazuje se, zda má přehodnocení trajektorie rovnovážného kurzu nějaký vliv na předpoklad o rovnovážných sazbách. Upozorňuje, že v SZ je na různých místech vliv kurzu vyhodnocen odlišně. Dále upozorňuje, že měnové podmínky (dále jen MP) se dle SZ rozvolňují přes kurz a zpřísňují přes sazby, což je v rozporu s průzkumem inflačních očekávání. Vyjadřuje nesouhlas s tím, že v SZ začal opět dominovat mikro-pohled na ekonomický vývoj. Doporučuje vrátit se k zavedenému stylu, kdy primární pro zdůvodňování ekonomického vývoje je makrorámec a dílčí údaje jsou chápány jako doplňující. V lednové SZ je pohyb CPI zdůvodňován pohybem zemědělských cen, které v modelu vůbec nejsou zachyceny. Dotazuje se, zda je FNM ve ztrátě po zohlednění dlouhodobých závazků. Dále uvádí připomínky k SZ (na str. 32 jsou u grafů prohozené názvy, růst úvěrů 3,1% by nenazýval stagnaci – spíše adekvátním vývojem, mzdový vývoj nelze považovat za slabý - ale za adekvátní).

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Dotazuje se, zda je k dispozici robustnější analýza o tom, že změnu pohledu na vývoj HDP je možno odehrát ve změně dynamiky investic - a tu dát do přímé souvislosti s uvolněním MP. To by totiž znamenalo, že měnová transmise je poměrně rychlá, rychlejší než dosud uváděný horizont. Dále se ptá, zda má SMS ještě jiný argument pro fluktuaci náhledu SMS na ekonomický vývoj, než jaký zazněl během prezentace (tedy ten o cenových přírážkách). Upozorňuje, že v části věnované platební bilanci zcela chybí indikátory ukazující jak se zhodnocení kurzu projevilo ve finančním hodnocení podniků a ve struktuře financování. Ptá se, zda je správné interpretovat analýzu fiskálu v lednové SZ tak, že se poprvé odchyluje od analýz MF ČR a poskytuje emancipovaný odhad SMS - deficitu i fiskálního impulsu. Dosud byly přebírány údaje MF ČR. Dále se dotazuje, zda alternativní scénář vycházející z předpokladu mírnější reformy není realističtější než základní scénář pracující s variantou II.

**Viceguvernér Dědek:** Ptá se, zda předpoklad uvolňování MP znamená, že SZ pokládá riziko dalšího zhodnocení kurzu koruny za malé. Upozorňuje na nekonzistenci mezi pesimistickým předpokladem o působení úvěrové emise, která je tažená domácnostmi, a mezi optimistickým odhadem růstu domácího kapitálu. Konstatuje, že tato SZ je první, která má ve svém horizontu vstup do EU, aniž je této události věnována nějaká pozornost. Doporučuje pro příště vkládat do SZ pravidelně pasáže věnované této problematice. Žádá o vysvětlení, zda dohledaných čtyřicet miliard exportu šlo v analýze SZ na vrub cenových změn či zda byly zohledněny jako reálné exporty navíc, prezentace byla v tomto směru nejasná. Konstatuje, že mezi kvalitou prezentace a textem SZ je velká „mezera“. Text SZ by měl být mnohem více věnován hospodářským souvislostem.

**Vrchní ředitel Frait:** Připojuje se k předchozímu vystoupení. V textu SZ nebylo tentokrát možné nalézt potřebné informace. Doporučuje, aby byla v příští SZ věnována pozornost problematice reálných sazeb. Ty jsou definovány na různých místech SZ odlišně. Definice jdou od *ex ante* k *ex post* a liší se též použitými sazbami a cenovými indexy. Bylo by třeba sestavit

přehled definic i vypočtených indikátorů a sjednotit jejich použití v celé SZ. Sladění metodiky by napomohlo i v analýze vlivu, který mají reálné sazby na investice.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Prosí o podrobnější vysvětlení vývoje MP, především o udání důvodů, proč se bude kurzová složka dále uvolňovat a jaké jsou argumenty pro očekávané podhodnocení koruny ( v textu se argumentuje zpomalováním rovnovážného zhodnocování koruny). Dále žádá o komentář k trajektorii implikovaných sazeb - výklad u daného grafu nebyl jasný a ani nebyly jasné závěry ohledně přisnosti MP. Druhá otázka se týká argumentů pro rychlejší růst investic. Není zřejmé, proč by měl nedávný kurzový vývoj vést ke zrychlení investic, když nevidíme adekvátní zrychlení úvěrové emise podnikům. Je paradoxní, že vyšší investice vedou v modelové prognóze k uzavírání mezery produktu, když by měly vést spíše ke změně potenciálního produktu.

**Vrchní ředitel Racocha:** Konstatuje, že text SZ vyznívá tak, že kurzová bublina již zřejmě splaskla. Dotazuje se, zda je možno v této souvislosti okomentovat kurzový vývoj v posledních týdnech. Jaké jsou důvody posílení koruny ve stejné době, kdy ostatní měny v regionu oslabují (šlo o reakci na revizi údajů o HDP nebo se mění náhled na celý region)? Dotazuje se, zda je použitý fiskální scénář (zachycující fiskální reformu) odpovídající současné situaci. Zdá se, že fiskální reforma nebude založena pouze na snížení výdajů, na kterém je postavena modelová simulace, ale také na zvýšení příjmů (zvýšení daní), které není v modelu zohledněno. Prosí o komentář o odlišnostech dopadů příjmové versus výdajové reformy v modelu a o implikacích pro prognózu. Dále se dotazuje, zda se text na str. 39 hovořící o tom, že nebyly naplněny rozpočtované příjmy „z prodeje IPB“, vztahuje k očekávané platbě od ČSOB za poskytnutí státní záruky.

**Guvernér Tůma:** Označuje za problematické, že revize dat pro 3. čtvrtletí 2002 (a i pro základnu 2001), která posunula ekonomický růst směrem nahoru, se nepromítá – dle SMS - do změny střednědobého pohledu na ekonomický vývoj. Skutečnost, že pohled ČNB na ekonomický vývoj se nemění a že zároveň dochází ke korekci prognózy růstu směrem nahoru, se bude obtížně komunikovat. S tímto problémem souvisí i pohled na 4. čtvrtletí 2002, ve kterém by se dle SMS měl objevit propad v bilanci služeb. Není zřejmé, proč - pokud se propad neobjevil v souvislosti s povodněmi a posílením koruny - by se měl objevit právě na konci roku. Odhad ekonomického růstu může být příliš pesimistický.

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Ohledně kurzového vývoje lze říci, že změna pohledu na míru nadhodnocení současné úrovně kurzu je založena na řadě analýz. Problémem je určit faktory, které ekonomiku dostaly v minulosti z recese. V této oblasti SMS přehodnotila již v říjnu při 10.SZ svůj pohled. Nyní se zdá, že z recese dostal ekonomiku ve větší míře reálný kurz, tedy že v minulosti byla koruna více podhodnocená, než se dříve zdálo. Tempo rovnovážného zhodnocování ale nebylo změněno, jedná se pouze o jednorázový posun hladiny. Ohledně hodnocení ekonomického růstu doporučuje SMS vyčkat na koncová data o HDP za rok 2002, protože může ještě dojít k revizi revize v opačném směru. Není pravda, že názor SMS se nemění. Prognóza je změněna kvalitativně (přehodnocení fáze ekonomického cyklu) i kvantitativně. Dá se říci, že revize zvýšila věrohodnost prognóz SMS. Ke zpřísnění úrokové složky MP dochází proto, že inflační očekávání jsou převzata z modelového rámce, který pracuje s poměrně adaptivními očekáváním. Inflační očekávání sice nejsou převzata z průzkumu, ale model má oporu v realitě, protože dle průzkumu očekávání domácností a firem klesají spolu s inflací. Případné pochybnosti*

*o nastavení měnové politiky s ohledem na odlišnou tvorbu inflačních očekávání odráží alternativní scénář.*

**Viceguvernér Niedermayer:** Alternativní scénář je odvozen od jiného iniciálního nastavení měnových podmínek.

*Odpoověď SMS: Ne, nastavení je změněno přes očekávání. Uvolnění MP přes kurz je v modelu dáno referenčním scénářem pro nominální kurz, i když ten vznikl před revizí dat, a předpokladem rovnovážného zhodnocování, které zmenšuje mezeru (=odchylku kurzu od rovnovážné hodnoty). Obrázek použitý během prezentace srovnával neutrální sazby, které odrážejí očekávání a rovnovážnou trajektorii sazeb, a měnově-politické sazby, které odrážejí reakci centrální banky. Prezentace části měnově-politického doporučení týkající se možných argumentů pro snížení sazeb směřovala k tomu ukázat, že je možné (pomocí alternativních pravidel) vrátit inflaci do cíle rychleji než pomocí pravidla v základním scénáři. Měnová politika ČNB byla v minulosti relativně málo agresivní a nevracela inflaci záměrně zpět do cíle z nízkých hodnot (tzv. oportunistická desinflace). Toto chování by bylo nyní, při velmi nízké inflaci, dobré změnit. Ve vystoupení tedy nešlo o modelové hrátky, ale o použití analytického aparátu, který odsouhlasila bankovní rada k ilustraci toho, jak by se musela chovat měnová politika, aby došlo k návratu inflace do středu cíle v horizontu nejučinnější transmise, a nikoliv až v roce 2005 jak ukazuje základní scénář predikce.*

*V oblasti fiskálu lze potvrdit, že došlo k odchylce predikce deficitu ze strany ČNB od predikce MF ČR z toho důvodu, že v minulosti vedlo přebírání prognóz MF ČR k nadhodnocování fiskálního impulsu. Odchylka odhadu impulsu ze strany ČNB od odhadů MF ČR není možná, protože MF ČR takový odhad neprovádí. FNM není nyní ve ztrátě, ale po zohlednění všech dlouhodobých závazků by zřejmě celková pozice vyrovnaná nebyla. V oblasti úvěrů lze říci, že podniky se na jejich přírůstcích nepodíli již dlouho, investice jsou taženy pomocí PZI. Text na str. 39 se skutečně vztahuje k očekávané platbě od ČSOB za poskytnutí státní záruky.*

*Údaje o finančním hospodaření podniků byly zpracovány a byly použity při tvorbě SZ, ale nejsou její součástí. Údaje ukazují, že podniky preferují expanzi a udržení trhů před dobrým hospodářským výsledkem. Tuto strategii mohou případně uplatňovat i několik let (1,2, nebo 3 roky), neboť pokles hospodářských výsledků měl rozsah řádově 25%. Korekce 40 miliard se týká exportu nikoli cenových indexů. Investice firem lze obtížně svazovat s jednou veličinou jako jsou například reálné sazby, protože (investice) reagují na mnohem širší soubor veličin, včetně očekávání ohledně investičního prostředí. V Evropě tempo růstu investic osciluje až mezi  $\pm 20\%$ , ovšem při české míře investic má taková oscilace samozřejmě větší dopad na růst. Dopad investic se liší v časových horizontech: v krátkém je dopad poptávkový, v delším nabídkový.*

*Uvnitř SMS není shoda, zda nová data změnila či nikoli pohled na ekonomický vývoj v roce 2003.*

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Pohled se musí změnit, neboť došlo ke změně zdrojů růstu. Důraz se přesunul od fiskálu a domácí spotřeby k exportu a investicím. To má samozřejmě dopad pro měnově-politické rozhodování.

*Odpoověď SMS: Není tomu tak, pohled na ekonomický vývoj pro rok 2003 se zásadněji nemění. Změna růstu investic je - z pohledu dříve zmíněné obvyklé velikosti fluktuace investic - malá. Nejde o zásadní změnu pohledu na ekonomiku, ale dílčí posun v ohodnocení investičního klimatu.*

**Viceguvernér Niedermayer:** Je třeba si uvědomit, že cílem debaty není zjistit, kdo má pravdu, ale dobrat se co nejkvalitnější interpretace historických dat, která by měla napomoci získat

dobrou prognózu pro roky 2003-2004. Pozice SMS, že svět se po revizi dat nezměnil, tomuto procesu nepomáhá.

*Odpověď SMS: SMS takovou pozici nezaujímá, na aukčním výboru byly – došlo-li k nim – případné chyby v analýzách vždy příznány. Pohled na ekonomický vývoj se zásadně nemění proto, že korekce dat byly malé.*

**Viceguvernér Niedermayer:** Považuje za velký rozdíl, zda ekonomika roste 1,9 % nebo 3,9 %.

*Odpověď SMS: Z pohledu spolehlivosti statistických dat a návazně ekonomického poselství není v těchto tempech zcela zásadní rozdíl.*

**Viceguvernér Niedermayer:** To ale znamená, že v analýze SMS je vliv sazeb na ekonomický vývoj také minimální.

*Odpověď SMS: Ne, tak tomu není. Pohled na ekonomický vývoj se nemění, protože prognózy (byly a) jsou do značné míry rezistentní vůči revizi dat. Model má samozřejmě omezenou kapacitu ohledně veličin, které může zahrnout do simulací přímo. To ale neznamená, že mikro-pohled není jedním z východisek při tvorbě makrorámce, a proto jsou dílčí analýzy zmiňovány v SZ jako argumenty pro celkový vývoj. Ohledně rizika posilování kurzu lze říci, že SMS ho vnímá, a základní scénář posilování nevyklučuje, právě naopak. Posílení by mohlo být i větší, pokud by ECB dále snížila sazby. Ohledně použití různých indexů při kalkulaci reálných sazeb lze říci, že volba indexu by mohla ovlivnit vyznění pouze tehdy, kdyby měla vliv na změny reálných sazeb, ne na jejich úroveň. To je teoreticky možné za situace, kdy dochází k výrazně jinému inflačnímu vývoji v obchodovatelných a neobchodovatelných statcích, ale ani tak není zásadní důvod preferovat index PPI nad CPI.*

**Viceguvernér Niedermayer:** Vrací se k otázce vlivu reálného rovnovážného kurzu na rovnovážné sazby. Po úpravě trajektorie kurzu musí být sazby vyšší.

*Odpověď SMS: Tak tomu není, protože byl změněn pohled na historické hodnoty mezery produktu.*

**Viceguvernér Niedermayer:** To by tedy znamenalo, že měníme i náš odhad minulých hodnot inflace.

*Odpověď SMS a sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): V podstatě by se to tak dalo charakterizovat, ale v našem případě jsme upravili residuály v příslušné rovnici. SMS je ale vždy vedena snahou takové změny minimalizovat a mít robustní výsledky. Proto při posunu trajektorie rovnovážného kurzu se bral ohled na to, aby výsledný dopad do historického odhadu vývoje mezery výstupu nevybočil z pásma nejistoty, kterou jsme o tomto odhadu kdy v historii měli.*

*Ohledně finanční situace podniků lze říci, že data ukazují menší dopad silné koruny, než modelové simulace, které byly provedeny. Analýza dat byla k dispozici ve 12. SZ. Předpoklad zhoršení bilance služeb je založen na dostupných indikátorech o vývoji příjmu z turistického ruchu (počty příjíždějících zahraničních turistů, rozsah použití kreditních karet vydaných v zahraničí) a předběžných údajích za říjen a listopad. Rozsah očekávaného zhoršení je ve srovnání se 4. čtvrtletím roku 2001 značný (4. čtvrtletí 2001 15 mld., očekávání pro 4. čtvrtletí 2002 se pohybuje na úrovni 5 mld. Kč). Mezi základní důvody lze zařadit celosvětové politické napětí související s možným konfliktem v Perském zálivu, špatnou ekonomickou situací v průmyslově vyspělých zemích (vysoká nezaměstnanost, nízká spotřebitelská důvěra) a také konání Summitu NATO v Praze v listopadu minulého roku. Ukazuje se, že zahraniční poptávka neklesala*

*tolik, kolik naznačují údaje o Německu, protože naši regionální obchodní partneři vykazují vyšší tempa růstu. Také korekce výhledu jdou v našem regionu opačným směrem (nahoru) než u Německa. Vývoj koruny v posledních týdnech byl dán rychlým souběhem několika událostí: revize dat o HDP, události v Maďarsku, odliv investic a následná stabilizace našeho regionu. Vazba na Maďarsko je způsobená tím, že koruna je používána jako prostředek zajišťování investic v našem regionu.*

**Viceguvernér Dědek:** Jaký je hlavní cíl intervencí NBH, není jedním z cílů inkasovat kurzové zisky?

*Odpověď SBO: Oficiální vysvětlení je obrana pásma, repo sazba stále ještě neplní roli, kterou by měla plnit.*

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

**Guvernér Tůma:** Navrhuje přerušit nyní diskusi o tom, čím je podložen návrh SMS ponechat sazby na stávající výši a soustředit uzavřené jednání již ne na podklad - ale na samotné měnově-politické rozhodnutí. Nejistota při rozhodování je vždy významným faktorem, ale tentokrát je její vliv na rozhodování ještě větší. Mezi hlavní rizika základního scénáře patří především postup fiskální reformy, vývoj kurzu a cen ropy a také vypovídací schopnost statistických dat. Bankovní rada se musí vypořádat s tím, že výhled ekonomického vývoje předložený SMS se příliš nemění, ale data po revizi ano. Také posun některých předpokladů, který má jiný dopad v krátkém a jiný v delším časovém horizontu, bude obtížné komunikovat. Z prezentace nevyšlo žádné specifické téma k debatě. Osobně považuje za podstatný mzdový vývoj, neboť rozhodnutí vlády o navýšení mezd ve státní správě může roztočit mzdovou smyčku i v soukromém sektoru.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Na úvod uzavřené části jednání by rád požádal ředitele SMS o vysvětlení rozdílu dopadů obou zvažovaných variant měnově-politického opatření: snížení sazeb o 0,25 pb. a ponechání sazeb. V prezentaci bylo řečeno, že mezi oběma variantami není podstatný rozdíl, ale takové opatření přece musí mít na ekonomický výhled určitý vliv.

**Guvernér Tůma:** Tato otázka dobře odráží dilema, které stojí před bankovní radou. Doporučení SMS nebylo v tomto smyslu vůbec jasné. Návrh komunikace proinflačních rizik a implikovaného snížení sazeb v kombinaci s ponecháním sazeb s cílem zabránit posunu dlouhých sazeb nahoru nebyl srozumitelný.

**Viceguvernér Niedermayer:** Do této chvíle byla logika SZ průhledná. V situaci nízké externí poptávky a prohlubujícího se vnějšího deficitu bylo snížení sazeb adekvátní reakcí vedoucí k povzbuzení domácí poptávky, která kompenzovala slabou externí poptávku, s tím, že vnější nerovnováha byla jedním z důvodů, proč sazby dále nesnižovat. Lednová SZ najednou mění tento obrázek. I konjunkturální výzkum ukazuje, že podniky jsou na tom lépe v oblasti vývozu než na domácím trhu. Kromě toho se snížil odhad fiskálního impulsu vyslaného do ekonomiky. K této situaci je třeba vytvořit novou hypotézu o ekonomickém výhledu a testovat ji na datech. Jednou z možných hypotéz je, že PZI byly tak velké, že se zvětšil potenciál ekonomiky a i při vyšším růstu HDP stlačuje takto vzniklá (negativní) mezera produktu inflaci dolů. Další možnost - otevřená ve stanovisku poradkyně - je, že vliv dovezené nízké inflace je vyšší a vliv silnější domácí poptávky nižší, než je stávající předpoklad modelu. Dle podkladu SMS, který si dodatečně vyžádal, záleží v modelu tempo inflace na velikosti mezery a ta se nyní změnila. Navíc

příliv PZI nemusí mít stabilní tempo. Mohou se objevit i další – zpětné – revize dat. To vše ztěžuje vytvoření robustní hypotézy.

**Viceguvernér Dědek:** Je třeba se vyjádřit ke dvěma otázkám: (i) zda revize dat změnila pohled na ekonomický vývoj a (ii) zda by bylo rozhodování odlišné, pokud by byla včas k dispozici správná data o HDP. Revize dat HDP kromě jiného přinesla i odstranění některých nekonzistencí. V minulosti se opakovaly dotazy ohledně nesouladu mezi nízkým růstem HDP a mezi některými dalšími indikátory jako je uspokojivý výběr daní či vyšší růst tržeb. Ani efekt PZI nebyl adekvátní jejich objemu a zásoby se chovaly netypicky. To znamená, že revize dat vysvětlila řadu nejasností. Nepotvrdila se obava, že silný kurz doposud vedl ke zhoršování obchodní bilance a zpomaloval růst. Kvalita predikční činnosti přirozeně odrážela disponibilní data. Výkyv v hypotéze o negativním působení kurzu byl paralelní s výkyvem v datech o HDP. Lze tedy říci, že se spíše vracíme do zóny větší konzistence dat než že by se komfort pro rozhodování snížil. Dále je třeba se ptát, zda by rozhodování bylo jiné při znalosti správných dat. Za sebe může říci, že pravděpodobně nebylo, protože argumenty by se nezměnily. Posilování kurzu bylo hlavním rizikem a snížení sazeb bylo nástrojem, jak dopady silné koruny kompenzovat. Tento pohled na ekonomický vývoj se revizí dat nezměnil. Snížování sazeb nebylo spojeno s rizikem růstu inflačních tlaků, inflace byla a je pod cílem. ČNB tedy nečelila konfliktu, kterému čelí Maďarská centrální banka. Možná jedině diskuse o posledním snížení sazeb by mohla být - při znalosti správných dat - komplikovanější. Už tehdy argumentoval, že sazby jsou možná snižovány příliš. Při znalosti správných dat o HDP by byla tato argumentace ještě důraznější. Po revizi dat nacházíme menší oporu pro případné další snížení sazeb. Růst HDP je robustní a koruna neposiluje. Také je třeba pamatovat na to, že revize dat vrhá nové světlo na ekonomický vývoj a že optimističtější hodnocení může obnovit tlaky na posílení koruny. Pro tento případ je dobré ponechat si případné další snížení sazeb v záloze jako vhodný nástroj. Navíc se ukazuje, že reformní úsilí v oblasti veřejných financí se může zpomalit. Může nastat i situace, kdy bude rozvolněný fiskál doprovázen uvolněným mzdovým vývojem. Další stimulace domácí poptávky pomocí snížení sazeb není v takové situaci nutná.

**Vrchní ředitel Frait:** Pohled na ekonomiku se po revizi dat zásadně změnil. Zatímco minule měl obavy z toho, že se nadměrná stimulace domácí poptávky přelila do dovozů a prohloubila vnější nerovnováhu, nyní se vrací k pohledu z poloviny roku 2002, podle kterého je ekonomika stabilizovaná a zároveň velmi pomalá v reakci na impulsy. Již u 10. SZ kritizoval příliš rychlou reakci ekonomiky, pohled SZ se nyní stal mnohem plynulejší. Rozpory mezi růstem HDP a rostoucí nezaměstnaností lze vysvětlit tím, že silný kurz a pokles zahraniční poptávky posílily tlak na konkurenceschopnost, s tím, že podniky se zahraniční účastí se s tímto trendem vyrovnaly lépe. Ostatní podniky ale nejsou tak dynamické, a proto se tento tlak na konkurenceschopnost přelil do napětí na trhu práce, což je intuitivní vysvětlení současné situace. Pokud jde o rozhodnutí o nastavení sazeb, domnívá se, že je příliš velká pozornost věnována jedné složce modelu – a tou je mezera produktu. Trochu se ztotožňuje i se stanoviskem poradkyně, že mezera produktu může být menší než naznačuje SZ. Je třeba věnovat pozornost také dalším skutečnostem. Inflace je dlouhodobě pod cílem a SZ říká, že se neobjeví žádné domácí inflační tlaky. Dovozní ceny také inflaci nezvyšují. Je možné, že i když nemáme tak negativní mezeru produktu, jak naznačuje SZ, tak inflační tlaky v ekonomice prostě nejsou. Klíčové pro nastavení úrokových sazeb je i to, do jaké míry je prognóza budoucího vývoje inflace adekvátní. Předchozí zkušenosti ukazují, že v SZ je budoucí vývoj inflace spíše nadhodnocován v tom smyslu, že ekonomika reaguje příliš agresivně – především na fiskál - a také na mezeru produktu. Model

generuje automaticky při fiskálním impulsu a snížení mezery produktu vyšší inflaci, která v realitě potom nenastává. Pokud jde o prezentaci měnově-politického doporučení, považuje ji - na rozdíl od některých jiných členů bankovní rady - za dobrou, protože ukázala pomocí simulací dopady různých typů opatření. Cílování dolní hrany intervalu osobně nepovažuje za šťastné. Tato strategie vede dlouhodobě ke snižování kredibility režimu cílování inflace. Preferuje pružnější styl měnové politiky. Snížení sazeb, pokud k němu dnes dojde, nepovede k nadměrnému tempu růstu úvěrů, alespoň v rozumně krátké budoucnosti. Nepodporuje návrh SMS cílit pomocí komunikace sklon výnosové křivky. Vrací se ke svému listopadovému pohledu na ekonomiku a k návrhu snížit úrokové sazby s tím, že důvodem není záporná mezeru produktu ale fakt, že inflace je pod cílem a rovnovážná sazba je tedy zřejmě níže, než jak uvádí SMS.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Nezávisle na tom, zda existuje shoda o prognóze SMS či kvalitě prognózy, je důležité zabývat se filozofickou otázkou: co cílíme a jaká je naše citlivost k podstřelování inflačního cíle. V podstatě od vyhlášení nového typu inflačního cíle je inflace pod cílovaným koridorem a v dohledném horizontu, kam prognóza sahá, bude podstřelování pokračovat. Podstřelování cíle ohrožuje kredibilitu režimu cílování inflace. Rovnovážné sazby jsou zřejmě níže než tvrdí SMS. Nezávisle na metodě kvantifikace je mezeru produktu záporná a prohlubuje se od 4.kvartálu 2001. Zda se bude uzavírat tak, jak říká SMS, je problematické, protože tento předpoklad je odvozen od úvahy o vývoji investic. Dovezená inflace bude záporná. Poptávkové tlaky v ekonomice nejsou, očekávané zrychlení inflace je založeno pouze na zrychlení tempa deregulace a dalších exogenních faktorů jako jsou zemědělské ceny. Inflace je pod cílem a do konce roku 2004 dle lednové prognózy pod cílem bude. SZ říká, že revize dat neměla vliv na měnově-politické rozhodování, protože původní čísla byla částečně interpretována jako výkyv. Částečně ale také byla interpretována jako projev intratemporální substituce. Připomíná argumentaci bankovní rady z prosince minulého roku, kdy bylo řečeno, že stimulace domácí poptávky pomocí strategie snižování sazeb byla úspěšná. Tato interpretace vedla k zastavení procesu snižování sazeb z důvodu obavy z nadměrné stimulace domácí poptávky, která se projevila (dle dat před revizí) ve zhoršení vnější nerovnováhy. Revizí dat o HDP se riziko vyššího nadhodnocení koruny snížilo, protože se nepotvrdily obavy z rostoucí vnější nerovnováhy. Proto ani růst domácí poptávky není nyní třeba označovat za rizikový. Domnívá se tedy, že chyba v datech mohla přispět k většímu podstřelení inflačního cíle než by bylo nastalo při znalosti správných dat. Revize dat – nebo ještě lépe odhad revize, neboť ta ještě může být zpětně znovu korigována - je tedy spíše důvodem pro snížení sazeb. Perspektiva pro příští rok, jak ji uvedla SMS – včetně předpokladu o budoucím vývoji MP - daleko lépe postihuje vývoj inflace než růstu HDP. Postrádá v argumentaci popis věcných příčin pravděpodobného nižšího nadhodnocení kurzu a stejně tak popis důvodů rozdílu mezi navrhaným opatřením (ponechat sazby na stávající výši) a mezi implikovanou trajektorií úrokových sazeb v modelu. Věcné důvody pro prognózu investic nejsou z předložených podkladů patrné, spíše šlo o snahu expertů vybilancovat predikci rychlejšího růstu HDP na straně poptávky. Je překvapivé, že dle SMS by vyšší investice měly v roce 2004 produkovat nižší mezeru produktu, jakoby byl podceněn dopad investic na růst potenciálu. Uvolnění kurzové složky se zatím neprojevuje ve větším poskytování úvěrů podnikové sféře. Daleko více jsou investice ovlivněny očekáváním investorů a geopolitickými faktory. Dominantní problém celé debaty je absence konsistentního příběhu. Intuitivně vnímá inflační rizika spíše směrem dolů nikoli nahoru jako SMS. Absence konsistentního příběhu by mohla být argumentem pro ponechání sazeb na stávající výši, ale nyní přednesené úvahy kvalitativního rázu vedou k návrhu sazby snížit.

**Vrchní ředitel Štěpánek:** Považuje za podstatné zaměřit se na to, co přinesla nová prognóza i s přihlédnutím k poselství, které vyslala revize dat. Prognóza přinesla optimističtější pohled na stav ekonomiky, její rezistenci, kterou vykazala vůči kurzovému apreciačnímu šoku, a na strukturu růstových faktorů. Dále přinesla změnu názorů na trajektorii rovnovážného zhodnocování koruny. Nepřinesla ale změnu náhledu na inflační výhled jako takový a na strukturu inflačních faktorů, exogenních a endogenních. Nadále jsme v prostředí, ve kterém se projevují vlivy exogenních faktorů, i když pomalu odeznívají, a ve kterém inflace je a bude formována negativní mezerou produktu. Nebylo by dobré konstatovat, že bylo dosaženo změny od decelerace k akceleraci růstu HDP, a zároveň se domnívat, že tento bod obratu je také důvodem k obratu v oblasti pohybu sazeb. Realita je taková, že inflace je pod cílem a dlouhou dobu tam ještě zůstane. V tomto smyslu prostor pro snížení sazeb ještě existuje. V tomto kontextu je nutno hovořit o třech typech rizik. Je tu riziko geopolitické, kterému jsme vystaveni v podobě dovozu cenových pohybů na mezinárodních trzích a které může přinést zvýšení inflace. Toto zvýšení by ale nastalo v prostředí negativního zahraničního poptávkového šoku a nepochybně by spadalo do institutu výjimek. Dále je tu riziko fiskálu. Jsme v nové situaci, kdy hodnocení vlivu fiskální reformy začíná mít bezprostřední vliv na rozhodování o měnově-politických sazbách. To je zásadní posun, protože případný fiskální impuls se dostává do horizontu měnové transmise. Je pravděpodobné, že fiskál nebude mít žádný destabilizující vliv na ekonomický vývoj a nevyše žádný výrazný fiskální impuls. I když k reformě veřejných financí dle razantnějšího scénáře nedojde, situace, kdy by dále narůstaly deficity veřejných financí, je nemyslitelná vzhledem ke vstupu do EU. Navíc při současném růstovém výhledu bude cyklická složka působit proti narůstání deficitů. Třetím rizikem, které je třeba zvažovat, je vývoj kurzu. Předpoklad SMS, že současný stav, kdy došlo k mírné depreciaci, vydrží do poloviny roku 2003 a pak bude následovat mírná apreciacie, není věrohodný, což dokumentuje i nedávný vývoj na devizovém trhu. Koruna může posílit rychleji, optimistická data o HDP tomu jen napomohou. Proto je skeptičtější ohledně očekávání mírnějšího nastavení MP. Proto se kloní ke snížení sazeb.

**Vrchní ředitel Racoča:** Revize dat a také nová prognóza vykreslují lepší obrázek ekonomiky, než s jakým jsme dosud pracovali. Ukazuje se, že nabídková strana je mnohem resistantnější vůči takovým šokům jako povodně či silná koruna, než jsme se domnívali. Přes tyto šoky došlo ke snížení vnější nerovnováhy a k oživení úvěrové emise - a to vše bez silných inflačních tlaků. Dalším pozitivním jevem je ukončení etapy kurzové bubliny, kurzový vývoj se vrátil k dlouhodobějšímu trendu. Na druhou stranu existuje řada nejistot, které jsou výrazně větší než byly v minulosti. Po dohodě SMS s bankovní radou došlo při tvorbě prognózy k posunu kurzového referenčního scénáře, změna předpokladu o kurzu dolar-euro bude mít implikace pro směnné relace. Problém dopadů reformy veřejných financí skutečně vstupuje významně do rozhodovacího horizontu měnové politiky. Problémem analýzy SMS je, že pracuje s předpokladem reformy výdajů, zatímco jako pravděpodobnější se jeví spíše reforma příjmové strany. Z tohoto důvodu bude nutné přehodnotit působení fiskálního impulsu na ekonomický výhled. Pokud existuje nějaký prostor pro snížení úrokových sazeb – a v SZ se uvádí pouhých 0,15 p.b., během prezentace bylo řečeno 0,2 p.b., tak jde o zanedbatelnou výši snížení, do které technicky nevidíme. Navíc není zřejmé, jaký dopad by takovéto snížení mělo na tvorbu úvěrů a vkladů. Možnost takového snížení by bylo dobré si ponechat pro případ nějakého šoku, například návratu k tendenci koruny k posilování. Jinak nová prognóza a revize dat hovoří spíše pro ponechání sazeb na stávající výši.



**Guvernér Tůma:** Před prezentací SMS se zdálo, že závěry ohledně výhledu ekonomického vývoje jsou poměrně snadné. Po revizi dat je obrázek ekonomiky poměrně příznivý. Měnová politika reagovala v minulosti na přicházející šoky sérií několika razantních opatření. Více udělat nešlo, centrální banka nemůže kompenzovat všechny šoky, které ovlivní ekonomický vývoj. Přílišná snaha o kompenzaci šoků může vést k nadměrné volatilitě některých klíčových ekonomických veličin, a tato volatilita může být pro ekonomiku nákladná. Prezentace SMS byla ale rozpačitá, šlo také o nejrozpačitější měnově-politické doporučení, jaké jsme dosud slyšeli. Zdálo se, že SMS spojuje stávající prognózu především s inflačními riziky a přitom doporučuje komunikovat rozhodnutí ponechat sazby na stávající výši tak, aby nedošlo ke změně sklonu výnosové křivky. V podstatě se jednalo o doporučení provést slovní intervenci na peněžním trhu. V navazující diskusi pak zazněly argumenty na obě strany. Dosavadní reakce měnové politiky byla rychlá a razantní, za podstřelení inflačního cíle není centrální banka kritizována, protože odborný konsensus vyhodnotil tuto situaci jako vytlačení inflace z cílovaného koridoru exogenními faktory. Na druhou stranu ukazuje prognóza, že inflace bude pod cílem ještě dlouho a faktory, které by ji do cíle mohly vrátit, jsou opět pouze exogenní. Vlastně je třeba spoléhat se na naplnění rizik stávající prognózy, aby bylo inflačního cíle dosaženo. Zajímavá je úvaha o fiskální politice, jak ji přednesl p. Štěpánek. Bez ohledu na to, zda se podaří reformu prosadit, si lze obtížně představit, že po vstupu do EU budeme mít deficity ve výši 7 % HDP. Výrazný fiskální impuls tedy nemůžeme očekávat. A to je podstatná informace pro další úvahy o nastavení měnové politiky. Přes to je třeba z národohospodářských důvodů reformu nadále podporovat. Předpoklad o kurzu v modelu je třeba chápat jako arbitrární, protože není možné dobře vyargumentovat ani oslabení ani zhodnocení. Proto nelze ani rizikům spojeným se zvoleným kurzovým scénářem přisoudit věrohodnou pravděpodobnost. Protože nadále trvá konsensus bankovní rady o tom, že měnová politika bude reagovat na nové informace flexibilně, je možné nyní sazby snížit s tím, že dle nyní dostupných informací nejsou v ekonomice žádná inflační rizika a že inflace je pod cílem. Pokud se rizika objeví později, bude na ně měnová politika reagovat pružně. Kloní se tedy ke snížení sazeb.

*Ředitel SMS: Předpoklad v modelu o spojitém vlivu mezery produktu na inflaci je i pro řadu expertů SMS problematický. Implikuje totiž, že i při poměrně vysokém růstu HDP bude přetrvávající záporná mezera produktu po relativně dlouhém období stlačovat inflaci dolů. Experti se ale shodují v tom, že v ekonomice nyní nejsou poptávkové tlaky. Základní prognóza ukazuje, že snížení sazeb by mělo být o 0,25 pb. Zohlednění ostatních – alternativních – scénářů vedlo k nižšímu doporučení v textu SZ. Pokud nedojde ke snížení sazeb, pak bude prognóza konsistentní s ponecháním sazeb na stávající výši a rizika prognózy budou vyvážená. Pokud dojde ke snížení sazeb, budou rizika prognózy na inflační straně.*

**Viceguvernér Dědek:** Argumentace, která je postavena na tom, že snížení sazeb reaguje na pomalý návrat inflace do cíle, je nekonsistentní. Pod cílem je totiž inflace také proto, že nedochází k naplnění scénáře deregulací, který byl použit při stanovování cíle. Konstrukce cíle by si žádala zvýšit prognózu o 1 p.b., což by vrátilo prognózu do cíle přibližně za půl roku. Případné snížení sazeb je navíc časově nekonzistentní, neboť poslední hlasování vyznělo jednomyslně pro ponechání sazeb. Nyní jsou data o růstu příznivější, inflační výhled prakticky neměnný a navíc existuje riziko válečného konfliktu, takže snížení sazeb se jeví jako ještě méně vhodné. Rozhodnutí snížit sazby proto nebude působit věrohodně. Je obtížné je postavit na nutnosti povzbudit domácí poptávku. Preferuje spíše signalizovat rizika a sazby ponechat na stávající výši.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Má zcela opačnou interpretaci. Ekonomika na tom není po revizi dat lépe, žádné poptávkové tlaky na inflaci neexistují. Revize dat o HDP byla spojena s korekcí naší prognózy růstu HDP pro rok 2003 nahoru a pro rok 2004 dolů. Je pravda, že revize dat zmírnila obavy z prohlubování vnější nerovnováhy a z nadměrné spotřeby domácností. Kurzový scénář je ale založen na pohybu sazeb v zahraniční, který nemusí nastat. V případě snížení sazeb nejsme v argumentační nouzi, není třeba použít rigorózní aparát inflačního cílení v podobě institutu výjimek. Dlouhé sazby na peněžním trhu nebudou reagovat na základě pouhé komunikace, ale na základě skutečných akcí centrální banky. Pouhá komunikace rizik k ovlivnění dlouhých sazeb nestačí – ať je kvalita tiskové konference jakkoli vysoká – takovou kredibilitu nemáme.

**Viceguvernér Niedermayer:** Nesouhlasí se stanoviskem pí Erbenové. Ekonomika je na tom lépe než jsme si mysleli před změnou dat. Otázkou pro diskusi je, zda se ekonomický výhled bude dále zlepšovat či nikoli. V tomto ohledu není snížení o 0,25 pb či ponechání sazeb na stávající úrovni tak důležitým rozhodnutím. Otázka konzistence není tak problematická, protože v horizontu měnové transmise je současná prognóza v inflačním cíli a to znamená, že jde o jednu z nejpříznivějších prognóz v historii modelové prognózy. Kurz je slabší než byl původní záměr, sazby jsou nízké, rizika jsou v SZ dobře popsána. Není tedy pravda, že rizika jsou nejasná, nejasně popsány je základní příběh. Nastavení mixu MP z pohledu úrokové a kurzové složky je v pořádku.

**Guvernér Tůma:** Dotazuje se p. Niedermayera, jak může být kurz zároveň silný, jak řekl dříve, a zároveň říkat, že mix MP je v pořádku.

**Viceguvernér Niedermayer:** Bylo by samozřejmě lepší, kdyby byla kurzová složka MP slabší a úroková složka MP silnější. Souhlasí s ředitelem SMS, že reálné sazby jsou podhodnoceny a že inflační rizika jsou směrem nahoru. Snížit sazby by bylo vhodné, pokud kurz příliš posílí.

**Guvernér Tůma:** Ptá se, zda je tedy mix MP špatný.

**Viceguvernér Niedermayer:** Slabší kurz a nižší sazby jsou příznivější pro zachování konkurenceschopnosti ekonomiky. Souhlasí s doporučením SMS ponechat sazby na stávající výši.

**Vrchní ředitel Racoča:** Souhlasí s tím, že rizika jsou shromážděná na proinflační straně. Připojuje se k doporučení podpořit pokračování reformy fiskálu.

**Vrchní ředitel Frait:** Konstatuje, že v prezentaci SMS sice zaznělo, že po přičtení odchylky tempa deregulací od původního scénáře by byla inflace v cíli. Ale inflace by byla také ovlivňována řadou dalších faktorů, které by působily protisměrně.

**Viceguvernér Dědek:** Nesouhlasí. Dikce inflačního cíle o příspěvku deregulací je zcela jasná.

**Vrchní ředitel Racoča:** Upozorňuje, že prognóza nezohledňuje – zatím ještě neschválené – plánované zvýšení nepřímých daní.

**Viceguvernér Niedermayer:** Pokud bychom měli cílit střed cíle, musela by se zvažovat jiná hladina sazeb než je současné nastavení. V současné situaci je adekvátní cílit dolní mez intervalu. Takováto oportunní měnová politika se jeví jako přijatelná strategie.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Opakuje svůj podnět k diskusi o tom, jaký přesně je cíl měnové politiky.

**Guvernér Tůma:** Souhlasí s p. Niedermayerem, že snížení sazeb o 0,25 pb. není až tak důležitým rozhodnutím. Toto snížení by ale bylo v souladu s předchozí strategií bankovní rady dosahovat inflačního cíle s nejnižší možnou hladinou úrokových sazeb.

**Viceguvernér Dědek:** Kromě tohoto kritéria je ale třeba sledovat také finanční indikátory jako je výše zadlužení domácností a domácí tvorba úspor. Příliš nízké sazby decimují domácí úspory, což se projevuje vysokým růstem užších peněžních agregátů jako je M1. Pokud byl kurz silný, byla nižším zlem kompenzace dopadů silné koruny nízkými sazbami, ale při stávajících hladinách kurzu již centrální banka této volbě nečelí, a proto je třeba rizikům spojeným s příliš nízkými sazbami přisoudit patřičnou váhu.

**Guvernér Tůma:** Navrhuje přistoupit k hlasování s tím, že se nejprve bude hlasovat o návrhu SMS ponechat sazby na stávající úrovni a poté o návrhu p. Fraita snížit sazby o 0,25 p. bodu.

### **III. Výsledek hlasování**

<b>Guvernér Tůma:</b>	Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p. bodu.
<b>Viceguvernér Dědek:</b>	Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
<b>Viceguvernér Niedermayer:</b>	Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
<b>Vrchní ředitelka Erbenová:</b>	Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p. bodu.
<b>Vrchní ředitel Frait:</b>	Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p. bodu.
<b>Vrchní ředitel Racoča:</b>	Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
<b>Vrchní ředitel Štěpánek:</b>	Hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p. bodu.

### **IV. Rozhodnutí**

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu na 2,5 % s účinností od 31.1.2003. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, tři členové byli pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni. Diskontní i lombardní sazba byly sníženy ve stejném rozsahu na 1,5 %, resp. 3,5 %.

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady