

Protokol z jednání Bankovní rady ČNB ze dne 27. března 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, ministr financí B. Sobotka¹.

I. Diskuse navazující na prezentaci 3. situační zprávy

Vrchní ředitelka Erbenová: Ptá se, jak vnímáme deficit běžného účtu a riziko vnější nerovnováhy? Deficit překročil bezpečnostní hranice, ale jsou pro to výrazné strukturální důvody mimo jiné v podobě reinvestovaných zisků, které sice zatěžují běžný účet, nicméně se s plusem objevují v přímých investicích, takže by fakticky neměly mít vliv na devizový trh. Při mechanickém sledování schodku běžného účtu by to však mohlo negativně ovlivnit náladu investorů.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Nárůst deficitu bilance výnosů odráží zejména prohlubující se deficit investiční pozice ČR vůči zahraničí. Reinvestice zisků tvoří zhruba polovinu deficitu běžného účtu, takže výrazně zvyšují jeho podíl na HDP. Příliv investic ze zahraničí je však projevem důvěry v českou ekonomiku ze strany investorů, jeho důsledky proto nelze mechanicky interpretovat jako růst nerovnováhy. ČNB by měla být aktivní při komunikaci této skutečnosti.

Vrchní ředitelka Erbenová: V prezentaci zaznělo, že reinvestice zisků za rok 2002 odhadujeme zhruba na úrovni roku 2001. Myslí si, že při rostoucím stavu zahraničních investic v ČR to nemusí být realistické. Vysvětlení založené na zpomalení domácího ekonomického růstu a posílení měnového kurzu nepovažuje za zcela přesvědčivé, proto vidí riziko revize deficitu bilance výnosů opět směrem nahoru.

Odpověď SMS: Růst zahraničních investic má tendenci tlačit bilanci výnosů do vyšších deficitů. Avšak zahraniční investoři často vykazují v prvních letech ztráty, které jsou až následně vystřídány kladnými zisky. Příkladem byly obchodní řetězce. To zvyšuje nejistotu v odhadech. Aktuální údaje ukazují na růst zisků u bank a naopak pokles ve zpracovatelském průmyslu. Tyto postupně přicházející údaje budou od nynějška využívány k průběžným revizím odhadů, zatímco doteď byla revize prováděna vždy až po získání konečných dat.

Viceguvernér Niedermayer: Reinvestice mají v podstatě dva determinanty. Za prvé schopnost firem být ziskovými. Za druhé ochotu firem dále investovat. O obou faktorech bychom měli mít nějaké informace, takže bychom měli být schopni lepšího odhadu reinvestic než je úroveň loňského roku. Osobně by viděl důvod pro pesimismus, firmy mají důvody nechtít v současné situaci moc investovat.

Odpověď SMS: Za předpokladem o stagnaci reinvestic stojí ekonomické úvahy – viz předchozí odpověď, nejedná se o prosté protažení úrovně minulého roku.

¹ Ministr financí B. Sobotka se účastnil pouze první části jednání, tj. prezentace 3. situační zprávy a navazující diskuse.

Vrchní ředitel Racoča: Do doby, než valná hromada rozhodne o rozdělení zisku, jsou zisky zahraničních firem vykazovány jako reinvestovaný zisk, a teprve v případě rozhodnutí o výplatě dividend dochází k reálnému odlivu prostředků?

Odpoověď SMS: Dosažený zisk jde celý do bilance výnosů. Jinými slovy, do deficitu bilance výnosů vstupují nejen reinvestice, ale i vyplacené dividendy, které dosáhly cca 19 mld. Kč. Reinvestice zisků se zároveň objevují jako kompenzující položka v přímých zahraničních investicích. Ve chvíli, kdy máme informace o zisku firem, je nutné provést úvahu o jeho rozdělení na dividendy a reinvestice, zatím je odhadovaný poměr cca 3:1 ve prospěch reinvestic.

Viceguvernér Niedermayer: V prezentaci zaznělo, že došlo k přesunu plateb zahraničních zajišťoven v souvislosti s loňskými povodněmi z bilance služeb do transferů. Ptá se, zda jsou konzistentně s tím vykazovány i platby domácích pojišťoven vůči zahraničním zajišťovnám.

Odpoověď SMS: Vznegli jsme dotaz na MMF ohledně správné metodiky. Nedostali jsme jednoznačnou odpověď. Podle manuálu MMF jsou platby zajišťoven součástí bilance služeb, ale určitě by tato mimořádná záležitost neměla vcházet do HDP. Vzhledem k tomu, že by se ve 4. čtvrtletí jednalo cca o 2,5 % bodu HDP, převedli jsme rozdíl mezi platbami od zahraničních zajišťoven a platbami zajištěného do transferů.

Viceguvernér Niedermayer: Konstatuje, že zvolené řešení se mu nezdá příliš konzistentní.

Odpoověď SMS: Dlouhodobě by se platby zajištěného a úhrady od zajišťoven měly zhruba vyrovnat, a neovlivňovat tak příliš HDP. Současně věcně spadají do služeb, a proto je současná metodika do služeb zahrnuje. Nicméně nyní nastala mimořádná situace, takže jsme zvolili jakési provizorní řešení. Od MMF jsme dostali příslib, že se bude celou otázkou metodicky zabývat.

Viceguvernér Dědek: Zatímco ve 4. čtvrtletí 2001 došlo k přílivu portfoliových investic ve výši cca 15 mld. Kč, nyní nastal odliv více než 50 mld. Kč, což se týká zejména portfoliových investic do dluhových instrumentů. Nacházíme se v situaci, kdy v jistém smyslu testujeme, kam až lze jít s úrokovými sazbami, jak relevantní je úrokový diferenciál. Považujeme uvedený obrat za razantní novou informaci? Do jaké míry to může být náznakem toho, že se úrokové politice daří vytlačovat část peněžních prostředků z ČR do zahraničí?

Odpoověď SMS: Dá se identifikovat snížení držby českých dluhových instrumentů zahraničními investory v rozsahu 13 mld. Kč. Zároveň se zvýšily portfoliové investice českých nebankovních subjektů v zahraničí o cca 5 mld. Kč. Nejvíce se však na odlivu portfoliových investic podílely české banky, a to asi v rozsahu 35 mld. Kč, nicméně v jejich případě došlo zároveň k protisměrným pohybům u ostatních investic, takže se mohlo jednat pouze o změnu skladby jejich portfolií. Vedle úrokového diferenciálu hraje roli očekávaný vývoj kurzu. V prvním pololetí roku 2002 byl úrokový diferenciál nízký, ale očekávání posilování kurzu vedlo k přílivu krátkodobých investic. Nyní se však kurzová očekávání podařilo otočit.

Vrchní ředitelka Erbenová: V situační zprávě se popisuje pokračování příznivých tendencí minulého roku v oblasti příjmů veřejných rozpočtů, což ne zcela koresponduje s tím, že ekonomický růst již druhý rok zpomaluje a dochází k poklesu cen. Hovoří se například o zlepšování inkasa DPH. Jaké je vysvětlení?

Odpoověď SMS: Velmi dobře se vyvíjí daně z příjmů fyzických osob, jejichž index dosahuje za leden a únor 127 %. Zdá se, že je zde jednoznačná vazba na mzdy. Pokud jde o DPH, její dynamika je pořád pod 100 %, avšak v menším rozsahu než loni. Lze tedy minimálně říci, že se

DPH za první dva měsíce roku 2003 nepropadá, nesignalizuje ponuré ekonomické výhledy. Nicméně dlouhodobá vazba DPH na vývoj produktu se nám nedaří prokázat, takže je obtížné dělat silné závěry.

Vrchní ředitelka Erbenová: Žádá o dodatečné vysvětlení, proč byla loni dynamika DPH pod 100 % přes růst maloobchodních prodejů i cen.

Odpověď SMS: Existuje několik faktorů, například změny ve struktuře plátců DPH. Uspokojivé vysvětlení však nemáme.

Vrchní ředitelka Erbenová: K obecnému vlivu fiskálu na ekonomiku vznáší následující dotaz. Dochází ke změně metodiky, a v souvislosti s tím se konstatuje, že čísla pro letošní rok budou vypadat méně varovně než v minulosti, měníme deficit ze 7 % na 5 % HDP. Proč je ale aproximace fiskálního impulsu trojnásobná ve srovnání s únorovou situační zprávou? Jaký je vliv fiskální politiky na ekonomiku a pohled na zdroje růstu ve světle aktuálních informací? Například vládní spotřeba se zdá být nejrychleji rostoucí složkou domácí poptávky.

Odpověď SMS: Nadále platí, že příspěvek fiskální politiky k hospodářskému růstu bude letos nižší, neboť již nebudou k dispozici vysoké mimořádné příjmy jako v roce 2002. Zvýšení odhadu fiskálního impulsu je dáno změnou základny za rok 2002, nikoli zvýšením odhadu poptávkotvorného deficitu pro rok 2003.

Vrchní ředitel Štěpánek: Ptá se, do jaké míry se nakonec naplnily plánované výdaje mimorozpočtových fondů v roce 2002, které pro nás představovaly v minulosti zdroj nejistoty.

Odpověď SMS: Naplnily se z podstatné části, avšak ne úplně. Neutráceno zůstalo 6-9 mld Kč. Celkově dosáhly poptávkotvorné výdaje veřejných rozpočtů za rok 2002 zhruba rozpočtované výše.

Vrchní ředitel Racoča: Uvádíme novou metodiku dat u fiskálu i měnových agregátů. V situační zprávě se konstatuje, že se stav vládního sektoru jeví poněkud příznivěji než v minulosti. Domnívá se, že by bylo užitečné provést zpětné přepočty, aby se dalo porovnat, co je způsobeno změnou metodiky či zda došlo k nějakému skoku. Jako námět na diskusi v budoucnu uvádí rozpor mezi vývojem produkce a přidané hodnoty v průmyslu, na který bylo poukázáno ve stanovisku poradce.

Odpověď SMS: Pokud jde o údaje za fiskál, zpětná rekonstrukce údajů podle nové metodiky není problém. U měnových agregátů to problém je s ohledem na informace o cenných papírech, o různých splatnostech vkladů apod. Pokud by byla silná poptávka, lze se pokusit o velmi hrubou aproximaci.

Viceguvernér Dědek: Vidí jistý rozpor mezi pokračujícím přílivem přímých zahraničních investic – a to i po odečtení privatizace Transgasu – a slabým růstem hrubé tvorby fixního kapitálu. Dále vznáší dva dotazy. Za prvé se ptá, jak je možné, že meziměsíční inflace byla v únoru o 0,1 % bodu vyšší než prognóza, zatímco meziroční inflace byla o 0,2 % bodu nižší než prognóza. Za druhé, do jaké míry jsou pohyby cen ropy kompenzovány protisměrnými změnami kurzu dolaru? Který faktor bude do budoucna dominovat?

Odpověď SMS: (i) Uvedená odchylka u prognózy inflace je pouze technická. (ii) Z krátkodobého pohledu dominují pohyby cen ropy, které se pohybují v řádu desítek procent, zatímco změny kurzu spíše v rozsahu několika procent.

Viceguvernér Niedermayer: Žádá o vysvětlení rozporu mezi vysokým údajem o nezaměstnanosti a vykazovaným růstem celkové zaměstnanosti v ekonomice. Dále se ptá, zda za revizemi dat o HDP stojí i změny odhadů deflátorů.

Odpoověď SMS: (i) Počet zaměstnanců klesá a odráží logiku hospodářského cyklu. Rychle naopak roste počet tzv. ostatních zaměstnaných, kam kromě podnikatelů spadají například i registrovaní nezaměstnaní, kteří mají příležitostné výděly. Tato položka má tendenci chovat se anticyklicky. K hodnocení vývoje ekonomiky proto používáme zejména ukazatel počtu zaměstnanců. (ii) Revize HDP se nejprve týkaly údajů o obchodní bilanci, nyní se do nich promítl již zmíněný přesun plateb zajišťoven ze služeb do transferů a překvapivě i úprava deflátorů dovozu zboží v rozsahu cca 9 mld. Kč.

Vrchní ředitelka Erbenová: Navazuje na předchozí dotaz ohledně vývoje zaměstnanosti. Pokud se bavíme o poptávkových impulsech do cen, tak registrovaní nezaměstnaní, kteří si příležitostně přivydělávají, vytvářejí koupěschopnou poptávku. Používání ukazatele registrované nezaměstnanosti tuto skutečnost nezohledňuje.

Odpoověď SMS: Při hodnocení vývoje ekonomiky přihlížíme zároveň k oběma typům ukazatelů vývoje zaměstnanosti, resp. nezaměstnanosti. Lze ovšem předpokládat, že dodatečný poptávkový efekt příležitostných zaměstnání je malý.

Vrchní ředitel Štěpánek: Při prezentaci měnově-politického doporučení bylo zmíněno, že v SMS zazněl i menšinový názor podporující snížení sazeb. Jakými argumenty lze tento názor podpořit?

Odpoověď SMS: Prognóza inflace nadále podstřeluje cíl. Většina cenových indexů zaostává za prognózou. Čísla HDP sice potvrdila naše předpoklady, nicméně existovaly indikace, že by výsledek mohl být i lepší. Narostl pesimismus ohledně vývoje v zahraničí, a zahraniční centrální banky proto pokračují ve snižování sazeb. Také výnosová křivka ukazuje – i přes korekci v posledním období – že část agentů na trhu očekává ještě další pokles sazeb.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: První část dnešní diskuse se hodně týkala metodologických otázek. To odráží skutečnost, že se za poslední dobu neobjevilo mnoho nových věcných témat. V prezentaci SMS bylo konstatováno, že rizika se nemění, pouze narůstá míra nejistoty.

Viceguvernér Dědek: V prezentaci bylo ukázáno, jaký rozsah by měly dopady předpokládaných daňových změn. Přestože by k úplnému zhodnocení tohoto rizika bylo potřeba mít komplexnější analýzu makroekonomických souvislostí, velikost tohoto vlivu je impozantní. V porovnání s ostatními inflačními i protiinflačními vlivy aktuální prognózy toto riziko kvantitativně zcela dominuje. Přitom se jedná o harmonizační změny, takže jejich pravděpodobnost je vysoká. To by nás dostalo do zcela jiné situace, v určitém okamžiku bychom se ocitli nad cílovým pásmem. Legitimní je samozřejmě argument, že změny daní představují výjimečnatelný faktor. Nicméně za situace velmi nízkých sazeb, které jsou v reálné hodnotě záporné, je otázkou, zda lze výjimku jednoduše použít. Z ekonomického hlediska by to neměl být důvod k reakci měnové politiky. Nicméně bychom to měli použít při komunikaci o charakteru současné deflace. Tato deflace je

spíše technická, než ekonomická, nemá standardní projevy deflační ekonomiky. Podílí se na ní zbrždění cenových deregulací, nízká dovážená inflace, silný kurz atd. K vývoji HDP poznamenává, že se potvrzuje poměrně vysoká synchronizace hospodářského cyklu s EU, což je jedno z kritérií optimální měnové oblasti. Zdá se, že hlavním impulsem ke zpomalení HDP je stav vnějšího okolí. V poslední době došlo k poměrně racionální reakci měnového kurzu. Tendence ke stabilitě či mírnému oslabování představuje adekvátní reakci měnových podmínek na přicházející informace včetně HDP, vede to k určitému uvolnění, jehož velikost je přiměřená.

Vrchní ředitel Frait: Navzdory tomu, že nová data mohla vyvolat určitou technickou diskusi, pohled zůstává velmi blízký předchozí bankovní radě. Měnové podmínky jsou relativně uvolněné. K jejich změkčení dochází přes měnový kurz, trhy reagovaly racionálně. Další uvolňování úrokové složky by mělo spíše rizika než pozitiva. Kromě převážně proinflačních rizik exogenního charakteru se začíná zajímavě chovat trh práce. Zdá se, že po poměrně dlouhé době se inflační očekávání usadila na nízké úrovni i na tomto trhu, a mění se tak chování ve mzdové oblasti. Riziko nadměrného růstu mezd je mnohem nižší než v minulosti. Bude zajímavé sledovat, co se bude dít poté, co vyprchají exogenní vlivy a situace se normalizuje. Celkově považuje nastavení sazeb za adekvátní, hlubší úvahy budou na místě až nad novou prognózou.

Vrchní ředitel Racoča: Lze souhlasit s tím, že rizika v zásadě zůstávají rozložena tak jako před měsícem a výrazně se zvyšuje míra nejistoty s nimi spojená. V této situaci je rozumné vyčkat další měsíc, potom možná bude jasněji jak ohledně cen ropy, tak i z pohledu domácích faktorů, například v otázce nájemného a zvyšování spotřebních daní. Opakuje svůj podnět ke zpětnému dopočtení dat o fiskálu a měnových agregátech dle nové metodiky.

Vrchní ředitelka Erbenová: Je skutečně těžké najít nové problémové okruhy, situační zpráva směřuje diskusi do dalšího měsíce, kdy budeme mít k dispozici novou prognózu. Určitá témata tu ale přeci jen jsou. Návrat inflace do cílového koridoru je závislý na vývoji nákladových faktorů. V současnosti máme stejné sazby jako v eurozóně, cíl inflace zhruba o 1 % bod vyšší než ECB a aktuální inflaci nižší. Jaké očekáváme šoky působící na inflaci v ČR, které zároveň nebudou působit v Německu, jež by nám umožnily stabilizovat inflaci 1 % bod nad inflaci v eurozóně? Kromě administrativních úprav a ropy nelze v tuto chvíli žádné inflační tlaky dohledat, některé nákladové faktory mohou naopak působit na pokles inflace. Změny daní jsou výjimečným faktorem. Jde o administrativní změnu a zároveň je to jednorázový faktor spojený se vstupem do EU. Jsou to očekávané, resp. téměř jisté, dočasné šoky, které jsme vždy označovali za výjimky. Navíc v horizontu nejučinnější transmise povedou kvůli setrvačnosti mzdového vývoje k poklesu reálných mezd s negativním vlivem na růst spotřeby domácností. Situační zpráva i bez tohoto efektu naznačuje riziko změny prognózy spotřeby směrem dolů. Domácí poptávkové faktory inflace je těžké najít, a ty zahraniční jsou podmíněny obnovením růstu ve světě, které se dále odkládá. Poslední revize dat o HDP vrací popis minulosti do souladu s ekonomickou intuicí. Oproti předchozím údajům je nyní snáze pochopitelné, že dynamika HDP v jednotlivých čtvrtletích loňského roku klesala. Měnový kurz a nízká zahraniční poptávka zřejmě nějaký vliv na růst měly. Struktura růstu dle nových dat je také více intuitivní. Vyšší dynamika spotřeby vlády zároveň řeší naše loňské dilema, zda se její nízká dynamika nepřelije do letošního roku a tím nezpůsobí silnější fiskální impuls. Jak již bylo řečeno, většina vládních výdajů byla v roce 2002 utracena, až na 8 mld. Kč v mimorozpočtových fondech. Zdroje poptávky jiné než dynamika vládní spotřeby tedy celkově mají tendenci oslabovat, je těžké najít argumenty

k akceleraci růstu v letošním roce. Dochází tak k prohlubování záporné mezery výstupu. Měli bychom se proto začít vážně bavit, co se děje v ekonomice, pokud abstrahujeme od jednorázových administrativních vlivů. Je to ale spíše debata na příště nad novou konzistentní prognózou. Dnes bychom sazby neměli měnit, dobrým argumentem pro to je velká míra nejistot.

Vrchní ředitel Štěpánek: Sdílí názor, že dnes není potřeba přistupovat ke změnám sazeb. Ekonomika zpomaluje, inflace je nízká, nicméně nadále čekáme, že do budoucna dojde v obou ohledech ke změně. Konstatujeme fakt, že měnové podmínky jsou uvolněné. Udělali jsme v tuto chvíli to, co jsme mohli. Dále nabízí úvahu, která je spíše strategická, než že by měla vliv na dnešní rozhodování. Má osobně pocit, že v posledních několika čtvrtletích se dostáváme do zajetí měsíčního, případně čtvrtletního cyklu uvažování a z analytické a prognostické činnosti se vytrácí prvek kvalitativního posouzení ekonomiky a role měnových nástrojů. V malých situačních zprávách se vždy dovídáme, že všechna nová čísla víceméně odpovídají prognózám. Ve velkých zprávách pak reflektujeme tyto údaje tím, že najednou změním prognózu. Z hlediska růstu i inflace revidujeme v posledních čtvrtletích prognózu vždy směrem dolů. Nadále očekáváme moment obratu, nicméně ho neustále odsouváme v čase. V souvislosti s tím si klade otázku, zda toto nezpůsobuje nějakou systematickou chybu v našem uvažování, zda se zde neprojevuje jakýsi opatrnostní motiv, který nám vnitřně ospravedlňuje nečinnost. Pokud by tomu tak bylo, byla by nasnadě otázka, zda provedený manévr se sazbami byl dostačující, jestli neměly být „zaparkovány“ o něco níže, zda jsou měnové podmínky skutečně nastaveny tak uvolněně, jak si myslíme. Druhou obavou je, jestli jsme dobře připraveni rozpoznat bod obratu. Třetí otázkou je, zda nehrozí nebezpečí, že naše reakce bude přestřelením na druhou stranu.

Viceguvernér Niedermayer: Měnové podmínky jsou nastaveny adekvátně. Očekávané zvýšení inflace není založeno na jednorázových faktorech. Jde o odeznění velmi silných desinflačních impulsů. Například u dovozních cen se dostáváme z řádu -10 % do kladných hodnot. Měli bychom se dostat do nějaké normální zóny. Co se týče měnového kurzu, myslí si, že jeho stabilita na poměrně slabé úrovni není náhodná. Nevidí důvod, proč by se to mělo razantně změnit, protože platební bilance může začít tíhnout do deficitů. Další faktor, který podporuje naši prognózu, je skutečnost, že jsme se dostali k růstu úvěrové emise cca o 5 % při stagnaci cen, což je proti minulosti velká změna. Důvody pro očekávaný růst inflace tedy existují, a mohou se objevit další faktory, které inflaci vyženou ještě výše. Na druhou stranu sdílí pochyby, do jaké míry je realistické uzavření produkční mezery. Například platební bilance nám nyní ukázala, že nepříznivé faktory mají vliv nejen na čisté exporty, ale i na poptávku po službách. Mohlo by se tedy stát, že desinflační faktor produkční mezery převáží nad hmatatelnými nákladovými jevy. Diskuse by se příště měla věnovat tomuto problému. Ze současného pohledu však prostor pro snižování sazeb neexistuje. Faktory budoucího zrychlení inflace nelze všechny označit za výjimečné.

Guvernér Tůma: Připojuje se k názoru ponechat sazby nezměněny, z hlediska dnešního rozhodování se cítí poměrně komfortně. Důležité je, že naše prognóza je konzistentní s pozorovaným vývojem. Relativně slabá čísla tak neotevívají prostor ke snížení sazeb. Vzhledem k velké míře nejistoty si dokáže představit, že se tento prostor může vytvořit za předpokladu, že budou pokračovat či sílit některé desinflační impulsy. Má však následující pochybnosti týkající se nízké růstové výkonnosti naší ekonomiky. Všechny středoevropské ekonomiky zvládly proces transformace přibližně stejně. Nevidí tedy důvod, proč by česká ekonomika měla být v porovnání

s okolními zeměmi výrazně rigidnější. Přesto jsme v situaci, kdy naše tempo růstu kleslo na 2 %, zatímco jiné kandidátské země rostou rychleji. Přitom máme uvolněnou měnovou politiku, byli jsme v porovnání s jinými zeměmi poměrně agresivní. Čím to lze vysvětlit, jaký je transmisní mechanismus měnové politiky? Slabá zahraniční poptávka, kterou vysvětlujeme zpomalení růstu, se týká všech těchto zemí. Možná se lišíme vývojem kurzu, například v Maďarsku však také došlo k významnému posílení, poněkud menší byla apreciacie na Slovensku. Možná, že kurz je opravdu tak významný a citlivost našeho modelu na jeho vývoj je adekvátní. Naše malá schopnost vysvětlit tyto rozdíly v každém případě znamená jistý diskomfort, vedoucí k otázce, nakolik budeme schopni rozpoznat bod obratu a adekvátní reakci. Je to spojeno také s nejistotami o interpretaci platební bilance, kde se momentálně potýkáme s metodologickými problémy. To vše se však vztahuje spíše k příštím rozhodnutím než k tomu dnešnímu.

Viceguvernér Dědek: V současnosti rosteme rychleji než Polsko. Například Maďarsko sice roste rychle, ale jsou názory, že tento růst není udržitelný, je mimo jiné tažen vysokým růstem reálných mezd a deficitem veřejných financí. Růst tedy jistě lze rychleji, ale součástí měnověpolitického rozhodování by měla být snaha, aby nedocházelo k prohlubování nerovnováh. Osobně nehlasoval pro poslední dvě snížení úrokových sazeb. Pracuje proto spíše s hypotézou, že jsme se sazbami spíše níže, než by bylo žádoucí. Dalo by se argumentovat například zadlužováním v sektoru domácností, rychlým růstem cen nemovitostí v Praze. Projevuje se zde samozřejmě celá řada dalších vlivů, není to klasická bublina vyvolaná nízkými úrokovými sazbami, nicméně nízké sazby jistou roli hrají. Novým fenoménem je razantní odliv portfoliových investic. Můžeme se ptát, zda netestujeme jakýsi kritický bod, za který by nebylo dobré jít, neboť reakce na finančním účtu může být skoková. Nastavení sazeb je uvolněné, reálné sazby jsou kolem nuly či v minusu při růstu HDP okolo 2 %. Nemá proto pocit, že při současných informacích existuje významný prostor pro další pokles sazeb. Souhlasí s tezí, že bude docházet k vyčerpávání desinflačních impulsů, které samo o sobě povede k nárůstu inflace.

Guvernér Tůma: Nechtěl říci, že rychlejší růst v okolních zemích implikuje prostor pro snížení sazeb. Spíše konstatoval nejistotu ohledně vysvětlování ekonomického růstu. Pravdou je, že v Maďarsku aktuálně dochází k velkému růstu mezd, zejména ve veřejném sektoru. Nicméně Maďarsko roste rychle již poměrně dlouho, fiskální politika je uvolněná i v našem případě apod.

Viceguvernér Niedermayer: Měl podobný pocit z čísel o růstu HDP. Jsme nyní na hladině 2 %, což je sice výrazně nad Německem, nicméně ve srovnání s EU je to jen nepatrně více. Buď tedy existují nějaké objektivní důvody pro nižší růstový diferenciál vůči EU v porovnání s ostatními zeměmi – například vyšší startovní úroveň implikující menší konvergenční potenciál – nebo je v české ekonomice něco nezdravého. Můžeme si nyní být poměrně jisti tím, že naše měnová politika není brzdou růstu. Dá se říci, že v porovnání s ostatními zeměmi je zásadně odlišná, reálné úrokové sazby jsme i při existenci rizikové prémie snížili v ex ante pohledu směrem k nule. Po poslední revizi HDP se přesto zdá, že dochází k neustálému zpomalování růstu, a to v době, kdy docházelo k velkému přílivu zahraničního kapitálu. Investiční pobídky už do budoucna možná vyčerpaly svůj největší potenciál, protože je tu již hodně zainvestováno a také proto, že jsou tu země s lepším konkurenčním postavením. Proto se ptá, zda se ekonomika vnitřně nebyla schopna přizpůsobit, zda například sociální systém nekonzervuje něco nežádoucího.

Vrchní ředitel Frait: Vznáší tři krátké poznámky. Za prvé k vystoupení viceguvernéra Dědka upozorňuje, že reálné úrokové sazby jsou sporný koncept. Například korporátní sazby se dnes pohybují kolem 6 procentních bodů a přitom prodejní ceny firem nerostou, spíš klesají. Jinými slovy, záleží na tom, jaké sazby použijeme a čím je deflujeme. Za druhé, byla položena otázka, zda něco v ekonomice může převážit potenciální proinflační efekty. Důležitým faktorem jsou inflační očekávání. Možná málo docenujeme důsledky posledních 5 let inflačního vývoje a cílování inflace, kdy jsme konzistentně podstřelovali cíl. To může způsobit změnu v transmisním mechanismu i chování celé ekonomiky. Vidíme nejen v ČR, že pokud je inflace nízká delší dobu, promítne se to do inflačních očekávání, a je potom velmi obtížné to zlomit, zejména v ekonomikách s velkými strukturálními problémy. My doufáme, že to zlomí nárůst regulovaných cen a daní, nicméně v ekonomice operující pod svým potenciálem zvýšení daní asi není ideálním nástrojem léčby. Má proto určité pochybnosti, zda náš model toto odráží správně. Za třetí, u ekonomického růstu vidí jednoduché vysvětlení v tom, že česká ekonomika je hodně průmyslová, a zároveň struktura kapacit do značné míry neodpovídá budoucím potřebám. To vyžaduje značnou restrukturalizaci a efektivní investice. V českém prostředí, kdy navíc vláda podporuje staré odumírající segmenty průmyslu, se toto nedaří a výsledkem je pomalý růst.

Viceguvernér Dědek: Z hlediska diskuse reálných sazeb se odvolává na přílohu situační zprávy. Úrokové sazby z vkladů deflované na ex ante bázi indexem spotřebitelských cen jsou záporné již od roku 2001. To znamená odrazování od spoření obyvatelstva. Jednotýdenní PRIBOR deflovaný CPI je malé kladné číslo, pod 2 procentními body jsou ex ante úrokové sazby z nových úvěrů deflované PPI. Sazby na bázi ex post jsou samozřejmě na jiné úrovni, ale to nemá velkou ekonomickou relevanci.

Vrchní ředitelka Erbenová: Kromě nových úvěrů je dobré dívat se i na stávající úvěrové zatížení, a tam jsou úrokové sazby jiné. Dubnová situační zpráva by se měla zaměřit na zdroje hospodářského růstu a strukturu HDP, protože v tomto ohledu poněkud tápeme, například v interpretaci vlivu vlády. Nyní to opět vypadá, že dynamika v roce 2002 byla hodně způsobena přerozdělováním přes státní rozpočet, a to jak v položce soukromé spotřeby tak spotřeby vlády. Možná je pravdivá teze, že je zde odložená restrukturalizace, navíc ještě bržděná vládou, kterou si například Maďarsko odbylo ve 2. polovině 90. let. Faktem je, že žádná hmatatelná reálná konvergence k EU se za 90. léta neodehrála. Měnová politika toto samozřejmě nemůže vyřešit, ale debata o tom je užitečná.

Viceguvernér Niedermayer: Rok 1990 ale nemůžeme považovat za udržitelný výchozí stav ekonomiky. Existoval zde gigantický vnitřní dluh.

Guvernér Tůma: Minimálně došlo k reálné apreciaci kurzu, takže v dolarovém vyjádření určitá konvergence probíhala. Debata se však již dostává daleko za rámec dnešního rozhodování. Proto dává hlasovat.

III. Hlasování

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

Vrchní ředitelka Erbenová: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Frait: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Racoča: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Štěpánek: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

IV. Úkoly

Nebyly uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na hladině 2,50 %.

Zapsal: Tomáš Holub, poradce guvernéra