

Protokol z jednání Bankovní rady ČNB ze dne 28. srpna 2003

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

I. Diskuse navazující na prezentaci 8. situační zprávy

Vrchní ředitelka Erbenová: Chválí stručnost situační zprávy i některé inovace ve způsobu hodnocení rizik. Vyslovuje však názor, že je zavádějící v grafu rizik prognózy uvádět změny Consensus Forecast (CF) za uplynulý měsíc, srovnání by mělo být s CF použitým v prognóze. Při pohledu na ropu se zdá, že prognózy CF v horizontu zhruba jednoho roku neustále směřují do cílového pásma OPEC, a není proto překvapující, že se za poslední dva měsíce příliš nezměnily. Krátkodobé prognózy jsou však silně adaptivní, odvíjejí se od aktuálního vývoje. Z tohoto pohledu se jeví střednědobá predikce ropy jako optimistická, nezohledňující aktuální vývoj. Ten zřejmě není jen náhodným výkyvem, ale souvisí s vývojem v Iráku, který může mít delší trvání. U ropy by proto stálo za diskusí, zda je CF věrohodným zdrojem informací. Změna aktuální ceny ropy v kombinaci s použitím nezměněné předpovědi CF v horizontu jednoho roku je pak mechanicky hodnocena jako desinflační riziko, zatímco intuitivní pocit je opačný. Proto obecně doporučuje zvážit, jak s grafem rizik prognózy dále pracovat.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): V červencové situační zprávě byl použit 6.CF, neboť 7.CF byl dostupný příliš pozdě. Oba CF se ale lišily jen marginálně. Obecně je pravdou, že by v grafu rizik mělo být srovnání s CF použitým v prognóze. Hodnocení ropy jako desinflačního rizika je důsledkem zaměření se na prognózu inflace v horizontu nejučinnější transmise. Aktuálně vyšší cena ropy spolu s jen malou změnou predikce za jeden rok znamená, že v horizontu transmise by mělo docházet k meziročnímu poklesu cen ropy. Jedná se o určitý paradox cílování meziroční inflace a nikoli cenové hladiny.

Viceguvernér Niedermayer: Sdílí pochybnost o zařazení CF do grafu rizik prognózy. Upozorňuje mimo jiné na to, že zanedbáváme rozdíl mezi primárními a sekundárními efekty. Negativní primární dopady vyšší ceny ropy a dalších nákladových faktorů by se určitě promítly i do budoucna. Doporučuje tuto věc dále prodiskutovat.

Odpoověď SMS: CF používáme jako zdroj referenčních scénářů při vypracování prognózy. Zdá se nám proto logické hodnotit nové informace o vývoji exogenních veličin právě prizmatem CF. Kromě toho je v grafu rizik prognózy dále znázorněn rozdíl aktuálních informací oproti informacím dostupným při posledním CF. Navrhujeme CF z grafu rizik zatím nevypouštět a připravit na toto téma podrobnější podklad a případně diskusi.

Viceguvernér Dědek: V grafu rizik prognózy postrádá nalezení těžiště, zvážení jednotlivých faktorů.

Vrchní ředitel Frait: Ptá se, jak je možné, že v 7. situační zprávě byl přesně odhadnut meziměsíční vývoj inflace v červenci, nicméně skutečný meziroční růst byl o 0,1 procentního bodu pod predikcí. Jedná se o důsledek zaokrouhlování?

Odpoověď SMS: Jedná se o důsledek rozdílu v zaokrouhlování při predikci ČNB a výpočtu inflace v ČSÚ.

Vrchní ředitelka Erbenová: K vývoji měnového kurzu prosí o komentář z hlediska inflačních rizik. Domnívá se, že komentář na str. 8 situační zprávy poněkud podceňuje vliv kurzového vývoje na inflaci. Hovoří se o tom, že pokud odchylka kurzu trvá několik málo měsíců, dopad do inflace je v podstatě marginální. Nenalézá však žádné faktory pro rychlý obrat v kurzovém vývoji. Pakliže současný vývoj přetrvá ještě delší dobu, pak prezentovaná citlovostní analýza zřejmě není vhodným nástrojem pro hodnocení dopadů kurzu do inflace.

Odpověď SMS: Různé podskupiny spotřebního koše reagují na změny kurzu odlišně. Při agregaci však skutečně vychází, že odchylka kurzu cca 3 % ovlivní inflaci v řádu 0,1-0,2 % bodu. Jedná se však o krátkodobou elasticitu, a lze tedy souhlasit s tím, že střednědobé dopady mohou být větší.

Viceguvernér Dědek: Oceňuje snahu vyjádřit se v prezentaci k dalšímu vývoji kurzu a jeho faktorům. Vidí však jistou nekorektnost v hodnocení platební bilance pouze na základě tzv. základní bilance, srovnávající deficit běžného účtu s přílivem přímých zahraničních investic. Tento přístup se používá k hodnocení bezpečnosti deficitu běžného účtu. Z hlediska odhadu kurzového vývoje je však nutno dívat se na celou platební bilanci. V poslední době například pozorujeme poměrně masivní odliv portfoliových investic, proti němu stojí příliv ostatních investic. Požaduje doplnit informace o těchto dalších položkách finančního účtu a ptá se na jejich kurzové dopady. Dále konstatuje, že snaha vyhodnotit fundamentální vliv růstové dynamiky na kurz může být zavádějící, protože teoretické koncepty vysvětlující tento vztah – například Balassův-Samuelsonův efekt – se týkají reálné apreciacie, nikoli nominálního posilování. K reálnému zhodnocení může dojít různými kombinacemi vývoje nominálního kurzu a inflace. Ptá se, zda se SMS touto otázkou zabývala.

Odpověď SMS: Základní bilance skutečně vypovídá o financovatelnosti běžného účtu, její vývoj však může zároveň ovlivnit očekávání hráčů na trhu. Podchytit metodologicky portfoliové a ostatní investice je obtížné. Jedná se o určité protipoložky, zejména z pohledu vývoje zahraničních aktiv a pasiv obchodních bank. Kromě toho pro hlubší analýzu vztahu kapitálových toků a kurzu by byla žádoucí měnová skladba kapitálových toků, která není běžným standardem statistiky platební bilance. Nicméně se prozatím nezdá, že by zde celkově vznikala nerovnováha.

Viceguvernér Niedermayer: V prezentaci byly uvedeny faktory, které by mohly vést k budoucímu zhodnocení měnového kurzu, což by mohlo částečně vyvážit některá aktuální proinflační rizika. Bylo to podloženo vývojem HDP a platební bilance, ale ve výčtu faktorů postrádal úrokové sazby. Například mise IMF označila nízké sazby za jeden z hlavních faktorů oslabení kurzu. Úrokové sazby by měly mít velmi významný vliv na portfoliové toky, a nejen na ně. Dále apeluje, aby byl v jednotlivých situačních zprávách užíván vždy stejný ukazatel efektivního měnového kurzu. K datům platební bilance opakuje svůj námět z předchozích měsíců, že by mělo být uváděna robustnost dat v měsíční platební bilanci. Zejména reinvestované zisky jsou pouhá roční prognóza – navíc bez znalosti výsledku minulého roku – rozpočítaná proporcionalně do jednotlivých měsíců. Rozsah chyb je přitom velký, téměř na úrovni deficitu obchodní bilance.

Odpověď SMS: Prozatím se přikláníme k hodnocení, že aktuální slabší kurz oproti prognóze je spíše dočasný, hnaný neekonomickými faktory. Prognóza kurzu nicméně zohledňuje vztah kurzu k úrokovým sazbám, které jsou v modelu endogenní.

Viceguvernér Dědek: Celkový růst úvěrů dosahuje zhruba 6 %, ale je to taženo pouze úvěry domácnostem, zatímco úvěry domácím podnikům klesají. V tisku se objevila zpráva, že asi 10 %

spotřebitelských úvěrů není spláceno. Ze SMS dosud informace o takovémto problému nezazněla, spíše se hovořilo o dotahování se na úroveň zadluženosti domácností obvyklé ve vyspělých zemích. Je uvedená informace z tisku správná? Jaká je normální úroveň nesplácení spotřebitelských úvěrů ve vyspělých ekonomikách? Vzniká zde určité riziko, pokud by do budoucna docházelo ke zvyšování úrokových sazeb?

Odpoověď SMS: Tato otázka by měla směřovat spíše na bankovní dohled. V příloze jedné z minulých situačních zpráv byly úvěry domácnostem analyzovány, a bylo konstatováno, že se jedná spíše o riziko pro finanční stabilitu než o riziko měnové. Aktuální informace hovoří o tom, že velmi rychlý růst úvěrů domácnostem pokračoval i v červenci.

Viceguvernér Niedermayer: V situační zprávě se píše, že pokles úvěrů domácím podnikům je vázán na jejich finanční situaci, konkurenční schopnost atd. Klade si otázku, zda se nejedná do značné míry o přirozený jev. Tyto podniky možná v minulosti nainvestovaly, a nyní dosáhly určité míry ziskovosti, která jim umožňuje snížit částečně podíl vnějších zdrojů financování. Zároveň nemají prostor pro další expanzi, protože zahraniční poptávka je poměrně slabá a ekonomika se navíc posouvá více ve prospěch zahraničních subjektů.

Odpoověď SMS: Dosavadní zkušenost je taková, že při zbrždění růstu vždy docházelo k nižší emisi úvěrů domácím podnikům. Zatím to proto hodnotíme spíše jako cyklický jev než strukturální změnu.

Viceguvernér Niedermayer: Zvýšilo se i čisté splácení úvěrů do zahraničí. Mluví proto spíše o vazbě na investiční cyklus než o strukturálních změnách. Byly vybudovány určité kapacity. A protože momentálně zahraniční poptávka neakceleruje, mohou podniky méně investovat, a z volných prostředků dobrovolně splácet úvěry, aby měnily proporcii cizích a vlastních zdrojů.

Odpoověď SMS: K ověření této hypotézy bohužel nejsou dostupná data o struktuře pasiv podnikového sektoru.

Viceguvernér Dědek: V situační zprávě se uvádí, že úroková sazba z nových úvěrů dosahuje 3,9 %. Do jaké míry je to reprezentativní pro sektor domácích podniků?

Odpoověď SMS: Nové úvěry jsou momentálně poskytovány především domácnostem. O úvěrování domácích podniků tedy uvedená sazba moc nevyovídá. Řádové rozdíly zde ale zřejmě nebudou.

Viceguvernér Niedermayer: K fiskálnímu vývoji se ptá, zda nemáme obavy, že mimorozpočtové fondy mohou stáhnout veřejné finance do většího deficitu než předpokládáme. Stále věří, že je správný náš názor, že výsledný schodek bude nižší oproti prognóze MF ČR. Ale u mimorozpočtových fondů přeci jen pozorujeme trochu jiné chování než v minulosti. Bylo by vhodné to prověřit.

Odpoověď SMS: Spíše se zdá, že mimorozpočtové fondy hrají tradiční rozpočtovou hru, aby získaly prostředky na další rok. Skutečné čerpání peněz je zatím nízké a stále zastáváme názor, že tyto fondy nebudou schopny všechny prostředky do konce roku utratit.

Vrchní ředitel Frait: Má pocit, že mezera mezi naším odhadem letošního vývoje fiskálu a odhadem MF ČR se rozšiřuje. Jaké jsou důvody? Jedná se o pouhou hru s čísly? Stojíme stále za naším nižším odhadem, nebo jsou zde nějaké nové informace?

Odpověď SMS: Uvedená mezera se skutečně zvětšuje, ale jedná se zejména o hru s metodologií, rozdíly jsou například v zahrnování či nezahrnování ztráty ČKA. Částečně se jedná i o důsledek výše uvedeného vývoje v mimorozpočtových fondech.

Viceguvernér Niedermayer: Při předchozích diskusích v ČNB zazněl názor, že krátkodobé indikátory vývoje ekonomiky naznačují hospodářský růst ve druhém či třetím čtvrtletí výrazně lepší než očekávání, až nad 3 procenta. V situační zprávě však stojíme na našem původním názoru. Nemohl by být skutečný výsledek lepší?

Odpověď SMS: Předstihové indikátory naznačují, že by růst HDP ve 2. čtvrtletí mohl dosáhnout 2,5 % s možnými odchylkami v řádu $\pm 0,5$ %.

Vrchní ředitelka Erbenová: Stanovisko poradce obsahuje poměrně optimistickou hypotézu, že ve vývoji zahraničního obchodu v posledních měsících lze vystopovat známky oživení investic a hospodářského růstu v horizontu zhruba dvou čtvrtletí. Prosi o komentář.

Odpověď SMS: Vývoj zahraničního obchodu v zásadě odpovídá očekáváním. Na zvyšování jeho obratu se podílejí zejména meziroční oslabení kurzu koruny a náběh nových kapacit. Tyto faktory převažují vliv slabé zahraniční poptávky.

Viceguvernér Niedermayer: Klade si otázku, zda lepší vývoj v USA a Japonsku by mohl mít pozitivní vliv na Evropskou ekonomiku. Asie je na tom celkově velmi dobře a Japonsko by to mohlo ještě posílit, z čehož by mohla profitovat zejména německá ekonomika.

Odpověď SMS: Představa, že motorem světového růstu jsou pouze USA, je poněkud zjednodušená. Za nízkým růstem v EU stojí i vnitřní strukturální problémy, takže přenos pozitivního stimulu z USA přes eurozónu na českou ekonomiku by byl zřejmě omezený. Vybrané analýzy (IMF) naznačují, že důsledné strukturální reformy zemí eurozóny by mohly výrazně přispět k ekonomickému oživení jak evropských zemí, tak globální ekonomiky. Navíc oživení v USA má stále svá rizika, mimo jiné plynoucí z kombinace vnější nerovnováhy a fiskálních deficitů a možných dopadů těchto deficitů na vývoj kurzu dolaru.

Vrchní ředitel Frajt: Vývoj světové ekonomiky bychom měli dávat do kontextu vývoje v Evropě. Pokud by například růst v Japonsku byl důsledkem zvýšeného vývozu do Evropy těch komodit, kde nám Japonsko konkuruje, například automobilů, pak by to pro nás nebyla příliš příznivá zpráva.

Viceguvernér Niedermayer: Vyjadřuje pochybnost o tom, zda prezentovaná – relativně uklidňující – čísla o současném a očekávaném vývoji jednotkových mzdových nákladů mohou vyvážit obavu z rychlého růstu reálných mezd. V současné době jsem v situaci, kdy v soukromé sféře došlo ke zpomalení růstu mezd, zatímco ve veřejném sektoru mzdy rychle rostou. Po této fázi bude nejspíš následovat zcela opačná perioda. Měly bychom docenit fakt, že zatímco v minulosti přicházeli zahraniční investoři kvůli nízkým mzdovým nákladům, v současnosti už říkají, že sem přicházejí i přes vysoké mzdové náklady.

Odpověď SMS: Nominální jednotkové mzdové náklady jsou jedním z důležitých indikátorů cyklického vývoje ekonomiky. Je však nutno rozdělovat analýzu na podnikatelskou a nepodnikatelskou sféru. V podnikatelské sféře se v současnosti jednotkové náklady vyvíjejí příznivěji než za ekonomiku jako celek. Problém vzniká v nepodnikatelské sféře, což je hodnoceno v rámci analýzy vlivu expanzivní fiskální politiky.

Vrchní ředitel Frait: Nominální mzdové náklady byly diskutovány z hlediska budoucího vlivu na inflaci. Jedná se však zároveň o důležitý ukazatel konkurenceschopnosti ekonomiky. Bylo by užitečné porovnat ho s vývojem v širším vzorku zemí.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Názor SMS byl tentokrát jednoznačný. Nic zásadního se od minulého měsíce nestalo, ale k určitému posunu přeci jen došlo. Rizika jsou hodnocena mírně v proinflačním směru, ale rozhodně ne natolik silně, aby to vedlo SMS k úvahám o změně úrokových sazeb. Obecně nemá s tímto hodnocením zásadní problém, nicméně se domnívá, že proinflační rizika mohou být celkově větší, než vyznívá ze situační zprávy. Téměř všechny faktory míří jedním směrem. Jedná se ve většině případů sice jen o hypotézy, nelze vyloučit vliv měsíční volatility. Naše argumentace ale byla dosud založena na tom, že inflaci dolů tlačí mezera výstupu, zemědělské ceny, měnový kurz, slabá zahraniční poptávka. Tyto faktory všechny začínají pomalu či rychleji odplývat. Vývoj zemědělských cen se otáčí. Není navíc jasné, co s nimi dále udělá vliv sucha. Proti sobě stojí dlouhodobé přebytky světové produkce a letošní nepříznivé klimatické podmínky v Evropě, takže celkově je nejisté, zda nedojde k rychlejšímu než dosud očekávanému růstu cen. U kurzu je možné si představit, že se udrží na slabší úrovni než předpokládá prognóza, ať již díky nízkým úrokovým sazbám nebo kvůli ostatním faktorům v platební bilanci. Teze o střednědobém posilování kurzu je čím dále tím méně přesvědčivá, proces dohánění je velmi pozvolný, takže jiné faktory mohou snadno převážit. Svou roli může sehrát i politický faktor. Obchodní bilance se vyvíjí poměrně dobře, je zde určitá hypotéza o náznacích oživení. První křehké pozitivní signály přichází z Japonska a USA a je zde možnost přenosu do Evropy. Inflační očekávání zůstávají na celkem vysoké úrovni, v podstatě odpovídající středu cílovaného koridoru. Tržby, úvěry, peněžní zásoba se rovněž vyvíjejí proinflačním směrem. Jediné, co nám tedy zůstává, je argument, že jsme pod potenciálním produktem. To je ale celá Evropa, a přesto tam ceny rostou rychleji. Takže vyvstává otázka, proč je inflace tam, kde je, a zda nemůže vyskočit nahoru rychleji oproti našim předpovědím.

Vrchní ředitelka Erbenová: Situační zpráva nenabízí zásadně nový pohled na predikci. Je zde asymetrické krátkodobé riziko směrem nahoru, střednědobá rizika v podstatě absentují. Výjimkou je zřejmě fiskál, kde lze poměrně těžko odhadnout směr působení. Část rizik z vývoje exogenních veličin může situační zpráva podceňovat. Stávající prognóza predikuje obrat inflace směrem k růstu, ale tento obrat by dle nových údajů mohl být poněkud rychlejší. Už na minulém jednání jsme diskutovali, že prognóza je možná trochu nevyvážená v desinflačním směru vzhledem k použitým reziduím, změnám v nazírání transmisního mechanismu apod. Alternativní scénáře k základní predikci mířily všichni inflačním směrem. Asi nejzajímavějším rizikovým faktorem je kurzový vývoj a jeho působení na ekonomiku. Vzniká otázka, nakolik můžeme věřit citlivostní analýze, která naznačuje relativně malý a krátkodobý dopad. Skutečný dopad by mohl být významnější, pokud by přetrval kurz oslabený vůči referenčnímu scénáři či dokonce docházelo k další mírné depreciaci. Stojíme před obdobím nejistoty o osudu státního rozpočtu a fiskální reformy, jsou zde naznačovány i některé střednědobé fundamentální faktory v platební bilanci, mimo jiné obrat v poměru reinvestovaných zisků a vyplácených dividend. Důvody pro zhodnocování reálného kurzu v konvergující ekonomice platí v dlouhodobém období, ale z hlediska horizontu predikce nejsou příliš aktuální. Kvantifikace rizik může rovněž podceňovat

vývoj cen ropy vzhledem ke geopolitickému vývoji. Ostřeji než SMS vnímá rovněž problém rychlého růstu mezd, zejména ve veřejném sektoru. Zdá se, že tento růst bude – přes proklamace o fiskální reformě – dynamický i v příštím roce, což může mít dopady i na vývoj v soukromém sektoru. Z Evropy chodí dobré zprávy o zlepšujících se očekáváních a špatné indikátory o nedávné minulosti, což je vývoj trvající již delší dobu. Celkově se ale situace v zahraničí asi zlepšuje a další vlna pesimismu nehrozí. Inflation sice doteď klesala, ale již se objevují první známky obratu v návaznosti na ceny ropy, nelze čekat žádné další importované desinflační tlaky. Implikovaná trajektorie úrokových sazeb naznačuje ještě další mírné snížení do konce roku, ale všechny uvedené argumenty hovoří proti tomu. Sazby bychom proto měli ponechat nezměněné.

Vrchní ředitel Štěpánek: Sdílí pohled předřečníků. Zároveň však zdůrazňuje nutnost dát uvedeným proinflačním faktorům váhu, aby nevznikl dojem, že stávající prognóza neplatí. Rizika nejsou natolik velká, abychom v tuto chvíli museli uvažovat o obratu v nastavení měnově-politických nástrojů. Platí prognóza tak, jak byla připravena minulý měsíc. Stále platí, že jsme – a střednědobě budeme – pod potenciálem, optimismus ohledně vnějšího prostředí je nadále jen mírný. Některé věci se však přeci jen změnilo. Je to měnový kurz, dále pak mzdy, u nichž nelze vývoj bagatelizovat a bylo by zřejmě vhodné vyslat nějaký varovný signál. Chtěl by se dnes ale zastavit zejména u reformy veřejných financí, kde existuje několik nových informací. Za prvé, vzrůstají pochyby o kvalitě prognózy letošního vývoje veřejných rozpočtů z pera MF ČR. Vývoj rozpočtů indikuje, že se pesimistická prognóza nenaplní, podobně jako v minulých letech. Zdá se, že se poměrně dobře daří odhadovat vývoj samotného státního rozpočtu, ale ostatní rozpočty ležící mimo přímou diskreci MF ČR jsou nadále velkým problémem. Letošní výsledek rozpočtů bude východiskem pro další období, a má to určitý vliv na design fiskální reformy. Za druhé, zvýšilo se významně riziko, že výsledek reformy bude rozvolněn, jednak v důsledku příznivější výchozí základny, jednak erozí během legislativního projednávání. Za třetí, je zde riziko rozvolnění reformy při samotném sestavování státního rozpočtu na rok 2004. A konečně je tu i riziko, že se nepříznivě změní struktura reformních opatření směrem k příjmové straně rozpočtů ve srovnání s výdajovou stranou. Z hlediska role fiskálu při tvorbě stability makroekonomického prostředí i z hlediska udržitelnosti reformních opatření jsou tato rizika velmi vážná. Vyrůstá proto opět obava z destabilizačního vlivu fiskální politiky, i když se zatím jedná jen o dohady. Na toto riziko bychom měli silně upozornit.

Vrchní ředitel Frait: Shoduje se s pohledem SMS, že inflační rizika jsou větší, než indikovala minulá prognóza, zároveň však nejsou taková, že by ohrozila střednědobé plnění cíle inflace. Je evidentní, že měnové podmínky jsou mírnější než v modelové prognóze. Úrokové podmínky jsou volnější než v základní predikci, což se většina z nás domnívala již minule. Pokud jde o měnový kurz, je otázkou, jak se jeho uvolnění projeví v poptávce a případných inflačních tlacích. Osobně si myslí, že bez oživení výroby a exportu v EU by samotné znehodnocení koruny nemělo vést k výraznému oživení českého zahraničního obchodu. Toto případné oživení by navíc přímo nespojoval s inflačními tlaky. Souhlasí s tím, že fiskál by mohl generovat větší než očekávané inflační tlaky, zejména prostřednictvím růstu mezd ve veřejném sektoru s následnými přenosy do podnikové sféry. Máme stále větší nejistoty o chování bankovního sektoru. Nevíme, za kolik banky úvěrují podniky v České republice, jak velká rizika pro banky plynou z úvěrování domácností. Tato rizika jsou zřejmě závislá na budoucím makroekonomickém vývoji. Velmi málo víme o tom, jaké jsou příčiny toků mezi českými bankami a zahraničím. Je zde otázka, jakým způsobem se do úvěrování promítá rostoucí váha zahraničních subjektů v české

ekonomice, do jaké míry dochází k financování od mateřských společností a zahraničních bank, což by to mohlo omezit účinnost naší měnové politiky. Interakce mezi měnovou analýzou a bankovním dohledem by v tomto ohledu mohla být živější, je zde prostor pro budoucí výzkum.

Viceguvernér Dědek: Formuje se zde silný konsensus na vidění stávající situace. Osobně cítí trochu problém konzistentnosti s minulým rozhodováním, kdy jsme snížili úrokové sazby. Nyní se jakoby rétorika otáčí a začínáme zdůrazňovat proinflační rizika. Ale například nejistota ohledně fiskální reformy není nic nového. Klade si otázku, zda je správné vysílat signál, že se vývoj prostředí začíná lámat směrem k inflačním faktorům. Je pravdou, že v situační zprávě je delší seznam proinflačních než protiinflačních rizik. Je však správné dívat se na váhu těchto faktorů a ptát se na sumární dopad. Ukazuje se, že stávající odchylky jsou relativně malé, v žádném případě nemají takovou sílu, aby mohly zvrátit základní nazírání na nízkoinflační prostředí. Jediným významnějším problémem je měnový kurz a otázka, nakolik je pozorované mírné oslabování začátkem dlouhodobějšího trendu, nebo se jedná o dočasnou výjimku z dlouhodobější tendence ke zhodnocování. Osobně by se nedivil, kdyby po předchozí transformační fázi silného přílivu přímých zahraničních investic následovala fáze určité saturace. Vláda již nebude mít tolik majetku k rozprodeji, budou převažovat repatriace zisků apod. To by mohlo vést k dlouhodobější depreciaci kurzu. Je to však zatím jen spekulativní hypotéza, obě možnosti dalšího vývoje kurzu jsou stejně pravděpodobné. Výzvou k dalšímu analytickému úsilí je i skutečnost, že údaje o poptávkové straně ekonomiky ukazují na poměrně slušný růst v podmínkách slabé zahraniční poptávky. Pozorujeme překvapivě rychlý mzdový růst, fiskální deficit, příznivé údaje o tržbách a průmyslové produkci. Proti tomu však nevidíme, že by byla generována poptávková inflace. Vysvětlujeme to existencí záporné mezery výstupu, znít to ale tak trochu jako klišé. Osobně je zneklidněn, do jaké míry jsme schopni stávající prostředí vyhodnotit. Tvrdíme, že se zápornou produkční mezerou žijeme již cca osm let. Dále doporučuje uložit SMS ve spolupráci s bankovním dohledem analyzovat problematiku úvěrů domácnostem, do jaké míry se politikou nízkých úrokových sazeb nezakládá bublina v této oblasti, zda jsou banky schopny dobře se vyrovnat se souvisejícími riziky. A konečně je tu i otevřená otázka, do jaké míry se úroková politika zasloužila o oslabení kurzu. Při detailnějším pohledu na vývoj platební bilance vidíme, že se odliv portfoliových jeví jen jako přeskupování portfolií a je kryt přílivem ostatního kapitálu. Proto je legitimní se ptát, zda není oslabování kurzu vyvoláno spíše psychologickými faktory, vnímáním rizika celého regionu či politickými nejistotami o osudu fiskální reformy.

Viceguvernér Niedermayer: Už minule jsme věděli, že prognóza byla vychýlená protiinflačním směrem. Poněkud znepokojivé nyní je, že by mohlo dojít ke kumulaci některých inflačních faktorů. V nejbližších měsících mohou ještě doznívat dezinflační vlivy, například cena zemního plynu, pozdržení deregulace nájemného apod. Pak se může projevit hodně inflačních faktorů vedoucích k rychlejšímu než očekávanému obratu. Největší otazník visí nad vývojem kurzu, který zřejmě souvisí s vývojem v platební bilanci, nízkými úrokovými sazbami a zároveň i realističtější pohledem trhu na možnosti kandidátských zemí přijmout euro. Osobně však necítí, že by ekonomice v současné době prospěl silnější kurz, s aktuální hodnotou a vývojovým trendem je spokojen. Pokud jsou naše předpoklady o vnějším prostředí realistické, pak nejsme v prostředí, kdy by mělo dojít k rychlému zalomení makroekonomického vývoje, znamenajícímu potřebu obratu v měnové politice. Výzvou je však dobře odhadnout bod, kdy začne docházet k postupnému otáčení vývoje. Za znepokojivý považuje vývoj mezd, které veřejný sektor i nadále

pouští z uzdy. S tím souvisí otázka ceny práce, která by mohla ovlivnit nejen vnější konkurenceschopnost, ale i vnitřní nabídku služeb, což by mohlo mít velmi negativní důsledky pro ekonomiku. Dalším bodem k diskusi je růst úvěrů fyzickým osobám z pohledu rizika pro finanční stabilitu. Otázkou je, zda domácnosti nenadhodnocují odhad růstu svých příjmů do budoucna, zda přijetím hypoték nedochází k většímu snížení jejich budoucí kupní síly než se sami domnívají. Posledním rizikem je reforma veřejných financí. Může se stát, že nyní bude uděláno málo, a v budoucnu pak bude nutné přijmout daleko tvrdší opatření. Celkově je bilance rizik prognózy viditelně proinflační. Pořád jsme ale pod inflačním cílem a inflace by se pouze mohla rychleji dostat tam, kde bychom ji rádi viděli, i když to by samozřejmě znamenalo adekvátní reakci měnové politiky.

Vrchní ředitelka Erbenová: Připojuje se k návrhu podívat se znovu na vývoj úvěrů domácnostem a s ním spojená rizika. Informaci od SMS na toto téma však obsahovala jedna z předchozích situačních zpráv a nezodpověděla všechny naše otázky. Navrhuje proto uložit nyní úkol sekci bankovní regulace.

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 Štěpánek:	Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

IV. Úkoly

V návaznosti na diskusi bankovní rady k 8. situační zprávě bankovní rada ukládá ředitelce sekce bankovní regulace pí Mašindové ve spolupráci s ředitelem sekce bankovního dohledu p. Krejčou a ředitelem sekce měnové a statistiky p. Čapkem vypracovat pro bankovní radu analýzu úvěrů poskytnutých bankami a nebankovními institucemi domácnostem se zaměřením na zhodnocení jejich rizikovosti pro banky a implikací pro finanční stabilitu. Součástí analýzy bude informace o dynamice struktury úvěrů a struktuře úroků podle jednotlivých sektorů, event. subsektorů..

V. Rozhodnutí

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

Zapsal: Tomáš Holub, poradce guvernéra