

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 25. března 2004

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 3. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Ve shrnutí se zmiňují mírně uvolněné měnové podmínky v roce 2003 s tím, že růst ekonomiky a exportu byl tažen uvolněným kurzem. Nepřipisujeme kurzu velký význam, nejsou to spíš změny na nabídkové straně, vliv zahraničních investic? V SZ se píše o špatné dostupnosti úvěrů – o co se toto tvrzení opírá? Konstatuje se rychlý růst cen zemědělských výrobců – co za ním stojí, bude to dlouhodobější tendence nebo jde o krátkodobý výkyv? Zajímavou informací je hodnocení fiskálu: hodnota fiskálního impulsu ukazuje, že vlastně žádná zásadní expanze neprobíhá, že nedochází k vytlačování kapitálových výdajů na úkor spotřebních. Není zde rozpor s tím, co jsme dosud tvrdili o mandatorních výdajích, totiž že jsou hlavní příčinou fiskální expanze? Co přesně znamená, že podíl úvěrů domácnostem na vkladech činí pouze jednu třetinu? Dále ještě cituje některé nesrozumitelné věty z textu včetně možných chyb (je správný např. údaj o 85% tempu investic finančních podniků?) a požaduje o větší pozornost věnovanou jazykové úpravě.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále SMS): V prognóze jsme na základě analýzy cyklických parametrů ekonomiky kvantifikovali mezeru výstupu na -1,7 p.b., s tím byl konzistentní uvolněný reálný kurz a zhruba neutrální reálné úrokové sazby. Tyto sazby byly relativně uvolněné ještě v první polovině. 2002, ovlivnily spotřebu v roce 2003, ale samy o sobě nemohly vysvětlit celý růst spotřeby. Proto vznikla hypotéza o působení nesystematického faktoru (prodeje aut). Reálný kurz jsme identifikovali jako uvolněný s tím, že se projeví v růstu exportu a finančních zdrojů podniků. Toto se v podstatě potvrzuje – export zrychluje, spotřeba zpomaluje, zisky rostou. Pokud jde o nedostupnost úvěrů: ve shrnutí SZ došlo ke špatné formulaci, mělo se vyjádřit, že úvěry nefinančních podniků klesají a že to není díky jejich ceně, ale spíš vzhledem ke kvalitě projektů. Ceny zemědělských výrobců – viz obdobný dotaz viceguvernera Dědka.

U fiskálu je nutné rozlišovat vlastní schodek, jeho působení na ekonomiku a to, jak se odráží v národních účtech. To, že impuls je nižší, ale poptávka (vládní investice) vyšší lze vysvětlit tím, že největší propad nastal u běžných výdajů (spotřeba) vlády. I když prognózy ČNB počítaly - na rozdíl od Ministerstva financí - s nenaplněním výdajové stránky rozpočtu, skutečnost ukazuje, že korekce byla ještě malá, rozdílly jsou v řádu desítek miliard. SMS zpracuje do SZ box o minulém vývoji, o příčinách odchylek prognóz centrální banky od Ministerstva financí. Problém vyčíslování fiskálního impulsu je už několik let starý, příčinou je metodika a výchozí údaje převzaté (i když expertně korigované) od Ministerstva financí. Teprve z národních účtů je možné zjistit dodatečně informace, tj. výdaje na konečnou spotřebu vlády, příspěvek do bilance příjmů a výdajů domácností a do investic vládních institucí. Predikce růstu vládních investic (+12 %) byla překročena na dvojnásobek. Výpočet menšího fiskálního impulsu nemusel být podložen investicemi, ale např. byl odrazem vyšších příjmů, které vstupovaly do spotřeby domácností, a to je složité identifikovat. Investice podniků finanční sféry dle národních účtů skutečně rostly vysokým tempem (85 %), ale vzhledem k jejich váze je toto marginální.

K dotazu na vývoj zadlužení domácností: mělo být vyjádřeno, že ačkoli dlouhodobé zadlužení narůstá, z hlediska mezinárodního srovnání je ještě prostor pro další růst, což lze dokumentovat jak podílem dluhu na disponibilním příjmu (20 %), tak i podílem úvěry/vklady, který dosahuje jedné třetiny.

Viceguvernér Dědek: Ceny zemědělských výrobců rostou rychleji než jsme očekávali. Kromě už zveřejněných dat se objevují časté zprávy o brzkém zdražení masa aj. produktů. Jsou i tyto zprávy zohledňovány v míře rizik? V SZ se píše o protiinflačním působení vývoje vnějšího prostředí. Přitom dovozní ceny, přes které se vliv vývoje v zahraničí prosazuje především, jsou označeny jako proinflační faktor, jelikož klesly méně než bylo v prognóze. Jak se toto shoduje? Připojuje se k dotazu, zda růst exportu je více ovlivněn kurzovými podmínkami než např. zahraničními investicemi a jejich podporou. Dává k zamyšlení, zda by neměla být věnována větší pozornost vývoji na akciovém trhu, což dosud opomíjíme. Lze výsledek obchodní bilance za únor považovat za potvrzení pozitivní tendence nebo za krátkodobý výkyv?

Odpověď SMS: Za rychlým růstem cen rostlinných výrobků je především loňská neúroda, která nezasáhla zdaleka jen ČR. Minimálně do letošní úrody se tato situace nezlepší. Tlaky ze strany producentů živočišných výrobků na tuto situaci zčásti navazují, do příští prognózy se je budeme snažit zakomponovat. Vnější prostředí jako celek (tedy poptávka, křížové kurzy, zahraniční úrokové sazby) je spíše protinflační, ovšem čistě bezprostřední vliv, který se realizuje prostřednictvím dovozních cen, je více proinflační. Je to zejména vlivem kurzu koruny k euru, jehož vývoj bezpochyby ovlivní i příští prognózu. Určitá část dovozních cen je závislá na vývoji cen surovin, které v poslední době rostou. Stojí za tím ekonomický růst v Číně a USA.

Tradiční faktory působící na vývoj zahraničního obchodu se člení na poptávkové a kurzové. Jejich koeficienty užívané v analýzách se příliš neměnily, ale závažné jsou strukturální vlivy. To lze ukázat např. na vývoji ve skupině kancelářských strojů a počítačů, kde byl v minulosti stálý deficit. Dnešní vysoké přebytky jsou důsledkem zahraničních investic. V takovém případě bude nutné poptávkové koeficienty inovovat. Měsíční výsledky zahraničního obchodu jsou velice volatilní. Volatilita je též důsledkem způsobu sběru dat na základě celních deklarací, které se mohou z různých důvodů někde pozdržet, což se stalo v lednu. Kromě toho vlivem strukturálních změn dochází také ke změnám sezónnosti vývozu a dovozu – např. tradičně slabší vývozy z počátků roku se již tak výrazně neopakují.

Vrchní ředitel Štěpánek: Rok za rokem se přesvědčujeme, že příspěvek fiskálu k hospodářskému růstu je nižší než jsme se domnívali a přihodilo se to i letos. Bylo by žádoucí udělat analýzu, proč k tomu dlouhodobě dochází a proč se o tom dozvídáme až zase v závěru roku. Návazně na to vzniká problém „ostatních“, nefiskálních impulzů ekonomického růstu, které jsou v materiálech SMS reziduem: je-li zmíněný příspěvek fiskálu nižší, automaticky vzroste váha ostatních, v SZ nekvantifikovaných faktorů (včetně vlivu měnových podmínek). Při hodnocení za rok 2003 by se již neměly pro tuto oblast vyslovovat hypotézy, ale pracovat se známými čísly.

Odpověď SMS: SMS souhlasí s provedením analýzy.

Vrchní ředitel Racoča: Připojuje se k dotazu na interpretaci příspěvku fiskálu k ekonomickému růstu za rok 2003 a rovněž doporučuje provedení výše zmíněné analýzy. V SZ

jsou nekonzistentní tvrzení – na jedné straně to, že k růstu domácí poptávky výrazně přispěl fiskál, na druhé straně se snižuje odhad fiskálního impulsu. Co je obsahem zvýšení veřejného dluhu zjištěného metodou ESA 95 (Eurostatem), co znamená nejen pro momentální situaci, ale i pro budoucnost, až dojde ke splácení poskytnutých záruk? Dotaz na strukturu vývoje M2: roste podíl neobchodovatelných cenných papírů, depozitní směnky apod. – jaký je charakter těchto depozit? Klesá podíl poskytnutých krátkodobých a naopak stoupá podíl dlouhodobých úvěrů. Proč tomu tak je, není to ovlivněno jednotlivým velkým případem, nebo je to důsledek lepší finanční situace podniků?

Odpoověď SMS: K příspěvku fiskálu – viz odpovědi viceguvernérovi. Niedermayerovi. Všechny důsledky započtení záruk do veřejného dluhu neznají naše orgány, ani Eurostat. Rozhodnutí nemusí být definitivní, může dojít k rozložení garancí do jednotlivých let. Pokud by zůstala současná situace, tak by to při plnění garancí znamenalo nutnost očišťovat, tj. snižovat budoucí výdaje vlády. Specifický v rámci M2 je pohyb quasi peněz. Depozitní směnky jsou jinou formou termínového vkladu, kde z nějakých daňových nebo administrativních důvodů může být pro firmu výhodnější poskytnout úvěr bance než uložit vklad. Důvody růstu tohoto instrumentu se budou podrobněji zkoumat.

Vývoj celkových úvěrů nefinanční sféře – od poklesu se posouvají ke stagnaci s tím, že krátkodobé klesají a dlouhodobé rostou. Svou roli zde mohou hrát jednotlivé případy (telekomunikace) ale také od provozních úvěrů (krátkodobé) k investicím (dlouhodobé). To by bylo v souladu s prognózovaným růstem investic v rámci HDP.

Vrchní ředitel Frait: SZ hodnotí bilanci rizik jako mírně proinflační. Prognóza je konstruována tak, že v krátkém horizontu je hodně ovlivněna exogenními faktory, v delším už víc funguje Phillipsova křivka. Otázkou pak je, zda ono současné mírné proinflační vychýlení se odrazí v celém průběhu inflace směrem nahoru anebo proinflační faktory odezní. Data nenasvědčují, že by hrozilo nějaké přehřátí ekonomiky. V SZ se uvádí, že loňský vývoj ekonomiky odráží poměrně přísné úrokové a poměrně volné kurzové podmínky. Jenže růst HDP je podpořen především domácí poptávkou, kdežto čistý export měl stále negativní příspěvek. Je tedy dost robustní názor SMS, že úrokové podmínky byly poměrně přísné? Ke zlepšení směnných relací: v minulosti záviselo zejména na poklesu cen surovin, nyní se zdá, že za ním stojí jiné faktory. V minulosti se pak kvůli deflátorům při zlepšení směnných relací jevil růst HDP jako relativně nízký, i když ekonomika získávala zdroje. Pokud je v současnosti zlepšení směnných relací způsobeno jinými faktory, pak k tomuto „podhodnocení“ hospodářského růstu nedochází a samotný růst je možno považovat za relativně slabý. V SZ se píše o velmi dobrém vývoji ve stavebnictví. Vývoj přidané hodnoty v tomto odvětví je sice lepší než v roce 2002, ale stále jsou to jen malé přírůstky. V SZ se píše, že růst míry nezaměstnanosti koresponduje s cyklickým poklesem poptávky po práci v návaznosti na utlumení dynamiky hospodářského růstu. K tomu však nedošlo a kromě toho jsme se přikláněli spíše k tomu, že jde o strukturální problém.

Odpoověď SMS: Zde deklarovaná rizika jsou vyjadřována na horizontu nejučinnější transmise, jinak by ani nebylo možné formulovat měnověpolitické doporučení. V minulosti jsme pracovali tak, že v návaznosti na odchylku jednoho čísla od prognózy jsme ponechávali meziměsíční prognózy neměnné a odchylka se promítla do celé roční řady („technické změny prognózy“). Dnes toto promítáme navíc prostřednictvím změn inflačních očekávání. Tím se i krátkodobé odchylky promítnou do střednědobého inflačního rizika. To ovšem v malých SZ nelze vyjádřit.

Tvrzení o poměrně přísných úrokových podmínkách platí pro rok 2003, růst spotřeby navazoval na jejich předchozí uvolněnost v první polovině roku 2002, což je dáno zpožděním v transmisiím mechanismu působení sazeb na reálnou spotřebu, které odhadujeme na cca 4-6 Q.

Směnné relace: v analýze zranitelnosti české ekonomiky byl uváděn vývoj deficitu běžného účtu v běžných cenách a netto export v cenách stálých. Křivka netto exportu ukazovala na trvale zhoršovanou tendenci. To znamená, že se naopak trvale zlepšovaly směnné relace, bez ohledu na volatilitu cen surovin. Na téma směnných relací bude zřejmě další box v příští situační zprávě; tam bude i úvaha o vypovídací hodnotě obou základních indikátorů zahraničního obchodu.

Stavební výrobu nelze hodnotit a analyzovat jen ve smyslu jejího příspěvku k HDP, ale slouží i jako celkový indikátor poptávkového klimatu, investiční aktivity firem a domácností. V jejím růstu se t.č. odráží také růst průmyslových vstupů do odvětví.

Cyklický pokles poptávky po práci, který se projevoval v roce 2003 výrazným poklesem zaměstnanosti a růstem míry nezaměstnanosti, koresponduje s útlumem reálné ekonomické aktivity na přelomu let 2002/2003. Zpoždění je dáno existencí „hiring and firing costs“ a dalších transakčních nákladů. Rozevírání záporné produkční mezery ve výše zmíněném období bylo primárním důvodem pro vývoj zaměstnanosti a nezaměstnanosti v roce 2003, přičemž strukturální problémy na trhu práce tuto tendenci dále zdůrazňovaly.

Viceguvernér Dědek: Mechanický součet vah proinflačních faktorů by byl poměrně vysoký, až jeden procentní bod. Mechanicky všechny samozřejmě sčítat nelze, ale přesto je zde otázka, zda nelze nějakou kvantifikovanou představu o možném dopadu na inflaci získat? Jak robustní je závěr prognózy, že ta rizika jdou mírně proinflačním směrem? Prosté vyjmenování faktorů nestačí. Tuto informaci považuje za klíčovou pro rozhodování.

Odpověď SMS: Zda jde o „mírná“ rizika, je spíše otázkou významového pojetí tohoto adjektiva. V malé SZ nelze přesně spočítat, jaké jsou implikace nových informací, a proto se snažíme o kvalitativní ohodnocení. To je ovšem výsledek subjektivního posouzení. V SMS převládá názor, že kdybychom známá „mírná“ rizika vtělili do prognózy, došlo by k trajektorii inflace, se kterou by byly konzistentní sazby maximálně o čtvrt procentního bodu vyšší. Za výrazná rizika bychom pak považovali výsledek převyšující 25 b.p.. Sčítat čísla za některá rizika lze, ale jen z hlediska jejich primárního dopadu, finální součet udělat nelze. Tendence k naplňování alternativního scénáře je poměrně zřejmá, vidíme to zejména na posledních údajích za Německo. Přijetí tohoto scénáře by znamenalo respektovat sestup sazeb v eurozóně, zpomalení tamějšího cenového růstu, apreciační tendence vůči české koruně. Pak by prognóza byla poměrně výrazně pod dnešním scénářem a implikovala už v I. pololetí sestup sazeb ČNB. Pokud tuto informaci přidáme k jednotlivým faktorům, které jsou spíše proinflačního charakteru, pak kvalitativně vycházejí rizika jako mírně proinflační.

Guvernér Tůma: V SZ se říká, že HDP ve 4. čtvrtletí po sezónním očištění vykázal mezikvartální pokles o 0,7 %; Český statistický úřad naproti tomu ve své zprávě uvádí zvýšení o 0,7 %. Jak je to možné, jakým způsobem pak lze s takovými údaji pracovat? Ve shrnutí se zmiňuje, že stavební výroba v lednu rostla o 15 % a navázala tak na příznivý vývoj v roce 2003. Když se ale podíváme na HDP vytvořený ve stavebnictví, tak to bylo ve 3. čtvrtletí +2,4 % a ve 4. +1,8 % - takže stavebnictví růst HDP nijak zvlášť nepodporovalo.

Odpověď SMS: ČSÚ používá při sezónním očišťování metodu, která zohledňuje i nestandardní vlivy, jako je různý počet kalendářních a pracovních dnů. K této metodě nemáme přístup, proto ji nelze podrobněji vysvětlit. Že dojde k mezičtvrtletnímu poklesu HDP jsme signalizovali již v l. SZ. Výroba ve stavebnictví – viz odpověď na dotaz vrchního ředitele Frait.

Viceguvernér Niedermayer: V návaznosti na odpovědi SMS k fiskálu a fiskálnímu impulsu: Dosud jsme zastávali názor, že dynamika veřejných příjmů nestačí pokrývat růst mandatorních výdajů. V situační zprávě se objevilo, že vláda byla schopna realizovat podstatně vyšší kapitálové výdaje, což byl rozhodující faktor celého růstu investic. Co se tedy stalo, kde vláda vzala peníze na takový účel?

Odpověď SMS: Úvaha o 5-6% deficitu se neopírala jen o růst mandatorních výdajů. Ty dle našeho odhadu přispívají ročně k deficitu v řádu 1 % HDP. Vláda však prováděla expanzivní politiku nejen v oblasti mandatorních výdajů, ale i ve všech ostatních – mzdy, provoz, kapitálové výdaje. Znovu lze připomenout, že kategorie fiskálního impulsu je teoreticky výborný instrument, kterým se však za stávající úrovně našich znalostí nedá vysvětlit vše. I jiné země mají problém identifikovat všechny vazby fiskálu na vývoj ekonomiky.

Vrchní ředitel Frait: V návaznosti na odpovědi SMS ke směnným relacím: Kdykoli docházelo v minulosti k výraznému zlepšení směnných relací, tak to bylo vlivem pohybu světových cen surovin. Pak se obvykle rychle vrátily na původní úroveň. Jestliže tomu nyní tak není, je potřebné analyzovat faktory, které za tím stojí.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Podle předložené SZ a předchozí diskuse se zdá, že pohled na vývoj ekonomiky se příliš nezměnil. Otevírá diskusi.

Viceguvernér Niedermayer: Vyjadřuje nespokojenost s odpověďmi SMS; na některé dotazy nebylo odpovězeno vůbec (např. vliv zahraničních investic na export a HDP), jiné byly mlhavé. V zápise by mělo být uvedeno jen to, co bylo řečeno, ale na základě toho se špatně rozhoduje. Nová čísla nejsou překvapivá, vývoj nevybočuje z prognózy. V diskusi byla zmíněna možnost naplnění alternativního scénáře, tj. vážnější postižení německé ekonomiky apreciovaným eurem s možností navazujícího snižování sazeb. Proti tomu ovšem stojí výhled světové ekonomiky, který je poměrně příznivý. Čísla naznačují zpomalení spotřeby domácností. Důvody mohou spočívat v odkládání spotřeby, které je reakcí domácností na očekávané důsledky reformy veřejných financí a na růst nezaměstnanosti. Na druhé straně je ale také možné, že poptávku po nákladnějším zboží dlouhodobé spotřeby (např. auta) tlumí připravené snížení základní sazby DPH.

V oblasti zahraničního obchodu by mělo docházet k dlouhodobému zlepšování, což by se mohlo promítnout v kurzu. Je chyba, když se opomíjí vliv zahraničních investic, který je zřejmě důležitější než probíhající změny kurzu. Potvrzují to výrazné změny ve struktuře vývozu.

Celkový pohled na hospodářský a měnový vývoj se zdá být o trochu méně optimistický než minule. V zahraničí může jít o určitý oficiální optimismus, který se na datech dosud nepotvrzuje.

Viceguvernér Dědek: V situační zprávě je solidní analýza vývoje HDP nebo trhu práce, některé málo srozumitelné formulace jsou také důsledkem spěchu při zajišťování termínů pro zpracování SZ.

Důležitou a zajímavou informací je struktura investic, kde existuje jen slabý růst u soukromých investic, zato však vysoká aktivita ve veřejném sektoru: jednoprocentní růst versus 15 % ukazuje nezdravou proporcii. Rigiditu trhu práce potvrzuje skutečnost, že dochází k souběžnému růstu počtu nezaměstnaných a počtu volných pracovních míst. Prohlubuje se tedy kvalifikační strukturální nesoulad nabídky a poptávky po práci. Je zde také zřejmý negativní dopad některých regulatorních opatření vlády, např. zavedení minimální daně pro ztrátové firmy nebo zvýšení sociálních odvodů pro živnostníky. Zlepšují se finanční výsledky podniků, ale strukturálně jde o zlepšení u podniků pod zahraniční kontrolou a nikoli u domácích. Za povšimnutí stojí také posun ve struktuře platební bilance směrem k její rizikovější skladbě (snížení podílu přímých zahraničních investic ve prospěch portfoliových investic). Tyto jednotlivé signály poněkud kazí obrázek příznivého hospodářského růstu, i když jeho celkový pozitivní obraz dosud převažuje.

U hodnocení inflace je důležité ocenit pravděpodobnost alternativního scénáře. Váha inflačních faktorů se proti situaci před měsícem o něco zvyšuje, úměrně tomu by měla stoupat naše ostražitost. Meziroční index je sice přesně v souladu s prognózou, ale nelze opomíjet např. vliv časového posunu zdražení cigaret a alkoholu, významný vzestup cen zemědělských výrobců, zčásti také průmyslových výrobců, avizovaný růst cen masa apod. Proti těmto faktorům stojí signály o relevantnosti alternativního scénáře, zatím je ovšem nedovedeme dost spolehlivě vyhodnotit.

Vrchní ředitel Frait: Přibližuje se období, kdy budeme cílit na nový inflační cíl, tj. přelom roku 2005 a 2006. Pro kredibilitu nového cíle bude důležité, jak se právě v tomto období bude inflace vyvíjet. Už dnes bychom se tedy měli prioritně dívat na tento horizont; bohužel, dosud převažuje pohled na kratší perspektivu, kterou je stávající předpoklad o horizontu nejučinnější transmise. To vyvolává potřebu obnovit diskusi na téma délky horizontu. SMS má zřejmě problémy odlišit dlouhodobější trendy od krátkodobých výkyvů. Potom i diskuse je neuspořádaná a nepřehledná.

Z nových dat je nejdůležitější vývoj HDP. Růst je evidentně hnán domácí poptávkou, kterou významně stimulují hospodářské politiky. Je zřejmé, že pokud nepřijde významný pozitivní impuls čistého exportu, stávající tempo nebude udržitelné. Pro dlouhodobější udržení potřebné dynamiky chybí základ, tj. masivnější investování soukromých firem, klesá míra domácích úspor, tuzemské firmy obtížně získávají úvěry, prohlubují se strukturální defekty na trhu práce. Ve vyspělých státech pravděpodobně existují nadměrné kapacity, což může brzdit náš export. Uvedené faktory představují hrozbu dlouhodobého zpomalení hospodářského růstu, na což bude obtížné reagovat nástroji hospodářské politiky.

Inflační rizika jsou krátkodobě poměrně slabá, i když je pravda, že se zvýšila inflační očekávání. Ta šla nahoru hodně proto, že média, tj. tisk, televize, popisují současný nárůst inflace jako něco velmi dramatického. Po ukončení daňové reformy by se očekávání měla zase vrátit na nějakou běžnou úroveň.

Vrchní ředitel Racocha: Souhlasí s vyústěním situační zprávy a její prezentace, rizika jsou posouzena korektně. Vážnou nejistotou je situace a vývoj fiskálu. Stále nevíme, jak působí na ekonomický růst, vysvětlení jsou málo robustní. Druhou nejistotou je odhad sekundárního dopadu daňových změn. Prudké zvýšení cen zemědělských výrobců není nutné tolik přeceňovat,

jelikož v minulosti se také často a déle výrazně odkláněly od vývoje cen potravin. Spíše jde o jejich návrat k normálu. Naproti tomu ceny ropy jsou významným rizikem pro prognózu, zvláště když se v poslední době o tolik zvýšila diference mezi cenami WTI a ropy uralské a další vývoj je vzhledem ke globálním nejistotám těžko odhadnutelný.

Vrchní ředitel Štěpánek: Lednová SZ a prognóza předpokládaly, že čistá a korigovaná inflace budou pomalu narůstat, postupně se změnou poptávkového prostředí a zrychlováním růstu ekonomiky. Jak ukazují data, při posuzování tohoto vývoje musíme být opatrnější. Vnější prostředí nebude tak rychle dynamizovat poptávku, odtud tak závažné riziko nehrozí, ale v tlacích na ceny se stávají stále významnějšími administrativní zásahy a jejich sekundární dopady. Zdroje inflace jsou tedy více mimo dosah politiky ČNB, problémem jsou hlavně inflační očekávání. Opravdovým rizikem by byl všeobecný dojem, že rychle dojde k nějakému razantnímu vzednutí cen, toto očekávání by se promítlo do cen atd. Na druhé straně je však zřejmé, že zaměstnavatelé se ve mzdové oblasti chovají odpovědněji než dříve.

Dále připomíná, že nedostal odpověď na otázku týkající se identifikace vlivu „ostatních“ faktorů na dosažený ekonomický růst, tak, aby to bylo v souladu s existujícími daty. Nemáme zřejmě hodnověrnou analýzu faktorů růstu, což poznamenává naše úvahy o mezeře výstupu a faktorů budoucí inflace.

Guvernér Tůma: Vyznění situační zprávy neukazuje na žádné podstatnější změny oproti minulé a ani neobsahuje nějaké výrazně jiné signály ohledně růstu ekonomiky a inflace. Ani uvedená rizika nejsou ničím novým, jsou to zejména exogenní faktory, které budou podporovat růst inflace. Souhlas s názorem, který už zde zazněl, a to, že největším rizikem je v současné době vývoj inflačních očekávání. S odezněním jednorázových vlivů by měla inflace opět klesnout a plynule se adaptovat na inflační cíl od roku 2006. Přesto, že se obsah některých daňových a cenových úprav postupně vyjasňuje, zůstávají nejistoty např. v oblasti regulovaného nájemného. Nyní je důležité, co se bude dít po 1. 5. – lze si představit, že pro média bude atraktivní zdůrazňovat, co se zde po vstupu do EU zdraží. Toto riziko by se měla snažit utlumovat naše komunikace s veřejností.

Zmínily se zde opakovaně problémy s fiskálem, čili měli bychom se dohodnout o úkolu pro SMS zpracovat analýzu o působení fiskální politiky na ekonomiku. Nové zamyšlení nad horizontem nejúčinnější transmise by nemuselo být zapsáno jako konkrétní úkol, formu by mohl vrchní ředitel Štěpánek dohodnout se SMS.

Vrchní ředitel Štěpánek: Významné byly komentáře k vlivu médií na inflační očekávání. Na ně bychom neměli zapomínat, i když se neobjeví v minutes.

Viceguvernér Niedermayer: Souhlasí s uvedeným názorem, ale přece jen se objevují upozornění také v opačném, protiinflačním směru: např. poukazy na výhodnost nákupu elektroniky v Německu nebo tlak na masivní snížení cen vína po vstupu do EU.

Guvernér Tůma: Považuje za užitečné, aby se v sekci kancelář podívali, jakým směrem za poslední cca tři měsíce média ovlivňovala tvorbu inflačních očekávání a informovali o tom bankovní radu. Ke struktuře situační zprávy: shrnutí, které tvoří 13 stránek z textu o celkovém rozsahu 42 stran, se zdá být hodně nadproporcionální a rozvláčné.

Viceguvernér Niedermayer: Konstatuje neuspokojivou reakci SMS na dotazy týkající se vlivu investic na procesy, které probíhají v ekonomice. Jde o to, jak změna na nabídkové straně vlivem toku zahraničních investic může změnit celkový obraz naší ekonomiky, její exportní schopnost. Důležité je to i z důvodu, že investiční vlna zřejmě končí. Neuspokojivá byla také reakce na dotaz guvernéra Tůmy k úplně opačnému pohledu ČSÚ a SMS na mezikvartální vývoj HDP. Situační zpráva popisuje růst ekonomiky, ale najednou se zde bez vysvětlení objeví zcela protichůdné číslo, které by signalizovalo, že ekonomika tempem o nějaká 3 procenta ročně začala klesat.

Viceguvernér Dědek: Hluchá místa, resp. duplicity, jsou jen v pasáži o nákladových faktorech, která obsahuje nadbytečné samostatné shrnutí. Nesdílí přesvědčení o rozvláčnosti SZ – s výjimkou shrnutí. Tam bývá nejcennější pasáž o událostech za poslední měsíc. Měla by být proto zařazena i ve velkých situačních zprávách; i pro jejich projednání je důležitý pohled z hlediska nejposlednějších dat a informací.

Guvernér Tůma: Na tiskové konferenci bude opět konstatovat platnost prognózy, bez nějakého signálu o přechodu na jiný scénář nebo na jinou váhu pro- a protiinflačních rizik oproti minulé SZ, to znamená i naše nezměněné představy o dalším vývoji sazeb. Doporučuje však změnit navrženou charakteristiku a pořadí rizik: klíčové je riziko vzniku inflačních očekávání, to, nakolik je ovlivní jednorázové kroky, ke kterým nyní dochází. Pak by měl být zdůrazněn vývoj cen v zemědělství a za třetí nejistoty o vnějším prostředí, týkající se zejména ekonomického růstu v Evropě, kurzů a ceny ropy.

Dává hlasovat o návrhu sekce měnové a statistiky neměnit úrokové sazby; jiný návrh nebyl předložen.

III. Závěrečné 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

- Sekce měnová a statistiky zpracuje analýzu vývoje veřejných rozpočtů v minulých letech se zaměřením na zhodnocení rozpočtovaného a skutečného vývoje a s tím souvisejícím hodnocením působení fiskální politiky na ekonomický růst (fiskální impuls).
- Sekce kancelář zpracuje přehled o zaměření zpráv a komentářů v nejdůležitějších médiích z hlediska jejich vlivu na formování inflačních očekávání.

V. Rozhodnutí

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 25. 3. 2004

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

Zapsal: Petr Krejčí, poradce bankovní rady