

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 30. června 2005

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér L. Niedermayer, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Řežábek

I. Diskuse navazující na prezentaci 6. situační zprávy

Viceguvernér Singer: Nejprve se dotazuje na vývoj cen potravin, resp. jejich výkyv směrem nahoru a žádá SMS o komentář ohledně příčin těchto fluktuací. Ze zahraničních vlivů zmiňuje údaj o poněkud lepším než očekávaném indikátoru očekávání IFO v Německu spolu s otázkou, jaká je podle názoru SMS jeho interpretace. U fiskálu konstatuje, že byl dostatečně analyzován v textu situační zprávy (SZ) a nemá k němu nyní další dotazy. Upozorňuje dále na dílčí připomínky V. Fleka k textu SZ (viz písemné stanovisko jmenovaného) s tím, že zejména komentáře k trhu práce a nefinančním podnikům považuje pro SMS za podnětné. Poté zmiňuje (čímž tlumočí i názor nepřítomné paní vrchní ředitelky Erbenové), že by měla být porovnána pasáž o úvěrech podnikům a domácnostem se situací v eurozóně. Konečně soudí, že Graf 4 v Příloze by měl být lépe popsán.

Odpoověď SMS: Aktuální vývoj cen potravin v rámci spotřebitelského koše se vyznačuje tím, že 95 % položek se vyvíjí podle obvyklé sezónnosti a v souladu s očekáváním SMS. Jediným překvapením je vývoj cen zeleniny a ovoce, který je mimořádně volatilní již od loňského května, tj. od vstupu do EU. Údaje z obchodní bilance (OB) o dovozech čerstvého ovoce a zeleniny po vstupu do EU ukazují, že se zvýšila jejich nepravidelnost. Lze proto usuzovat, že pozorovaný volatilní vývoj cen ovoce a zeleniny na domácím trhu může být způsoben právě nepravidelnými dodávkami těchto komodit z EU (zejména Polska, Maďarska či Slovenska). Zřejmě v těchto zemích existuje určitá konkurenční výhoda oproti českým producentům. Tito zahraniční producenti využívají mnohdy i jednorázové dodávky na český trh, čímž v daném okamžiku stlačí aktuální cenu na českém trhu. Pro další měsíc je díky tomu vytvořena nízká statistická srovnávací základna. V případě absence těchto jednorázových dodávek v následujícím měsíci pak pozorujeme statisticky vysoký nárůst cen, který však znamená pouze návrat na tuzemskou obvyklou úroveň. Tato volatilita se v poslední době nahromadila spíše na proinflační straně, a proto ve svých důsledcích pozorujeme vyšší než prognózovaný růst cen potravin. K vývoji v Německu SMS uvádí, že zřejmě stále převládají pesimistická očekávání a patrně nelze ani v novějších predikcích očekávat růst v Německu nad 1 %.

Viceguvernér Niedermayer: Na začátku svého vystoupení diskutuje vyznění ukazatele 1R EURIBORU v Grafu GRIP. V tomto grafu je totiž uvedený ukazatel považován za relativně robustní protiinflační riziko. Chápe sice v daném ohledu z technického hlediska argumentaci SMS (nižší implikované sazby 1R EURIBOR vytváří v modelové simulaci autonomní tlak na posílení koruny a v konečném důsledku tedy i tlak na snížení domácích sazeb). O skutečné reakci kurzu by však bylo třeba více diskutovat, zda by se koneckonců opravdu takto choval, protože je v realitě determinován velkým množstvím i jiných faktorů. Uzavírá tedy, že technicky toto protiinflační riziko sice chápe, ale měnově politicky již méně – měnová politika by tedy v případě naplnění tohoto rizika jen těžko měla reagovat prostřednictvím prezentovaného snížení sazeb podle GRIPU, tj. bez přihlídnutí k jiným faktorům působícím na kurz. Pokud jde o fiskál, nepřístupoval by pod vlivem nyní prezentované analýzy SMS k zásadnějším změnám prognózy. Je třeba v první řadě lépe pochopit, co se na pozadí dosud známých údajů o vývoji fiskálu skutečně odehrává. Z prohlášení vládních činitelů lze totiž vyvodit celkově vyšší tlaky na čerpání rozpočtových

zdrojů, včetně možná jen přechodných úspor v investicích (mj. nutnost krytí navýšení DPH u již zahájených rozpočtovaných akcí z resortních rozpočtových zdrojů nebo velmi rychle rostoucí absorpční schopnost infrastrukturních investic). Pokud jde o trh práce, podotýká, že sice statisticky roste zaměstnanost, ale z velké části především v sektorech vzdělání a zdravotnictví. Vznáší proto dotaz, jaký podíl má na tomto růstu zaměstnanosti soukromý sektor. Dále se pozastavuje nad formulacemi v předkládané SZ, které relativizují využitelnost ukazatele čtvrtletního reálného HDP pro predikční aparát a upřednostňují místo toho práci s neměřitelnými veličinami typu mezery výstupu. SMS vedle toho deklaruje, že rychlejší než prognózovaný meziroční růst reálného HDP nemá vliv na velikost produkční mezery. V této souvislosti vznáší dotaz, zda je tato absence vlivu míněna na mezeru před nebo po tomto vyšším než očekávaném růstu. Dále diskutuje vztah míry úspor a míry investic ve struktuře HDP, s upřesňujícím dotazem na vliv změny struktury investic (ve prospěch investic do bytové výstavby), tj. jaká část úspor již byla alokována do investic do bytové výstavby. Pokračuje komentářem struktury nových úvěrů domácnostem: Nové kontokorentní úvěry dosáhly podílu 54,1 % na nových úvěrech domácnostem, přičemž existuje názor, že dominantní roli v úvěrech domácnostem hrají hypotéky. To by se mělo projevovat nejen v celkové proporcii těchto dvou typů úvěrů, ale v i jejich přírůstcích. Vznáší tedy otázku, jak vysvětlit tento vysoký podíl kontokorentu. Nakonec se dotazuje na dramatické zlepšení běžného účtu platební bilance. V textu SZ je tento vývoj spojen s garancí ČSOB inkasovanou ze Slovenska, ale zároveň se očekává přebytek i na další období. Jaké faktory jsou při této argumentaci zvažovány? Její potvrzení by totiž znamenalo dramatický vliv na kurzová očekávání.

Odpoověď SMS: Na otázku přenosu EURIBORU do kurzu a následně do inflace lze uvést, že v základním scénáři figuroval stabilní kurz, zatímco dlouhodobě má koruna spíše tendenci posilovat. Stabilitu kurzu zajišťoval záporný úrokový diferenciál vůči eurovým sazbám, kde byl očekáván růst, zatímco trajektorie domácích sazeb ležela velmi nízko. Nyní, kdy se zahraniční výhled posunul směrem blízko k domácí trajektorii, je otázka, zda se tlak na apreciaci neobnoví. Tomu by mohla napovídat i očekávání domácích analytiků, kdy je na trhu očekáváno spíše další posílení. Co se týče veřejných rozpočtů na letošní rok, SMS spatřuje natolik vysoké nadhodnocení zdrojů zejména na běžné výdaje, že jejich realizaci v plné výši nepovažuje za reálnou. Nelze však zároveň očekávat, že resorty toto nadhodnocení přiznají a zdroje vrátí. Proto skutečná „bublina“ rozpočtu netkví v oblasti rezervních fondů, nýbrž ve zmiňovaném a nepřiznaném nadhodnocení. Za nadhodnocené považuje SMS i investice, a to dokonce i tehdy, pokud se do nich promítne nárůst z titulu rezervních fondů, navýšení DPH, procesního pokroku v administrativním schvalování investic, atd. Vedle toho si je SMS vědoma, že podobné obavy z akcelerace investičních výdajů se vyskytovaly i v minulosti, avšak nenaplnily se. Celkový zamýšlený objem rozpočtových investic na rok 2005 podle ministerstva financí dokonce přesahuje 200 mld. Kč, což zjevně není v silách vlády proinvestovat. Pokud jde o růst zaměstnanosti podle sektorů vlastnictví, nelze jej v současné chvíli přesně identifikovat. Výběrové šetření pracovních sil (VŠPS) totiž rozlišuje zaměstnanost na základě odvětvového klíče. Lze předpokládat, že dominantní podíl na přírůstku zaměstnanosti v sektorech typu zdravotnictví a školství má veřejný sektor. Růst zaměstnanosti v sektorech s převahou soukromého vlastnictví je mnohem pomalejší a více reflektuje SMS předpokládaný vztah mezi ekonomickým růstem a zaměstnaností. K poznámce týkající se „bagatelizování“ reálných dat ve prospěch neměřitelných veličin typu mezery výstupu SMS uvádí, že nyní jde pouze o předběžné vyjádření s ohledem na nadcházející dovolené řady členů BR. Jedná se ve své podstatě o mechanické cvičení za použití nejnovějších dat v Kalmánově filtru. V příslušné pasáži SZ tedy ještě nejde o definitivní návrh výchozích podmínek pro nejbližší prognózu. Na druhé straně se však SMS skutečně domnívá, že při dílčích revizích dat HDP vykazuje prognostický aparát ČNB díky své robustnosti

určitou nižší citlivost na tyto revize, což lze vzhledem k četnosti revizí považovat za jeho výhodu. Tím však není řečeno, že by SMS ignorovala data o reálném HDP. O struktuře investic lze ve smyslu vzneseného dotazu říci následující: V textu SZ je uvedeno, že se zmenšuje podíl investic do nebytových staveb oproti bytovým. To může vyznívat poněkud nejasně, přesněji vzato jde o to, že v loňském roce rostly obě tyto kategorie tempem přes 10 % (v reálném vyjádření) a v 1. čtvrtletí 2005 pak bytové investice poklesly na tempo 5 % a ostatní začaly reálně dokonce klesat. Do budoucna je možné přislíbit analýzu na základě účtu akumulace v systému ročních národních účtů, ale zde je třeba počítat se značným zpožděním v údajích. Pokud jde o kontokorentní úvěry domácnostem, poslední údaje nejsou žádnou výjimkou. Jejich podíl nad 50 % na nových úvěrech se udržuje minimálně již rok. Jde vesměs o debetní zůstatky na běžných účtech vedených domácnostem. Nejde tedy o čistý nárůst úvěrů, kde skutečně dominují úvěry na bydlení, ale o obrátové vyjádření, kde naopak dominují kontokorentní úvěry. K dotazu na vývoj platební bilance: Vývoj běžného účtu platební bilance je fundamentálně ovlivňován příznivým vývojem obchodní bilance. Na letošní rok sice SMS stále očekává celkový deficit běžného účtu, ale díky přehodnocení vývoje obchodní bilance bude tento deficit na výrazně nižší než na dříve zvažované úrovni – tj. zřejmě méně než 3,5 % HDP.

Vrchní ředitel Frait: Ve svém vystoupení se především věnuje problematice směnných relací (ToT) a vznáší na SMS dotaz ohledně nynější odchylky ve vykazování ToT podle deflátorů dovozu a vývozu v národních účtech a podle výběrových indexů dovozů a vývozů. I v minulosti docházelo k odlišnému vývoji těchto časových řad. Je stávající odchylka kvantitativně větší než obvykle?

Odpověď SMS: Rozdíly v obou časových řadách v minulosti skutečně existovaly, v některých případech i v řádu několika procentních bodů. SMS se v této souvislosti dotazovala ČSÚ na příčiny těchto rozdílů. Podle ČSÚ jde o dva relativně nezávislé indikátory, přičemž k vývoji výběrových indexů je pouze „přihlíženo“. Z tohoto důvodu není ani v budoucnu vyloučeno, že bude docházet k obdobným rozdílům.

Vrchní ředitel Holman: Diskutuje vztah poklesu jednotlivých složek agregátní poptávky a produkční mezery. S výjimkou exportu totiž nyní dochází prakticky ve všech zbývajících složkách agregátní poptávky oproti prognóze k poklesu. Zvyšuje se díky tomu produkční mezera, resp. oddaluje se horizont protnutí potenciálu? Dále se dotazuje SMS, jak si vysvětluje růst exportu v souběhu se zpomalením růstu přidané hodnoty v průmyslu. Rovněž vznáší dotaz, jak chápat informaci SMS, že ČSÚ zohlednil ve vykazovaném ekonomickém růstu vývoj směnných relací. Před tím ČSÚ směnné relace nezohledňoval?

Odpověď SMS: Pokud jde o vývoj složek agregátní poptávky ve vztahu k uzavírání mezery výstupu, SMS pracuje dominantně s celkovým HDP. V tomto pohledu se zatím ukazuje, že nová data na změnu mezery výstupu větší vliv nemají. Ke vznesené otázce lze odkázat na existující studie zkoumající, jakou roli v této souvislosti hraje růst tažený spotřebou nebo investicemi. Uvedené studie ukazují, že rychlejší růst spotřeby ve struktuře agregátní poptávky vede k vyšším poptávkovým tlakům na CPI a naopak. Jelikož existují indikace, že spotřeba nyní neroste tak, jak by odpovídalo fázi cyklu (mj. efekt loňských daňových úprav snižujících disponibilní příjmy), může se proto i v dnešních podmínkách jednat o dodatečný protiinflační tlak nad rámec existujícího odhadu mezery výstupu. Tuto otázku je možné podrobněji analyzovat v souvislosti s nejbližší velkou situační zprávou. V minulosti zpravidla platilo, že z hlediska prognózy inflace měly odchylky ve struktuře HDP relativně malý vliv v řádu do 0,3 %. Vztah mezi růstem exportu a zpomalením dynamiky přidané hodnoty v průmyslu není SMS v danou chvíli schopna podrobněji komentovat, konstatování tohoto problému považuje za podnět pro jeho zapracování do nejbližší velké SZ, kdy bude tento problém zvažován

v souvislosti s krátkodobou predikcí, resp. predikcí HDP. Lze však uvést, že souběh těchto jevů v minulosti již nastal. K otázce směnných relací: Revize deflátorů vývozu a dovozu zboží a služeb byla součástí celkové revize národních účtů. Smyslem informace SMS bylo v daném případě upozornit, že ČSÚ revizi změnil z účetního pohledu vliv ToTt na reálný HDP. Tím, že směnné relace byly revidovány ve směru jejich nižšího růstu, tak – při daných nominálních hodnotách exportů a importů – došlo i k navýšení kladného přírůstku čistého vývozu a tento vyšší kladný čistý vývoz znamenal i zvýšený kladný příspěvek k růstu reálného HDP. Tento faktor ve svém příspěvku převážil nižší než očekávanou dynamiku složek domácí poptávky. Přesný důvod této revize není SMS znám.

Vrchní ředitel Řežábek: Svě vystoupení zahajuje problematikou růstu světových cen ropy a dotazem, do jaké míry znamená podle názoru SMS růst cen ropy trvalý trend, a do jaké míry jde o „bublinu“. Pokud jde o komentář fiskálu v SZ, některé formulace považuje za nejasné. Zejména se to týká výhledu plnění státního rozpočtu ve 2. pololetí. Osobně považuje za nejisté, že tento vývoj příznivé výsledky 1. pololetí potvrdí. Některé vlivy na čerpání rozpočtových prostředků se totiž objeví až později během tohoto roku (mj. transfery do zdravotních pojišťoven). Tento dopad může být v řádu mnoha mld. Kč a nyní může být ve světle údajů za 1. pololetí ještě „zamaskován“.

Odpoověď SMS: Pokud jde o vývoj cen ropy, lze uvést, že cena ropy je stále velmi volatilní a její predikce je z tohoto důvodu velmi obtížná. Existující odhady se velmi různí. IEA např. predikuje, že v příštím roce bude reálná cena ropy činit 22 USD za barel, takže neočekává ustálení ceny ropy na vysokých hodnotách. Je zároveň skutečností, že země - vývozci ropy využívají současných vyšších zisků ke konsolidaci svých dluhů, čímž dochází k přerozdělení zisků zpět do zemí - importérů ropy. Výsledný dopad cen ropy na ekonomický růst díky tomu není prozatím nijak fatální. Inflační vliv je navíc kompenzován tím, že se na rozdíl od předchozích ropných krizí nacházíme v období nízké inflace, a proto nepozorujeme výrazné efekty ani na inflaci. Vedle toho exportéři ropy využívají svých dodatečných zisků jako rezervy nebo na nákupy zahraničních aktiv, čímž znovu dodávají na mezinárodní trh likviditu a ve svých důsledcích tak podporují růst. Ze všech těchto důvodů prozatím nedochází pod vlivem růstu cen ropy k recesi i přesto, že cena ropy se drží prakticky již rok velmi vysoko. Nyní záleží na tom, jak se budou nadále chovat země inkasující dodatečné zisky z prodeje ropy. SMS se domnívá, že současná cena ropy je již na takové úrovni, že se bude v budoucnu pohybovat spíše na sestupné tendenci. Tomu bude nahrávat i přírůstek nabídky od výrobců, jejichž produkce by byla na nižší cenové hladině nerentabilní. K fiskálnímu dotazu: S kapitálovými transfery tohoto typu SMS počítá jako s rozpočtovými výdaji. Jde však pouze o 4 mld. Kč. Pro příští rok SMS počítá se zvýšením transferů do zdravotních pojišťoven v důsledku zvýšení plateb za nevýdělečné obyvatelstvo.

Guvernér Tůma: Podle jeho názoru podala SMS přesvědčivou prezentaci vývoje fiskálu. Zároveň však tento výklad může být v jistém rozporu s anekdotickou evidencí. Jako příklad uvádí včerejší zasedání vlády, kdy došlo k prosazení čerpání letošních rozpočtových rezerv v řádu 500 mil. Kč. Z loňských rezervních fondů rozpočtu bylo vyčerpáno již 17 mld. Kč. Zvažuje SMS ve svém výhledu i tyto tendence? Mimo to je pro ČNB podstatná i případná expanzivní trajektorie čerpání rozpočtových prostředků během zbytku roku, nejde jen o konečná čísla na konci roku.

Odpoověď SMS: SMS si uvědomuje, že snižovat výhled rozpočtového schodku při existenci anekdotické evidence svědčící o opaku může být problematické. Přístup SMS k tomuto výhledu však není ovlivněn ani tolik tím, co vláda nyní zamýšlí v oblasti rozpočtových výdajů podniknout, jako tím, že jednotlivé rozpočty se jeví jako velmi nadhodnocené. O míře tohoto nadhodnocení ovšem nepanuje úplná jistota a výhled SMS se v závislosti na tom může ještě

poněkud měnit. Pokud jde o čerpání z loňských rezervních fondů, SMS je skutečně známo, že již byly převedeny zdroje do státního rozpočtu ve výši 17 mld. Kč. Novou informací by však bylo, že byly skutečně již i vyčerpány. V každém případě však platí, že SMS ve svém výhledu počítá s čerpáním z rezervních fondů ve výši 19 mld. Kč, takže i v případě jejich utracení jde o výdaje, s nimiž výhled počítá. SMS zároveň nepředpokládá pro letošní rok žádnou výraznější tvorbu rezervních fondů. Pokud jde o tlak na rozpočtové zdroje patrný na vládě, jde o tzv. vládní rozpočtovou rezervu ve výši 2,5 mld. Kč. Částka 500 mil. Kč ještě zbývala k rozdělení a skutečnost, že nebyla překročena je pozitivní. Výhled SMS s čerpáním celého objemu vládní rozpočtové rezervy počítá.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Zahájil jednání a vyzval členy bankovní rady k diskusi.

Viceguvernér Niedermayer: V předložené situační zprávě nespatřuje žádné zásadní dopady pro rizika prognózy. Pokud jde o nová data o vývoji ekonomiky, nejde o nic zásadně nového, spíše se setkáváme s posuny ve struktuře agregovaných dat. Ale i tyto posuny mohou hrát určitou roli pro budoucí vývoj ekonomiky. Pokud jde o nové údaje o meziročním růstu HDP za 1. čtvrtletí, výsledek je lepší než předpokládala prognóza a nenaplnily se obavy ze zpomalení ekonomického růstu. Mezikvartálně však již nejde o žádné zlepšení oproti predikci. Je proto třeba se zamyslet nad udržitelností současného růstu. Ještě nedávno totiž převládala v ČNB představa, že hlavní hnací silou ekonomického růstu bude vývoj investic, zatímco nyní dochází ke změně pohledu v tom smyslu, že ekonomický růst bude tažen exporty. Ale i exportní dynamika poněkud klesá a vzniká tak otázka udržitelnosti konkurenceschopnosti a tudíž i ekonomického růstu v delším období. V současné chvíli jde jen o hypotézu, ale nabízí se otázka, zda ve světle nových informací nedochází ke změně v chování ekonomiky. Platí-li totiž obava z postupné ztráty konkurenceschopnosti, je s touto obavou konzistentní i aktuální méně příznivý vývoj FDI, zhoršená finanční situace podniků a růst jejich nákladů (energie, ocel, pracovní náklady) a nemožnost kompenzovat tyto tendence přes růst cen. Tyto nové jevy by ve svém souběhu působily výhradně na zpomalení ekonomického růstu a definitivně by se tak nepotvrdila dříve prezentovaná vize o investicích jako hlavním faktoru růstu. Růst by pak byl tažen zejména jen minulými investicemi. Pokud jde o fiskál, je namístě opatrnost – z hlediska narozpočtovaných položek sice za 1. pololetí vidíme poměrně příznivý vývoj, ale rizika akcelerace rozpočtových výdajů nadále přetrvávají. Na trhu práce sice dochází ke zlepšení, ale bylo by zapotřebí vyhodnotit tyto údaje po sezónním očištění. Vedle toho se na přírůstku zaměstnanosti výrazně podílí státní sektor, což znamená jen další tlak na rozpočtové zdroje. Za velmi překvapivý považuje kladný výsledek běžného účtu platební bilance za 1. čtvrtletí 2005. Pokud se tato tendence udrží, je třeba zabývat se jejími důsledky zejména na posílení kurzu. Celkově však souhlasí, že rizika jsou vyrovnaná.

Viceguvernér Singer: Souhlasí, že bilance rizik je v současné chvíli vyrovnaná. Rovněž se ztotožňuje s tím, že budoucí ekonomický vývoj je třeba díky novým informacím vnímat s opatrností, a nikoli s přehnaným optimismem. O tom svědčí mj. údaje o finanční situaci podniků. K již dříve vzneseným argumentům dodává, že domácnosti jsou nyní v rostoucí míře zatíženy splátkami úvěrů a jejich spotřebitelské výdaje jsou proto limitovány. To neumožňuje výraznější růst cen v maloobchodě a díky tomu ani kompenzaci horšící se finanční situace dodavatelských podniků způsobenou rostoucími cenami vstupů. Celkově se ale také domnívá, že se nyní z hlediska měnové politiky neděje nic tak závažného, co by vyvolávalo nutnost

změny sazeb. Jako závažnější dlouhodobý problém vnímá problematiku přijetí eura, která by podle jeho názoru měla být v současné chvíli ze strany ČNB komunikována výrazněji. Uvedl, že případné politické rozhodnutí přijmout euro na počátku roku 2009 by muselo začít být zohledňováno v měnové politice již v nejbližší době. Druhý rok členství v ERM2 by za těchto okolností končil někdy na konci roku 2008, což je z dnešního pohledu již relativně blízko dlouhodobým transmisním mechanismům měnové politiky. Je proto třeba zvažovat již nyní budoucí možnou nekonzistenci stávajícího inflačního cíle ČNB s inflačním kritériem nutným pro přijetí eura. Proto navrhuje, aby byla do „minutes“ zapracována věta ve zhruba v tomto znění: „Padl názor, že stávající inflační cíl nemusí být konzistentní s principy přijetí eura k 1.1. 2009.“

Guvernér Tůma: Nesouhlasí, aby byla tato věta součástí dnešních „minutes“. Za vhodnější postup považuje nejprve vnitřní diskusi v ČNB, protože otázka cílování inflace v režimu ERM2 má výrazně strategický a komplexní charakter, a podobnému vyjádření ČNB by měla předcházet důkladná vnitřní příprava. Bez těchto kroků by zveřejnění postoje ČNB v „minutes“ mohlo být uspěchané. Dodává, že tyto problémy již ostatně byly komunikovány s ECB s tím, že ČNB zatím nehodlá měnit svůj inflační cíl. Smyslem dnešního zasedání bankovní rady navíc není posuzovat tyto otázky.

Viceguvernér Singer: Obává se, že na další odklady již není čas. Zdůrazňuje, že podle jeho názoru nemůže být současné cílování inflace konzistentní s přijetím eura k 1.1. 2009.

Guvernér Tůma: Uvádí, že ČNB ve všech relevantních dokumentech signalizovala v zásadě udržování stávajícího inflačního cíle až do přijetí eura. Posláním dnešního zasedání je debata v rámci současného cíle a tomu odpovídající nastavení sazeb. Problematika přijetí eura je pro dnešní rozhodování irelevantní. Souhlasí však, že je třeba se jí věnovat separátně na jiném zasedání, a pak lze uvažovat i o komunikaci prostřednictvím „minutes“.

Viceguvernér Niedermayer: Na přijetí eura je již třeba začít se připravovat, a proto by bylo vhodné vznést dotaz na politiky, zda je skutečně třeba počítat v této souvislosti s rokem 2009. Jinak hrozí, že bude pozdě začít s přípravami na ERM2 a případný zamýšlený vstup v roce 2009, resp. vyhodnocení ČR z hlediska vstupu bude v důsledku tohoto zpoždění oddálen.

Guvernér Tůma: Pokud jde o vyhodnocení, lze je provést i s určitým předstihem tak, aby případný deklarovaný vstup v roce 2009 nebyl ohrožen. Nyní je navíc obtížné přijít se silnými kroky směřujícími k přípravě přijetí eura, když není známa politická pozice k této otázce, resp. jaká bude v roce 2006. Do dnešních „minutes“ tento problém v každém případě nepatří, nehrozí akutní nebezpečí z prodlení, na případnou komunikaci navrhovaným způsobem může být v nezbytném případě postačující i září 2005. Celý problém je natolik závažný, že by neměl být odstartován jednou poznámkou v „minutes“.

Vrchní ředitel Frait: Shoduje se s argumenty, že již dnes je třeba zvažovat, kam má měnová politika cílit v případě přijetí eura v roce 2009, a dotázat se vlády proto považuje za vhodné.

Viceguvernér Singer: V případě přijetí eura k 1. 1. 2009 platí, že při hodnocení na podzim 2008 musí být česká inflace zřejmě pod intervalem 2,2 až 2,1 %, pokud dokonce ještě ne níže. Zdůrazňuje dále, že horizont optimální transmise měnové politiky míří dopředu o něco méně než je tomu u „output loss“, takže ve skutečnosti je třeba začít cílovat pod současný cíl ČNB ještě o něco dříve, než by indikoval mechanismus transmise měnové politiky.

Ředitel SMS Holub: Pronesl technickou poznámku, že SMS pracuje na materiálu o cílování inflace v režimu ERM2, jehož první verze je již prakticky připravena k projednání v sekci; z hlediska termínů jednání bankovní rady považuje za pravděpodobné projednání tohoto materiálu na podzim.

Vrchní ředitel Frait: Vrací se k diskusi rizik prognózy – při minulém měnovém zasedání vnímal rizika jako vychýlená mírně směrem dolů. I dnes je stejného názoru. Zejména vyhlídky zahraniční konjunktury jsou skutečně slabé. S tím je spojen pokles podnikatelské důvěry, tržeb, přebytků exportu i dynamiky průmyslu v eurozóně. Pokud jde o dosažený růst domácího reálného HDP za 1. čtvrtletí, je otázka, do jaké míry nejde o pouhý jednorázový statistický efekt, když předstihové ukazatele naznačují zhoršení domácích růstových vyhlídek. Zpomaluje investiční aktivita i investiční dovozy, zhoršují se finanční výsledky firem a jejich vlastní zdroje financování (ale rostou investiční úvěry) a klesá objem zakázek. To vše znamená rizika směrem dolů. Na druhé straně zůstává exportní výkonnost ještě stále na vysoké úrovni, zlepšuje se trh práce. Příznivý vývoj nominálních jednotkových mzdových nákladů signalizuje udržení konkurenceschopnosti. Naproti tomu by však bylo chybné podceňovat růst cen ropy. Pokud jde o fiskál, přiklání se k opatrnosti v hodnocení údajů o pololetním čerpání rozpočtových výdajů, protože neznamenaají žádnou robustní indikaci vývoje pro zbytek roku. Namísto je proto „střední cesta“, tedy držet se neutrálního fiskálního scénáře a příliš nepočítat s většími úsporami rozpočtu. Uznává však, že podle loňské zkušenosti by mohl obdobný pololetní vývoj v letošním roce skutečně opět znamenat výrazné úspory. S tím souvisí i nepříliš masivní čerpání z fondů EU, kde je ČR z hlediska čerpání disponibilních prostředků takřka na posledním místě. Resorty patrně nedokáží toto čerpání efektivně zajistit. Celkově se domnívá, že stávající prognóza je poměrně robustní. Existují sice rizika především směrem dolů, ale tuto otázku lze diskutovat až v souvislosti s novou prognózou, kde může případně dojít k úvahám o přehodnocení rizik.

Vrchní ředitel Holman: Souhlasí s opatrností v hodnocení dosaženého ekonomického růstu za situace, kdy je a bude tažen především exporty. Robustní růst, tedy růst zvyšující potenciál ekonomiky se má totiž opírat hlavně o investice. Upozornil v této souvislosti i na substituční vztah mezi jednotlivými složkami agregátní poptávky (spotřeba, investice, export). Protože nyní roste spotřeba jen pomalým tempem, může rychleji růst export. Zpomalují-li zároveň investice, znamená to další prostor pro zvyšování čistého exportu. Jakmile se však obnoví rychlejší růst spotřeby a investic, dojde pravděpodobně k opětovnému zhoršování čistého vývozu. V tomto ohledu tedy nemusí být současný růst tažený exporty udržitelný. Ve vztahu k fiskálu se domnívá, že informace o jeho zlepšování nemohou být věrohodné pro dlouhodobější úvahy, protože zejména v předvolebním roce budou politici motivováni k utracení veškerých prostředků, jejichž čerpání mohou ovlivnit. Zmínil rovněž efekt záporného úrokového diferenciálu, který zřejmě – přes odliv kapitálu citlivého na úrokové sazby – působí na zastavení posilování kurzu koruny. Celkově se pak domnívá, že bilance rizik je vyrovnaná a není důvod ke změně sazeb.

Vrchní ředitel Řežábek: V rámci diskuse protiinflačních rizik se zmínil o tom, že se potvrzuje, že mzdové prostředky jsou částečně pohlcovány placením úroků ze spotřebitelských a hypotéčních úvěrů. Celkově při hodnocení nových údajů o vývoji ekonomiky nespátřuje výraznější odchylku od předpokladů prognózy. Domnívá se však, že je nutné reagovat na některá vládní prohlášení. Uvedl zejména výroky, že ČNB údajně zpochybňuje termín přijetí eura v období 2009-2010 nebo publikované představy premiéra o reálné možnosti ekonomického růstu české ekonomiky ve výši 8 % v nejbližších letech. Pokud jde o rozpočtové výdaje, zaznamenal záměr prudce navýšit výdaje na vědu. K nejistotě

těchto prohlášení by měla ČNB podle jeho názoru formulovat svůj postoj, včetně případných dopadů na měnovou politiku. Při diskusi inflačních rizik se zaměřil především na ceny ropy, které se mohou se zpožděním promítat do cen v rámci ekonomiky jako celku. Výsledek tohoto průsaku cen je ale doposud nejasný, zvláště v kombinaci se silícím dolarem. Zároveň totiž může působit přírůstek nabídky exportérů ropy, který může ceny ropy korigovat opačným směrem. Dostupné předpovědi vývoje cen ropy jsou značně rozdílné a minimálně do konce letní sezóny těžko dojde k vyjasnění situace.

Guvernér Tůma: Bilanci rizik prognózy také považuje za vyrovnanou. Rizika však existují. Za jednu z inspirací pro příští situační zprávu a novou prognózu v této souvislosti označil finanční situaci podniků. V současné chvíli však nevidí důvod promítat existující rizika do sazeb. Za nejzajímavější poselství situační zprávy považuje problematiku fiskálu. Údaje signalizující výrazné rozpočtové úspory na letošní rok mají jeho důvěru. Politici sice mohou mít zvýšenou motivaci k eskalaci výdajů, ale proti tomu hovoří zkušenosti minulých let. Sice je rozhodující plnění fiskálu za roční období, ale pololetní údaje opět signalizují velmi příznivý vývoj. Představa ministerstva financí pro celý rok 2005 je přitom mnohem pesimističtější, směřující až k 5 % deficitu. Za této situace ovšem vzniká jisté dilema v komunikaci. Ministerstvo financí s ohledem na jím odhadovaný deficit volá po úsporách, zatímco ČNB by mohla ve světle své vlastní prognózy de facto akceptovat i vyšší než jí očekávané čerpání rozpočtu. To by ale mohlo vyvolat dodatečnou motivaci vlády k eskalaci rozpočtových výdajů s nejasnými důsledky. Považuje proto za vhodné iniciovat setkání bankovní rady s ministrem financí za účelem podrobnějšího posouzení fiskálních otázek. Zároveň by s ním mohly být projednány problémy spojené s přijetím eura. Bankovní rada by při této příležitosti mohla upozornit, že případné rozhodnutí o datu přijetí eura k 1. 1. 2009 má praktické implikace pro měnovou politiku prakticky již v horizontu měsíců, což vede k nutnosti učinit další kroky v rámci strategie přijetí eura. Pokud jde o agregátní poptávku, může existovat určitá substituce mezi jejími složkami, jak upozornil pan vrchní ředitel Holman. V daném případě jde zejména o možnou budoucí neudržitelnost čistých exportů. Avšak agregátní poptávka je celkově stabilní, i když připustíme vzájemnou podmíněnost vývoje jejích složek. S tím souvisí i otázka, zda a jak zadlužování domácností skutečně dlouhodobě zpomaluje spotřebu. Jak již uvedl, bilanci rizik považuje celkově za vyrovnanou.

Vrchní ředitel Frait: Domnívá se, že otázky spojené s přijetím eura je třeba rychle komunikovat, protože jinak by s nimi mohla dříve vystoupit média nebo analytici. Uvědomuje si však, že pokud by nyní byla v „minutes“ tato problematika komunikována s tím, že vstup do eurozóny vyžaduje cílovat nižší inflaci, vedlo by to k posílení kurzu koruny, což je nežádoucím rizikem. S ohledem na to se nyní kloní k tomu, aby toto téma nebylo v „minutes“ komunikováno.

Guvernér Tůma: Konstatuje, že tedy existuje shoda, že problematika přijetí eura vyžaduje pozornost bankovní rady a příslušné kroky by měly mít tuto sekvenci: Nejprve interní diskuse nad materiálem SMS spolu s koordinací postojů s ministerstvem financí a nakonec společný materiál do vlády.

Viceguvernér Niedermayer: Technický harmonogram pro přijetí eura trvá tři roky, takže by se tento harmonogram musel spustit již k 1.1. 2006. Bylo by proto žádoucí, aby vláda ČNB sdělila, zda je datum 1. 1. 2009 relevantní.

Guvernér Tůma: Lze sice provést jednostranný dotaz jak je navrhováno, ale osobně se domnívá, že je vhodnější řešit celý problém cestou materiálu pro jednání vlády, jak již v diskusi uvedl dříve.

Vrchní ředitel Holman: Klade otázku, zda je tomu skutečně tak, že politické rozhodnutí o přijetí eura závisí výlučně na vládě. Jak však zní příslušný zákon? Nejde ve skutečnosti o společné rozhodnutí vlády a ČNB?

Guvernér Tůma: Nemá nyní na mysli právní otázky, nýbrž otázku politické zodpovědnosti, která leží na vládě. ČNB sama sebe chápe v expertním, a nikoli politickém postavení. Již samo rozhodnutí o vstupu do ERM2 je totiž de facto rozhodnutím o euru, a nikoli jen o režimu měnového kurzu národní měny. Proto si nelze představit, že centrální banka na tomto poli bude podnikat samostatné kroky.

Vrchní ředitel Holman: Přesto, formálně vzato, ČNB v těchto otázkách spolurozhoduje. Nejde tedy jen o rozhodnutí vlády, které musí ČNB pasivně přijmout. Tento postoj by se měl projevovat i v komunikaci.

Guvernér Tůma: Ve fázi ERM2 bude při implementaci dominovat role ČNB. Gescí v otázce samotného přijetí jednotné měny je však pověřeno ministerstvo financí, když ČNB je přisouzena role „významného partnera“. Samo rozhodnutí, zda se země vzdá národní měny, však nepřísluší centrální bance. To je věcí vlády a parlamentu, formálně i věcně. Národní měnu lze totiž zrušit jen zákonem. Na druhé straně je pravda, že celá věc má i své formálně právní aspekty pokud jde o pozici ČNB, s nimiž je třeba se podrobněji seznámit.

Viceguvernér Niedermayer: Patrně se vyžaduje spolusignace ze strany guvernéra ČNB, avšak lze si jen těžko představit, že by při existující politickém rozhodnutí mohla mít centrální banka odlišné stanovisko. Byla však již předložena společná strategie, kde je dohoda o určitém koordinovaném postupu.

Viceguvernér Singer: Připomíná, že tato strategie je poměrně rigorózně podmíněna reformami a kritérii.

Vrchní ředitel Řežábek: Dává ke zvážení, zda v „minutes“ nezmínit v duchu návrhu pana viceguvernéra Singera v obecné rovině problematiku eura a deklarovat vůli ČNB ověřit si aktuální politickou pozici v této otázce, avšak bez formulace jakýchkoli implikací. Zároveň by bylo v této komunikaci potřebné vyhnout se rizikům, o nichž se zmínil pan vrchní ředitel Frait. Chystaný materiál SMS o přijetí eura by měl být v první verzi projednán již v červenci. Tím by byl získán čas na tvorbu postoje ČNB.

Guvernér Tůma: Komunikaci prostřednictvím „minutes“ je třeba odložit, nejdříve je nutné tuto problematiku prodiskutovat vnitřně a s ministerstvem financí, až poté lze komunikovat prostřednictvím „minutes“, v případě nezbytnosti i za měsíc. Nyní – pokud je to nezbytné – je postačující obecně zmínit problematiku přijetí eura na tiskové konferenci navazující na projednání nynější 6. situační zprávy. Vhodným termínem k projednání příslušného materiálu SMS je termín projednání 7. situační zprávy, kdy se bankovní rada sejde v potřebném složení. Po projednání 7. situační zprávy může odpoledne navazovat projednání tohoto materiálu (ostatní přítomní členové bankovní rady souhlasí).

Ředitel SMS Holub: Potvrzuje, že SMS může k tomuto termínu připravit přinejmenším prezentaci hlavních „issues“.

Viceguvernér Singer: Doporučuje doplnit chystaný materiál SMS o analýzu právních souvislostí přijetí eura, kterou připravil V. Bárta (ostatní členové bankovní rady souhlasí).

Vrchní ředitel Řežábek: Dává ke zvážení, zda se písemně neobrátit na ECB, aby podala preciznější výklad konvergenčních, zejména inflačního kritéria pro přijetí eura.

Guvernér Tůma: Očekávat nyní nové stanovisko od ECB je nereálné. ECB již byla v této souvislosti kontaktována dříve. ČNB deklarovala svůj záměr držet se daného inflačního cíle až do přijetí eura a nesouhlasí s výkladem inflačního kritéria ECB pro přijetí eura. ECB se však drží nadále své pozice. Pokud jde o interpretaci stability kurzu uvnitř ERM2, ECB nyní spíše bagatelizuje užší pásmo, zatímco pozice EK nyní není zřejmá.

III. Závěrečné hlasování

| | |
|--------------------------|---|
| Guvernér Tůma | hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni |
| Viceguvernér Niedermayer | hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni |
| Viceguvernér Singer | hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni |
| Vrch. řed. Frait | hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni |
| Vrch. řed. Holman | hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni |
| Vrch. řed. Řežábek | hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni |

IV. Úkoly

Sekci měnové a statistiky bylo uloženo připravit podklad pro diskusi na téma inflačního cílení v režimu ERM2, s přihlédnutím k analýze V. Bárty. Tato diskuse proběhne dne 28. července 2005, v návaznosti na projednání 7. situační zprávy.

V. Rozhodnutí

Po projednání 6. situační zprávy bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 1,75 %.

Zapsal: Vladislav Flek, poradce bankovní rady