

Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 31. 1. 2002

Přítomni: doc. Ing. Z. Tůma, CSc., viceguvernér Ing. O. Dědek, CSc., viceguvernér RNDr. L. Niedermayer, vrchní ředitelka Ing. M. Erbenová, Ph.D., vrchní ředitel doc. Dr. Ing. J. Frait
ministr financí Ing. Jiří Rusnok (přítomen prezentaci situační zprávy)

I. Diskuse navazující na prezentaci 1. situační zprávy

Viceguvernér Dědek: Po ukončení prezentace střednědobé modelové prognózy se dotazuje, zda měnově-politická doporučení přednesená v závěru prezentace jsou doporučení měnové sekce nebo zda se jedná o „konkurenční“ doporučení. Upozorňuje, že postupná prezentace dvou doporučení ukazuje na jistou nekoordinovanost měnové sekce.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Šlo pouze o parciální doporučení. Doporučení měnové sekce, které má povahu konsenzuálního doporučení, bude předneseno na závěr celé prezentace.

Viceguvernér Niedermayer: Vznáší tři technické dotazy: (i) je očekávaný mzdový růst ještě stále v souladu s růstem produktivity, když prognóza inflace byla korigována dolů, (ii) jak se dívá měnová sekce na kurz z hlediska reálné ekonomiky – je 10% zhodnocení nepřijatelné nebo přijatelné z důvodu strukturálních změn, nebo je přijatelné, protože se jedná o korekci vzhledem k počátku minulého roku, (iii) proč je ve stanovisku poradců uvedeno jiné rozložení rizik než jaké vyplývá z prognózy měnové sekce, která uvádí rizika převážně na protiinflační straně.

Viceguvernér Dědek: Dotazuje se, zda je možno vysvětlit rozpor mezi předpokladem omezené pružnosti cen směrem dolů a grafickou analýzou ze situační zprávy, která nasvědčuje tomu, že ceny pružné dolů jsou. Konstatuje, že bylo obtížné porozumět úvaze o použití výjimek, neboť prognóza inflace míří do cíleného koridoru. Dále se vrací k poslední části prezentace věnované dopadům smlouvy s vládou o sterilizaci devizových příjmů státu. Pokud i po očištění dopadů vykazuje odhad vývoje platební bilance přebytek, pak je to fundament pro zhodnocování kurzu. Má dotaz ohledně modelové prognózy: jak mohou reálné sazby v modelu růst, akceleruje-li prognóza inflace v horizontu měnové transmise.

Vrchní ředitel Frait: Navazuje na diskusi o reálných sazbách. Myšlenka, že by české reálné sazby byly nižší než v jiných evropských zemích, jak vyplývá ze střednědobé modelové prognózy, je racionální. Pro další srovnání hladin reálných sazeb by bylo vhodné provést jejich přepočty do eurových hodnot.

Guvernér Tůma: Připojuje se k dotazu viceguvernéra Niedermayera ohledně odlišností v pohledu na inflační rizika a prognózu inflace mezi situační zprávou a stanoviskem poradců.
Odpověď SMS: V roce 2001 byl růst mezd velmi podobný růstu nominálního HDP, růst mezd tedy netlačil výrazněji na inflaci. Domníváme se, že odbory již – po zkušenostech z minulých let - nechtějí výrazněji překročit růst mezd nad rámec daný růstem národně hospodářské produktivity, i když se při vyjednávání samozřejmě pohybují na horní hranici možného pásma. V roce 2002 předpokládáme předstih růstu mezd před růstem nominálního HDP o dva procentní body, což povede ke vzniku mezery. Co se týče dopadů kurzového vývoje do produktu a konkurenceschopnosti je třeba rozlišovat krátkodobý a střednědobý horizont. V současné době se jedná o krátkodobý trend, jehož dopad do vnější rovnováhy by neměl být

zásadní. Pokud by se takový trend opakoval více krátkých úseků po sobě, je z toho střednědobý problém, který se samozřejmě projeví. Pro zajímavost uvádí, že v minulém roce rostla přidaná hodnota u podniků se zahraniční účastí o 64 %. Kvantifikace dopadů zhodnocení kurzu ve střednědobém horizontu může být provedena teprve s jistým odstupem. Dále uvádí, že korigovaná inflace vykazuje nárůst, což dokumentuje vliv externích faktorů na nízkou hladinu inflace CPI.

Odpověď SMS: Je pravda, že definice reálných sazeb ex ante a ex post je třeba rozlišovat. V tomto případě dávají ale podobné výsledky. Nelze však popřít, že v modelu jsou agenti převážně zpětně hledící, protože váha minulých hodnot inflace je 80%, takže reálné sazby ex ante kalkulované dle hodnot prognózy by neklesaly. Provést srovnání reálných sazeb přepočtených na euro považuje za důležitý podnět.

Odpověď SMS: Zvažování použití výjimek se týkalo atypického vývoje cen potravin a zahraničních zájezdů. Odhad dopadů očištění platební bilance od devizových příjmů státu, které je podmíněno dohodou uzavřenou v lednu, ukazuje, že zbývající přebytek deviz na trhu je malý, což implikuje jen mírné zhodnocování koruny.

Ministr financí Rusnok: Komentuje část prezentace věnovanou odhadu devizových příjmů státu. Je zřejmé, že odhady jsou obtížné. Lze ale asi očekávat, že příliv PZI nesouvisejících s privatizací bude větší, než uváděla prezentace.

Odpověď poradců (pí. Šmídková): Model ve stanovisku je více empirický, zatímco model používaný v situační zprávě pro střednědobé prognózy vychází spíše z teorie, což způsobuje, že prognóza v situační zprávě je do větší míry závislá na předpokladech o rovnovážných dlouhodobých trendech. Pokud by například autoři nepředpokládali, že produkční mezera je záporná, dostali by jiné výsledky. Přesto dávají modely obdobný základní scénář. Podstatný rozdíl je v pohledu na rizika. Situační zpráva je vnímá na protiinflační straně, stanovisko na straně inflační - a to vzhledem k odlišnému pohledu na (i) vliv oživení v zahraničí, fiskálu a růstu M2 na HDP a (ii) růstu HDP na inflaci v období oživení.

Viceguvernér Niedermayer: Vyjadřuje názor, že oživení v Evropě nebude tak výrazné a rychlé a že stanovisko poradců tento faktor přeceňuje. Dále se ptá, zda zjištění o elasticitách úrokových sazeb a kurzu do inflace vede nepřímo ke změnám v definici indexu měnových podmínek proč se v situační zprávě změnila definice indexu měnových podmínek.

Viceguvernér Dědek: Vrací se k výkyvu prognózy inflace v polovině roku 2002 a dotazuje se, zda má výkyv technickou povahu.

Odpověď SMS: V situační zprávě nyní existují dva indexy měnových podmínek. Jeden je implicitně obsažen ve střednědobém modelovém rámci a druhý je prezentován ve standardní grafické příloze. Druhý index však vychází z kalkulací provedených v roce 1999 a nemusí již odpovídat poznatkům získaným v posledních letech. Měnová sekce hodlá v blízké budoucnosti aktualizovat propočet indexu měnových podmínek a odvozovat svoje analýzy od jediné verze indexu.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Niedermayer: Duch prezentace situační zprávy byl překvapivý. Prognóza a měnově-politická doporučení vyzněla příliš jednoznačně pro zvolnění a ignorovala některá rizika. Během prezentace nikdo nezpochybnil, že domácí poptávka je poměrně silná, roste M2, po delší době se oživuje růst úvěrů, úrokové sazby jsou v absolutním vyjádření historicky nízké, naproti tomu inflace není historicky nízká, fiskální obrázek přejde v roce 2002

z neutrálního do expanze, a přesto měnová sekce navrhuje zvolnit měnové podmínky a signalizovat zvolnění pro celý rok. Na druhou stranu je ale méně optimistický než stanovisko K. Šmídkové, především ohledně oživení v Evropě a jeho vlivu na českou ekonomiku. Jisté skepsi v tomto ohledu napomohly i nedávné rozhovory v Londýně. Navíc můžeme očekávat, že dopad silného kurzu se projeví v růstu HDP se zpožděním řádově šesti měsíců.

Viceguvernér Dědek: Připomíná citát Mervina Kinga, podle kterého je kredibilní měnová politika nudná, protože opatření jsou očekávána veřejností. V dnešní situaci – podle posledních vyhlášení analytiků - je zřejmé, že trh by byl návrhem měnové sekce tak, jak byl prezentován, velmi překvapen. Jsme ve zlomové situaci, je důležité se správně rozhodnout, použít obezřetnost a neukvapit se. Měnově-politické doporučení je problematické. V logice inflačního cílení vidí v horizontu měnové transmise (12-18 měsíců) prognózu v souladu s cílem. V tomto období zároveň upozorňuje na rozvolněný fiskál, růst mezd na hranici udržitelnosti, novým fenoménem je oživení úvěrů a i samotná prognóza předpokládá rozumný růst HDP okolo 4%. Z pohledu ex ante vstoupí měnová politika do tohoto prostředí s reálnými sazbami na hladině 1%. Tato hladina je dědictvím z minulosti, kdy měnová politika čelila ekonomické recesi. Reálné sazby se nyní nedaří vrátit na rozumnou hladinu z jediného důvodu – přílišného zohledňování indexu měnových podmínek. Explicitně to dělá střednědobý model v situační zprávě, ve kterém přílišné zohlednění indexu měnových podmínek vychyluje sazby z jejich rovnovážné hladiny dolů, neboť kurz je oproti předpokládanému rovnovážnému trendu nadhodnocen. Tato situace připomíná experiment: „stojím-li jednou nohou v kýblu se studenou vodou a druhou v krbu, mám optimální tělesnou teplotu“. S kurzem nejsme schopni pomocí sazeb nyní pohnout, protože je vychylován jinými faktory než úrokovým diferencíálem. K řešení tohoto problému by měla napomoci dohoda s vládou, která bude kurzovou výchylku tlumit. Proto by při rozhodování měly mít reálné sazby mnohem větší váhu než odchylka reálného kurzu od rovnovážné hodnoty. Dalším problémem s návrhem měnové sekce spočívá v povaze „zubu“ ve vývoji inflace, který způsobuje vybočení z cíleného koridoru v polovině roku. Toto vybočení má technický charakter, je vyvoláno vysokou hladinou v loňském roce. Inflace je navíc k dolní hraně koridoru vychylována externími faktory. To znamená, že v horizontu měnové transmise, která spadá do fáze ekonomického oživení, budeme mít příliš rozvolněné makroekonomické prostředí. Neinklinuje ke změně sazeb, pondělní mimořádnou bankovní radu je třeba chápat jako otestování možností efektivních intervencí – tedy intervencí, které jsou překvapivé a doprovázené snížením sazeb. Vznáší návrh na zefektivnění dohody s vládou. Bylo by možné přebírat do rezerv všechny devizové příjmy státu bez tzv. párování. Pak by vláda pro své závazky nakupovala koruny na trhu a tím přispěla ke zmírnění posilování koruny.

Vrchní ředitelka Erbenová: Nedomnívá se, že rozhodování je v zajetí indexu měnových podmínek. Index v situační zprávě spíše vliv kurzu podceňuje díky zvoleným vahám. V situaci, kdy nejsme schopni v horizontu několika měsíců zabránit posílení koruny, je třeba použít sazby ke zmírnění podmínek, i když to není perfektní substitut. Střed predikce se pohybuje na dolní hraně koridoru, není rozumné explicitně cílit dolní hranu. Měnové podmínky se navíc zpřísňují dvěma kanály – kurzovým a přes reálné sazby ex ante (poklesem očekávání). I když dojde k oživení růstu, zaznává v situační zprávě příliš silný názor o negativní produkční mezeře – to není situace, kdy by bylo možné vyhnout se debatě o nebezpečí zpřísnění měnových podmínek. Dovozní ceny působí desinflačně v horizontu měnové transmise nikoli kvůli cenám komodit, ale kvůli silnému kurzu. Během pondělního mimořádného jednání měnová sekce dobře vyargumentovala, proč má dojít ke snížení o ½ p.bodu, takže v tomto kontextu zbývá ještě snížit sazby o ¼ p.bodu.

Vrchní ředitel Frait: Situační zpráva je velmi dobře zpracována, obsahuje řadu argumentů pro navrhované opatření včetně detailních analýz. Její vyznění nelze zpochybnit. Nesouhlasí ale s návrhem měnové sekce dávat razantně najevo tendenci (bias) ke zmírňování měnových podmínek po celý rok 2002. Diskutovat o snížení sazeb nyní považuje za vhodné. Snížení sazeb je vhodné i z pohledu psychologie trhu, bez snížení dojde pravděpodobně k dalšímu posílení koruny. To, že trhy nejsou na snížení sazeb připraveny, je způsobeno zpožděním. Nestihly ještě vyhodnotit dopady pondělního mimořádného jednání.

Guvernér Tůma: Souhlasí s vyslovenými názory, že ani prezentace ani diskuse neukazuje, že by měnové podmínky měly být zmírňovány v průběhu celého roku. Je to hodně o tom, nakolik lze věřit prognóze v delším horizontu. Rizika mohou být opravdu rozmístněna jinak, než uvádí situační zpráva, což bylo vidět i ve stanovisku K. Šmídkové. Obecně lze ale říci, že obě reakce - snížení i ponechání sazeb - jsou dnes možné, neboť názory všech zúčastněných jsou vyvážené. ČNB nicméně vloni deklarovala, že měnová politika bude flexibilnější ve svých reakcích na změnu situace. To znamená, že dnešní případné snížení nevyklučuje zvýšení, pokud se zmíněná inflační rizika materializují. Je zřejmé, že riziko rychlé změny externího výhledu tu je. Vrací se k diskusi o výjimkách. Pokud bude zpřísnění měnových podmínek dlouhodobé, začne se jeho působení odrážet ve vývoji reálných veličin a nebude možné uplatnit institut výjimek. V takové situaci musí měnová politika reagovat. Z hlediska komunikace podotýká, že dnes bude při tiskové konferenci chybět prognóza a vyjasnění, zda je podmíněná či nikoli.

Vrchní ředitelka Erbenová: Upozorňuje, že prognóza je během tiskové konference zveřejňována v průběhu prezentace sekce měnové.

Guvernér Tůma: K debatě o podmíněné versus nepodmíněné prognóze je třeba se vrátit.

Vrchní ředitelka Erbenová: Vrací se k návrhu o zvýšení efektivnosti dohody s vládou. Výdajů, se kterými se budou příjmy párovat je málo. Tato věc je v podstatě ukončená.

Viceguvernér Dědek: To je ale průběžný problém, všechny resorty dostaly pokyn k evidenci položek.

Viceguvernér Niedermayer: Vyjadřuje se k otázce úpravy dohody s vládou. Myšlenka je to dobrá, ale dotažení není zcela přesné. Vláda by totiž musela platit poplatek za sterilizaci, neboť náklad pro ČNB takto vznikne, a to šance na přijetí návrhu snižuje. Obrací pozornost k roli externích faktorů v situační zprávě. Prognóza klesá z exogenních důvodů, v roce 2003 dojde dle předpokladů k uzavírání mezery produktu. Stejný argument je možno aplikovat na vývoj indexu měnových podmínek. Pokud by k výpočtu inflace byl použit očištěný index nebo index cen průmyslových výrobců, kterých se toto stlačení netýká, index by nesignalizoval takové zpřísnění. Je v pořádku říci, že po posílení kurzu je třeba snížit sazby, ale viceguvernér Dědek má pravdu, že hladina sazeb je velmi nízká. Pochybuje, že snížení sazeb je v takové situaci správné.

Vrchní ředitel Frait: Inflace se odchyluje od cíle vlivem exogenních faktorů, které spadají do kategorie výjimek, ale to znamená pouze, že centrální banka nebude reagovat agresivně, nikoli, že nemá reagovat vůbec. V posledním období byla analýza kurzového vývoje soustředěna na toky, je třeba debatovat také o vlivu stavových veličin a očekávání. Je možno doufat, že si analytici spočítají, jaký je vliv dohody s vládou na finanční toky, ale to se projeví jen změnou očekávání. Vliv stavových veličin může i tak převládnout. Je pravda, že

argumentace ve prospěch podpory poptávky byla v prezentaci měnové sekce příliš ostrá, vždyť p. Kalous sám nakonec uvedl, že korigovaná inflace roste.

Vrchní ředitelka Erbenová: Má dvě technické poznámky. Dohoda s vládou nezastaví zhodnocování kurzu a následné zpřísňování indexu měnových podmínek, jen ho zpomalí. Tezi, že ceny nejsou pružné dolů, lze zpochybnit. Obě poznámky vedou k závěru, že v horizontu měnové transmise nejsou vidět poptávkové tlaky na inflaci.

Guvernér Tůma: Shrnuje stanoviska nepřítomných členů bankovní rady. Vrchní ředitel Štěpánek se vyjádřil pro snížení sazeb a vrchní ředitel Racocho se k jeho stanovisku připojil. Dále podotýká, že dojde-li k materializaci inflačních rizik v dohledné době, bude třeba provést zvýšení sazeb v období kolem voleb.

Viceguvernér Dědek: Vrací se ještě k debatě o měnových podmínkách. Není zřejmé – a ani střednědobý model měnové sekce tomu nenasvědčuje – že zpřísňování měnových podmínek se projeví v reálné ekonomice, když pro rok 2003 se uvažuje s růstem kolem 4 %. Znovu upozorňuje, že výkyv inflace pod pásmo v roce 2002 je způsoben technickými faktory a nejde o důsledek měnové restrikce.

Guvernér Tůma: Úvahy se odvíjejí od výhledu na rok 2003 a i tam je prognóza blízko dolní hraně.

Viceguvernér Dědek: Je třeba srovnat prognózu s cílovým koridorem a s riziky prognózy. Rizika jsou na inflační straně. Rok 2003 bude obdobím oživení, pravděpodobně porostou ceny ropy, fiskál bude rozvolněný. Takže inflace se bude spíše pohybovat u horní hrany koridoru. Jediným důvodem ke snížení by mohla být snaha zmírnit výkyv inflace pod koridor v roce 2002, ale tím by došlo k popření principu inflačního cílení jako strategie, která je forward-looking.

Guvernér Tůma: Snížením neporušíme tento princip inflačního cílení. Argumentace je spíše o asymetrii rizik kolem prognózy, jak bylo například uvedeno ve stanovisku K. Šmídkové. Pokud ale věříme prognóze ze situační zprávy a tomu, že rizika jsou rozložena symetricky, je tu prostor pro snížení.

Vrchní ředitel Frait: Horizont nejúčinnější transmise neznamená, že v mezidobí není měnová politika účinná.

Viceguvernér Dědek: Toto východisko je ale třeba prodiskutovat, dosud bylo argumentováno horizontem 12-18 měsíců.

Vrchní ředitelka Erbenová: Připojuje se k tomu, že je dobré toto téma prodiskutovat. Opatření měnové politiky působí od okamžiku uplatnění. V citovaném horizontu (12-18 měsíců) je impuls největší. To je také argument, proč má být měnová politika flexibilnější v úpravě měnových sazeb. Dnešní snížení neznamená, že nemůže dojít ke zvýšení sazeb, pokud se inflační rizika projeví.

Viceguvernér Dědek: Chce uvést na závěr ještě jeden argument. V ekonomii existuje celá řada asymetrií, které nejsou často explicitně diskutovány. Například je obtížnější bránit měnu, která znehodnocuje, než bránit měnu proti zhodnocení. Obdobně je snazší snižovat sazby, než

je pak zvýšit. Z tohoto pohledu je lepší zachovávat ve změnách sazeb určitý trend, navrhovaná flexibilita je problematická.

Vrchní ředitelka Erbenová: Jedna věc je, co děláme, a druhá, jak to komunikujeme. Navíc jsme již veřejně prohlásili, že sazby budou - bez ohrožení inflačního cíle - co nejnižší.

Viceguvernér Dědek: Ano – ale toto paradigma je třeba zarámovat konkrétními čísly. V horizontu 12-18 měsíců premisa přestává platit, protože hrozí riziko, že cenová stabilita nebude zajištěna.

Viceguvernér Niedermayer: Horizont měnové transmise 12-18 měsíců komplikuje rozhodování. Samozřejmě je možné výkyv v roce 2002 umazat, ale to by bylo nákladné. Není sporu, že na tento výkyv dnes nereagujeme. Dále reaguje na prohlášení vrchní ředitelky Erbenové. Není pravda, že dohoda s vládou kurz pouze zpomalí. Přiklání se k tomu, že kurz se vrátí k předchozím hladinám a že současné hodnoty jsou blízko maxima. Navíc nemáme představu, jak trh zareaguje na snížení sazeb. Může se klidně stát, že toto snížení bude interpretováno jako posílení kredibility inflačního cíle a povede k dalšímu posílení koruny.

Guvernér Tůma: Dohodu s vládou je třeba více zdůraznit při komunikaci.

Viceguvernér Niedermayer: Trhy její dopad časem samy vyhodnotí.

Guvernér Tůma: I kdyby se kurz nevrátil k předchozím hladinám, stačilo by, kdyby nějakou dobu neposiloval. Konflikt snížit-nesnížit je v tom, že prostor pro snížení prognóza potvrzuje i po zohlednění rizik. Na druhé straně úroveň sazeb je skutečně neuvěřitelně nízká, což je vysvětlitelné jedině pomocí negativní produkční mezery. Její existenci potvrzuje i dopad fiskálu, který jsme hodnotili v předchozích analýzách jako velmi expanzivní, ale expanze se v reálných veličinách neprojevila. Pokud vyjdeme ze situační zprávy, kterou nedokážeme zpochybnit, prostor pro dnešní snížení tam je, ale v žádném případě pro signalizaci biasu pro celý rok 2002.

Viceguvernér Dědek: Nízká inflace není důsledkem negativní produkční mezery, ale důsledkem dovážené deflace.

Guvernér Tůma: Ano, ale i externí prostředí má v tomto případě dlouhodobý vliv, a proto tento faktor nelze zahrnout mezi výjimky. Tím prognózu zpochybnit nedokážeme. Dojde-li k prudké změně podmínek, musíme být flexibilní.

Viceguvernér Niedermayer: Nesouhlasí s tím, že vývoj cen ropy má permanentní dopad na prognózu, to by ceny musely trvale padat. Trvalý vliv má pouze posilování koruny.

Vrchní ředitelka Erbenová: Informuje o průběhu devizových intervencí a o tom, že trh dnes očekává další intervenci. Připomíná nutnost explicitního rozhodnutí BR o zastavení či pokračování devizových intervencí. Přiklání se k jejich zastavení.

Guvernér Tůma: Intervence je možno ukončit nebo nechat běžet.

Viceguvernér Niedermayer: Přiklání se k první variantě. Z hlediska strategie je účinnější provést jednu velkou intervenci než sérii menších, protože ty nezpůsobí spekulantům ztráty.

Viceguvernér Dědek: Efektivnost je minimální, přiklání se k zastavení.

Vrchní ředitel Frait: Souhlasí se zastavením.

Guvernér Tůma: Intervence tedy budou zastaveny. Obnovilo se fungování trhu. Dohoda s vládou bude fungovat dlouhodobě a její efekty se teprve projeví. Vyzývá k hlasování o návrhu měnové sekce s tím, že se hlasuje pouze o jednorázovém snížení sazeb, protože z diskuse vyplynulo, že návrh měnové sekce jako celek (signalizace biasu) nenalezl podporu.

III. Závěrečné hlasování

Guvernér Tůma: Hlasuje pro snížení sazeb o 0,25 p.b.

Viceguvernér Dědek: Hlasuje pro ponechání sazeb na stávající výši.

Viceguvernér Niedermayer: Hlasuje pro ponechání sazeb na stávající výši.

Vrchní ředitelka Erbenová: Hlasuje pro snížení sazeb o 0,25 p.b.

Vrchní ředitel Frait: Hlasuje pro snížení sazeb o 0,25 p.b.

IV. Rozhodnutí

Po projednání lednové situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB o 0,25 procentního bodu na 4,25 % a současně snížit diskontní a lombardní sazbu o 0,25 procentního bodu na 3,25 %, resp. 5,25 % s účinností od 1.2.2002 v poměru tři hlasy ku dvěma. Dva členové bankovní rady hlasovali pro ponechání sazeb na stávající výši.

Zapsala: Mgr. Kateřina Šmídková, PhD., MA, poradce bankovní rady ČNB