Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 28. 3. 2002

Přítomni: Guvernér 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, vrchní ředitel Ing. P. Racocha, MIA,[1] vrchní ředitel Ing. P. Štěpánek, CSc.

I. Diskuse navazující na prezentaci 3. situační zprávy

Vrchní ředitel Štěpánek: V prezentaci zaznělo, že v datech o vývoji zahraničního obchodu se překvapivě příliš neprojevuje zhodnocení měnového kurzu, k němuž dochází od poloviny roku 2001. Táže se, jak vypadá vývoj ve stálých cenách. Dále konstatuje, že úvahu o polevení apreciačních tlaků, která byla prezentována, považuje za ambiciózní. Ptá se, co přesně bylo míněno. Je představa taková, že se tempo reálného zhodnocování zmírní a bude v něm dominovat rovnovážný trend, nebo dojde dokonce ke snížení současné míry nadhodnocení kurzu?
Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Deficit obchodní bilance za posledních 12 měsíců je cca 115 mld. Kč v běžných cenách a 165 mld. Kč ve stálých cenách, což ukazuje na význam cenových vlivů. Nicméně se zdá, že na cenových vlivech má kromě krátkodobých pohybů cen ropy podíl i dlouhodobější tendence ke zlepšování směnných relací u ostatních komodit.

Viceguvernér Dědek: Kurz je v současnosti klíčovou veličinou. Proto očekával, že v situační zprávě bude úvaha o poklesu apreciačních tlaků více podložena číselnými projekcemi vývoje platební bilance. Tato analýza by měla ukázat, že po odvedení privatizačních příjmů z devizového trhu na základě dohody ČNB s vládou by měla být platební bilance víceméně vyrovnaná. Zároveň by považoval za užitečné mít k dispozici graf vývoje fyzického objemu exportu. Připojuje se k otázce, do jaké míry stojí za příznivým saldem obchodní bilance cenové vlivy. V souvislosti s tím vznáší dotaz, co bude pro obchodní bilanci znamenat možné zvýšení cen ropy, které již nyní pozorujeme na světových trzích. Při grafické prezentaci vývoje salda státního rozpočtu by uvítal očištění od jednorázových vlivů, aby bylo zřejmé, do jaké míry je zhoršování státního rozpočtu důsledkem nepříznivých strukturálních trendů.
Odpověď SMS: Uvedené dotazy lze chápat jako náměty na analýzu a simulaci alternativních scénářů v dubnové velké situační zprávě. K těmto námětům se bude konat porada 2. dubna. K vývoji státního rozpočtu je možno uvést, že po očistění od jednorázových vlivů by se jeho schodek snížil na cca 4-5 mld. Kč.

[1] Vrchní ředitel Racocha se zúčastnil pouze uzavřeného jednání bankovní rady. První části jednání, tj. prezentace situační zprávy a navazující diskuse, nebyl z pracovních důvodů přítomen.

Viceguvernér Niedermayer: V prezentaci jasně zaznělo, že naše analýzy ukazují na nadhodnocení kurzu. Na konci však bylo vystoupení laděné spíše tak, že naše argumentační pozice není v tomto ohledu příliš silná. Výsledný dojem je takový, že naše analýzy nejsou příliš robustní. Máme spíše subjektivní pocit, že tempo zhodnocení kurzu je příliš vysoké, ale o rovnovážné hladině kurzu toho moc nevíme.
Odpověď SMS: Používané vyhlazovací filtry ukazují na nadhodnocení kurzu, ale jiný výsledek od nich ani nelze očekávat. Odhadují míru výkyvu proti dosavadnímu trendu. Na druhou stranu nejsou vidět výrazné indikátory zhoršování vnější nerovnováhy a zpomalování ekonomického růstu. Tento rozpor je námětem k zamyšlení se v rámci příprav velké situační zprávy.

Viceguvernér Niedermayer: Poznamenává, že filtry pro něj nepředstavují robustní ekonomickou analýzu. Graf vývoje reálného kurzu ukazuje za poslední dva roky postupné zhodnocování kurzu od okamžiku, kdy se ekonomika dostala na solidní tempo růstu. Jednou z možných hypotéz je i to, že v ekonomice došlo v posledních dvou letech k tak významným změnám, že rovnovážným trendem byla dokonce rychlejší apreciace, než k jaké ve skutečnosti docházelo, takže jsme se i přes postupné posilování dostávali na podhodnocenou úroveň kurzu. Filtry však nemohou něco takového ukázat. Spočítat dlouhodobé průměrné tempo posilování není dostatečné pro to, abychom ukázali, o kolik je aktuální kurz nadhodnocený. Osobně tento názor neprosazuje, ale upozorňuje na nutnost robustnějších analýz. Připomíná i aktuální vývoj v Maďarsku, kde není posilování kurzu vnímáno jako problematické, protože pro něj má tato země z minulosti vytvořen „polštář“ až 40 %.
Odpověď SMS: Pokud analyzujeme vývoj rovnovážného reálného kurzu přes rozdíly v růstu produktivity, tj. z pohledu tzv. Balassova-Samuelsonova efektu, zjistíme, že tímto vlivem lze vysvětlit jen zhruba 1 % ročně z reálného zhodnocování koruny během 90. let. Na druhou stranu je pravda, že Balassův-Samuelsonův efekt je jen dílčím aspektem vlivu produktivity na reálný kurz.

Vrchní ředitelka Erbenová: Je však skutečně možné, že v ekonomice došlo v poslední době k nějakému strukturálnímu zlomu a do budoucna nás čeká vývoj, který není vysvětlitelný s využitím minulých dat a minulých trendů.

Viceguvernér Dědek: V diskusi je nutno kombinovat data z makroekonomických modelů, které dávají nějaké závěry o míře nadhodnocení kurzu, s mikroekonomickými daty o finanční situaci podniků a zejména exportérů, abychom získali konzistentní pohled. Z těchto mikroekonomických údajů je možno získat dojem, že kurz nadhodnocený je.
Odpověď SMS: V dubnové velké situační zprávě se objeví nové údaje o vývoji konkurenceschopnosti na mikroekonomické úrovni.

Viceguvernér Dědek: Zpochybňuje tvrzení z prezentace situační zprávy, že bychom již nyní měli pozorovat v datech negativní vliv posílení kurzu, protože k němu docházelo již delší dobu. Pokud se podíváme, kdy se kurz odpoutal od dlouhodobé trendové linie, tak to bylo někdy od konce roku 2001.
Odpověď SMS: Již od poloviny roku 2001 dosahovalo meziroční reálné tempo zhodnocování kurzu 5-6 %.

Viceguvernér Niedermayer: Poznamenává, že s nárůstem flexibility ekonomiky je důvod očekávat zkrácení časových zpoždění mezi vývojem kurzu a jeho reálnými dopady. A tyto dopady zatím nepozorujeme, výsledky české ekonomiky jsou v porovnání s ostatními zeměmi velmi silné. Dále vznáší několik dílčích dotazů a připomínek k textu situační zprávy. Na str. 6 jsou uváděny údaje o spotřebitelských úvěrech. Zahrnují tyto údaje pouze bankovní úvěry, nebo i nebankovní instituce? V příloze 3 je prezentován graf implikovaných sazeb, není však náležitě popsán. O jaké implikované sazby se jedná? Komentář k tvaru výnosových křivek hovořil o očekávání mírného zvýšení sazeb v delším horizontu. Jedná se však cca o 1 procentní bod, což nelze označit za „mírné". A konečně z údajů o finančním účtu se zdá, že příliv kapitálu je v posledním čtvrtletí roku vždy řádově vyšší než v ostatních čtvrtletích. Co za tím stojí? Není jasné, proč by zde měla být nějaká sezónnost.
Odpověď SMS: Uvedená data o spotřebitelských úvěrech bohužel zahrnují jen banky. Otázka celkového dluhového financování spotřeby je možným námětem pro analýzu velké situační zprávy. Křivka implikovaných sazeb v příloze je vypočtena ze sazeb IRS, jedná se o roční sazby. V datech o finančním účtu ve čtvrtém čtvrtletí lze skutečně za poslední tři roky pozorovat vždy zvýšení řádově o 25 mld. Kč. Nejedná se však o klasickou sezónnost, protože v předchozích letech nebylo nic podobného zaznamenáno. V roce 2001 sehrála roli například platba za privatizaci KB, v roce 2000 pohyb ostatních investic, který mohl odrážet určitou optimalizaci bankovních portfolií ke konci roku.

Vrchní ředitel Frait: V situační zprávě je uvedeno, že k horšímu než námi očekávanému výsledku běžného účtu došlo vlivem zhoršení bilance výnosů. Ptá se, zda za ním stojí spíše metodické faktory, nebo trendové faktory fundamentálního charakteru.
Odpověď SMS: Údaje v bilanci výnosů o reinvesticích zisků nelze zjistit z bankovních statistik, protože se nejedná o reálné platby. Je možno je získat pouze z podnikových údajů, které jsou k dispozici vždy se zpožděním. Momentálně máme k dispozici podniková data za rok 2000, čísla za rok 2001 jsou pouze odhady. Údajů o reinvesticích zisků se promítají do bilance výnosů se záporným znaménkem a do přímých zahraničních investic s kladným znaménkem, neovlivní však celkové saldo platební bilance.

Guvernér Tůma: S uspokojením konstatuje, že ze situační zprávy zmizely technické úpravy prognózy. Ovšem postrádá v situační zprávě uvedení stávající prognózy. Dále obrací pozornost na str. 10 situační zprávy, kde se píše, že měnový kurz posílil poté, co se ukázalo, že bankovní rada ČNB nejednala o devizových intervencích. Je to pouze domněnka SMS, nebo byla uvedená interpretace konzultována i se sekcí bankovních obchodů? Podobné případy považuje za vhodnou platformu k prohloubení spolupráce mezi oběma sekcemi, po němž bankovní rada volá. *Odpověď SMS: Ředitel sekce bankovních obchodů se tentokrát účastnil diskuse situační zprávy a návrhu měnově-politického opatření v SMS a vzájemná výměna názorů byla velmi přínosná.*

Guvernér Tůma: Při interpretaci vývoje peněžní zásoby zazněla hypotéza, že zpomalování růstu agregátu M2 může odrážet zpomalování ekonomické aktivity. Jak k této interpretaci SMS dospěla? Když v minulosti růst peněžní zásoby zrychlil k 12 %, také jsme nečekali výrazné kladné implikace do hospodářského růstu. Nedomnívá se, že by snížení růstu peněžní zásoby mohlo odrážet zpomalení ekonomické aktivity i z toho důvodu, že rizika zpomalení ekonomické aktivity se podle situační zprávy odvíjejí od nízké zahraniční poptávky a posílení měnového kurzu. Vývoj peněžní zásoby je spíš spojen s domácím poptávkou. Pokud by se domácí poptávka

měla zpomalit vlivem zahraniční poptávky a kurzu, pak by i s peněžní zásobou spíše následovaly vývoj ekonomické aktivity se zpožděním. Peněžní zásoba by tedy nebyla leaderem tohoto vývoje, kauzalita by vedla spíše opačným směrem. Třebaže v oblasti výzkumu poptávky po penězích bylo hodně uděláno, směr kauzality mezi vývojem peněz a produktu není příliš jasný a přímočarý. Odpověď SMS: *Historie ukazuje, že při kulminaci růstu HDP kulminoval i růst peněžní zásoby obvykle s mírným předstihem, takže ho lze používat jako určitý předstihový indikátor ekonomické aktivity. Peníze financují celkový růst HDP, včetně růstu z titulu exportu a zvyšování vnější poptávky. Zatím je ale uvedená hypotéza jen předběžná. Dodatečnou informaci by měl přinést pohled na sektorovou strukturu vývoje peněžní zásoby v dubnové situační zprávě.*

Vrchní ředitel Štěpánek: Vznáší dotaz ke vztahu fiskálního vývoje a HDP. Z národních účtů je vidět, že poptávka vlády měla v posledních letech záporný vliv na HDP. V predikci na letošní rok sice dochází k růstu, nicméně nevýraznému. S tím ovšem kontrastuje pozorovaný vývoj deficitů veřejných rozpočtů. Jak lze tento paradox vysvětlit?
Odpověď SMS: *Spotřeba vlády je jen jednou ze složek domácí poptávky, jimiž se může vliv fiskálního vývoje prosazovat. Mimo to se může přelévat i do soukromé spotřeby, investic atd.*

Vrchní ředitelka Erbenová: Předchozí otázka asi mířila spíše k tomu, kdy se expanzivní fiskální politika projeví v tlacích domácí poptávky na ceny.
Odpověď SMS: *Ve chvíli, kdy by v jejím důsledku došlo k překročení potenciální úrovně produktu. V současné době nevidíme negativní dopady fiskální politiky do inflace z toho důvodu, že proti nim stojí negativní působení zahraničí a oba vlivy se v predikcích inflace zhruba kompenzují.*

Vrchní ředitelka Erbenová: Příspěvek fiskální politiky nebyl ani tak dramatický v roce 2001, jako v roce letošním, kdy očekáváme obrovský fiskální impuls. A v letošním roce bude již negativní vliv zahraničí mizet.
Odpověď SMS: *Předchozí odpověď odrážela predikci z lednové situační zprávy. Nelze vyloučit, že v dubnové predikci bude náš pohled částečně přehodnocen. Fiskální impuls i vývoj zahraniční poptávky však bude i nadále hrát významnou roli.*

Viceguvernér Niedermayer: Velikost fiskálního stimulu oproti loňskému roku může být dle některých informací z MF až 3 % HDP.
Odpověď SMS: *Očekávaný fiskální impuls v roce 2002 skutečně vypadá hrozivě. Je pravdou, že již v roce 2001 jsme čekali velký stimul, který však byl nakonec poloviční či třetinový. Nemáme ale informace, že se ani letos očekávaný impuls nebude realizovat.*

Viceguvernér Dědek: Ptá se, zda by měřítkem expanzivnosti fiskální politiky neměl být vývoj veřejných výdajů spíše než deficit veřejných rozpočtů. Lze si například představit situaci, kdy by došlo k restrikci výdajů, ale k ještě vetší restrikci příjmů veřejných rozpočtů. Za této situace by deficit rozpočtů vzrostl, ale nevypovídalo by to o vyšších poptávkových tlacích ze strany vlády.
Odpověď SMS: *Na vliv fiskální politiky do domácí poptávky asi nemůžeme nahlížet jinak než přes saldo veřejných rozpočtů. Pokud vzroste veřejný deficit například snížením příjmů, tak tyto příjmy zůstanou soukromým subjektům a mohou se promítnout do spotřeby, investic apod.*

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Otevírá diskusi s tím, že hlavní témata vyplynula z první části diskuse. Za hlavní nejistoty lze v současné době považovat měnový kurz a fiskální vývoj.

Viceguvernér Niedermayer: Chválí změny ve struktuře a formě situační zprávy. Uvádí, že měnové rozhodnutí je třeba založit na srovnání našeho aktuálního hodnocení situace s minulým pohledem. Osobně ho mile překvapila data o HDP, nesouhlasí s jejich zpochybňováním vysokým příspěvkem tvorby zásob k růstu. Rovněž měsíční data se mu jeví příznivější, než očekával. Státní rozpočet se zdá být více expanzivní. Jediným domácím brzdícím faktorem je měnový kurz. Největší změny jsou vidět v zahraničí, kde přehodnocení výhledu světové konjunktury v poslední době je velmi významné. V USA již vypadá situace velmi příznivé, někteří lidé z ECB to vidí podobně i pro EU, i když Německo je na tom relativně nejhůře. Je možné, že i vývoj cen surovin nepředstavuje jen nějaký náhodný výkyv, ale je dán skutečně vyšší poptávkou. Z tohoto pohledu vyznívá situační zpráva příliš pesimisticky. Skoro to vypadá, že bychom chtěli přehodnocovat výhled naší konjunktury směrem dolů, přestože nové informace míří pozitivním směrem. Proto navrhuje hodnotit rizika nadále jako poměrně vyvážená, ovšem v rámci toho vidí patrný posun směrem nahoru.

Viceguvernér Dědek: Rozhodovací dilema je podobné jako při lednové situační zprávě, kde se lišil pohled na měnově-politické rozhodování na základě krátkého a delšího konce prognózy inflace. Již tehdy argumentoval, že na dlouhém konci prognózy se očekává oživení konjunktury v zahraničí, domácí hospodářský růst kolem 4 %, oživená úvěrová emise, fiskální expanze apod. Proti tomu samozřejmě stál problém sílícího měnového kurzu, který dost výrazně posiloval měnové podmínky a způsoboval výkyv inflace směrem dolů, dočasně dokonce mimo cílové pásmo. Tehdy argumentace převážila ve prospěch krátkého konce prognózy. Nyní jsme se posunuli o dva měsíce dále a oba pohledy neztrácejí svou relevanci. Na krátkém konci nadále působí dost výrazně posilující kurz, zpřísňující měnové podmínky, ale vedle toho na delším konci prognózy inflace stojí jednoznačně signál o oživení v USA. Existují dva kanály, jak se toto oživení promítne do české ekonomiky. Pomalejší kanál vede přes oživení v západní Evropě a v SRN, což je zatím korektní datovat ke konci roku 2002 či začátku roku 2003. Vedle toho zde však je i rychlý kanál přes tlak na ceny ropy. V dané situaci by nebylo kredibilní uvažovat o snížení sazeb, delší konec výnosové křivky by zřejmě nereagoval. Existuje povědomí, že celosvětově skončil cyklus snižování sazeb a otázkou je nyní spíše načasování opětovného růstu sazeb. Některé centrální banky již ke zvýšení sazeb dokonce přistoupily, například ve Švédsku a na Novém Zélandě. Nadále se dívá spíše na delší konec prognózy inflace, a z tohoto pohledu nevidí důvod pro další snížení sazeb, které jsou reálně velmi nízké. Zanedlouho bychom se mohli dostat do situace nulových až záporných reálných sazeb v období rychlého růstu ekonomiky. Nicméně zůstává tu problém kurzu, jehož diskusi se nemůžeme vyhnout. Naše úvahy asi musíme vidět i v kontextu hospodaření centrální banky, kde není velký prostor pro vytváření dalších ztrát. Musíme tedy maximálně pečlivě zvažovat případné použití jediného účinného nástroje, který máme k dispozici, tj. devizových intervencí. Za významný považuje argument SMS, že pokud dohoda ČNB s vládou bude dodržena, pak při projekci platební bilance nevidíme téměř žádné tlaky na posilování kurzu; uvítal by však podložení tohoto argumentu detailnější analýzou. Z toho tedy plyne, že klíčová je realizace dohody s vládou. V této souvislosti upozorňuje na signály, že v souvislosti s vývojem hospodaření veřejných financí je z MF cítit jistá nechuť podílet se na úhradě sterilizačních nákladů (například diskuse kolem konverze příjmů

z deblokace ruského dluhu). Interně bychom proto zřejmě měli diskutovat o tom, jak k dohodě přistoupíme, pokud ji vláda nebude plně respektovat.

Vrchní ředitel Štěpánek: Domnívá se, že se dnes nebudeme příliš lišit v hodnocení situace. V poslední době došlo k částečnému odstranění některých nejistot, mimo jiné o oživení světové ekonomiky, které je nyní již zřetelnější. Zároveň je zřetelnější, že oživení světového růstu s sebou přinese obnovenou dynamiku cen energií a surovin. Některé nejistoty naopak zůstávají. Základní nejistotou je, jakým způsobem se bude v krátkém horizontu vyvíjet tuzemská ekonomika. V situační zprávě se objevuje teze, že stále ještě čekáme zvolnění růstu v souvislosti s dopadem nedávného zpomalení světového hospodářství, a tento fenomén by dokonce mohl v prvním pololetí 2002 dominovat při hodnocení situace. Proti tomu ovšem stojí zveřejněná data o HDP ve 4. čtvrtletí 2001, která vyznívají spíše optimisticky, ale současně u těchto dat existuje otazník v souvislosti s výrazným vlivem zásob. Dalším indikátorem, který vede k určitým otazníkům, je obchodní bilance, v níž pozorujeme pokles dovozu strojů a dopravních zařízení v prvních dvou měsících roku 2002, a také pokles dovozu surovin, polotovarů a chemických výrobků. Samozřejmě zde jsou cenové vlivy, ale nelze ani zcela vyloučit hypotézu, že by to mohlo souviset s utlumením domácí ekonomické aktivity. Uvedené skutečnosti se promítají i do úvah o vývoji inflace. V krátkém horizontu, který však již nejsme schopni ovlivnit nastavením našich nástrojů, zůstávají stávající rizika, ale intenzita jejich hodnocení se zvyšuje. Pokud bychom věřili opatrnému hodnocení výhledu HDP ze situační zprávy, mohlo by to znamenat slabší domácí inflační tlaky v krátkém horizontu. Naproti tomu některé faktory z vnějšího prostředí budou asi působit intenzivněji než doposud. Je možné, že by se tyto faktory zhruba vykompenzovaly a celkově inflační vývoj příliš nevychýlily od očekávání. Mění se však rozložení rizik prognózy ve středním horizontu, kdy již funguje transmise měnové politiky. V porovnání s minulostí narůstá význam rizik tlačících inflaci směrem nahoru. V tomto horizontu předpokládáme oživení tuzemské ekonomiky, rychlejší uzavírání produkční mezery a zároveň plné rozvinutí oživení světové ekonomiky se všemi důsledky pro vývoj cen. To samozřejmě vrací do úvahy vývoj fiskální oblasti, k níž jsme se v posledních měsících příliš nevyjadřovali, neboť uvolněná fiskální politika pomáhala ekonomice překonat vliv oslabení růstu. Nyní se však opět vrací s plnou intenzitou pohled na neudržitelnost a destabilizační účinky fiskálního vývoje. Pokud jde o měnový kurz, v tuto chvíli máme příliš mnoho nejistot ohledně rovnovážné hladiny i trendu vývoje kurzu, že nemáme pevnou oporu pro opatření proti kurzu. Osobně by proto nepodpořil návrh na devizové intervence. Při komunikaci se však komentáři kurzu nevyhneme, čelíme tedy především komunikačnímu problému.

Vrchní ředitelka Erbenová: Souhlasí s hodnocením, že ekonomika v tuto chvíli nepotřebuje žádný další makroekonomický stimul. Má pocit, že predikce je vzhledem k dílčím novým zprávám příliš pesimistická, neboť odsouvá korekci domácí poptávky až do poloviny letošního roku. Argumentace v tomto ohledu však není příliš přesvědčivá, pro tak dramatickou skokovou korekci spotřeby domácností v počátku roku je obtížné nalézt důvody, zejména když se podíváme na vývoj fiskálního deficitu, jehož část je také příspěvkem do spotřeby domácností. Vedle toho přicházejí stále zřetelnější signály o oživení zahraniční poptávky a obratu ve vývoji dovozních cen. Při hodnocení posilování kurz je nám stále méně zřejmé, zda je nadměrné dramaticky, nebo jen mírně. Analýza vývoje směnných relací a relací mezi vývozem a dovozem naznačuje možnou změnu v udržitelném tempu zhodnocování, takže ani příspěvek posilujícího kurzu nemusí být z pohledu růstu agregátní poptávky tak negativní, jak jsme se domnívali ještě v nedávné

minulosti. Fiskální impuls je na pováženou a v dohledné době navíc neexistuje žádný potenciál pro významnější fiskální konsolidaci, a to ani po volbách. V letošním roce tedy dojde k výrazné fiskální expanzi, což bychom měli znovu začít reflektovat při naší komunikaci. Souhlasí s tím, že devizové intervence by v tuto chvíli měly pravděpodobně omezený úspěch, pokud vůbec nějaký. Trh vnímá pozitivní fundamentální zprávy a promítá je do očekávání budoucí apreciace. Při komunikaci našeho pohledu na kurz by bylo dobré otočit naši argumentaci na projekce platební bilance a soustředit se na ně více než na naši dohodu s vládou, jejíž fungování nebudeme schopni v nejbližším období reálně demonstrovat, neboť příliv peněz z privatizace se zpožďuje. V rámci projekcí platební bilance musíme zdůraznit zejména zvyšující se váhu reinvestic zisku, které se sice v datech objevují jako přímé zahraniční investice, nemají však žádné kurzové dopady. Klade si však otázku, nakolik trvalé je zvýšení podílu privatizačních příjmů na celkových přímých investicích. Celosvětové oživení růstu může znamenat také znovuoživení jiného než privatizačního přílivu přímých zahraničních investic. To by mohlo zpochybnit tezi, že je zde nějaký zřejmý potenciál ke zmírnění apreciačních tlaků v dohledné době. Domnívá se naopak, že bychom spíše měli začít pomalu přehodnocovat náš názor na udržitelné tempo zhodnocování koruny.

Vrchní ředitel Racocha: Omlouvá se za nepřítomnost na první části diskuse. Krátce se vrací k textu situační zprávy a upozorňuje, že se v textu objevuje věta: „Skutečné intervence se mohou očekávat v průběhu příštích zasedání vedení banky.“ Považuje za nešťastné, když se v situační zprávě uvádí něco podobného. Vedle toho však chválí formální změny v podobě situační zprávy. Situační zpráva tvrdí, že aktuální vývoj je v pořádku a rizika jsou symetricky rozložena. Je to však založeno na dvou předpokladech. Zaprvé že se zmírňuje riziko inflačních tlaků generovaných domácí poptávkou. Zde je však otázkou, nakolik je to názor robustní. Je to vysvětlováno vývojem zásob. Minulé analýzy však ukazují, že se tato složka poptávky obtížně analyzuje, mimo jiné i proto, že se jedná o jakési účetní reziduum. Vývoj zásob lze interpretovat i optimisticky tak, že se zde vytvořily nové výrobní kapacity, které přirozeně vedou k nárůstu zásob materiálu i nedokončené výroby. Další nejasnost představuje hospodaření ve fiskální oblasti, která je navíc umocněna volbami. Druhý hlavní předpoklad je, že vnější prostředí generuje určitá rizika směrem nahoru. S tím je nutno souhlasit, tady je názor mnohem robustnější. Například cena ropy je už dnes mnohem výše než při zpracování lednovém situační zprávy. V té souvislosti vzniká pochybnost o tvrzení, že se nízké ceny průmyslových výrobců promítnou i do cen spotřebitelských, protože rychlé zvýšení cen ropy může dostat ceny průmyslových výrobců opět nahoru. Signály o vývoji v zahraničí v posledních dnech směřují jen jedním směrem, k rychlejšímu oživení v USA i Německu, což může generovat další rizika směrem nahoru. Z dnešního zasedání bankovní rady bude pro trh zajímavý zejména postoj k měnovému kurzu. Již tady zaznělo, že by nárůst zisků z dřívějších investic mohl působit proti zhodnocování kurzu, ale zatím to nepozorujeme. Jsou zde signály o zpomalování privatizace, což by mohlo ovlivnit očekávání. Z našeho pohledu je však hlavní otázkou, jaké máme nástroje, abychom kurz ovlivnili žádoucím směrem, resp. alespoň neovlivnili negativním směrem. O změně úrokových sazeb nemá dnes smysl hovořit, neboť střednědobá rizika se koncentrují spíše na vyšší úrovni. Zároveň se připojuje k názoru kolegů, že provádět faktické devizové intervence by v momentální situaci nebylo moudré. Avšak jistou formu slovní intervence budeme muset udělat, očekává se od nás, že dnes ke kurzu něco řekneme. Ideální by bylo, kdybychom byli schopni nějak fakticky demonstrovat účinnost naší dohody s vládou, ale to momentálně

nemůžeme. Otázka se tedy redukuje na to, co dnes říci, abychom na trhu nezpůsobili negativní šok.

Vrchní ředitel Frait: Současné nastavení úrokových sazeb považuje za adekvátní aktuálnímu i očekávanému vývoji domácí poptávky. Detailnější diskusi by nechal na velkou dubnovou situační zprávu a dnes by ani nekomunikoval způsobem, který by vedl ke změně očekávání vývoje sazeb v budoucnosti. K modelům fundamentálního rovnovážného kurzu poznamenává, že se v nich ne zcela ideálním způsobem pracuje s přímými zahraničními investicemi (a v některých i se směnnými relacemi), což způsobuje, že rovnovážný kurz v nich vychází oproti realitě silnější. Žádnou ideální teorii tedy k dispozici nemáme. Ovšem z minulosti máme zkušenosti, že epizody rychlého zhodnocení kurzu většinou časem nedopadly dobře. Legitimní jsou však i úvahy, že se v ekonomice něco změnilo a trend reálného posilování je proti minulosti rychlejší. Ke komunikaci s veřejností zastává názor, že slovní intervence poukazující na legitimitu využití přímých intervencí nemají příliš velkou hodnotu. Domnívá se rovněž, že bychom se neměli snažit kurz pro veřejnost prognózovat, ale měli bychom pouze vyjádřit názor, zda se nám kurz líbí či nelíbí. Dnes bychom přímo intervenovat neměli, protože trh je na intervence připraven. Otázkou však je, co se stane, pokud kurz příští týden dále posílí. Myslí si, že pak by zřejmě mělo následovat mimořádné jednání bankovní rady a nějaký zásah.

Guvernér Tůma: Připojuje se k pochvale situační zprávy za vetší čtivost. Konstatuje však, že bankovní rada má trochu jiný náhled na rizika vývoje než situační zpráva. Převažuje názor, že rizika jsou vyvážená či vychýlená směrem nahoru, situační zpráva spíše indikuje vychýlení směrem dolů. Rozdíl ale možná spočívá jen v jiném horizontu hodnocení. Hlásí se ke komunikaci fiskálních rizik. Máme zde sice nejistoty, například v loňském roce byl fiskální vliv podstatně nižší než prognózovaný, ale nyní je očekáván natolik silný impuls, že bychom měli obnovit varovnou rétoriku. K zahraničnímu vývoji poznamenává, že lze pozorovat určitý rozpor mezi optimismem tvůrců politik a pesimismem šéfů velkých soukromých institucí, resp. rozpor mezi pohledem analytiků a manažerů. Může to být dáno tím, že globální zpomalení vytvořilo velký tlak na restrukturalizaci, který vnímají lidé zodpovědní za dobrý chod businessu, ale ekonomové jsou obecně spíše optimističtí. Celkově se nálada posouvá směrem k tomu, že by k oživení skutečně mělo dojít. Při komunikaci kurzu bychom asi měli zmínit dohodu s vládou, ale poukazování na její nevyužitý potenciál už stěží může mít velký efekt. Spíše můžeme upozornit na to, že zatím reálně nedošlo k vysokému přílivu peněz z privatizace, na jehož očekávání byla konstrukce dohody založena, takže nebyla zatím nutnost dohodu fakticky naplnit. I to by mělo být pro trh relevantní informací. Jinak ale dohoda samozřejmě platí a příjmy z privatizace by na trh vstoupit neměly. Existuje sice určitý signál, že MF má zájem o další jednání, ale nemyslí si, že by mělo dojít ke zpochybnění dohody jako takové. V každém případě navenek nemůžeme signalizovat jakoukoli nejistotu ohledně dohody. Myslí si, že nemá smysl předbíhat událostem a uvažovat, co bychom dělali při jejím nedodržení. V současnosti musíme vycházet z toho, že dohoda platí, a upozorňovat MF na fatální důsledky jejího případného zpochybnění hned při první transakci.

Vrchní ředitelka Erbenová: Poznamenává, že pro trh není podstatné, jaké poplatky bude MF platit ČNB za konverzi privatizačních příjmů. Pro trh je relevantní pouze to, že tyto prostředky koupíme do rezerv, což nezpochybňuje ani jedna ze stran. Debata o našem hospodářském výsledku pro trh příliš zajímavá není.

Guvernér Tůma: K debatě o vlivu na hospodářský výsledek ČNB poznamenává, že by neměla ovlivňovat naše rozhodování o měnové politice. Obrací pozornost k problematice kurzu a devizových intervencí. Při zpětném pohledu se zdá, že nám schází nějaká teorie či paradigma, kterého bychom se mohli držet při provádění devizových intervencí, na rozdíl od jiných oblastí měnové politiky. Naše rétorika vychází z toho, co je možno pojmenovat jako „*independent floating*“, tzn. že bojujeme proti volatilitě kurzu. Ale ve skutečnosti máme možná něco, co by se dalo nazvat „chaotický *managed floating*“. Občas si řekneme, že kurz je příliš silný a nejsme schopni vždy přesně specifikovat, zda mluvíme o odchylkách nebo o nějaké úrovni. Je proto žádoucí průběžně budovat konsensus v těchto otázkách, abychom v mezních situacích předem věděli, jakým způsobem se rozhodovat.

Vrchní ředitelka Erbenová: Informuje, že požádala sekci bankovních obchodů a vypracování přehledu jednotlivých technik devizových intervencí, jejich teoretické použitelnosti a minulých zkušenostech ČNB s jejich využitím.

Vrchní ředitel Štěpánek: Nepovažuje za příliš šťastné při komunikaci zdůrazňovat, že příliv privatizačních příjmů bude nižší, neboť použití tohoto argumentu by muselo vyznít jako signál naší vlastní pochybnosti o fungování dohody s vládou. Cílem komunikace je vytvářet na trhu nejistotu ohledně toho, co chceme či nechceme udělat. Při celkovém posouzení je však aktuální situace zcela jiná než do poloviny ledna, kdy bylo problémem očekávání privatizačních příjmů. Toto období se nám podařilo překonat, mimo jiné i díky dohodě s vládou a následným opatřením, ale zásadním problémem v tutu chvíli je, co se děje s kurzem od té doby. Tady je jedno z možných vysvětlení takové, že se názor trhu rozchází s naším vlastním názorem na tempo rovnovážné reálné apreciace. Zde vstupují do hry konvergenční argumenty apod. Za užitečné by proto považoval, kdyby SMS vypracovala přehled, v jakých měnových a kurzových režimech fungovaly země, které v minulosti směřovaly do ERM II. Například se zdá, že není zcela vyloučena možnost jakési kombinace režimu cílování inflace s vymezením nějakého pravidla pro kurz. Proti tomu stojí klasická námitka, že by měnová politika neměla sledovat dva cíle, ale při perspektivě vstupu do měnové unie by to nemuselo být ve vzájemném rozporu. Naopak by to mohlo mít ten přínos, že bychom získali nějaké pravidlo, které nám nyní chybí při rozhodování o kurzu.

Viceguvernér Dědek: K formálním změnám v situační zprávě poznamenává, že celou řadu zlepšení rovněž vítá, ovšem nepovažuje za konzistentní upuštění od technických korekcí prognóz, které znamená ignorování odchylek aktuálního vývoje meziměsíční inflace od predikce. K diskusi o kurzu upozorňuje, že opožďování příjmů z privatizace neřeší problém, pouze ho odsouvá. Pokud by byl nějak zpochybněn mechanismus dohody s vládou, problémy by se znovu objevily. Opožděnou privatizaci lze při komunikaci nižšího očekávaného tlaku na zhodnocování kurzu zmínit. Mimo to by zdražení ropy představovalo nárůst deficitu běžného účtu, je tu i otázka potenciálního odlivu portfoliových investic v souvislosti s konjunkturou v USA apod. Za klíčové však považuje říci, že věříme v realizaci dohody s vládou, a za tohoto předpokladu neexistují dle našich projekcí fundamentální důvody pro posilování koruny. Při hodnocení míry nadhodnocení kurzu zastává názor, že modely nám mohou dát pouze jisté vodítko, v konečném rozhodování však musíme spoléhat na intuici. V současné situaci někteří exportéři silně hodnotu kurzu kritizují, což je určitým signálem, že tu nějaké nadhodnocení existuje. Otázku kurzu proto

nemůžeme podceňovat, musíme udělat maximum, i když nemůžeme intervenovat bezhlavě. Vliv intervencí na hospodaření ČNB má význam minimálně z toho pohledu, že vytváří jisté omezení na odkupy deviz (zatímco u intervencí proti oslabení měny existuje pevné omezení v podobě nulové spodní hranice devizových rezerv).

Viceguvernér Niedermayer: Domnívá se, že nejsme schopni příliš dobře vyargumentovat, proč je kurz nadhodnocený, což kontrastuje s tím, jak velkou kredibilitu jsme se v posledních dvou měsících snažili investovat, aby kurz oslabil. Ptá se, zda zpětně svůj pohled poněkud nepřehodnocujeme. Při hodnocení dat o exportní výkonnosti se nám mísí dva faktory, pokles zahraniční poptávky a kurzový vývoj, a je obtížné vlivy těchto dvou faktorů od sebe oddělit. I přesto však považuje data za velmi příznivá. Znovu opakuje svůj názor, že zpoždění mezi měnovým kurzem a jeho reálnými dopady by se měla v porovnání s minulostí zkracovat. Mohli bychom komunikovat, že roste podíl privatizace na přílivu přímých zahraničních investic, což by mělo mít do budoucna vliv na vývoj kapitálových toků. Na druhou stranu by se však s rostoucími zahraničními investicemi měla zlepšovat exportní výkonnost, což by mělo vést ke zlepšování v oblasti běžného účtu. A konečně oživení zahraniční poptávky by mělo vést nejen k přehodnocení pohledu na fiskální politiku, ale zároveň k přehodnocení míry tolerance vůči posilování kurzu. V souhrnu tedy varuje před tím, abychom se dostali do vleku toho, co od nás trh chce slyšet, a zaměřili se při komunikaci pouze na měnový kurz. Je sice možné, že kurz může krátkodobě oslabit. Dlouhodobě se však zdá, že kurz bude stabilní či spíše silnější, než jsme si dosud mysleli. Tomu se musí přizpůsobit politiky. Kromě vlivu při měnovém rozhodování je tu tlak na fiskální politiku, politiku v oblasti mezd apod. Posilování kurzu je svým způsobem žádoucí, neboť přibližuje naši úroveň HDP v eurech na hlavu k vyspělým zemím, ale ekonomika musí toto nové prostředí vzít v úvahu.

Vrchní ředitel Racocha: Při komunikaci se kurzu nemůžeme vyhnout. Pokud o kurzu či intervencích nic neřekneme, kurz dále posílí. Můžeme uvést, že většina faktorů hovoří proti dalšímu posilování. Zároveň můžeme vytvářet trochu nejistoty na trhu výroky typu, že se budeme kurzovým vývojem nadále zabývat a v případě potřeby jsme připraveni vstoupit na trh. Zde však vzniká riziko, že trh začne testovat, na jaké intervenční hranici jsme se zde dohodli.

Vrchní ředitelka Erbenová: Nejsme skutečně schopni doložit, nakolik je robustní úvaha, že existují důvody pro zpomalení apreciace kurzu. Oživení v zahraničí může vést k oživení přílivu neprivatizačních přímých investic. Privatizační příjmy jsou v současnosti svým způsobem irelevantní, protože jsou ošetřeny dohodou s vládou. Rovněž argument, že docházelo k zajišťování vývozců, které bude dokončeno a tlaky na kurz proto poklesnou, není příliš silný a nemůžeme ho při komunikaci použít.

Viceguvernér Dědek: Při komunikaci nelze použít argumenty, že kurz bude dlouhodobě posilovat z konvergenčních důvodů, protože trh by si tyto výroky v současnosti špatně vyložil. Osobně považuje za legitimní využít argument SMS, založený na projekci platební bilance, i když by do velké situační zprávy uvítal přesnější kvantifikaci těchto projekcí.

Viceguvernér Niedermayer: Konstatuje, že diskuse již sklouzává pouze k otázkám komunikace. Navrhuje proto přijmout měnové rozhodnutí a na strategii komunikaci se případně dohodnout následně.

Guvernér Tůma: Souhlasí a dává hlasovat.

III. Hlasování

Guvernér Tůma: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Viceguvernér Dědek: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Viceguvernér Niedermayer: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitelka Erbenová: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Frait: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Racocha: 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 a sekce bankovních obchodů zpracují podklady k diskusím o technice a strategii využívání devizových intervencí.
- Pro budoucí diskuse o vstupu do EMU vypracuje sekce měnová a statistiky stručnou informaci o typech kurzových a měnových režimů, které v minulosti využívaly země blížící se do systému ERM a následně do EMU.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na hladině 4,25 %.

Zapsal: Mgr. Tomáš Holub, Ph.D., poradce guvernéra