

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 27. 6. 2002

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér O. Dědek, viceguvernér L. Niedermayer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel P. Racoča, vrchní ředitel P. Štěpánek
Ministr financí ČR J. Rusnok

I. Diskuse navazující na prezentaci 6. situační zprávy

Guvernér Tůma: Jaký je názor sekce bankovních obchodů na příčiny posílení kurzu v minulých dnech?

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Je více důvodů – uklidnění investorů situací, která se vytvořila několik dní po volbách; krátkodobě trh vnímal podpis smlouvy na výstavbu dálnice do Ostravy jako důvod konverze deviz investora do korun; rostla aktivita investorů, jejichž základní měnou je dolar – nedůvěra vedla k umístění části prostředků do české koruny. Zájem je jen o devizové swapy.

Guvernér Tůma: V dnešní situaci je vcelku pochopitelné, když vyznění situační zprávy je rozpačité. Méně pochopitelná je ale prezentace názoru, že se v oblasti ekonomického růstu nic závažného neděje, je-li index HDP blízky naší prognóze. Jenže prognóza předpokládala nízký růst investic, zatímco ve skutečnosti se v I. čtvrtletí meziročně zvýšily o 8 %. Na první pohled by se zdálo – i dle grafu inflačních rizik, že letos budeme ztrácet cca 1 % růstu vlivem silného kurzu a poklesu zahraniční poptávky. Ale predikce HDP byla založena na něčem jiném - na poklesu investic, ke kterému ale nedošlo. Na čem byl tento předpoklad prognózy založen a co očekáváme dále?

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále SMS): Hrubá tvorba fixního kapitálu byla vždy volatilní položka, ovlivňovaná též nepředvídatelným pohybem zásob. Předpoklady o nízkém růstu investic se i nyní zdají být korektní: zpomalená konjunktura ve světě ovlivní i tuzemsko, finanční výsledky firem se budou zhoršovat, což zbrzdí i úvěrovou aktivitu bank. Kromě toho se zpomalil příliv přímých zahraničních investic (na polovinu). Proto je vykázán údaj překvapením.

Viceguvernér Niedermayer: Data nijak neukazují na „zničující“ apreciaci. Jaksi se naopak připouští, že silný kurz může být pro ekonomiku stravitelnější než jsme si mysleli. To se vracíme k diskusím přede dvěma měsíci, kdy zde byly prezentovány robustní argumenty o budoucích negativních účincích kurzu posíleného o 10-15 %. Dnešní názory by toto významně přehodnocovaly.

Odpověď SMS: Data dosud neukazují na námi očekávané důsledky, jelikož základní motivací pro podniky je obhajoba jejich podílu na trhu, a to i za cenu dočasných ztrát. Ztráty jsou už ve výsledcích zpracovatelského průmyslu vidět, i když vzhledem k využití řady přízpůsobovacích mechanismů nejsou dosud tak dramatické. Lepší finanční situace včetně růstu vkladů existuje v sektoru nontradables, růst zisků např. vykázala doprava a spoje. Firmy věří v dočasnost apreciačního šoku, ovšem jeho prodlužování nakonec musí vyústit v pokles investic i v úpadky. Ještě je třeba upozornit, že údaje o HDP se konstruují z dat v běžných cenách prostřednictvím deflátorů – právě v nich dochází často ke zpětným korekcím nebo nelogičnostem (nyní se např. deflátor spotřeby domácností výrazně odchylojí od CPI).

Viceguvernér Dědek: Hypotézy o budoucím poklesu investic působily věrohodně, např. je potvrzovalo i snížení investičních dovozů. Existuje tu dosti reálná možnost pozdějších korekcí dat ze strany ČSÚ, proto odchylce skutečného vývoje investic od předpokladu se nemusí připisovat tak zásadní význam. Souhlasí s tím, že údaje dosud neukazují na zdrcující vliv silné koruny, nicméně relevantní je otázka, zda to bude platit v nejbližší budoucnosti, zvláště když současný vývoj bude pokračovat, popř. dojde ještě k dalšímu zpevnění. Proto musí být věnována velká pozornost analýzám všech indikátorů důsledků kurzu, navíc ještě jeho konsekvencím do státního rozpočtu (např. vlivu na výběr daní). Řada centrálních bank, které sledují konkurenční schopnost ekonomiky, posuzuje vývoj podílu exportovaných výrobků na zahraničních vyspělých trzích.

Odpoověď SMS: Pokles cen výrobců v EU = prostředí pro české vývozce „přítuhyje“, k tomu přistupuje pomalý vzestup ekonomiky. Otázka proto je, zda za nynější stagnaci exportů do tohoto teritoria může spíše kurz, nebo zde působí do značné míry i interní podmínky EU.

Viceguvernér Dědek: Nehrají v podstatně zhoršené situaci státního rozpočtu roli některé neopakovatelné transformační výdaje?

Odpoověď SMS: Pokud by se do dat započety pohyby státních finančních aktiv, byl by rozdíl proti předchozímu roku cca o 12 mld nižší (to je onen mimořádný výdaj na Konsolidační agenturu), podstatné meziroční zhoršení však i přesto existuje.

Viceguvernér Dědek: Velmi vysokou položkou v platební bilanci za 1. čtvrtletí jsou „chyby a opomenutí“ – z čeho plyne?

Odpoověď SMS: Ve výkazech není identifikován 15 mld. odliv zdrojů na finančním účtu – může se jednat o důsledek časového posunu intervencí na duben (kdybychom intervenovali už v březnu, pak by tato položka pravděpodobně zmizela).

Viceguvernér Dědek: Při zájmu o devizové swapy jde o spekulaci na posilování kurzu, nebo i na využívání toho malého úrokového diferenciálu?

Odpoověď SBO: Devizový swap je jen technika jak investovat prostředky a není chápán jako prostředek ke spekulaci na úrokový diferenciál.

Vrchní ředitel Racoča: Další posilování kurzu je na grafu rizik prognózy podchyceno; jsou tam také obsaženy důsledky dubnového snížení sazeb? Vývoji veřejných financí je zatím věnována menší pozornost, lze předpokládat, že po zveřejnění vládního programu bude tato pozornost obnovena?

Odpoověď SMS: Ve 4. SZ bylo doporučeno a střednědobou modelovou prognózou dále podpořeno snížení sazeb, ovšem po realizaci tohoto doporučení došlo k rychlejšímu poklesu inflačních očekávání i skutečné inflace proti našemu očekávání. Tím nastalo mírné zpřísnění reálných úrokových sazeb. Prognóza se dosud nezměnila, proto tyto důsledky neobsahuje.

Ministr financí Rusnok: Vývoj je dost nepřehledný a je obtížné formulovat robustnější závěry. I zpětné korekce ČSÚ komplikují jasnější interpretaci ekonomického vývoje. V prezentaci se zmínila možnost, že by položka zásoby sloužila jako nějaký předstihový indikátor – podle dosavadních zkušeností je to však residuum, jehož vývoj neříká prakticky nic. Táže se, zda jsou křivky vývoje salda státního rozpočtu v čase srovnatelné?

Odpověď SMS: Data jsou srovnatelná (vše bez SFA), rozdíly mezi roky jsou zejména v cash plnění státního rozpočtu.

Vrchní ředitel Štěpánek: Z čeho pramení čistý odliv cca 45 mld. zdrojů zachycený ve finančním účtu platební bilance za I. čtvrtletí, když předtím byla situace dlouhodobě opačná?

Odpověď SMS: Nabízí se interpretace, že naši výrobci se snaží udržet trhy a nabízejí svým odběratelům lepší platební podmínky. Na straně pasiv pak v I. čtvrtletí zřejmě působilo splacení krátkodobé půjčky firmě Falcon (ruský dluh). Druhým důvodem je snížení dovozu v běžných cenách, takže stejně se musí snižovat i dovozní závazky.

Vrchní ředitel Štěpánek, viceguvernér Niedermayer, vrchní ředitel Racoča: Jaký je vliv růstu cen nemovitostí na spotřební chování obyvatelstva? Není to opravdu zřejmé, nebo to neumíme poznat? Jak tento růst zjišťujeme? Je tento vývoj v souladu s poklesem inflačních očekávání? Co vše lze z rychlého růstu cen dedukovat pro budoucnost?

Odpověď SMS: Domácnosti ČR jsou ve fázi kumulace bohatství (nemovitosti zde představují 50 %), na druhé straně odliv finančních zdrojů (splátky hypoték) se zde zatím projevuje daleko méně. Efekt do spotřeby poroste až s dokončováním bytů. Data jsou přebírána ze statistiky ČSÚ, která je plně reprezentativní. Ceny nemovitostí rostou permanentně, dokonce nejrychleji rostly v období recese – zřejmě se stále nacházíme v adaptační fázi, kde inflační očekávání nepůsobí (ceny nemovitostí přirozeně součástí koše nejsou).

Vrchní ředitel Frait: Požaduje komentář k vývoji peněžní zásoby v květnu, kde je zřejmý větší rozdíl oproti předpokládaným číslům.

Odpověď SMS: Překvapující je spíše rozdíl mezi předběžnými údaji (9,2) a skutečností. My jsme očekávali výraznější pokles dynamiky kulminující právě na konci I. pololetí v souvislosti se zpomalením růstu a kromě toho tu hraje významnou roli základna – loni tu byl růst okolo 14 %.

Guvernér Tůma: Predikce nižšího HDP letos ve srovnání s příštím rokem se dá přičíst spíše vnější poptávce a vlivu kurzu, nebo zde působí i jiné faktory?

Odpověď SMS: Ano, předpoklad urychlení růstu v r. 2003 se opíral o zlepšený export a mírně oživující investice. Nicméně právě přínos netto vývozu byl v I. čtvrtletí lepší než náš odhad a druhá věc bylo očekávání slabších investic. Na druhé straně je zřejmé, že se nabídková strana poměrně rychle adaptuje. Příklad: podíl dovozu na agregátní poptávce se snížil při zhoršených odbytových a kurzových podmínkách a při zhruba stejné dynamice domácí poptávky a exportu – čili musel být nahrazen z nabídky tuzemských firem.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Aktuálním „velkým“ tématem posledních dnů je opět kurz, když předtím byla situace vcelku stabilizovaná. Za tohoto stavu není nic zvláštního, když situační zpráva vyznívá poněkud neurčitě. Tím se ovšem ztěžuje komunikace na veřejnost – a i k ní bychom měli diskutovat.

Viceguvernér Niedermayer: Pro dnešní rozhodování mohou být zajímavé aktuální poznatky z Londýna: deprese ekonomů a investičních bankéřů z posledního vývoje v USA, přitom další

dvě ekonomické velmoci (EU, Japonsko) jsou na tom také poměrně špatně. Při obecné nedůvěře k akciovým trhům a vzhledem ke stále novým finančním skandálům pak peníze investorů nemají kam směřovat. Krize nazrávají v Brazílii a Turecku, mění se i pohled na náš region – problémy Maďarska a Polska. S tím kontrastuje pohled na ČR jako vcelku „bezproblémovou“ zemi.

Guvernér Tůma: Totéž potvrzují poznatky z Bruselu, kde se jen obtížně hledaly náměty na diskusi s námi. To se dokonce týká i veřejných financí – v době sestavování nové vlády se tento problém odkládá stranou.

Viceguvernér Dědek: Vývoj ve světě, zvláště v USA může mít spojitost s našimi úvahami o kurzové bublině. Chápání bubliny vycházelo nejen z faktu rychlosti apreciacie, ale i z toho, že kurzový vývoj neměl fundamentální oporu v predikci platební bilance zahrnující dohodu s vládou. I proto mělo smysl proti bublině bojovat. Nyní ale přichází pochybnost, zda mluvit o bublině, jestliže za posilování kurzu možná opětovně stojí kladné saldo platební bilance při prokazatelném vyvedení privatizačních příjmů z devizového trhu. Dlouhodobě nám nevychází jeden z našich předpokladů o odlivu portfoliového kapitálu do oživujících se vyspělých ekonomik. Souhlasí s tím, že česká ekonomika se v kontextu negativních zpráv může jevit jako „safe heaven“ což může dál posilovat fundamentální nerovnováhu vedoucí k posilování kurzu. Je zřejmě pravda, že ekonomika prodělala určitý kvalitativní posun, efekty přímých zahraničních investic jsou zřetelné, ale tempo apreciacie tyto posuny překonalo. Pro všechny uvedené důvody je kurz závažným problémem naší ekonomiky, který zřejmě nebude mít krátkodobé trvání.

Vrchní ředitel Štěpánek: Nejen pro rozhodování, ale i při komunikaci lze využít závěry z dnešní prezentace měnové sekce: dezinflační rizika jsou spíše importovaná zvnějšku a pokud jde o vnitřní ekonomiku, měli bychom být v hodnocení opatrní. Je sice pravda, že v outputech neregistrujeme varovné změny, ale jsou tu už varovné indikátory z oblasti finančního hospodaření firem a z reakcí bank na tento vývoj. Právě nejistota o vývoji vnitřních faktorů, tedy potřeba dalších dat, opravňuje opatrnost při rozhodování. Náhled na situaci se může i v horizontu jednoho měsíce (do předložení nové prognózy) změnit.

Vrchní ředitel Racoča: Rizika jsou asymetrická možná proto, že ta exogenní, dezinflační jsou lépe kvantifikovatelná, spadají do oblasti výjimek, na které se v inflačním cílení nereaguje. Je i snazší poukázat, že se Consensus Forecasts zmýlily, než na odchylky od predikce vnitřních faktorů. Domácí čísla o vývoji ekonomiky jsou lepší než jsme očekávali, domácí poptávka nevyžaduje dodatečný měnový impuls. Teoreticky představitelný dopad rychlé apreciacie na ekonomiku uváděný v prezentaci může být důvěryhodný, ale pro jeho potvrzení dosud chybějí jednoznačnější a přesvědčivější čísla. Signály o zlepšování na nabídkové straně jsou zřetelné a bylo by právě z tohoto důvodu zvláštní, kdybychom za měsíc při projednávání velké situační zprávy upravili prognózu inflace směrem dolů a z toho odvodili stimulační změnu sazeb. Nesoulad požadavku na snížení sazeb vyplývající z inflační prognózy s nepotřebností tohoto snížení pro reálnou ekonomiku by měl být v příští SZ podrobněji analyzován. Na nabídkové straně asi nejde jenom o krátkodobý pozitivní vývoj, ale spíše to může být trvalá tendence k posunutí hladiny potenciálního outputu. V komunikaci je nutné výrazně rozlišit působení exogenních protiinflačních rizik od toho, co probíhá v tuzemské ekonomice. Je nutné se zamyslet nad tím, jak na naše rozhodnutí a jeho komunikaci zareaguje kurz. Někteří analytici

předpokládají, že ČNB teď použije všechny dostupné nástroje pro změnu tendence kurzového vývoje – na to, co se nám takto neoprávněně podsunuje, bychom měli reagovat.

Viceguvernér Niedermayer: Zlepšení nabídkové strany je přirozeným důsledkem dřívějších investic, na druhé straně světová ekonomika je ve „špatné kondici“, a toto na nás nějaký vliv musí také mít. Zřejmě se v tomto směru ani v příští velké SZ nic nového nedozvíme, a totéž platí pro skutečnosti, které ovlivní příští prognózu inflace. Její posun směrem dolů může být velmi razantní, indexy mohou směřovat k 1 %. V prognóze je systematicky podceňován faktor větší elasticity cen směrem dolů. Zlepšení domácí nabídky a poptávky se nedá interpretovat jako inflační riziko. Nejistota je v interpretaci kvalitativních vlastností ekonomiky. Jde zejména o kurz, o to, zda jeho úroveň není přece jen více stravitelná pro ekonomiku, než jsme se domnívali. Druhý problém je v tom, že mnoho čísel ukazuje na pokles investiční aktivity v budoucnu. Klesá poptávka firem po domácích úvěrech, nejdou sem peníze ze zahraničí, snižuje se tuzemská poptávka po investičních dovozech, světová ekonomika čelí problému nadprodukce. Často jsme uvažovali nad potřebou získat další data, která by naše hypotézy potvrdila. Dnes taková situace není, nic nového se příště nedozvíme, a vyčkávání na nová data se bude špatně komunikovat.

Guvernér Tůma: Přece jen velká situační zpráva přináší komplexnější komfort pro rozhodování, tuto představu jsme měli už když jsme na systém velkých a malých zpráv přecházeli. Jistě se nedá komunikovat, že nerozhodujeme, když není k dispozici velká SZ, ale přece jen nemůžeme dnes tak jasně vědět, jaké budou závěry z nové prognózy a podle dosavadních dat nemůžeme kredibilně vyhlásit nějaký bias. Komunikovat však lze charakter rizik a na jeho základě dnešní rozhodnutí – i když bude ve smyslu ponechání sazeb. Pojem kurzové bubliny jsme sice používali všichni, ale zdá se, že každý s trochu jinou interpretací. Osobně jsem ji vnímal jako symptom prudkosti změny a vyhýbal se implikacím na úroveň kurzu. Potom to, že nemusí dojít ke korekci, není tolik relevantní a pojem bubliny lze držet. Důležité jsou závěry – s krátkodobým šokem se ekonomika umí vypořádat, kdežto permanentní apreciacie povede ke změně její struktury. Desinflační rizika jsou sice importovaná (zčásti i kurz), ale nejsme si jistí, zda jsou opravdu krátkodobá – uplatnění výjimek závisí i na tom, zda realizace rizik má krátko- nebo dlouhodobý efekt. Při dlouhodobé trajektorii se na výjimky nejde odvolávat. Desinflační rizika vidíme právě u položek, které jsou volatilní, a proto při úvahách o eventuálním uvolnění musíme počítat s tím, že se jejich vývoj může rychle otočit a vyvolat tak potřebu zásahů opačným směrem. To, že jde o rizika importovaná neznamena, že jim máme přikládat menší váhu, ale je tam větší nejistota o jejich působení. Posun v oblasti potenciálního produktu má oprávnění, ale nemůže kompenzovat 10-15 procentní rychlé zpevnění kurzu. Vývoj kurzu a slabá vnější poptávka tlačí inflační rizika směrem dolů, rychleji než jsme čekali. Ještě poznámka – můžeme se docela dobře dostat do stavu tzv. holandské nemoci, kdy pozitivní očekávání dále přispívají k posilování kurzu; nepříjemné je, že se s touto nemocí těžko bojuje.

Vrchní ředitelka Erbenová: Při aktivaci institutu výjimek je nutné být velmi opatrní, právě vzhledem k nejistotám co do trvalosti současného vývoje. Platí to zvláště o volatilitě cen surovin v závislosti na tempu zahraničního oživení, další nejistotou je dlouhodobost nebo krátkodobost posledního znehodnocování amerického dolaru. Struktura našeho hospodářského růstu a jeho udržitelnost do budoucna: signály nejsou právě z tohoto hlediska příliš uspokojivé. Zřejmě končí investiční vlna, zhoršuje se hospodářská situace podniků, pravděpodobně jsme nebo už byli na nějakém cyklickém vrcholu – čili ochlazení by bylo logické. Spotřebu domácností podněcoval

rychlý růst úvěrů, přitom fiskální oblast bude zřejmě představovat další poptávkový stimul - transfery domácnostem. S ohledem na zmíněné skutečnosti je snížení úroků v zájmu stimulace ekonomiky a poptávky sporné, mohlo by naopak ohrozit udržitelný růst. Mělo by rozdíle strukturální implikace – mohlo by se stát, že dále podnítí spotřební boom, zatímco na investice působit nebude, zvláště když podniky mají „nainvestováno“ dopředu. Nelze také zapomínat, že přes určité zhoršení v květnu je vývoj obchodní bilance podstatně lepší než loni. Shrnutí – lepší nabídková strana po skončení investiční vlny, snížená podniková poptávka po úvěrech je přirozená, podněcovat dále spotřebu obyvatelstva financovanou z úvěrů je za stávající situace rizikové.

Vrchní ředitel Frait: Dnešní diskuse o situační zprávě je hodně ovlivněna krátkodobými faktory, které tlačí na desinflaci. Stejným způsobem jsou ovlivněny diskuse analytiků. To vše zastínilo středně- až dlouhodobé trendy, např. potlačilo se riziko vzniku tzv. twin deficitu. Také proto by měla být zachována opatrnost v měnové politice. S ohledem na současnou fázi investičního cyklu by další uvolňování měnové politiky nebylo adekvátní a lepší je ponechat měnové podmínky samovolně zpříšňovat. Je předpoklad, že příští SZ bude obsahovat cenné informace o výhledu nad jeden rok. To, že by mohlo dojít k přesunu portfolií z dolarů do některých emerging markets, je po zkušenostech z poloviny devadesátých let varující. Reakce měnové politiky by pak byla obtížná.

Ministr financí Rusnok: Obavy z nyní nastolené atmosféry bezproblémovosti, zvláště v kontextu s potížemi velkých světových ekonomik. Promítá se v očekáváních, která jsou málo reálná už proto, že řada podniků dále nemůže zvládat současné odbytové a kurzové podmínky a nemůže se tak soustředit na další perspektivní strategii. Důsledky kurzu se v číslech ještě plně neprojeví i proto, že se nějak kompenzovaly s posledními využitelnými rezervami. Skepse k rýsujícímu se dalšímu vývoji veřejných financí. Právě díky zmíněné atmosféře bezproblémovosti se dostaly do pozadí, ministru financí se nepodařilo přesvědčit stranické a vládní kolegy o vysoké nebezpečnosti pokračování současného vývoje. I z tohoto důvodu se přiklání k zachování sazeb.

Poděkování za dobrou spolupráci s bankovní radou ČNB a za její činnost v posledních letech.

Guvernér Tůma: Poděkování ministru Rusnokovi za osobní přínos k mnoha věcem, které se podařilo ve vzájemné spolupráci realizovat.

Viceguvernér Niedermayer: Souhlas s tím, že se těžko argumentuje nebezpečností fiskálního vývoje, který by například přivodil časový odsun vstupu do EMU, jestliže jsme takovými problémy dosud neprošli. To je ale zásadní problém dlouhodobého charakteru. Naším krátkodobým problémem je, že bublina nepraskla, zmizely naděje na kurz okolo 30,50/€, které tu byly ještě před několika dny. Elasticita cen směrem dolů se začíná materializovat a neukázaly se žádné domácí poptávkové inflační stimuly. Riziko opačného směru je opravdu jenom kurz – jeho změkčení nikoli jen o desetihaléře, ale o koruny. Jenže s takovým scénářem nelze pracovat, nedá se jím odůvodňovat měnové rozhodnutí, preventivně takové možnosti nezabrání ani zvýšení sazeb třeba o půl bodu. Možná, že nastal čas víc si uvědomovat možnost scénáře, že v procesu přibližování k EMU bude skutečností velmi nízká inflace (a nominální úrokové sazby) a konvergence cen a mezd proběhne přes zpevnování kurzu a rychlý růst kupní síly měny. Nekonzistentní s tím je fiskální politika, která by se musela také přizpůsobit. Jakékoli úvahy o

měnových intervencích dnes nejsou realistické, lze diskutovat jen o krátkodobých sazbách. Jejich výše, stanovená v zájmu toho či onoho segmentu ekonomiky by byla falešná. Pokud budeme přesvědčeni o trvalém poklesu inflační křivky, měli bychom snižování sazeb používat častěji, a to bez ohledu na periodicitu velkých situačních zpráv.

Guvernér Tůma: Je samozřejmé, že v režimu cílování inflace je rozhodující, zda nás vývoj tlačí pod cíl a zda jde o krátkodobou nebo dlouhodobou tendenci. Pohyb kurzu je už takového rázu, že bude mít některé dlouhodobější strukturální účinky. Pohyb úrokových sazeb není jen od toho, aby měl vliv na domácí poptávku, ale působí i na investice a na stupeň těsnosti měnových podmínek. Firmě by měl kompenzovat negativní důsledky kurzu nižšími finančními náklady. Strukturálně je to složité, protože firmy mají různý profil ve vztahu k exportu i ve vztahu ke struktuře finančních zdrojů. Pravděpodobně nemáme dost podrobně analyzovanou strukturu spotřeby domácností a jim poskytovaných úvěrů. Např. u hypotéčních úvěrů jde o přelévání poptávky tam, kde se inflační tlaky bezprostředně negenerují.

Viceguvernér Dědek: Sdílí skepsi, že v nejbližších letech dojde k pozitivnímu obratu ve vývoji veřejných financí. Do inflační prognózy ovšem vstupují veřejné finance pouze jako jeden z více důležitých faktorů. Při dnešním rozhodování je zřejmé, že faktory domácí ekonomiky jsou nastaveny přiměřeně (s výjimkou právě veřejných financí), ale proti nim stojí informace z vnějšího okolí. Měnová politika musí pak rozhodnout co je větší problém – nyní se jí jeví být kurz. Vliv kurzu v malé otevřené ekonomice je zásadní. I když s našimi nástroji nelze zvrátit trend jeho vývoje, neznamená to vzdát se toho mála co lze udělat. Tím je pohyb úrokových sazeb, který by pomohl zmírnit přísné podmínky nastavené silicím kurzem. Měnová politika ČNB by se neměla stylizovat do podoby, že vážná rozhodnutí o jejím směřování se přijímají jenom na základě komplexních informací z velkých situačních zpráv. Předložená zpráva je jednoznačným návěštím, že v té příští dojde k výraznému posunu inflační progózy směrem dolů, především opuštěním již zcela nereálné hladiny kurzu (31,25/€). Také nepružnost cen směrem dolů už dostává trhliny.

Vrchní ředitel Racoča: Není zaručeno, že výsledkem velké situační zprávy bude silný jednosměrný posun prognóz inflace a růstu směrem dolů. Dnes nejsou k dispozici dostatečně silné argumenty pro to, snažit se reálné ekonomice kompenzovat potenciální ztráty plynoucí z kurzu úlevami sazeb. Kromě toho je dopad této pomoci časově i strukturálně diferencovaný. Proto lze doporučení sekce měnové považovat za optimální.

Vrchní ředitelka Erbenová: Lze připomenout, že o minulém snížení sazeb jsme rozhodovali v situaci, kdy kurz byl téměř na stejné úrovni jako dnes. Jeho vývoj a hlavně čísla z oblasti reálné ekonomiky nejsou dostatečně silnými argumenty pro nějaké pronikavé změkčení měnových podmínek. Příští měsíc by měl přinést lepší rozhodovací komfort i vzhledem k předpokládanému schválení vládního prohlášení, obsahujícího mj. výhled fiskálu.

Viceguvernér Niedermayer: Opakuje, že fáze, po kterou se budeme nacházet pod cílovaným pásmem bude velmi pravděpodobně delší a hlubší než ukazuje prognóza ze 4. situační zprávy. Kurz dolaru je pozitivní šok, který není krátkodobou výchylkou, dovozní ceny podle všech předpovědí budou o 15-20 % nižší než před rokem. Nejsou vidět žádné faktory, které by inflaci vrátily do pásma nejen rychle, ale ani v horizontu transmise.

Vrchní ředitel Frait: Křivky vývoje inflace v minulosti byly dost volatilní, a proto na příští čísla bude silně působit vliv srovnávací základny.

Odpověď SMS: V ní jsou obsaženy i změny nepřímých daní, v prognózách inflace ale žádné nejsou.

Guvernér Tůma: Celkový pohled na ekonomiku je takový, že při příznivém vývoji zůstává potenciální ohrožení růstu vlivem posíleného kurzu a slabší zahraniční poptávky. Inflační rizika se snižují vlivem externích faktorů, proti nim stojí domácí. Vliv kurzu a vnější poptávky oslabí investice, proti tomu stojí domácí spotřeba povzbuzovaná rozpočtovými transfery. Je to tedy o něco jiná struktura růstu, než kterou jsme předpokládali v prognózách na začátku roku. V komunikaci je žádoucí zdůrazňovat, že vývoj kurzu si „vybere svou daň“ nejen v poklesu inflace, ale i v podobě zpomalení růstu.

III. Úkoly

Zpracovat analýzu datových zdrojů o vývoji cen nemovitostí a jejich relevanci pro měnové analýzy.

III. Závěrečné hlasování

Guvernér Tůma	Hlasuje pro ponechání sazeb.
Viceguvernér Dědek	Hlasuje pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu.
Viceguvernér Niedermayer	Hlasuje pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu.
Vrchní ředitelka Erbenová	Hlasuje pro ponechání sazeb.
Vrchní ředitel Frait	Hlasuje pro ponechání sazeb.
Vrchní ředitel Racoča	Hlasuje pro ponechání sazeb.
Vrchní ředitel Štěpánek	Hlasuje pro ponechání sazeb.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat úrokové sazby beze změny. Pro toto rozhodnutí hlasovalo 5 členů bankovní rady, dva hlasovali pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsal: Ing. P. Krejčí, poradce guvernéra