

Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 29. 8. 2002

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér O. Dědek, viceguvernér L. Niedermayer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel P. Štěpánek, ministr financí B. Sobotka

I. Diskuse navazující na prezentaci 8. situační zprávy

Viceguvernér Dědek: SZ poskytuje celou řadu nových informací, z nichž nejzajímavější je vývoj kurzu v posledních týdnech, ke kterému došlo po výrazném snížení krátkodobých úrokových sazeb po projednání 7. SZ. V prezentaci zaznělo, že oslabení koruny bylo způsobeno kombinací několika faktorů. Lze identifikovat transmisní mechanismus od snížení měnověpolitických úrokových sazeb ke změně měnového kurzu? Pokud hlavním vysvětlujícím faktorem oslabení kurzu není nedávné výrazné snížení úrokových sazeb, jakými faktory lze vysvětlit nedávnou relativně výraznou depreciaci?

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Snížení úrokových sazeb nebylo izolované opatření, centrální banka již delší dobu intervenovala na devizovém trhu. Po snížení úrokových sazeb nedošlo k žádnému skokovému vývoji ve vývoji kurzu. Oslabení lze interpretovat jako výsledek několika vlivů najednou: snížení úrokových sazeb (a snížení sterilizačních nákladů), vlivu devizových intervencí a zvýšení kredibility dohody mezi vládou a ČNB ohledně sterilizace privatizačních příjmů v cizí měně. Snížení úrokového diferenciálu pravděpodobně nehrálo příliš důležitou roli ve smyslu teorie nepokryté parity úrokových sazeb.

Viceguvernér Dědek: V oblasti zahraničního obchodu dochází k novému jevu, kdy bilance výnosů a služeb v podstatně menší míře kompenzuje negativní bilanci zahraničního obchodu, než tomu bylo před tím. Prognózy ukazují že podíl salda běžného účtu a obchodní bilance na HDP je téměř identický. Vnímá to SMS jako znepokojující nový signál v oblasti vnějších vztahů?

Odpoověď SMS: Bilance služeb již delší dobu nepokrývá plně deficit obchodní bilance a v tomto ohledu nedošlo ke zlomové změně. V rámci běžného účtu platební bilance lze ovšem očekávat další zhoršení bilance výnosů z důvodu narůstajícího podílu zahraničních investorů v ekonomice a s předpokládanými zisky z podnikání. V druhém kvartálu letošního roku pravděpodobně dojde v bilanci služeb k výpadku přibližně 3-4 mld. Kč ve srovnání s minulým rokem.

Viceguvernér Dědek: Za proinflační riziko inflační prognózy byl označen očekávaný vývoj cen ropy. Zatímco z pohledu celosvětové ekonomiky by cena ropy měla spíše klesat, z důvodu hrozby vypuknutí válečného konfliktu v Iráku predikce ceny ropy naznačuje její zvýšení. Existuje kvantifikovaný odhad SMS vlivu zvýšení ceny ropy na saldo obchodní bilance v běžných cenách? Srovnání vývoje OB ve stálých a běžných cenách ukazují na značné rozdíly.

Vrchní ředitel Frait: Jak SZ, tak prezentace poměrně robustně ukazují na pokles ekonomické aktivity v krátkodobém horizontu. Nicméně pro nastavení měnové politiky je rozhodující horizont přibližně následujících dvou let. Diskutovala SMS otázku, zda bude mít pokles ekonomického růstu v krátkodobém horizontu významný vliv i v delším období? Jaký bude souhrnný vliv povodní včetně reakce hospodářských politik na zmírnění jejich ekonomických následků?

Odpověď SMS: V letošním roce by mělo dojít k malému poklesu dynamiky HDP oproti stávající červencové predikci (0,1-0,2 procentní body) a k neutrálnímu nebo mírně pozitivnímu poptávkovému impulsu v roce 2003.

Vrchní ředitel Frait: Navzdory tomu, že je situace české ekonomiky jak strukturálně tak cyklicky výrazně jiná než v roce 1997, může být zajímavé srovnat vliv povodní na úspory domácností. Jak významný byl vliv povodní na úspory obyvatelstva v roce 1997?

Odpověď SMS: V roce 1997 nedošlo k žádné výrazné změně v úsporách obyvatelstva.

Vrchní ředitel Štěpánek: V prezentaci zaznělo, že srpnový průměr kurzu je vyšší než referenční scénář z poslední inflační prognózy. Tato skutečnost byla vyhodnocena jako nezanedbatelné inflační riziko. Lze toto riziko konkretizovat z časového a kvantitativního hlediska? V červenci došlo k zásadnímu snížení úrokových sazeb. Lze spojit depreciaci kurzu s tímto měnověpolitickým rozhodnutím?

Odpověď SMS: Viz odpověď SMS na otázku pana viceguvernéra Dědka.

Vrchní ředitelka Erbenová: Zvláštní kapitola k odhadu vlivu povodní byla kvalitně zpracována. Jsou závěry a kvantifikace této kapitoly zapracovány do ostatních kapitol SZ (tvorba fixního kapitálu, spotřeba vlády, atd.)?

Odpověď SMS: Podle zadání bankovní rady dochází ke změnám v odhadu budoucího vývoje v oblasti reálné ekonomiky pouze při velkých situačních zprávách.

Viceguvernér Niedermayer: Tato situační zpráva je jedna z nejkvalitnějších v poslední době. Nadále však přetrvává problém nevhodně konstruovaných grafů s nízkou vypovídací hodnotou.

Odpověď SMS: SMS plánuje zavedení jednotného standardu pro všechny grafy v SZ.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Žádá ministra financí Sobotku o poskytnutí informace ohledně záměrů vlády v oblasti financování odstranění povodňových škod a očekávaného vývoje hospodaření veřejných financí.

Ministr financí Sobotka: Informuje bankovní radu o očekávaném vývoji ve dvou širších oblastech:

- (i) státní rozpočet v roce 2002 a 2003
- (ii) připravovaná dohoda vládní koalice v oblasti daňových změn

ad (i) Zvýšení deficitu státního rozpočtu se neplánuje. Aktuálním rizikem rozpočtu je akutní finanční situace Českých drah, která vyžaduje úhradu finančních ztrát v důsledku zabezpečení závazku dopravní dostupnosti. Z těchto důvodů MF usiluje o získání dodatečných mimorozpočtových finančních zdrojů (možnost zaplacení poplatku za získání licence Eurotelem). Tento požadavek však musí být schválen v parlamentu.

Stát současně financuje nejpotřebnější obnovu krajů a obcí (formou 3 mld. Kč schválených poslaneckou sněmovnou) a zejména státního majetku. Zdroje na tuto obnovu se skládají z:

- 1,125 mld. Kč, kterou vláda získala přesunem některých položek z již schváleného rozpočtu tím, že fond dopravní infrastruktury získal restrukturalizací 0,5 mld. Kč;

- nyní se jedná o tom, že by FNM navýšil letošní dotaci o dalších 0,5 mld. Kč tak, aby Fond na obnovu povodňových škod v letošním roce mohl věnovat 1 mld. korun;
- fond bydlení (včetně ministerstva pro místní rozvoj) provede restrukturalizaci výdajů, z nichž některé, které měly původně sloužit na bytovou výstavbu, budou přesunuty na hrazení povodňových škod.

Celkový objem veřejných výdajů v letošním roce se tedy navýší zhruba o 3 mld. Kč. v oblasti vládních rezerv, o 0,5 mld. Kč ve výdajích ve fondu dopravy.

Konstrukce rozpočtu na příští rok je založen na následujících zásadách:

- Nedojde ke zvýšení deficitu státního rozpočtu oproti předchozím předpokladům.
- Bude provedena částečná změna investičních priorit, zejména v mimorozpočtových fondech.
- Budou se hledat úspory. Nárůst mezd ve veřejném sektoru bude nižší než avizovaných 13,5 %.
- Dojde ke změně struktury deficitu, tj. část deficitu nebude věnována na částečné uhrazení ztrát Konsolidační agentury, ale bude přesunuta do investičních výdajů státního rozpočtu.
- U mimorozpočtových fondů lze očekávat mírné navýšení fondů dopravy oproti původním očekáváním. Část privatizačních příjmů bude využita pro navýšení výdajů státního fondu dopravy.
- Není v úmyslu MF zapojit privatizační příjmy do jiných sektorů veřejných rozpočtů. Cílem ministra financí je udržet minimálně 50 % příjmů z privatizace SPT Telecom mimo výdajovou stranu veřejných rozpočtů a větší část přesunout do roku 2004.

MF plánuje navýšení příjmové strany státního rozpočtu. Na úrovni expertů koaličních stran je posuzován následující návrh daňových změn:

- (i) Zvýšení snížené sazby DPH z 5 % na 7 % a ke snížení 22 % na 21 % s účinností od 1. ledna 2003
- (ii) Snížení daně příjmů právnických osob v roce 2004 o 1 %, v roce 2005 o 2 %.
- (iii) Dočasněmu zavedení páté zdaňovací sazby daně z příjmů fyzických osob na hladině 37 % s tím, že základ daně bude zhruba od 990 000 Kč ročně a sazba bude uplatněna v období 2003-2005. U této daně bude doporučena omezená účinnost.
- (iv) Zvýšení spotřební daně z prodeje tabáku, cigaret a lihu. První fáze je navržena od 1. prosince roku 2002, druhá fáze od 1. 7. 2004.
- (v) Zvýšení spotřební daně z pohonných hmot od 1. 7. 2004.

V příštím roce by tyto daňové změny měly zvýšit příjmy státního rozpočtu přibližně o 10,5 mld. Kč. Povede to k navýšení jednoduché daňové kvóty (V roce 2003 21,4 %, v roce 2004 21,5 %. Od roku 2005 by daňová kvóta měla zase klesat z důvodu snížení daní právnických osob). Daňové změny se pohybují v pásmu daňové kvóty tak, jak byla identifikována v roce 2001, a pohybují se pod jednoduchou daňovou kvótou, která byla reálně v roce 2000. Existují dva důvody pro zvýšení spotřebních daní z pohonných hmot pouze od 1. 7. 2004. Tím prvním důvodem je značné riziko možnosti vojenského konfliktu na Blízkém východě, což by se mohlo s určitým zpožděním promítnout do ceny pohonných hmot. Ve spojitosti se zvýšením DPH by to mohou znamenat docela významný vliv na inflaci. Druhým důvodem je skutečnost, že z důvodu harmonizačních novel se nejeví nutným zvýšit spotřební daň, u cigaret, tabáku a lihu tomu tak není.

Guvernér Tůma: Děkuje ministru financí za informace a vyzývá k všeobecné diskusi, především k otázkám kurzové strategie a hospodaření veřejných financí.

Viceguvernér Niedermayer: Dotazuje se ministra financí na možnost čerpání úvěrů od Evropské investiční banky. Upozorňuje na skutečnost, že čerpání takového úvěru je ekvivalentní s navýšením deficitu veřejných financí a při tom se jedná o neefektivní způsob financování státního dluhu z důvodů nákladů na konverze deviz. Též vzniká dodatečné riziko v souvislosti s očekávaným kurzovým vývojem. Dále se ptá, zda nemůže dojít k ještě výraznějšímu prohloubení již projevujícího se zpomalení ekonomické aktivity z důvodu zvýšení daní. Daňové zvýšení může totiž vést ke zvýšení nejistoty ohledně budoucí výše disponibilních příjmů obyvatelstva.

Vrchní ředitelka Erbenová: Po vystoupení pana ministra financí existuje méně důvodů pro obavy, než tomu bylo na základě předběžných informací z médií. Je dobré, že dojde k rozložení daňových změn do 3 let, což by mohlo zmírnit potenciální negativní dopady daňových změn na ekonomiku, o kterých zmiňoval se pan viceguvernér.

Co se týče kurzové problematiky, ze schváleného rámce bylo čerpáno 470 mil. EUR od zavádění devizových intervencí. V souladu s dohodou BR na taktice postupného ústupu z trhu za srpen došlo k navýšení rezerv pouze ve výši 64 mil. EUR, z toho 46 mil. EUR začátkem srpna a včera 18 mil. EUR při extrémně nízké likviditě trhu a sílících spekulacích ohledně vlivu transakcí pojištěven na příliv zdrojů ze zahraničí.

Následně se paní vrchní ředitelka Erbenová dotazuje pana ministra Sobotky na společnou komunikační strategii ohledně nakládání s pomocí EU (odhady škod, odhady příspěvků z EU). Důležitou informací v tomto směru by bylo, že tyto zdroje půjdou mimo devizový trh. Druhá otázka se týká ekonomické výhodnosti úvěru ze zahraničí, která je sporná s ohledem na nízkou hladinu domácích úrokových sazeb. V případě, že dojde k čerpání takového úvěru, bylo by žádoucí, aby takový úvěr byl poskytnut v korunách. Podle předběžných zpráv by EIB byla schopna poskytnout tento úvěr i v korunách.

Viceguvernér Dědek: Směřuje následující otázky na ministra financí:

- (i) Existují nějaké náznaky zpomalení ve výběru daní v souvislosti se sílícími signály o zpomalení ekonomické aktivity?
- (ii) Zavedení páté zdaňovací sazby daně z příjmů fyzických osob na hladině 37 % je návrat k dříve existujícím hodnotám, nebo se jedná o novou sazbu vzniklou z titulu povodňových škod?
- (iii) Při řešení otázky konverze zahraničních zdrojů musí mít ČNB vyjasněné i některé technické aspekty vzájemné dohody mezi vládou a ČNB, jmenovitě pohled vlády k placení poplatků při konverzi deviz ze zahraniční pomoci. ČNB by preferovala zachování dosavadního systému zpoplatnění všech deviz nakoupených ČNB od vlády.

Ministr financí Sobotka: Zavedení tzv. „milionářské“ daně bude dočasné opatření pro zdaňovací období 2003-2005. Bude to znamenat zavedení daňového pásma 37 % (nyní 32 %) v případě příjmů vyšších než 1 000 000 Kč ročně. V této souvislosti je potřebné poznamenat, že je též připraven návrh na společné zdanění manželů (od roku 2004), které v budoucnu povede ke snížení daňové povinnosti u vyšších příjmových kategorií. Co se týče otázky úvěru od EIB, pan ministr financí děkuje za připomínky a náměty členů BR. Přislíbil projednání možnosti získávání tohoto úvěru v korunách, má-li k čerpání úvěru dojít a též posouzení výhodnosti nabízeného úvěru od EIB. Připomíná přitom politickou rovinu nabízené pomoci. Vzhledem k tomu, že např. potřebné výdaje na obnovu dopravní infrastruktury v roce 2003 se odhadují na úrovni 3 mld. Kč, jedná se o částky které může MF bez problémů profinancovat i bez čerpání úvěru od EIB. Existují tři varianty čerpání nabízené pomoci (čerpání úvěru v celkové nabízené výši, ve snížené symbolické výši, či nečerpání úvěru vůbec), tyto varianty pan ministr financí projedná s předsedou vlády.

Viceguvernér Niedermayer: V případě že poskytnutá půjčka bude nabízená v Kč, bude velice jednoduché posoudit výhodnost tohoto úvěru. Může dojít k tomu, že nabízené podmínky za tento úvěr budou mírně výhodnější než možnosti na trhu z důvodu daňových výhod EIB.

Ministr financí Sobotka: Navrhuje prodiskutovat na úrovni expertních pracovních skupin otázku výhodnosti čerpání evropských fondů (otázka ceny konverze těchto peněz do korun a sjednocení společného postupu ČNB a MF při čerpání těchto peněz).

Guvernér Tůma: Konverze pomoci by neměl být problém s ohledem na relativně nízký objem těchto peněz. Bude nutné ovšem zabránit potenciálnímu vzniku apreciačních očekávání.

Guvernér Tůma, viceguvernér Niedermayer, vrchní ředitelka Erbenová: Při konverzi zahraniční pomoci bude zřejmě postačující se odvolávat na existující dohodu mezi MF a ČNB.

Ministr financí Sobotka: Co se týče otázky vlivu zpomalení ekonomické aktivity na daňové příjmy, zatím nelze vystopovat jejich významnější pokles. Tyto údaje ovšem mohou být navýšeny o zálohy, které pravděpodobně byly zaplacené dříve na základě výzvy Hospodářské komory v tomto směru. V příštím roce dojde k pravděpodobnému výpadku u daní z příjmů právnických osob z důvodu ztráty účetnictví během povodní.

Nejvýznamnější je samozřejmě otázka, do jaké míry může dojít k současnému souběhu ochlazování ekonomické aktivity a negativního vlivu zvýšení daní. Vzhledem k tomu, že se nejedná o zvýšení daní z příjmů právnických osob, ba naopak, ale o zvýšení spotřebních daní a DPH, může dojít k určitému přibrzdění spotřebitelské poptávky, které může zasáhnout do dynamiky ekonomického růstu. Tato souvislost tady může existovat a při úvahách o razanci daňových změn se to zohlednilo. Nedochozí k daňovému zatížení práce, což je důležitým signálem. Existuje určitá nejistota ohledně míry promítnutí zvýšení snížené daňové sazby z DPH s ohledem na vysoce konkurenční prostředí v tomto segmentu, především v oblasti cen potravin. Písemnou podobu daňových změn ČNB obdrží v nejbližším možném termínu. Žádoucí je sjednocení pohledu MF a ČNB na očekávaný vliv těchto daňových změn na makroekonomický vývoj.

Viceguvernér Niedermayer: Nové údaje potvrzují závěry předchozích analýz. Dochází k poklesu ekonomické aktivity, k rychlému poklesu inflace. Je zřejmé, že inflace bude delší dobu pod inflačním cílem. Bude nutné diskutovat riziko ještě výraznějšího poklesu ekonomické aktivity, než se dosud předpokládalo. Všechna domácí data naznačují pokles inflačních tlaků. Dynamika peněžní zásoby poklesla o polovinu. Růst sezónně očištěné míry nezaměstnanosti též naznačuje pokles ekonomické aktivity. Saldo obchodní bilance ve stálých cenách je nejhorším výsledkem této dekády. Množí se informace o dalším oslabení zahraniční poptávky. Nedávné rychlé oslabení kurzu naznačuje, že riziko prudké depreciace měny nelze úplně podcenit. Dochází k obratu v pohledu investorů na budoucí vývoj kurzu koruny, dosud jednosměrná očekávání na posílení měny jsou více vyvážená. Co se týče vlivu povodní na ekonomickou aktivitu, analýza v SZ lze interpretovat tak, že ztráta HDP v krátkodobém horizontu bude nevýrazná, v delším horizontu lze očekávat určitý poptávkový impuls. Síla poptávkového vlivu ovšem bude záviset na struktuře a načasování vládních výdajů. Přípravované změny v daňové soustavě mohou vyvolat změnu očekávání ekonomických subjektů ve směru nižšího budoucího disponibilního důchodu a může dojít k poklesu osobní

spotřeby. Ve světle těchto informací se minulé výrazné snížení úrokových sazeb jeví být vysoce adekvátní. V případě, že se rizika ohledně další decelerace ekonomické aktivity naplní, nelze vyloučit další pokles úrokových sazeb.

Viceguvernér Dědek: V současnosti se nacházíme v nízkoinflačním prostředí, podle inflační prognózy by však od příštího měsíce mělo dojít k obratu. Navzdory tomu že inflace poroste, její hladina by měla zůstat nízká, pod dolním koridorem inflačního cíle. Pan viceguvernér Dědek souhlasí s návrhem SMS ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. V prezentaci zaznělo, že inflační rizika jsou vyrovnaná popř. mírně desinflační. Nicméně logika nepodmíněné prognózy by měla vést k doporučení sazby snižovat v souladu s prognózou implikovaných sazeb. Tento závěr však považuje za poměrně kontroverzní, dokumentující úskalí nepodmíněné prognózy. Jinou věcí je změna předpokladů prognózy. Ukáže-li se například, že ekonomický růst výrazně zpomalí, nebo že se kurz vrátí k předcházejícím silným hodnotám, otevře se prostor pro další snížení úrokových sazeb.

Situační zpráva identifikuje zvyšující se počet pesimistických zpráv z oblasti reálné ekonomiky. Vzniká otázka, jaké jsou hlavní příčiny případného poklesu domácí ekonomické aktivity. Jedná se o restriktivní vliv zpevnění reálného kurzu, nebo dochází k těsnější synchronizaci ekonomického cyklu v ČR s hospodářským cyklem v EU? Jak lze vysvětlit pokles spotřebitelské důvěry? Je tím hlavním důvodem zvýšení nezaměstnanosti vyvolané zpevněním kurzu?

Další zajímavou otázkou je, zda je lepší hodnotit současný ekonomický vývoj z pohledu úrovně či změny. Tradičním přístupem k rozhodování je vyhodnocení bilance rizik a následné rozhodnutí o nastavení úrokových sazeb. Pan viceguvernér Dědek je toho názoru, že z důvodu výrazného zpevnění kurzu koruny bylo měnověpolitické rozhodování v posledních měsících do značné míry podřízeno boji proti silné koruně využitím všech měnověpolitických nástrojů, včetně úrokových sazeb. Vzniká tedy otázka, zda reakce na excesivně silné posilování koruny nevyvolala nadměrnou úrokovou reakci a zda úrokové sazby nejsou na nižší úrovni než je to optimální. Zatím není k dispozici mnoho takových argumentů, které by naznačovaly neadekvátně uvolněné nastavení měnové politiky. Lze pouze poukázat na rychlou dynamiku spotřebitelských úvěrů a hypoték a na vazbu mezi prohloubením vnější nerovnováhy a uvolněného domácího ekonomického prostředí. Těž nelze zapomenout na delší dobu přetrvávající negativní reálné úrokové sazby z depozit.

I kdyby dnes bankovní rada dospěla k názoru, že v současnosti převažují desinflační rizika, pan viceguvernér by váhal hlasovat pro snížení úrokových sazeb automaticky. Je toho názoru že úrokové sazby jsou mimo rovnováhu s ohledem na silnou reakci ČNB na prudké posílení koruny.

Vrchní ředitelka Erbenová: Při hodnocení rizik je jednou z nejdůležitějších informací naplňování předpokladů prognózy ze 7. SZ v oblasti měnového kurzu. Ve srovnání s předchozími měsíci existuje více argumentů pro jeho oslabování. Dochází k poklesu růstových vyhlídek na cílových trzích českého vývozu. Pokles domácí ekonomické aktivity s určitým zpožděním odráží sílu kurzového šoku, vcelku podle předpokladů ČNB. Povodňové události minulých dnů dohromady s výrazným snížením úrokových sazeb v předchozím měsíci ospravedlňují vyčkat s rozhodnutím o příp. další změně úrokových sazeb.

Nejvýznamnější vliv povodní lze očekávat ve třech oblastech:

- (i) ČSÚ byl povodněmi postizen a z tohoto důvodu nelze vyloučit obtížnější dostupnost a interpretovatelnost dat;
- (ii) Může dojít k narušení stability některých z těch behaviorálních vazeb, na kterých je postavena modelová prognóza. Proto se zvyšuje riziko větších chyb při odhadu budoucího vývoje. V tomto ohledu ani zkušenosti z roku 1997 nemusí být relevantní,

mimo jiné i vzhledem k výrazným rozdílům mezi českou ekonomikou v roce 1997 a nyní.

- (iii) Vliv povodní na převážnou většinu ekonomických veličin, na něž se situační zpráva podrobně koncentruje, je relativně malý navzdory významným škodám na majetku. Vliv povodní na nabídkové veličiny v letošním roce bude zanedbatelný. Významnější negativní vliv lze očekávat v oblasti služeb z důvodu pravděpodobně významného poklesu počtu zahraničních turistů. Z pohledu poptávkového vlivu povodní tedy lze očekávat určitý proinflační vliv, ale tato rizika jsou pravděpodobně relativně nízká. Nelze vyloučit určitý cenový nárůst v některých segmentech ekonomiky, ale především v oblasti cen zemědělských výrobců, stavebních prací a cen pojistného. Tento poptávkový stimul se bude zřejmě pozvolna promítat do ekonomického vývoje, jak z pohledu velikosti tak z pohledu časového rozložení.

V souvislosti s aktivní účastí ČNB na devizovém trhu poznamenává paní vrchní ředitelka Erbenová, že nemá vyhraněný názor na žádoucí budoucí strategii v této oblasti. Na jedné straně se současná situace na devizovém trhu jeví být vhodná pro případné ukončení intervencí na trhu, na druhé straně by se bankovní rada měla shodnout na hodnocení současného kurzového vývoje a vyjádřit odhodlanost ČNB bránit se proti potenciálně apreciačnímu vlivu povodňové pomoci a přílivu deviz z titulu náhrady škod zahraničními pojišťovnami na kurz koruny. BR by měla být též připravena operativně diskutovat situaci na devizovém trhu v průběhu následujícího měsíce.

Následně paní vrchní ředitelka stručně tlumočila stanovisko pana vrchního ředitele Racochy: V současnosti je žádoucí nepřistoupit ke změně úrokových sazeb jednak vzhledem k bilanci rizik a jednak ke značné nejistotě ohledně kvality dat a posouzení dopadu povodní. Je též žádoucí určitě zmírnění protiinflačního optimismu SMS k směrem vyrovnanější bilanci rizik.

Vrchní ředitel Štěpánek: Ministr financí poskytl podrobnou informaci o plánované podobě povodňových vládních balíčků. Na hospodaření veřejných financí existují dva alternativní pohledy. Ten první pohled hodnotí fiskální politiku jako realistickou snahu o zmírnění negativních dopadů povodní na českou ekonomiku, ten druhý pohled akcentuje potenciální problém nevhodně strukturovaných a načasovaných kroků vlády. Z informací, které podal ministr financí bankovní radě se na první pohled jeví, že vláda si je vědoma nutnosti rozdělit fiskální reakci na povodně jak z pohledu příjmů a výdajů státního rozpočtu, tak z hlediska načasování jednotlivých kroků. Při bližším pohledu na návrh je však zřejmé, že vliv balíčků bude působit negativně na spotřebu obyvatelstva z důvodu nižšího nárůstu mezd ve veřejném sektoru a zvýšení nepřímých daní. Z vystoupení ministra financí bylo také patrné jedno významné střednědobé riziko budoucího hospodaření veřejných financí, tj. že vláda zřejmě nepřipravuje zásadnější reformu na výdajové straně státního rozpočtu. Z tohoto důvodu bude nutné věnovat permanentně pozornost a průběžně vyhodnocovat opatření vlády v oblasti výdajů z titulu povodní. Nelze podcenit riziko nevhodného mixu fiskální a měnové politiky v budoucnu které v budoucnu může nastat. K otázce devizových intervencí paní vrchní ředitelka poznamenala, že ukončení dosavadní strategie je sice na místě, ale nemusí to být okamžité rozhodnutí.

Vrchní ředitel Fraita: Pohled pana vrchního ředitele Fraita na domácí ekonomickou aktivitu ve střednědobém horizontu je poněkud pesimističtější než pohled SMS. Za hlavní riziko považuje řetězec slabá zahraniční poptávka, klesající domácí aktivita a klesající disponibilní příjmy vyplývající z očekávaného zvýšení daňového zatížení. V konečném důsledku by to mohlo vést k prodloužení období slabého ekonomického růstu a velmi nízké inflace. Pokud by měnové podmínky měly být uvolněnější, tak by bylo vhodnější, kdyby k tomu došlo

pomocí měnového kurzu namísto pomocí úrokových sazeb. Nicméně pokud dojde k potvrzení nynějších signálů o nízké ekonomické aktivitě a nedojde k odpovídajícímu uvolnění měnových podmínek pomocí kurzového kanálu, bude legitimní zvažovat další snížení úrokových sazeb. Statistické údaje za druhý a třetí kvartál tohoto roku nepomohou s největší pravděpodobností v rozpoznání toho, zda dochází k poklesu ekonomické aktivity či nikoliv. Spolehlivost dat bude nižší než kdykoliv před tím a proto bude muset rozhodnutí vycházet spíše z expertního posouzení celkové situace, než přímo ze statistických údajů. K otázce měnového kurzu pan vrchní ředitel poznamenává, že je žádoucí ukončit dosavadní strategii devizových intervencí. Upozorňuje na riziko vyjádření jakéhokoliv uspokojení ze současné úrovně kurzu na tiskové konferenci.

Guvernér Tůma: Od minulé SZ nedošlo z hlediska posouzení vývoje ekonomiky a budoucích inflačních tlaků k významným změnám. Vzhledem k tomu, že před měsícem centrální banka výrazně snížila krátkodobé úrokové sazby, ztotožňuje se pan guvernér s návrhem měnové sekce ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. K předcházející diskusi poznamenává, že informace ohledně budoucího fiskálního vývoje jsou zajímavé, a sdílí předchozí názor pana vrchního ředitele Štěpánka ohledně nutnosti nepřetržitého vyhodnocování hospodaření veřejných financí SMS. Podle jeho názoru existuje značná nejistota ohledně krátkodobého restriktivního vlivu daňových změn na spotřebu obyvatelstva. Je obtížné posoudit celkový vliv změn DPH a snížení daní právnických osob. Zavedení dočasně vyšší daně z příjmů pro skupiny vyšších příjmových hladin nebude mít pravděpodobně významný vliv na osobní spotřebu vzhledem k dočasnosti tohoto opatření a možného vlivu dvojího zdanění manželů. Posoudit vliv těchto daňových změn v krátkodobém horizontu je velice obtížné, předchozí postřehy ohledně absence reformy na výdajové straně rozpočtu v delším horizontu jsou však správné.

V oblasti komunikační strategie týkající se měnového kurzu se pan guvernér dotazuje bankovní rady, zda je žádoucí komunikovat dříve vyslovený názor pana viceguvernéra Niedermayera o posunu očekávání trhu k vyváženosti rizik ohledně dalšího vývoje kurzu.

Viceguvernér Dědek: Komunikace vyváženosti rizik spojených s budoucím vývojem kurzu může být trhem interpretována jako snížení ochoty ČNB hrát aktivnější roli na devizovém trhu. Je proto žádoucí komunikovat, že ČNB si stále uvědomuje negativní dopady silného kurzu na ekonomický vývoj a je nadále připravena použít své nástroje k zabránění dalšího zhodnocování.

Viceguvernér Niedermayer: Pohled na současnou úroveň kurzu se nemění. Mělo by dojít ke komunikaci toho, že očekávání, která se zdála být velmi robustní ve prospěch pevné koruny ještě přednedávnem, jsou vratší než se zdálo a proto není vyloučeno, že může dojít k poměrně výraznému znehodnocení kurzu. Tato možnost je nyní viditelnější než dříve. K otázce interní strategie v oblasti devizových intervencí poznamenává, že navzdory své určité nespokojenosti s operacemi provedenými den před jednáním BR, je zastáncem pružnějšího přístupu k devizovým intervencím.

Vrchní ředitel Štěpánek: Vývoj kurzu je nutné posoudit z dlouhodobějšího pohledu, minimálně v horizontu tří čtvrtletí. Z tohoto pohledu lze nedávné oslabení kurzu interpretovat pouze jako určitou korekci oproti předchozí výrazné apreciaci. Negativní vliv tohoto posílení se již promítnul do řady indikátorů, včetně veličin signalizující zpomalení ekonomického růstu. Nelze proto vyslovit žádné uspokojení nad současnou úrovní měnového kurzu. Minulé hodnocení kurzového vývoje zůstává z těchto důvodů neměnné. Navzdory tomu, že by bylo

žádoucí ukončení dosavadní strategie ČNB v oblasti devizových intervencí, není žádoucí s ohledem na stále relativně vysokou volatilitu kurzu s tímto krokem příliš spěchat.

Vrchní ředitelka Erbenová: Během srpna nedošlo kromě jediné intervence kolem zveřejnění zápisu z jednání bankovní rady k devizovým intervencím. Tato strategie byla v souladu s rozhodnutím bankovní rady z minulých dvou situačních zpráv. Intervence tento týden byly vyvolány apreciačními tlaky na kurz koruny z důvodu spekulací ohledně vlivu přílivu deviz spojených s náhradami škod z povodní (zajišťovny). V případě, že se bankovní rada přikloní k názoru, že nadále zůstává v platnosti flexibilní strategie intervencí, je nutné se shodnout na přesném mandátu sekce bankovních obchodů, zda by operace měly směřovat k udržení kurzu na určité úrovni s tolerančním pásmem nebo k dalšímu oslabení měny.

Guvernér Tůma: S flexibilitou je jediný problém, a to je interpretace dlouhodobějšího přetrvávání v současně platném režimu devizových intervencí. V případě, že sekce bankovních obchodů bude mít v pravomoci provádět devizové intervence na základě vyhodnocení aktuálních informací na trhu podle svého uvážení, dojde k posunu rámce měnové politiky ve srovnání se stavem před několika měsíci. Musí dojít k další diskusi BR s cílem vyjasnit tuto problematiku. Následně pan guvernér vyzývá členy BR k hlasování o nastavení úrokových sazeb.

Navazující odpolední diskuse bankovní rady k implementaci měnové politiky v oblasti devizových intervencích

Guvernér Tůma: Ohledně budoucí strategie v oblasti devizových intervencí existují dvě možné alternativy:

- (i) Ukončit dosavadní strategii relativně častých devizových intervencí
- (ii) Zachovat určitou flexibilitu a nespěchat úplně zrušit tento režim

Ukázalo se, že v srpnu nebylo nutné často zasahovat a ke konci srpna se při nízké likviditě objevily určité spekulace. V takových případech může být zachování existující strategie užitečné. Na druhou stranu může vést zachování mandátu sekce bankovních obchodů k problému přesného vymezení její činnosti. Následně pan guvernér vyzve pana ředitele Kvapila, aby podal informaci o činnosti sekce v této oblasti.

Ředitel sekce bankovních obchodů Kvapil: Od přidělení mandátu sekci bankovních obchodů došlo k devizovým intervencím v objemu 470 mil. EUR. Tato strategie byla aktivnější v červenci, v srpnu docházelo k intervencím již jen zřídka. Z důvodu spekulací ohledně vlivu přílivu zdrojů pro pojišťovny pro krytí náhrad povodňových ztrát došlo ke spekulacím na trhu a k následnému posílení kurzu. Za této situace je názor sekce bankovních obchodů takový, že by měl být flexibilní mandát prodloužen. Cílem tohoto mandátu by nemělo být oslabení, ale pouze stabilizace kurzu koruny. Trh není v současnosti moc hluboký, relativně malé objemy intervencí by měly být postačující. Ukončení této strategie navrhuje pan ředitel koncem září nebo začátkem října z důvodu prodeje akcií Erste Bank. Vzhledem k tomu, že se předpokládá konverze těchto přínosů do deviz, lze očekávat depreciační vliv této transakce na kurz.

Guvernér Tůma: Dá se vyslovit obava, zda mandát udržení kurzu nemění stávající rámec měnové politiky. Odvrácení každé spekulace intervencemi může být v tomto ohledu problematické. V případě jasného časového omezení to nemusí být problém, otázkou je, zda nedojde k následnému posunu tohoto omezení.

Viceguvernér Niedermayer: Asi není špatné udržet určitou míru pragmatismu, tento pragmatismus vedl k překvapivě dobrým výsledkům. Pan viceguvernér navrhuje zavedení určité asymetrické reakce na volatilitu. Kdyby mohlo dojít k devizovým intervencím pouze v okamžiku viditelného, výrazného posílení kurzu, jednalo by se o relativně úzce definovaný mandát pro sekci bankovních obchodů. Vzhledem k tomu, že problémy s likviditou trhu mohou nastat, určitá míra flexibility je žádoucí.

Guvernér Tůma: Není zřejmé, zda definice flexibility je dostatečně jasně vymezená. V případě, že dojde k devizové intervenci v případě zvýšení volatility nad určitou úroveň, je otázkou zda nedochází ke změně schématu měnové politiky. Zavádění automatického pravidla pro intervence může být problém. Nyní se diskutuje o tom, zda se má zachovat diskrece pro sekci bankovních obchodů v rámci předem vymezených objemů.

Viceguvernér Niedermayer: Dosud byla jejich diskrece absolutní a jeho návrh znamená výrazný ústup od flexibility naší dosavadní strategie. Doposud jsme devizovými intervencemi vyvíjeli tlak na kurz v jednom směru, podle jeho nového návrhu se intervence může uskutečnit pouze za předpokladu, že posílení kurzu během dne přesáhne určitou předem jasně definovanou hodnotu.

Guvernér Tůma: Není zřejmé, zda bude automatické pravidlo fungovat v praxi lépe, než vyhodnocení situace sekcí bankovních obchodů na základě likvidity trhu a jiných parametrů. Pan guvernér preferuje ve srovnání s automatickým pravidlem stávající stav.

Viceguvernér Niedermayer: To pravidlo je definováno opačně: nebylo by možné intervenovat pokud by změna kurzu nepřesáhla určitou, předem definovanou hodnotu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Není příkloněna k navrženému technickému pravidlu. Navrhuje rozhodovat na základě vyhodnocení aktuální situace na trhu, včetně analýzy fundamentálních příčin nebo náznaků spekulace. Proto navrhuje buď ukončení dosavadní strategie s možností rozhodnutí bankovní rady o případných intervencích v jednotlivých případech nebo definovat úroveň s tolerančním intervalem, kterou bude sekce bankovních obchodů udržovat.

Guvernér Tůma: Navrhuje spoléhat na kompetence sekce bankovních obchodů a zachovat jejich mandát s tím, že dojde ke snížení maximálního objemu v řádu několika milionu EUR možné intervence a k vymezení časového horizontu pro provádění intervencí v horizontu cca. jednoho měsíce.

Viceguvernér Dědek: Komplikované pravidlo asi není účelné. Ta dosavadní strategie se vyznačovala tím že byla relativně málo nákladná, z původního limitu zbývá přibližně 500 mil. EUR. Pokud bude nadále platit, že se relativně malými částkami dá kurz udržet minimálně na stávající úrovni, tak pan viceguvernér proti takové strategii nemá námítky. V případě, že by náklady na intervence vzrostly, situace by byla jiná.

Guvernér Tůma: V současné době se připravuje materiál o strategii devizových intervencí, který by měl být projednán v bankovní radě v září letošního roku. Jeho závěry můžou pomoci posunout tuto diskusi dál.

Viceguvernér Dědek: Dotazuje se ředitele Kvapila na aktuální nálady na devizovém trhu.

Ředitel sekce bankovních obchodů Kvapil: Situace na devizovém trhu se mění. Začínají se objevovat zprávy, že nelze očekávat další posilování kurzu. Kvůli spekulacím z důvodu povodní však nelze vyloučit krátkodobou apreciaci kurzu koruny. Nové údaje z oblasti platební bilance by mohly pomoci v návratu kurzu minimálně do příznivější polohy.

Guvernér Tůma: Každý týden dostáváme informace o vývoji na trhu a na jednání bankovní rady existuje možnost výměny informací.

Viceguvernér Niedermayer: Při poskytování informací žádá o uvedení údajů „open“, „close“ a průměrnou hodnotu ticketu.

III. Závěrečné hlasování

Guvernér Tůma: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Viceguvernér Dědek: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Viceguvernér Niedermayer: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitelka Erbenová: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Frait: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Štěpánek: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

IV. Rozhodnutí

Po projednání 8. situační zprávy bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na hladině 3 %.

Zapsal: RNDr. Tibor Hlédik, MA, poradce bankovní rady ČNB