

Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 28. 11. 2002

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér O. Dědek, viceguvernér L. Niedermayer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Fraňt, vrchní ředitel P. Racoča, vrchní ředitel P. Štěpánek.

I. Diskuse navazující na prezentaci 11. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Jaká je relevance možného snížení úrokových sazeb ECB pro nastavení úrokových sazeb v ČR?

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Snížení úrokových sazeb v eurozóně jsou již zabudovaná do očekávání ekonomických subjektů. Překvapením by spíš bylo, kdyby ke snížení sazeb nedošlo. Nedá se očekávat žádný významný vliv případného snížení úrokových sazeb na český finanční trh. Budoucí ekonomický růst a poptávka v eurozóně jsou mnohem důležitějšími faktory tuzemského makroekonomického vývoje. Z pohledu modelové prognózy, kdyby došlo v eurozóně ke snížení sazeb o 50 bazických bodů – což je větší snížení než předpoklad prognózy – a v ČR k menšímu poklesu sazeb než na úroveň konzistentní s hlavním scénářem prognózy, by v modelu celkově došlo k určitému mírnému proapreciačnímu tlaku.)

Viceguvernér Niedermayer: Jakým způsobem lze interpretovat nové zprávy ze Spojených států amerických. Na jedné straně dochází ke snižování úrokových sazeb, na druhé straně poslední zveřejněné údaje naznačují poměrně silnou ekonomickou aktivitu.

Odpoověď SMS: Poslední vývoj měnové politiky v USA a v Evropě nelze interpretovat jako soutěžení ECB a Fed-u v oblasti úrokových sazeb. Navzdory tomu, že nedávno došlo k výraznému snížení úrokových sazeb v USA, ujišťovali představitelé americké centrální banky trhy, že neočekávají další snižování. Síla ekonomické aktivity v USA je relevantní především pro analytiku zabývající se s Evropou, pro Střední a východní Evropu je význam USA relativně malý.

Viceguvernér Dědek: Analýza soustředující se na zhoršování salda obchodní bilance v úvodním vystoupení ředitele SMS byla velice užitečná, podobně jako informace o poměru hlasů pro a proti snížení dvoutýdenní repo sazby v SMS. Dotazy pana viceguvernera jsou následující:

V úvodním vystoupení zaznělo, že za nejpravděpodobnější důvod zhoršení salda obchodní bilance lze označit ztrátu cenové konkurenceschopnosti a slabou zahraniční poptávku. Zdá se ovšem, že zatím toto prohloubení vnější rovnováhy není doprovázeno současným zhoršením několika domácích ekonomických veličin (průmyslová výroba, nezaměstnanost). Do jaké míry jsou tedy předpoklady SMS ohledně hlavních příčin zhoršení OB oprávněné? Může SMS kvantifikovat jak se bude vyvíjet podíl salda běžného účtu k HDP v budoucnu?

Odpoověď SMS: SMS nepozoruje žádné výraznější odchylky predikce vývozu od skutečných hodnot. Tyto odhady jsou založené na hlavních determinantech vývozu: reálném kurzu a zahraniční poptávce. Výraznější je odklon predikovaného dovozu od skutečnosti. V této souvislosti se často diskutuje vliv vysoké dynamiky spotřebitelských úvěrů na dovozy, ale tento vliv je již zakomponovaný do predikce dovozů. Existuje relativně velké riziko na straně investic, kde je obtížnější získat spolehlivější odhad. V kontextu dalších dostupných informací se ovšem nezdá být pravděpodobné, že by investiční poptávka byla hlavním faktorem tak výrazného zvýšení dovozů. Hlavním vysvětlením je tedy zatím vliv intratemporální substituce. Jinými slovy, domácí výrobci jsou vytlačováni zbožím z dovozu. Překvapující je razance, s jakou došlo ke zhoršení salda obchodní bilance. Za poslední dva měsíce došlo ve vzájemném

obchodu s Německem ke zhoršení salda OB ve stálých cenách o 20 mld. Kč. Z tohoto důvodu nelze vyloučit ani působení jednorázových vlivů.

Viceguvernér Dědek: Na str. 8 situační zpráva obsahuje obrázek zachycující grafické znázornění inflačních rizik. Ve srovnání s minulou SZ došlo ke změně stupnice os a proto je rozptýl rizik v 11. SZ mnohem menší, než tomu bylo v 10. SZ. Bylo by žádoucí neměnit stupnici tohoto grafu, aby grafické znázornění rizik v jednotlivých situačních zprávách bylo srovnatelné.

Odpořed' SMS: SMS souhlasí s poznámkou pana viceguvernéra a vylepší prezentaci inflačních rizik tak, aby inflační rizika v jednotlivých SZ byla vzájemně srovnatelná.

Vrchní ředitel Frait: Jak velký význam připisuje SMS při analýze zhoršení salda OB vlivu kanálu nízké úrokové sazby → růst poptávky po spotřebitelských úvěrech → zvýšené dovozy?

Odpořed' SMS: viz odpořed' na otázku pana viceguvernéra Dědka výše

Vrchní ředitel Frait: Při diskusi inflačních rizik SZ podrobně analyzuje rizika vyplývající z nízké poptávky v zahraničí a především v Německu. Poněkud méně prostoru je věnováno cenovému vývoji v zahraničí. Předpoklad SMS ohledně meziročního růstu produkčních cen v Německu se pohybuje zhruba na úrovni 2.2 % pro letošní rok a předpokládá se určité zrychlení růstu cen v příštím roce. Je tento předpoklad pro příští rok reálný?

Odpořed' SMS: Vzhledem k relativně pesimistickému výhledu očekávaného ekonomického růstu v EU si lze obtížně představit nadměrný růst cen v Evropě. ČNB pro svoje exogenní předpoklady přebírá Consensus Forecast a ten je vytvořen takovým způsobem, že ekonomický růst a inflace jsou vzájemně konzistentní.

Vrchní ředitelka Erbenová: Situační zpráva uvádí, že podíl deficitu státního rozpočtu na HDP bude oproti původním očekáváním nevýrazně menší (6,7 % namísto 7 %). Zmiňuje se ovšem též varianta, podle které by za určitých podmínek mohl deficit státního rozpočtu na HDP poklesnout až k 5,5 %. S ohledem na současné relativně významné přebytky na účtech mimorozpočtových fondů se též očekává určitý posun investičních výdajů těchto fondů na příští rok. Jaká bude změna fiskální pozice v letošním roce a jak se případné změny projeví na hospodaření státu v příštím roce?

Odpořed' SMS: Možné výraznější snížení podílu deficitu hospodaření veřejných financí na HDP vycházelo z předpokladu, že v letošním roce může dojít k výpadku některých privatizačních příjmů. Státní fondy čerpají v letošním roce méně prostředků, než se původně očekávalo. Do konce roku ještě dojde ke konzultacím mezi těmito fondy a ČNB. SMS očekává, že ke konci roku bude Státní fond dopravní infrastruktury čerpat namísto plánovaných 47 mld. Kč pouze 40 mld. Kč a Státní fond bytového rozvoje namísto 13 mld. Kč vyčerpá maximálně 5 mld. Kč. Lze proto očekávat, že část výdajů plánovaných pro letošní rok bude čerpána těmito fondy až v příštím roce. Čerpání těchto zdrojů bude ovšem pravděpodobně postupné. Vzhledem k velkým objemům, kterými tyto mimorozpočtové fondy disponují, pracuje SMS na metodologii směřující k využívání informací o míře čerpání finančních zdrojů těmito fondy. Lze předpokládat, že v krátkodobém období tyto fondy nejsou pro zbytek ekonomiky vytěsňující. Aktivnější použití této metodologie v budoucnu povede k tomu, že výpadek v čerpání zdrojů těmito fondy oproti předpokladům vyvolá přehodnocení prognózy ekonomického růstu.

Vrchní ředitelka Erbenová: SZ uvádí, že souhrnné harmonizační úpravy nepřímých daní, které musí ČR provést do konce dubna 2004, mohou mít dopad do spotřebitelské inflace až o

2,5 procentního bodu. Jsou tam zahrnuty nějaké dodatečné úpravy nad rámec těch změn, o kterých se mluvilo v souvislosti s tzv. povodňovými balíčky? Proč je ten dopad až dvakrát vyšší než dopad povodňového balíčku? Existují nějaké pracovní odhady o časovém harmonogramu těchto úprav?

Odpověď SMS: Při posouzení vlivu nepřímých daní na celkovou inflaci lze odhadnout kumulativní vliv na cenovou hladinu, není ovšem známé načasování těchto harmonizačních kroků. Lze tedy očekávat, že promítání těchto změn do inflace bude rozloženo v čase. Vzhledem k tomu, že při určení inflačního cíle byly tyto očekávané změny zohledněny v kvantifikaci cílového koridoru a změny nad rámec těchto předpokladů spadají do systému výjimek, měnově-politická rozhodnutí by neměla být příliš ovlivněna těmito diskrečními změnami.

Vrchní ředitelka Erbenová: Horizont nejučinnější transmise se posunul do prvního čtvrtletí roku 2004, na jehož konci zřejmě dojde ke vstupu ČR do EU. Paní vrchní ředitelka navrhuje do příští SZ zpracování přílohy, ve které by došlo k posouzení a kvantifikaci očekávaných cenových změn (např. v oblasti cen zemědělských výrobců) do indexu spotřebitelských cen.

Odpověď SMS: SMS již na této problematice pracuje a výsledky této analýzy bude prezentovat v další SZ.

Vrchní ředitelka Erbenová: V oblasti regulovaných cen SZ zmiňuje vliv již rozhodnutých změn v ceně energií. Jaký je očekávaný vliv rozhodnutí ústavního soudu pro odstranění regulace nájemného nebo popř. jaká jsou očekávání SMS ohledně cenových změn, které by mohl přinést nový zákon určující růst cen nájemného od roku 2003?

Odpověď SMS: Za předpokladu očekávaného zvýšení cen nájemného na trhu s regulovaným nájemným o 10-50 % se dopad do spotřebitelské inflace odhaduje v rozmezí 0,2-1,3 procentního bodu.

Vrchní ředitel Racoča: V minulé SZ došlo ke zpracování několika scénářů alternativních k hlavnímu scénáři inflační prognózy. Jeden z těchto scénářů naznačuje nutnost významného zvýšení úrokových sazeb v případě určité deprecie měnového kurzu oproti hlavnímu scénáři, druhý scénář, posuzující posun části fiskální expanze z letošního na příští rok, generuje vyšší úrokové sazby než základní scénář. Vzhledem k tomu, že tyto předpoklady se v posledním období alespoň částečně naplňují, vzniká otázka, do jaké míry jsou směrodatné inflační prognózy spojené s těmito alternativními scénáři.

Odpověď SMS: V případě posouzení vlivu fiskální expanze oproti základnímu scénáři jsou úrokové sazby skutečně na vyšší úrovni, implikovaný vývoj úrokových sazeb je v počátečním období v obou scénářích velice podobný. U dalšího alternativního scénáře, kdy se předpokládalo že dojde k autonomnímu zvyšování rizikové prémie, je hladina úrokových sazeb oproti základnímu scénáři výrazně vyšší. Tento rozdíl byl skutečně dramatický, ale alternativní scénář byl konzistentní s úrovní kurzu, která převládala před jeho výraznou apreciací. Jinými slovy, alternativní scénář předpokládal návrat kurzu k úrovním, které převažovaly před rokem. Kurzový vývoj v posledních týdnech nenaznačuje, že by pravděpodobnost naplnění se tohoto scénáře byla velká. V této souvislosti začala SMS začala analyzovat otázku možné propojenosti kurzového a fiskálního vývoje v tom smyslu, že v by případě nedostatečně rychlé konsolidace hospodaření veřejných financí mohlo dojít k přehodnocení očekávání finančních trhů o rychlém připojení ČR k EMU. V reakci na připomínku viceguvernéra Niedermayera SMS zdůrazňovala, že k výraznému zvýšení krátkodobých úrokových sazeb došlo také z toho důvodu, že předpoklad autonomního zvýšení rizikové prémie vyvolal zvýšení rovnovážné úrovně reálné úrokové sazby. Bez tohoto předpokladu by implikované zvýšení úrokových sazeb v alternativním scénáři bylo menší.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Nová situační zpráva neobsahuje ve srovnání s 10. SZ mnoho nových informací. Nové údaje z oblasti zahraničního obchodu patří zřejmě mezi nejvýznamnější. Interpretace nových dat ovšem není zdaleka jednoznačná. Dochází k určitému posunu v pohledu na hospodaření veřejných financí a tím i možných implikací fiskálního vývoje pro nastavení měnové politiky pro letošní a příští rok. Inflační rizika jsou podle SMS vyrovnaná a návrh SMS je ponechat dvoutýdenní repo sazbu na stávající úrovni.

Viceguvernér Niedermayer: V úvodu svého vystoupení má několik připomínek k vlastní SZ. Situační zpráva je příliš rozsáhlá, nové, pro měnovou politiku relevantní informace, by měly být shrnuty na přibližně deseti stránkách. Diskuse o fiskální politice proběhla opět na vlastním projednávání SZ. Některé otázky týkající se fiskální oblasti jsou kladeny bankovní radou opakovaně bez toho, aby došlo k odpovězení některých z těchto otázek v následujících SZ. Analýza vnější oblasti byla určitým zklamáním. Založením nového odboru dala BR najevo, že analýzám týkajícím se vnější oblasti přikládá velkou důležitost, a viceguvernér Niedermayer očekává jasnější informace z této oblasti. Doporučuje zpracovat na standardizaci grafu zachycující inflační rizika a je toho názoru že tento graf může přispět k redukci textu. Navrhuje formální zadání pro SMS ke zpracování materiálu, který by analyzoval fiskální implikace připojení ČR k EU z pohledu vzájemných finančních toků mezi ČR a EU.

Guvernér Tůma: Je nutné si přesně vymežit tento úkol. V diskusi padl návrh na analýzu finančních toků mezi ČR a EU a na rozbor očekávaného cenového vývoje po vstupu do EU (např. v oblasti cen zemědělských výrobců), načasování jejich dopadů, atd. Tyto dva návrhy by měly být považovány za formální úkol, SMS by se měla navíc zamyslet nad tím, jaké jiné oblasti by zasloužily pozornost.

Ředitel SMS Čapek: Na materiálu analyzujícím tyto oblasti se již v SMS pracuje.

Vrchní ředitel Štěpánek: K diskusi o SZ poznamenává, že z malých SZ se vytrácí analýza celkových trendů a příliš se koncentruje na jednotlivosti. Hodnocení fundamentálních veličin a trendů je pak úkolem bankovní rady. SMS by se měla zamyslet nad novým způsobem hodnocení fundamentálních trendů v ekonomice a srozumitelnou prezentací návrhu rozhodnutí.

Celkovou měnovou a makroekonomickou situaci charakterizuje jako nízkoinflační. Spotřebitelská inflace se zřejmě bude pohybovat výrazně a delší dobu pod koridorem inflačního cíle. Tato skutečnost otevírá dvě zásadní otázky. Tou první je otázka povahy a trvání faktorů, které způsobují dlouhodobé setrvávání inflace pod cílem, a tou druhou je otázka, zda by měnová politika neměla na tento vývoj oportunně reagovat změnou nastavení cíle samotného. Skutečnost, že v ekonomice přetrvává nízkoinflační prostředí, umožňuje klást větší důraz na problém ekonomického růstu. Na rozdíl od SMS je pan vrchní ředitel toho názoru, že nejistot je v současné době více než při projednávání 10. SZ. Predikce analytiků jsou opatrné až pesimistické ohledně růstových vyhlídek v zahraničí, především v EU. Na druhé straně poslední údaje ekonomické aktivity např. v USA jsou mnohem lepší než se původně očekávalo. Druhou nejistotou je struktura zdrojů tuzemského ekonomického růstu. Zejména se jedná o posouzení vlivu veřejné poptávky a autonomních faktorů na celkovou ekonomickou aktivitu. V případě, že by se potvrdilo, že podíl fiskální politiky na celkové poptávce je z důvodu nižšího deficitu hospodaření veřejných financí menší než se očekávalo začátkem letošního roku, došlo by k přehodnocení působení autonomních faktorů. Za těchto

předpokladů výhled ekonomického růstu pro příští rok může být příliš pesimistický. V oblasti vnější rovnováhy došlo v posledních měsících k výraznému zhoršení obchodní bilance. V prezentaci ředitele SMS zazněla tři alternativní vysvětlení pro tento výrazný pokles salda obchodní bilance, stále ovšem existuje velká nejistota ohledně budoucího trendu. Vzhledem k tomu, že nejistota je v současnosti více než v minulosti, pan vrchní ředitel navrhuje vyčkat s měnověpolitickým opatřením.

Viceguvernér Dědek: Viceguvernér navrhuje vylepšit shrnutí v SZ. Tato část situační zprávy by měla být syntetičtější a měla by prezentovat hlubší makroekonomické uvažování uvnitř SMS.

Nejvýznamnější novou informací je měnící se náhled na obchodní bilanci. Zhoršování salda obchodní bilance v posledních několika měsících přinutilo SMS k zamyšlení nad tím, zda nedochází ke změně trendu v oblasti zahraničního obchodu. Ve světle těchto informací se dá volně navázat na diskusi k minulému měnověpolitickému rozhodování. Zhoršování salda obchodní bilance je novou informací doplňující celkový, poněkud zneklidňující pohled na českou ekonomiku, která je charakterizovaná nekonsolidovaným hospodařením veřejných financí, pesimističtějším růstovým výhledem a nepříznivou strukturou ekonomického růstu. K největším růstovým výpadkům dochází v oblasti investic a vývozních odvětví, která jsou právě hlavními faktory zdravého ekonomického růstu. Naopak, současný ekonomický růst je tažen především expanzivní fiskální politikou a růstem osobní spotřeby. K těmto nepříznivým zprávám se nyní přidává i prohloubení vnější nerovnováhy. Lze tedy shrnout, že dochází k celkovému rozvolňování makroekonomické rovnováhy. Za předpokladu, že by inflace byla na vyšší hladině, mohlo by to vyvolat znepokojení. Inflace se ovšem pohybuje výrazně pod inflačním cílem a lze očekávat že tomu tak bude delší dobu. Nelze však v této souvislosti mluvit o deflaci, nelze vyzorovat pokles ekonomické aktivity (nebo spotřebitelské poptávky) z důvodu příliš utlumených inflačních očekávání. Nízkou spotřebitelskou inflaci lze částečně vysvětlit atypicky výrazným cyklickým poklesem cen potravin (u kterých lze často velice obtížně vyzorovat měnové souvislosti), menšími deregulacemi a samozřejmě silným vlivem reálné apreciacie koruny a stagnace zahraniční poptávky. Při pohledu na strukturu růstu jednotlivých položek spotřebitelského koše, (skupiny obchodovatelné a neobchodovatelné položky, regulované ceny, jádrová inflace, atd.) a to především na skupinu neobchodovatelných ostatních položek - které pravděpodobně nejvíc reflektují vliv měnové politiky - lze konstatovat cenovou stabilitu v rozmezí 4 - 6 %.

Ze dvou zvažovaných variant měnověpolitického rozhodnutí viceguvernér Dědek preferuje ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni. Vidí tři hlavní důvody proti snížení úrokových sazeb:

- (i) V případě snížení úrokových sazeb může vzniknout problém obtížné interpretace tohoto kroku finančními trhy a zvýšení reputačního rizika pro ČNB. Trhy by mohly interpretovat snížení úrokových sazeb takovým způsobem, že centrální banka podceňuje negativní signály.
- (ii) Testování míry možnosti negativního úrokového diferenciálu může přinášet určitá rizika v podobě možného skokového vývoje kurzu.
- (iii) Případné snížení úrokových sazeb – za předpokladu, že by nedošlo k výše zmíněné skokové změně – by pravděpodobně nemělo žádný velký vliv na měnový kurz, ale naopak by mohlo přes zvýšení domácí poptávky přispět k dalšímu prohloubení vnější nerovnováhy.

Guvernér Tůma: V souladu s některými předcházejícími názory členů bankovní rady by rád viděl poněkud úspornější, syntetičtější a provázanější shrnutí v SZ a souhlasí s názorem, že graf zachycující inflační rizika by mohl hrát v budoucnu důležitější roli v oblasti komunikace.

K obsahu SZ poznamenává, že zhoršení salda obchodní bilance lze obtížně vyhodnotit, ke zhoršení salda zahraničního obchodu ve stálých cenách již docházelo od května letošního roku. Proti tomu stojí nicméně fakta naznačující, že finanční situace podniků navzdory silné koruně a nízké zahraniční poptávce je relativně dobrá. To může být kompatibilní s tím, že exogenní šoky tohoto typu se mohou projevit v dlouhodobém horizontu poněkud výrazněji než krátkodobě. Anekdotická evidence z návštěvy Škoda Auto a.s. naznačuje, že finanční pozice podniků je vyhovující. Měnověpolitické doporučení je do značné míry ovlivněno velkou citlivostí modelu na měnový kurz. V alternativním scénáři, kdy se kurz koruny pohyboval namísto referenčního scénáře na úrovni 31 Kč za euro, bylo měnové doporučení výrazně odlišné od základního scénáře. V tomto směru není překvapivé, že SMS doporučila ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni, spíše je poněkud překvapující, že k tomu doporučení došlo tak těsným poměrem hlasů. Je přitom zřejmé, že zhoršení salda obchodní bilance a bilance služeb běžného účtu platební bilance posouvá vnímání ohledně očekávaného budoucího vývoje kurzu. Ve srovnání s minulou situační zprávou, kdy SMS hodnotila očekávaný kurzový vývoj jako vychýlený mírně apreciačním směrem, v současnosti očekávané zhoršení salda běžného účtu naznačuje větší vyrovnanost apreciačních a depreciačních tlaků a posun k alternativnímu kurzovnímu scénáři z minulé SZ. Z těchto důvodů pan guvernér považuje za důležité klást velký důraz na analýzu platebně-bilančních toků.

Vrchní ředitel Racocha: Před měsícem se diskutovalo o možnostech naplnění některých z předložených alternativních scénářů. I když jeden měsíc je krátká doba k posouzení toho, do jaké míry dochází k naplnění některých z těchto alternativních scénářů, nové informace potvrzují spíše naplnění těch prognóz, které působí proinflačním směrem. Existuje významná nejistota týkající se rozložení fiskálního impulsu mezi letošním a příštím rokem a současně ohledně identifikace hlavního zdroje letošního ekonomického růstu. K alternativnímu kurzovnímu scénáři pan vrchní ředitel Racocha poznamenává, že navzdory tomu, že předpoklad slabšího kurzu, který se do značné míry naplnil v posledních dnech, je konzistentní s výrazně vyšší hladinou krátkodobých úrokových sazeb, ze strany SMS nedochází k přehodnocení pohledu na nastavení měnové politiky. V této souvislosti vzniká otázka, zda nedošlo k určité chybě při nastavení modelu, když oslabení kurzu o přibližně 1 Kč vůči euru vyvolá potřebu tak výrazného zvýšení úrokových sazeb.

Výsledky salda zahraničního obchodu jsou opravdu alarmující a to především proto, že k výraznějším změnám došlo především v těch skupinách obchodní bilance, které jsou citlivější na domácí ekonomické podmínky. Další impuls podporující růst domácí poptávky je z pohledu dalšího vývoje obchodní bilance problematický. Obtížně lze interpretovat relativně vysoký růst průmyslové výroby a tržeb z maloobchodu při vědomí toho, že tyto ukazatele vykazovaly vysoké růstové hodnoty během období ekonomické recese v minulosti.

Bude nutné též zvážit, jakým způsobem bude ČNB komunikovat skutečnost, že inflace se již delší dobu pohybuje výrazně pod pásmem inflačního cíle. Samozřejmě vnější podmínky jsou klíčové, ale kromě vnějších vlivů menší než původně očekávaný příspěvek regulovaných cen do inflace hraje též významnou roli. Bylo by žádoucí upozornit na výjimkovatelnost tohoto vlivu. Vzhledem k tomu, že posilování kurzu bylo označeno jako nejvýraznější inflační riziko, mělo by dojít k přehodnocení komunikační strategie ČNB v kurzové oblasti. Pan vrchní ředitel Racocha v závěru svého vystoupení navrhuje ponechat úrokové sazby na stávající úrovni.

Guvernér Tůma: Navrhuje zvážit, zda by se nemělo komunikovat, že ČNB již delší dobu neintervenuje na devizovém trhu, a zároveň potvrdit připravenost centrální banky zaintervenovat v případě výraznější apreciacie.

Vrchní ředitel Racocha: Pokud by se BR rozhodla komunikovat, že centrální banka již několik týdnů neintervenovala na devizovém trhu, bylo by žádoucí současně zdůraznit, že:

- (i) to neznamená, že ČNB není připravena zasáhnout v případě nadměrné apreceiace;
- (ii) dochází k poklesu apreciačních tlaků z důvodu pravděpodobného výpadku některých původně očekávaných privatizačních příjmů.

Vrchní ředitelka Erbenová: Nedoporučuje komentář k vývoji kurzu nebo k intervencím ČNB na trhu. Je konec roku, bankovní rada opakovaně diskutovala otázku malé likvidity na devizovém trhu, která může vyvolat pohyby kurzu oběma směry. Centrální banka zveřejňuje objem svých obchodů na devizovém trhu, ze kterého je naprosto zřejmé zda ČNB intervenuje či nikoliv. Vzhledem k významu údajů zahraničního obchodu by naopak bylo žádoucí zachytit v zápisu diskusi BR na toto téma a podotknout, že prohloubení deficitu obchodní bilance a očekávané zhoršení bilance služeb může vést k přehodnocení kurzových očekávání v mírně depreciačním směru.

Nové informace jsou natolik rozporuplné, že implikují závěr počkat s rozhodnutím o nastavení úrokových sazeb. Změna v bilanci inflačních rizik souvisí především se dvěma okruhy. Tím prvním je otázka změny výhledu zahraniční poptávky. I když nové zprávy nedávají důvod k velkému optimizmu, současně lze konstatovat, že nedošlo ani k výraznějšímu zhoršení růstových vyhlídek v zahraničí. Druhou otázkou je interpretace zhoršení obchodní bilance, tj. do jaké míry lze vysvětlit toto zhoršení aprecií reálného kurzu a poklesem zahraniční poptávky (včetně jednorázových vlivů) a do jaké míry se jedná o vliv snížení úrokových sazeb a následné silné domácí poptávky. Paní vrchní ředitelka, s ohledem na silnou dynamiku průmyslové produkce a maloobchodních tržeb, se zatím přiklání k hypotéze, že na zhoršení salda obchodní bilance má větší podíl vliv nízkých úrokových sazeb než reálného kurzu a zahraniční poptávky. Z tohoto pohledu by další snížení úrokových sazeb mohlo být kontraproduktivní. Vzhledem k tomu, že

- (i) kurz se nachází nad referenčním scénářem a s ohledem na zhoršení obchodní bilance by nemělo v blízké budoucnosti dojít k apreciačním tlakům;
- (ii) zvyšuje se pravděpodobnost toho, že část plánovaného fiskálního impulsu pro letošní rok se promítne do domácí poptávky v příštím roce;

paní vrchní ředitelka navrhuje ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Současně doporučuje komunikovat vliv nezrealizovaného zvýšení nepřímých daní a regulovaných cen na splnění inflačního cíle.

Vrchní ředitel Frait: SZ potvrzuje, že dochází k naplnění inflační prognózy. Inflační rizika jsou přibližně vyvážená, přičemž rizika oproti referenčnímu scénáři jsou mírně vyšší, naopak celková rizika jsou oproti inflační prognóze mírně nižší. Jedním z argumentů pro snížení úrokových sazeb je skutečnost, že dochází k poklesu inflačních očekávání a to může mít vliv na mzdové požadavky v příštím roce. Cenový vývoj v EU a v Německu může být ve skutečnosti nižší než současné předpoklady obsažené v SZ. SMS na dnešním projednávání SZ konstatovala, že nehrozí riziko nadměrného růstu cen v EU. Je tomu přesně naopak, rizikem je příliš nízký cenový růst v zahraničí. Pokud se jedná o kurzový vývoj a vliv kurzu na spotřebitelskou inflaci, tento kanál se obtížně kvantifikuje z důvodu nelineární transmise měnového kurzu do cen. Apreceiace kurzu se v minulosti nemusela plně promítnout do cen a v tomto ohledu současná korekce v kurzovém vývoji nemusí být nutně inflační. K diskusi o finanční situaci podniků paní vrchní ředitel dodává, že představitele několika tradičních, technologicky méně vyspělých průmyslových odvětví („old economy“) ho přednedávnem informovali o velice obtížné finanční situaci svých podniků. Při úvahách o dalším snížení úrokových sazeb nelze nebrat v úvahu analýzu vlivu na domácí poptávku a následně na saldo

obchodní bilance Navzdory tomu riziko snížení úrokových sazeb je v současnosti malé a nelze očekávat dynamizaci domácí poptávky a nadměrné úvěrové kreaace. Nelze však ani očekávat výraznější pozitivní efekty, lze počítat surčitým vlivem na očekávání a též podstřelení inflačního cíle se bude lépe komunikovat při nižší hladině úrokových sazeb. V závěru svého vystoupení pan vrchní ředitel Frait doporučil snížení limitní dvoutýdenní úrokové sazby pro repo operace o 25 bazických bodů. Současně nedoporučuje veřejně hodnotit nebo komentovat kurzový vývoj.

Viceguvernér Niedermayer: To, že současná hladina měnového kurzu je blízko k alternativnímu kurzovému scénáři z 10. SZ neznamenaá, že pravděpodobnost naplnění alternativní inflační prognózy je oproti základnímu scénáři větší. Hlavním důvodem pro tuto nekonzistenci je způsob jakým SMS vygenerovala tento alternativní scénář (změna rizikové prémie a reálných rovnovážných úrokových sazeb) a citlivost modelu na tento předpoklad. Pan viceguvernér je toho názoru, že kurz koruny na hladině 31 Kč za euro není inflačním rizikem. Riziko výrazné akcelerace inflace je hodně malé. Negativní vývoj v oblasti obchodní bilance otevřel otázku omezení měnové politiky. Když ve vysoce agregovaném modelu dojde k poklesu zahraniční poptávky, snížením úrokových sazeb lze částečně eliminovat negativní vliv této změny na produkční mezeru. Když v takovém případě nedojde ke snížení úrokových sazeb, bude podstřelení inflačního cíle větší než v případě reakce centrální banky. Omezení tohoto uvažování v reálném světě je vidět na vývoji salda obchodní bilance. Saldo obchodní bilance je v současnosti ovlivněno třemi významnými faktory: reálným kurzem, zahraniční poptávkou a domácí poptávkou. Záleží jednak na tom, které z těchto faktorů jsou pro obchodní bilanci dominantní a současně jaký přístup k nastavení měnové politiky převládá. Podle prvního přístupu výše salda obchodní je bilance náznakem slabé ekonomické aktivity, prohloubení negativní produkční mezery a problémů měnové politiky s nastavením adekvátní poptávky, která je konzistentní s inflačním cílem. Druhý přístup říká, že i když snížení úrokových sazeb při dané hladině kurzu přispěje v menší míře k nárůstu domácí poptávky a ve větší míře k prohloubení vnější nerovnováhy, každé takovéto snížení působí ve směru uzavírání negativní produkční mezery. Pan viceguvernér není zastáncem druhého přístupu. Vnímá silně skutečnost, že ČR je malou otevřenou ekonomikou s plovoucím kurzem, a z tohoto důvodu vnější rovnováha musí být nedílnou součástí měnověpolitických úvah. Přílišná koncentrace na vnitřní nerovnováhu může být ve střednědobém horizontu neudržitelná. Struktura naší ekonomiky je totiž taková, že jsme dodavatelem komponent a některých strojů pro investice do Německa. V případě že dochází k poklesu ekonomické dynamiky (a investic) v Německu, část našich výrobků je prakticky neumístitelná na trhu. Takže v celku lze konstatovat, že v současnosti zřejmě dochází k objemu poklesu vývozu z důvodu poklesu zahraniční poptávky a současně ke zvýšení dovozů z důvodu stimulace domácí poptávky. Riziko případného dalšího snížení úrokových sazeb spočívá v negativním vlivu splácení (spotřebitelských a hypotečních) úvěrů na poptávku ve střednědobém horizontu. Z již výše uvedených důvodů a vzhledem k tomu, že lze očekávat další mírné oslabení kurzu koruny, pan viceguvernér Niedermayer navrhuje ponechat úrokové sazby na stávající úrovni.

Guvernér Tůma: Upozorňuje na problém stanovování inflačního cíle pro další období. Podotýká, že zůstanou-li inflační tlaky nadále nízké a inflace se bude pohybovat výrazně pod dolním koridorem inflačního cíle, stanovení cíle nad aktuální hodnotou inflace by mohlo být kontraproduktivní. Navrhuje měnové sekci, aby této otázce věnovala větší pozornost.

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 snížení limitní úrokové sazby pro dvoutýdenní repo operace o 25 bazických bodů.

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

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

IV. Úkoly

SMS má zpracovat analýzu finančních toků mezi ČR a EU a rozbor očekávaného cenového vývoje v ČR po vstupu do EU, včetně načasování dopadů těchto změn.

V. Rozhodnutí

Po projednání listopadové situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace beze změny. Šest členů bankovní rady hlasovalo pro toto rozhodnutí, jeden člen bankovní rady hlasoval pro snížení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

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