

Protokol z jednání Bankovní rady ČNB ze dne 29. června 2000

I.1. Úvodní slovo vrch. ředitele Hrnčíře

Jednání bankovní rady má posoudit, zda dochází ke změně hodnocení makroekonomického rámce a charakteru měnového vývoje. Klíčové pro dnešní jednání je posouzení interakce mezi vývojem cen a reálné ekonomiky. Tak údaje o HDP za I. čtvrtletí navozují otázku, zda zůstat u charakteristiky současného stavu jakožto oživení, anebo jde již o přechod k faktickému růstu, a jak taková změna může ovlivnit cenový vývoj. Tyto otázky budou ještě předmětem podrobnějších analýz v příští (velké) situační zprávě, která bude obsahovat i nové prognózy a zejména začlenění současných běžných údajů, které jsou k dispozici, do dlouhodobějšího kontextu vývoje.

Na vykázaném růstu HDP (meziročně + 4,4 %, mezikvartálně, sezónně očištěno + 1,3 %) se podílejí všechny elementy domácí poptávky, v podstatě v rozsahu předpokládaném v našich predikcích. Proto charakterizují dosud jen postupné ožívování. Naproti tomu podstatný růst se týká netto exportu a v této souvislosti vyvstává otázka střednědobé udržitelnosti tempa. Jisté pochybnosti o věrohodnosti všech nových čísel (nominální HDP roste pomaleji než reálný, právě údaje za I. čtvrtletí podléhají často korekcím) se objevily i u některých analytiků; podrobnější zkoumání tohoto problému bude rovněž podkladem pro příští situační zprávu. Předpoklad delší udržitelnosti vývoje je podporován evidentními pozitivními strukturálními posuny v průmyslu a ve vývozu. Jinak zůstává v platnosti naše pojetí „dvousektorové“ ekonomiky spojené s alokováním některých zdrojů do jejich neperspektivních a ztrátových segmentů. Situaci v reálné ekonomice lze souhrnně charakterizovat tak, že jsou vytvořeny předpoklady pro rovnovážný růst, který není omezován vývojem platební bilance, ovšem prudkou akceleraci (á la jv. Asie) nelze očekávat.

Jistý nárůst cenových indexů souvisí s předcházejícím vývojem světových cen. Ve středně-dobém horizontu však tento kanál bude spíše tlumit inflační tlaky. Stejným směrem by měl působit i vývoj jednotkových mzdových nákladů. Proto existuje reálná šance udržovat nízkoinflační prostředí. Rizikem stále zůstává možnost silnějšího promítání důsledků vývoje PPI v podmínkách akcelerovaného hospodářského růstu, doprovázená v poslední době také urychlením růstu cen zemědělských výrobců.

Aktuální predikcí HDP v letošním roce je jeho růst, pohybující se v horní polovině dosud predikovaného pásma (tj. + 1,5 až + 2,5 %), s mírným urychlením v příštím roce. Prognóza vývoje cen se nemění. Souhrnně lze tedy označit současnou situaci za mimořádně příznivou (nízká inflace + růst). Z toho vychází i měnově politické doporučení: neměnit současné nastavení úrokových sazeb, pro jejichž přiměřenost je prvořadě určující výhled inflace v r. 2001. Limitujícím faktorem je úrokový diferenciál proti euru, zčásti i nízká úroveň reálných depozitních sazeb. Návrat k tendenci apreciacie kursu probíhá v době, kdy se více prosazují necenové faktory konkurenceschopnosti české produkce; proto je mírná nominální apreciacie tolerovatelnější než tomu bylo dříve. Pokud jde o vývoj peněžní zásoby, pokračuje zužování mezery mezi růstem nominálního produktu a množstvím peněz, které lze označit jako přiblížení se ke standardním relacím.

I.2. Diskuse

Přítomni: guvernér Tošovský, viceguvernér Dědek, vrchní ředitel Hrnčíř, vrchní ředitel Racoča, vrchní ředitel Niedermayer, vrchní ředitel Štěpánek

I.2.a. Dotazy a diskuse za přítomnosti měnové sekce a poradců

Viceguvernér Dědek: zda se analyzovaly národohospodářské důsledky situace v IPB – např. důsledky pravděpodobného ztíženého dalšího úvěrování určitého segmentu ekonomiky?

Vrch. řed. Štěpánek: jaké jsou teď obecné představy o vývoji veřejných rozpočtů v příštím roce? Systémové problémy státního rozpočtu budou zřejmě eskalovat a bude tu asi snaha vyvést některé výdaje mimo státní rozpočet.

Vrch. řed. Hrnčíř: o vlivu IPB na ekonomiku existovaly některé ex ante studie (už využité např. ministrem financí), dalšími možnými implikacemi do reálné ekonomiky se teprve budeme zabývat. Tato situace bude mít vztah i k veřejným výdajům a rozpočtu 2001 a může dále vyhrdit jeho očekávané problémy.

Vrch. řed. Niedermayer: na nové investiční aktivity nebude mít úpadek IPB vliv, problémy provozního úvěrování se zčásti přesunou na KOB. Pokud striktnější úvěrová kritéria ČSOB urychlí pád (konkursy) některých firem, může to mít vliv na nezaměstnanost, ale na druhé straně ozdraví ekonomické prostředí. Lze polemizovat s názorem, že apreciacie kursu je v současných podmínkách víc tolerovatelná. Naopak slabší kurs by byl konzistentnější s udržení vyšší dynamiky růstu. Zdá se příliš zjednodušené tvrdit, že původně očekávaný růst HDP byl v souladu s naší prognózou inflace a totéž tvrdit o skutečných údajích, které jsou o více než dva procentní body vyšší. Více je nutné pracovat se sezónně očištěnými čísly, ale komplexnější zhodnocení je pochopitelně věcí až příští situační zprávy.

Vrch. řed. Hrnčíř: u kursu jde o posouzení, do jaké míry určitá nominální apreciacie může být korigována vývojem v nákladových faktorech. Věrohodnost statistických údajů o netto exportu (resp. o rozdílech mezi deflátoři a výběrovými indexy dovozu a vývozu) je třeba posoudit až po podrobnější diskusi mezi experty, ke které jsme připraveni.

Viceguvernér Dědek: fundamentální diskusi o růstu HDP a netto exportu absolvuje bankovní rada za měsíc, pro její přípravu nebyl teď časový prostor. Tvrzení o konzistenci apreciačního vývoje kursu se situací ekonomiky je nutné posuzovat jak z hlediska fundamentální analýzy, tak z hlediska vysílaných signálů pro tržní chování kursu.

I.2.b. Uzavřené jednání bankovní rady; diskuse + stanoviska

Vrch. řed. Racoča: Nepochází k žádnému významnějšímu přehodnocení stavu a vývoje ekonomiky oproti poslední velké situační zprávě. Oživení sebou nepřináší inflační tlaky, a to i přes existenci některých nákladových rizik. V predikcích se sblíží inflační očekávání analytiků

a ČNB. Nastavení měnových podmínek je odpovídající, proto souhlas s návrhem opatření, která přednesl v úvodním expoze p. vrch. řed. Hrnčíř.

Viceguvernér Dědek: V situační zprávě lze sledovat optimistické tóny hodnocení: robustnější oživení může být provázeno stabilizací nízkoinflačních očekávání. Má to své fundamentální odůvodnění: začínají se zúrodňovat dřívější investice, zejm. financované zahraničním kapitálem, přežívající problémový sektor zřejmě dosáhl svého dna poklesu. Vliv IPB na reálnou ekonomiku je nutné nadále sledovat; revolving jejích úvěrů může váznout a vyvolat jisté potíže. Pokud jde o kurs – větší tolerance k jeho současnému zpevnění může být zatím akceptovatelná. V příští situační zprávě je nutné věnovat větší pozornost úrokovým diferenciálům a separaci nákladových a poptávkových inflačních tlaků. Souhlas s předloženým návrhem opatření.

Vrch. řed. Niedermayer: Poznámka k odůvodňování rozdílů prognóz a skutečnosti: nejde o prestiž a dokazování své neomylnosti resp. nemožnosti předem odhadnout některé vlivy, ale o objektivní zjištění příčin odchýlného vývoje – o to jde v diskusi s pracovníky měnové sekce. Růst HDP je překvapující, ale je čas na jeho analýzu. Viditelné inflační tlaky nejsou, poptávková strana je v pořádku, teď jde víc o analýzy, co a jak se změnilo na nabídkové straně. Posilování kursu nepotřebujeme k ochlazení růstu ekonomiky, konzistentní s jejími potřebami se jeví spíše stabilizace (další neposilování) kursu; v tomto směru vysílat signály, ale rozhodně ne intervenovat. Stále relevantnější pro měnově politické rozhodování jsou úrokové diferenciály. Podporuje návrh měnové sekce.

Vrch. řed. Štěpánek: Lze potvrdit existující příznivou konstelaci růstu ekonomiky a nízké inflace a reálnost nejbližšího poměrně optimistického výhledu. Důležitý bude vývoj veřejných rozpočtů, zatím se zdá, že bude spíš směřovat ke stabilizaci poptávky, totéž by zřejmě mělo platit i pro spotřebu obyvatelstva. Inflační rizika zmiňovaná ve zprávách nejsou dnes podstatná. Kurs zasluhuje pozornost, ale jeho současná úroveň není důvodem k nespokojenosti, je konzistentní s příznivým stavem ekonomiky. Podporuje návrh měnové sekce.

Vrch. řed. Hrnčíř: stanovisko je obsaženo v úvodním vystoupení.

Guvernér Tošovský: I při nejistotách co do přesného vyjádření růstu HDP se zdá, že už jsme v trochu jiném prostředí než jsme si donedávna představovali. Přitom dílčí indikátory v I. kvartále to už naznačovaly, a to včetně nezaměstnanosti, jejíž pokles je podle posledních informací plošný. Příznivé je, že posilují investice i při stagnaci úvěrů; závislost mezi těmito veličinami tedy asi není absolutní. Zvyšuje se pravděpodobnost růstu nad 3%, i když příspěvek čistého exportu bude postupně slábnout. Nahradí ho především spotřeba domácností. Pokud jde o problematický segment ekonomiky – zdá se, že i tam už bylo dosaženo dna. Stále se asi Ekonomika se asi stále pohybuje pod potenciálním produktem. Zatím hrozilo potenciálně riziko deflačního vývoje, míra ekonomického růstu za I. kvartál toto nebezpečí z velké části zažehnala. Z hlediska inflačních tlaků se může střednědobě jako riziko projevit růst mezd související s evidentním poklesem míry nezaměstnanosti a vznikajícím strukturálním napětím na trhu práce. Souhlas s tím, že posilování kursu mírně pod 36 Kč/euro je nyní akceptovatelné. Otevřenou otázkou jsou důsledky možného výpadku úvěrování dříve zajišťovaného IPB. Souhlas s návrhem opatření předloženým vrchním ředitelem Hrnčířem. Konstatuje, že tento návrh přijali členové

bankovní rady jednomyslně. Jednomyslně také označili za momentálně neaktuální úvahy o intervencích na devizovém trhu.

I.3. Úkoly

- Expertně (měnový úsek + statistika + poradci) posoudit věrohodnost vykázaného růstu reálného netto exportu;
- V příští situační zprávě věnovat pozornost působení současných úrokových diferencíálů a možným národohospodářským důsledkům zániku IPB.

I.4. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB beze změny.

I.5. Pilotní verze Závěrečných prohlášení (Final Statements)

Guvernér Tošovský: Růst HDP v prvním čtvrtletí naznačuje, že se česká ekonomika dostává do nového prostředí, a také potvrzuje signály, které bylo možné sledovat v jednotlivých indikátorech již od počátku tohoto roku. Aktuální vývoj kursu je akceptovatelný, potřebu devizových intervencí lze vždy operativně zvážit až při nežádoucím pohybu. Souhlasí s doporučením měnové sekce.

Viceguvernér Dědek: Příznivý stav ekonomiky je charakterizován spojením robustnějšího růstu a nízké inflace. Vzhledem k současnému ekonomickému růstu a přírůstkům netto exportu může existovat větší tolerance k určitému zpevnění kursu. Je nutné nadále sledovat národohospodářské dopady zániku IPB, zejm. v oblasti úvěrování některých firem. Souhlas s návrhem měnové sekce.

Vrch. řed. Hrnčíř: Zásadní hodnocení makroekonomického rámce a měnového vývoje se nemění. Interakce mezi vývojem reálné ekonomiky a cen neukazuje na aktuální inflační tlaky. Vytvořily se předpoklady pro rovnovážný růst, neohrožený negativním vývojem platební bilance. Proto lze akceptovat i jisté aktuální zhodnocení kursu. Navrhuje ponechat úrokové sazby beze změny a devizové intervence provádět operativně, až v případě naléhavé potřeby.

Vrch. řed. Niedermayer: Růst HDP v 1. čtvrtletí byl překvapující, jeho důkladné zhodnocení by mělo být součástí příští situační zprávy. Jde o analýzu vývoje na nabídkové straně ekonomiky a udržitelnosti rychlejšího tempa růstu. Za konsistentní s potřebami ekonomiky je třeba považovat spíše stabilizaci než další posilování kursu. Souhlas s doporučením měnové sekce.

Vrch. řed. Racocha: Nedochozí k žádnému významnějšímu posunu v hodnocení ekonomiky a vývoje cen. Oživení sebou dosud nepřináší větší inflační tlaky, a to i přes existenci některých nákladových rizik. Stávající nastavení měnových podmínek je adekvátní, proto souhlasí s návrhem předkládaným měnovou sekci.

Vrch. řed. Štěpánek: potvrzuje příznivou konstelaci rychlejšího růstu ekonomiky a nízké inflace, jakož i reálnost poměrně optimistického výhledu. Lze očekávat větší napětí v oblasti

veřejných financí a snahu o vyčlenění některých výdajů mimo veřejné rozpočty. Současný kurs koruny není důvodem k nespokojenosti. Souhlas s návrhem předloženým p. vrchním řed. Hrnčířem.

"

"

"

\ r tceqxcn<?pi 0Rgt'Mt gl ¶"r qtcf eg" dcpnqxp¶"tcf {" PD