

Protokol z jednání Bankovní rady ČNB ze dne 27. července 2000

1. Diskuse

Přítomni: viceguvernér doc. Ing. Z. Tůma, CSc., vrchní ředitel Ing. M. Hrnčíř, DrSc., vrchní ředitel RNDr. L. Niedermayer, vrchní ředitel Ing. P. Štěpánek, CSc.

1.a. Dotazy a diskuse za přítomnosti měnové sekce a poradců

Vrch. řed. Niedermayer: Je proti zařazování konkurenceschopnosti mezi cíle měnové politiky. Centrální banka nemůže ovlivňovat reálné veličiny. Dotazuje se, proč je dosažení neočekávaně vysoké hodnoty růstu za 1Q 2000 posuzováno jako technická změna a podle jakých předpokladů pracuje SZ se zpomalenou dynamikou růstu ve zbytku roku 2000. Dále se ptá, proč je mírně snížena projekce dynamiky nominálních příjmů. Upozorňuje, že Příloha 2 (změna složení koše CPI) je obtížně srozumitelná.

Vrch. řed. Štěpánek: V Příloze 5 se uvádí, že zhruba 40% veřejného dluhu je financováno krátkodobými pokladničními poukázkami. Bylo by zajímavé vědět, jaká politika (strategie) je za touto strukturou financování dluhu.

Vicegouv. Tůma: Dotazuje se, proč bude dynamika HDP v druhém až čtvrtém čtvrtletí roku 2000 nižší než v prvním čtvrtletí. Dolní mez predikovaného intervalu (1%) znamená předpoklad negativního růstu v některém z dalších čtvrtletí. Dále upozorňuje, že konstatování „makroekonomický rámec se výrazně nemění“ není v souladu se zdvojnásobením predikce HDP ve srovnání s minulou čtvrtletní zprávou. Některé části SZ považuje za nekonzistentní. Je-li za problém označeno zhoršování vnější nerovnováhy, které nastane v situaci oživení zahraniční poptávky, pak je třeba vysvětlit, proč je inflace korigována dolů. Tato korekce je v rozporu s předpokladem poptávkového tlaku na dovozy. V SZ byl také příliš velký důraz kladen na zpomalení růstu úvěrů, ale v prezentaci bylo vysvětleno, že očekávaný vývoj není v rozporu s mírným růstem. Uvádí dále, že guvernér Tošovský ve stanovisku, které dodal z důvodu nepřítomnosti na projednávání, vyzval k diskusi otázky výhledu vývoje běžného účtu.

Vrch. řed. Hrnčíř: Upozorňuje, že není třeba diskutovat, zda je reálná konkurenceschopnost cílem měnové politiky. Šlo by pouze o sémantickou diskusi. Inflační cílení dává měnové politice jasný rámec. Udržení konkurenceschopnosti může být důsledkem stability prostředí.

Vicegouv. Tůma: Vrací se k problému konsistence SZ. Pozitivně hodnotí modelové úvahy a navrhuje je více vkomponovat do SZ. Měly by sloužit jako východisko pro úvahy expertů a ke zdůvodnění, proč dochází k expertním korekcím modelové prognózy.

Vrch. řed. Niedermayer: Upozorňuje, že korekce prognózy směrem dolů není v souladu – v dynamickém pohledu (tj. druhá derivace) - s projekcí deficitu běžného účtu.

Vrch. řed. Hrnčíř: Identifikace vývoje běžného účtu je jedním z hlavních problémů. Pokud by údaje postupně ukázaly, že růst nabídky není dostačující, projeví se nerovnováha v cenovém vývoji i ve vývoji běžného účtu.

Vrch. řed. Niedermayer: Položky s vysokou přidanou hodnotou nejsou příliš citlivé na zahraniční poptávku. Jejich nárůst je spíše důsledkem změn na straně nabídky a nárůstu necenové konkurenceschopnosti.

Vrch. řed. Hrnčíř: Označení technická změna v souvislosti s korekcí prognózy růstu HDP po zohlednění údajů za 1Q 2000 je třeba chápat jako sémantický problém.

Viceguv. Tůma: Nejistoty jsou asymetrické. Argumentů pro urychlení růstu je poměrně dost, zatímco argumenty proti jsou shrnuty v SZ zhruba na pěti řádcích. Přitom ale SZ celkově vyznívá jako by tato asymetrie byla nevýznamná.

Vrch. řed. Hrnčíř: Korekce je vztažena k dubnové SZ, proto uvedené hodnocení.

Viceguv. Tůma: Stejný argument byl uveden při diskusi v dubnu.

Vrch. řed. Hrnčíř: Ne, v delším horizontu je patrná akcelerace růstu (v projekcích).

Vrch. řed. Niedermayer: Shrnuje diskusi. Příliš mnoho malých změn nás dvakrát dovedlo ke korekci s vysvětlením, že se nic neděje. To neznamená, že hodnoty uvedené v projekci jsou chybné, ale je třeba zdůvodnit, proč se nemění predikce ostatních veličin.

Viceguv. Tůma: Navazuje otázkou, jaký dopad měla série drobných změn v predikci zaměstnanosti a nezaměstnanosti na projekci nominálních příjmů. Jaká změna struktury na trhu práce je za tímto vývojem? Dle SZ je možno porovnat výnosy podnikové sféry se skutečnými reálnými sazbami. Závěrem ale nemusí být, že sazby jsou příliš vysoké, je také možno říci, že některé firmy nejsou v daném prostředí konkurenceschopné.

Vrch. řed. Niedermayer: Reaguje na komentář vrch. řed. Štěpánka. Emisní program je v gesci MF ČR. Současné emise začínají narážet na omezenou domácí poptávku. Rizikem financování pomocí SPP je možnost prudkého dočasného nárůstu krátkých sazeb v případě finanční krize. V této oblasti může tikt časovaná bomba. Jedním z možných doporučení by mohlo být pokusit se financovat část dluhu v zahraničí.

Vrch. řed. Štěpánek: SPP je třeba vnímat jako nástroj řízení likvidity a nikoli jako nástroj financování veřejného dluhu.

Vrch. řed. Niedermayer: Navrhuje diskusi expertů na toto téma. Centrální banka by zřejmě k problému měla zaujmout nějaké stanovisko.

Vrch. řed. Hrnčíř: Bylo by dobré znát pozici MF ČR.

Vrch. řed. Niedermayer: Dává lhůtu 2 měsíců na zpracování krátkého materiálu na téma financování veřejného dluhu (ve spolupráci svých úseků se sekci měnovou).

1.b. Uzavřené jednání bankovní rady

Vrch. řed. Štěpánek: Dynamika oživení se urychluje. Zároveň se mění bilance rizik – jak struktura, tak váha jednotlivých faktorů. Veřejné rozpočty mohou ve střednědobém horizontu ovlivnit makroekonomickou rovnováhu. Vývoj rozpočtů na první pohled nezakládá příliš velké obavy. Druhý pohled je však dramatičtější. Vláda vstupuje do řady nestandardních závazků, jejichž vliv na ekonomiku se bude postupně projevovat. Pokud dojde k urychlení trendu oživení, hrozí nebezpečí reprodukce některých problémů z poloviny devadesátých let. Fiskální politika bude namísto stabilizující role působit směrem k prohloubení cyklu. V tomto smyslu doporučuje s předstihem zdůraznit potřebu koordinace hospodářských politik. Podporuje oba návrhy měnově-politických opatření uvedených v SZ: ponechat sazby na stávající výši a zvažovat devizové intervence. Současná situace ale není vhodná k intervencím na trhu ani ke slovním intervencím.

Vrch. řed. Hrnčíř: Ze SZ vyplývá, že dochází k akcelerujícímu oživení a současně se udržuje nízko-inflační prostředí. Korekce projekce ekonomického růstu v řádu jednoho procenta odráží nově dostupné informace. Je možné pracovat se dvěma hypotézami o tom, které faktory oživení motivují. Za prvé je možno uvažovat, že domácí nabídka je relativně citlivá na zahraniční poptávku. Za druhé je možno uvažovat, že kapacita ekonomiky roste, zejména pod vlivem přímých zahraničních investic. Obě hypotézy mají rozdílné implikace pro rovnovážný vývoj ekonomiky. Je nutno analyzovat, do jaké míry je ekonomika natolik rigidní, že rychlejší oživení (než se čekalo) může vyvolat nerovnovážné tendence, například na běžném účtu. Cenový vývoj dosáhl jakéhosi stropu a nyní je možno očekávat spíše kolísání kolem dosažené hladiny než další akceleraci. Projeví se přenos pohybu cen ropy. Dosud nejde o obecný inflační pohyb, ale o korekci dílčích segmentů cenového indexu. Dostáváme se však do zlomového bodu. Pokud se kapacita ekonomiky nedokáže přizpůsobit přechodu k rychlejšímu oživení, začnou se realizovat rizika (inflačního vývoje a deficitu běžného účtu) směrem nahoru. Podstatná je otázka veřejných financí. Problém mixu hospodářských politik nabude ve střednědobém horizontu většího významu. S tím souvisí i otázka kurzového vývoje. Určité tolerování nominálního a reálného zhodnocování kurzu má své meze. Kurz bude ovlivňován nejen fundamentálními veličinami, ale také mezinárodním vývojem. Bylo by dobré připomenout společný závazek centrální banky a vlády koordinovat hospodářské politiky a roli privatizačního účtu. Udržení hospodářského oživení bude možné jen pokud se neobnoví vnější nerovnováha. Souhlasí s návrhem měnově-politického opatření ponechat sazby na stávající výši. V případě setrvalého zhodnocování kurzu navrhuje zvážit intervence.

Vrch. řed. Niedermayer: Údaje o HDP a většina ostatních indikátorů ukazují na dynamizaci ekonomického růstu. Rostou mzdy i zaměstnanost. Je třeba pozorně sledovat mezinárodní vývoj. Mezinárodní ceny surovin jsou volatilní. Obdobně volatilní jsou ceny potravin. Je třeba se rozhodnout o signálu, jaký vyšleme o sazbách a o kurzu. Není zřejmě problém se shodnout, že inflace je pod kontrolou a domácí tlaky nejsou přítomny. V budoucnu bude vnější prostředí působit pozitivně a stabilně. Problémem budoucího výhledu je vyhodnotit interakci agregované poptávky a nabídky. Pokud se nabídka nepřizpůsobí urychlené poptávce, může dojít k oživení vnější nerovnováhy a k akceleraci inflace. Pokud se přizpůsobí, problémy s inflací nebudou a poroste čistý export. Oba scénáře je možno podložit argumenty a je obtížné přisoudit jim relativní pravděpodobnost. Je třeba vyslat signál směrem k veřejnosti, že centrální banka má měnové nástroje pevně v rukou, a směrem k vládě, že je třeba držet se dohod o koordinaci hospodářských

politik. Souhlasí s doporučením neměnit sazby, ale vidí „tightening bias“. Pokud dojde ke zpřísnění, pak raději zvolit dříve menší krok, než později krok výraznější. Nejobtížnějším faktorem k vyhodnocení je kurz, který je nyní příliš volatilní. Proto není možno očekávat, že by kurz odehrál část zpřísnění nebo zmírnění měnových podmínek. Upozorňuje, že při vyhodnocování kurzového vývoje dochází k podobnému problému jako u ekonomického růstu. Řada drobných korekcí dává v souhrnu 5% zhodnocení. Je třeba diskutovat, podle jakého kritéria se rozhodnout pro případné intervence. Navrhuje vyslat během tiskové konference signál, že kurz je silný.

Viceguv. Tůma: Tlumočí nejprve stanovisko pana guvernéra Tošovského, který souhlasí s návrhem neměnit sazby a přiklání se k pozdější diskusi o intervencích. V současnosti dochází ke konverzi měny ze strany vlády, která by byla vzhledem k intervencím kontraproduktivní. Bankovní sektor nebude mít zřejmě stimulační vliv na poptávku.

Viceguv. Tůma: Ve vlastním stanovisku nejprve podotýká, že stanovisko guvernéra je vlastně odpovědí na otázku vrch. řed. Niedermayera. Diskuse o intervencích může proběhnou teprve po odeznění vlivu jednorázové vládní transakce na devizovém trhu. Shrnuje předchozí diskusi takto: centrální banka činí korekci projekce růstu HDP na základě zaregistrovaných signálů oživení a na základě nových údajů o HDP. Rizika jsou asymetrická, proto se v predikčním intervalu přikláníme k horní mezi. Opačným směrem jdou signály vyslané slabou stavební výrobu a zpomalením M2. Inflace je zatím pod kontrolou a je v souladu s cílem pro rok 2001. Stávající situace v sobě skrývá rizika vnější nerovnováhy v napojení na HDP a také inflační rizika. Pozorně budeme sledovat vývoj cen ropy a volatilní ceny potravin. V oblasti kurzu je třeba odkázat se na dohodu s vládou o koordinaci hospodářských politik v období přílivu kapitálu a realizovat logiku privatizačního účtu. Ve střednědobém horizontu je rizikovým faktorem fiskální vývoj. Narůstá strukturální deficit a také angažovanost vlády v nestandardních operacích. Souhlasí s návrhem opatření.

2. Úkoly

- Jako úkol bylo zadáno připravit analýzu vývoje běžného účtu do některé z dalších situačních zpráv.
- Dále byla dána lhůta dvou měsíců na zpracování krátkého materiálu na téma financování veřejného dluhu. Nad materiálem bude svolána diskuse expertů a bude zváženo, zda centrální banka nedoporučí vládě určitou strategii financování veřejného dluhu.

3. Rozhodnutí

Bankovní rada rozhodla jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repooperace ČNB na stávající úrovni (5,25%).

4. Pilotní verze Závěrečných prohlášení (Final Statements)

Viceguv. Tůma: Hlasuje pro ponechání sazeb na stávající výši. Korigovanou projekci růstu HDP vidí jako asymetrickou, v predikčním intervalu se přiklání k horní mezi. Inflace je zatím pod kontrolou a je v souladu s cílem pro rok 2001. Možné urychlení růstu v sobě skrývá rizika vnější nerovnováhy v napojení na HDP a také inflační rizika. Navrhuje diskutovat intervence po odeznění vlivu jednorázových vládních transakcí na devizovém trhu.

Vrch. řed. Hrnčíř: Hlasuje pro ponechání sazeb na stávající výši. Dochází k akcelerujícímu oživení a současně se udržuje nízko-inflační prostředí. Je třeba analyzovat, do jaké míry je ekonomika natolik rigidní, že rychlejší oživení může vyvolat nerovnovážné tendence, například na běžném účtu. Koordinace hospodářských politik by měla předejít nadměrnému zhodnocování kurzu. V případě setrvalého zhodnocování kurzu navrhuje zvážit intervence.

Vrch. řed. Niedermayer: Hlasuje pro ponechání sazeb na stávající výši. Ekonomický růst se dynamizuje. Inflace je pod kontrolou a domácí tlaky nejsou přítomny. Ale pro budoucí rozhodování existuje „tightening bias“. Pro případné zpřísnění upřednostňuje menší a včasné změny úrokových sazeb. Je třeba diskutovat, podle jakého kritéria se rozhodnout k případným intervencím. Navrhuje vyslat během tiskové konference signál, že kurz je silný.

Vrch. řed. Štěpánek: Hlasuje pro ponechání sazeb na stávající výši. Dynamika oživení se urychluje. Zároveň se mění bilance rizik. Pokud dojde k urychlení trendu oživení, hrozí nebezpečí reprodukce některých problémů z poloviny devadesátých let. Fiskální politika bude namísto stabilizující role působit směrem k prohloubení cyklu. Doporučuje zdůraznit potřebu koordinace hospodářských politik s předstihem. Současná situace není vhodná k intervencím na trhu ani ke slovním intervencím.

\ cr ucr<O i t0Mcv g kpc"r6 ¶ nqx".Rj F0"OC."V o "o p q x e j "r q t c f e "d c p n q x p ¶ t c f { " P D