Protokol z jednání Bankovní rady ČNB ze dne 31. 8. 2000

I.1. Úvodní slovo vrchního ředitele Hrnčíře: Vzhledem k tomu, že v posledních měsících došlo k výraznějšímu nárůstu čisté inflace, vzniká otázka hodnocení hlavních faktorů tohoto nárůstu, především jeho struktury a časového působení. Vyšší inflace je identifikovatelná především v segmentech pohonných hmot, bydlení a potravin. Cenový vývoj ostatních položek spotřebního koše vykazuje v letošním roce stabilitu, nebo mírný pokles. Dá se tedy konstatovat, že akcelerace inflace v posledním období je spojena především s nákladovými faktory s časově omezenou působností. Jasně to dokládá stabilní vývoj korigované inflace bez vlivu pohonných hmot (přibližně 36 % indexu spotřebitelských cen) od srpna minulého roku. Ani současná ani predikovaná poptávková inflace (určená především mzdovým vývojem) nenaznačuje takovou akceleraci, která by mohla ohrozit splnění inflačního cíle v letošním, nebo v příštím roce.
Při hodnocení vyššího než původně prognózovaného červencového nárůstu čisté inflace je nutné zdůraznit následující skutečnosti:

i. U potravin nedošlo k očekávanému působení sezónního vlivu.
ii. Z důvodu vyššího a trvalejšího zvýšení ceny ropy oproti původním předpokladům došlo k většímu než prognózovanému nárůstu korigované inflace.

Ad i) Ceny potravin v červenci byly podle ČSÚ především ovlivněny cenou masných výrobků. Z pohledu možnosti cenové arbitráže je nutné si uvědomit, že k nárůstu cen v této skupině došlo nejenom v ČR ale i v západní Evropě, dále např. v Polsku a v USA. Analýza objemu produkce hovězího a vepřového masa ukazuje, že v letošním roce došlo k jejímu poklesu na 75 % hodnoty z minulého roku. S tímto vývojem úzce souvisí zvýšení nákladů na výrobu masa, především z důvodu nárůstu cen pohonných hmot. Na tvorbu cen může mít také vliv očekávání nižší úrody ve střední Evropě. Z předchozího tedy vyplývá, že vyšší nárůst cen potravin pravděpodobně není jednoměsíčním výkyvem a korekce inflační prognózy je do značné míry ovlivněna těmito předpoklady. Prognóza růstu cen potravin se vrátila k úrovni, která byla predikována začátkem letošního roku.

Ad ii) Nově dostupné informace o vývoji ceny ropy naznačují, že lze očekávat setrvání její vyšší cenové úrovně déle než byl původní předpoklad inflační prognózy.

Při tvorbě inflační prognózy má ocenění jednotlivých faktorů inflace zásadní význam nejenom z pohledu jejich váhy v indexu spotřebitelských cen, ale také podle časového hlediska jejich působení v širším makroekonomickém rámci. Informace o vývoji HDP ve druhém čtvrtletí letošního roku budou k dispozici v polovině září. Lze očekávat, že dynamika HDP bude výrazně nižší než v prvním čtvrtletí. Je možné očekávat určitý přesun mezi hlavními faktory ekonomického růstu, významnou pozitivní roli netto vývozu v prvním čtvrtletí by měla částečně nahradit osobní spotřeba a - navzdory obtížné predikovatelnosti - investice. Dynamika ekonomického růstu v roce 2000 se očekává na úrovni 1.7 - 2.7 % se středem 2.2 %, v následujícím roce by mělo dojít ke zrychlení meziročního růstu HDP zhruba o jeden procentní bod. V této souvislosti vzniká otázka, do jaké míry lze korigovat tyto úvahy o faktory ovlivňující nabídkovou stranu ekonomiky. Z vývoje HDP za období 1991-1999 lze spočítat, že průměrné roční tempo růstu za toto období je na úrovni 1.62 %. Ukazuje se, že přibližně 3 roky se aktuální růst nacházel pod trendem a další 3 roky rostla ekonomika rychleji než o 1.62 %. Ohledně budoucího vývoje upozornil pan vrchní ředitel Hrnčíř na dva možné alternativní scénáře: první scénář předpokládá návrat aktuálního výstupu k dlouhodobému trendu za přibližně 3 až 4 roky a za těchto předpokladů by byl budoucí ekonomický růst vyšší (např. 2.7 - 2.9 % pro rok 2000 a 3.7% pro rok 2001), než predikce založená na poptávkových ukazatelích.

Druhý scénář předpokládá pomalejší návrat k dlouhodobému trendu a za těchto předpokladů by byl samozřejmě aktuální růst HDP v následujících letech o něco nižší.

Vzhledem k tomu, že přínos zahraniční poptávky je pro tempo ekonomického oživení klíčový, věnuje SZ zvláštní pozornost analýze OB. Vývoj obchodní bilance ve druhém čtvrtletí letošního roku je horší než tomu bylo v předchozím kvartálu. Došlo ke sblížení dynamiky vývozu a dovozu a dá se očekávat, že dynamika dovozu překročí dynamiku vývozu .
Tomu nasvědčují i výsledky výběrového šetření ČSÚ. Odhad deficitu salda obchodní bilance pro letošní rok byl zvýšen na 100 mld. Kč, což ve srovnání s deficitem 60 mld. Kč v minulém roce představuje výrazné zhoršení. Vzhledem k tomu, že v metodice vykazování zahraničního obchodu došlo ke změně, dá se očekávat zvýšení deficitu salda obchodní bilance z důvodu této metodologické změny. Podle staré metodologie dosáhl deficit salda obchodní bilance za 2. čtvrtletí letošního roku 24.6 mld. Kč - v meziročním vyjádření to představuje zhoršení salda obchodní bilance o 17.9 mld. Kč - podle nové metodologie se tento odhad zvýšil na 25.5 mld. Kč. Podle předběžných výsledků činí deficit běžného účtu za druhý kvartál letošního roku 14.5 mld. Kč. Proti přebytku 9.9 mld. Kč v druhém čtvrtletí minulého roku došlo tedy k meziročnímu prohloubení deficitu běžného účtu o 24.4 mld. Kč. Na finančním účtu naopak došlo ke zlepšení salda z - 0.1 mld. Kč v roce 1999 na 16 mld Kč. Jakkoliv se zdá být nárůst deficitu obchodní bilance výrazný v běžných cenách, ve stálých cenách je zhoršení salda obchodní bilance podstatně menší. Vyhodnocení zahraničního obchodu podle poměrových ukazatelů naznačuje pozitivní tendence. Určitým rizikem pro saldo obchodní bilance by mohl být takový vývoj v budoucnu, pokud by došlo současně k akceleraci domácí a k utlumení zahraniční poptávky. V této souvislosti pan vrchní ředitel Hrnčíř poznamenal, že ve srovnání s MF měnová sekce odhaduje v tvorbě přidané hodnoty menší přínos netto exportu a připisuje postupně rostoucí roli domácí poptávce v tvorbě HDP.

Zhoršení salda obchodní bilance ve druhém čtvrtletí bylo výrazně ovlivněno vývojem cen ve skupině SITC 3. Nicméně tento cenový vliv nevysvětluje celý nárůst tohoto zhoršení, ale pouze asi 75 %. Vzhledem k tomu, že pozitivní saldo obchodní bilance ve skupině strojů a dopravních zařízení se ve srovnání s minulým rokem snížilo na polovinu, lze vyslovit hypotézu, že k prohloubení deficitu obchodní bilance přispěla také zvýšená investiční poptávka v oblasti strojů a technologií. Potvrdí-li se tento pozitivní trend, lze očekávat vyšší přínos domácí poptávky, především investic, v tvorbě přidané hodnoty.

Na trhu práce v červenci došlo ke zvýšení míry nezaměstnanosti. Toto zvýšení bylo částečně způsobeno sezónností z důvodu nástupu absolventů škol na trh práce, ale došlo i k určitému nárůstu sezónně očištěné míry nezaměstnanosti. Pro hodnocení makroekonomického vlivu trhu práce na ekonomickou aktivitu je vývoj zaměstnanosti vhodnějším ukazatelem, protože míra nezaměstnanosti je ovlivněna celou řadou faktorů (jako např. demografický vývoj, atd.). Vývoj zaměstnanosti v oblasti podniků s počtem nad 20 pracovníků vykazuje nadále výrazný pokles a snižování počtu pracovních míst ve zpracovatelském průmyslu. Výběrové šetření zahrnující i menší podniky dává poněkud jiný pohled, dynamika poklesu zaměstnanosti je menší. Celkově lze konstatovat, že přes všechny pozitivní výsledky aktivní politiky zaměstnanosti stále není generován dostatečný počet pracovních míst tak, aby došlo k zastavení poklesu zaměstnanosti.

Makroekonomický vliv hospodaření veřejných rozpočtů je nutné analyzovat na konsolidované bázi. Vývoj ve fiskální sféře nenaznačuje riziko generování nadměrných poptávkově-inflačních tlaků v rozhodovacím horizontu měnové politiky.

Celkově lze shrnout, že vzhledem k tomu, že prozatím nejsou patrná rizika výrazného vlivu exogenního růstu dovozních cen a cen potravin na ostatní položky spotřebního koše (neexistují náznaky, že mzdové požadavky na příští rok by akcelerovaly z důvodu růstu cen potravin nebo ropy a do budoucna by ČNB měla intenzivní komunikací zabránit vzniku nadměrných mzdových požadavků) a inflační prognóza vychází z předpokladu postupného poklesu meziročního růstu cen ropy na světových trzích, predikce čisté inflace na příští rok se nemění. Pro letošní rok míří střed inflační prognózy k dolní hranici inflačního cíle, pro rok 2001 se střed inflační prognózy rovná inflačnímu cíli.

Existuje několik rizikových faktorů potenciálně ovlivňujících splnění inflačních cílů. Lze očekávat další snížení úrokového diferenciálu vůči euru s ohledem na pravděpodobné zvýšení krátkodobých úrokových sazeb Evropskou centrální bankou. V Polsku došlo ke zvýšení krátkodobých úrokových sazeb o 150 bazických bodů, naopak na Slovensku došlo ke snížení úrokových sazeb. Riziko vyplývající z nízké úrovně úrokového diferenciálu je zmírněno aktuální, ale i očekávanou nízkou dynamikou úvěrové emise z důvodu zvýšené opatrnosti bank a rozdílnou fází ekonomického cyklu v ČR ve srovnání s Evropou. Dalším rizikovým faktorem je zhoršení salda běžného účtu platební bilance z důvodu reálné apreciace kursu koruny, která může být vyvolána nadměrným přílivem zahraničního kapitálu.

V závěru svého vystoupení pan vrchní ředitel Hrnčíř navrhuje ponechat výši krátkodobých úrokových sazeb na stávající úrovni a v případě setrvalejších apreciačních tendencí ve vývoji kursu navrhuje provádění devizových intervencí. Upozorňuje na to, že ve srovnání s minulým rokem, kdy se prosazovaly deflační tendence, v letošním roce dochází k dynamizaci inflace z důvodu působení exogenních faktorů. Zdůrazňuje, že dlouhodobá tendence v očekávaném vývoji čisté inflace se navzdory těmto krátkodobým vlivům nemění a nedochází ke změně v hodnocení celkového makroekonomického vývoje.

I.2. Diskuse

Přítomni: guvernér doc. Ing. J. Tošovský, viceguvernér doc. Ing. Z. Tůma, CSc., viceguvernér Ing. O. Dědek, CSc., vrchní ředitel Ing. M. Hrnčíř, DrSc., vrchní ředitel RNDr. L. Niedermayer, vrchní ředitel Ing. P. Racocha, MIA., vrchní ředitel Ing. P. Štěpánek, CSc.

I.2.a. Diskuse za přítomnosti měnové sekce a týmu poradců

Vrchní ředitel Štěpánek:

1. Důležitou otázkou je, zda nově dostupné údaje o růstu cen potravin a pohonných hmot lze interpretovat jako krátkodobý výkyv nebo jako změnu trendu, která ovlivní vývoj inflace i v příštím roce. V případě, že se předpokládá odeznění nadměrného růstu cen těchto exogenních veličin ve srovnání s původními předpoklady prognózy, nemělo by se mluvit o změně trendu, ale pouze o krátkodobém výkyvu.
2. V 7. SZ se předpokládalo, že dojde k zvýšení inflace z 2.5 % ke konci letošního roku na 3 % ke konci příštího roku. V nynější SZ se naopak předpokládá, že čistá inflace poklesne z úrovně 3.5 % ke konci roku 2000 na 3 % ke konci následujícího roku, a to v podmínkách zrychlení ekonomického růstu až o jeden procentní bod. Není tedy úplně pravda, že se nemění pohled na rok 2001, a otázkou je, zda skutečně dojde ke snížení inflačních tlaků v příštím roce.

Vrchní ředitel Niedermayer: SZ naznačuje, že inflační prognóza se vrátí k hodnotám, které byly predikovány začátkem letošního roku. V úvahách o ekonomice jsme ovšem úplně někde jinde než jsme byli začátkem letošního roku. V lednu letošního roku se odhad ekonomického růstu pohyboval kolem 1–1.5 %, nynější odhady naznačují dynamicky rostoucí ekonomiku, zvyšuje se odhad deficitu běžného účtu a prudce rostou ceny pohonných hmot a potravin. Nynější inflační prognóza, i když v číselném vyjádření je blízko k odhadu ze začátku letošního roku, je kvalitativně úplně jinou prognózou.

Viceguvernér Dědek: Problém inflačních prognóz nespočívá v kvalitativním zohlednění vlivů nákladových faktorů na inflační vývoj, obtíž spočívá v kvantifikaci predikce. Navzdory tomu, že v minulosti mnohdy došlo ke správnému kvalitativnímu posouzení celkového makroekonomického vývoje, objevily se problémy především v kvantitativní rovině. Hlavní otázkou je, zda jsou dostatečně robustně zmapovány ty části transmisního mechanismu, které podmiňují promítnutí nákladových tlaků do cenového vývoje poptávkovou situací v ekonomice.

Viceguvernér Tůma: Pan viceguvernér považuje Přílohy 3 a 4 situační zprávy za přínosné a považuje za žádoucí pokračovat ve výzkumu běžného účtu.

Pan vrchní ředitel Hrnčíř prezentoval strukturu cenového koše a ukázal, že korigovaná inflace očištěná o růst cen pohonných hmot se vyvíjí v zásadě podle očekávání. Nejedná se tedy o všeobecný cenový růst, ale pouze o několik segmentů spotřebitelského koše. Tvrzení, že necelých 40 % koše se vyvíjí v souladu s našimi očekáváními, není dostatečné a musí se brát v úvahu celý cenový koš navzdory tomu, že obsahuje dvě vysoce volatilní položky. V této souvislosti by měl být zohledněn vliv nadměrného růstu těchto exogenních položek na inflační očekávání a působení důchodového vlivu. Další výzkum by mohl být zaměřen především na posouzení sekundárních vlivů růstu pohonných hmot na ostatní položky spotřebitelského koše. V této souvislosti pan viceguvernér Tůma poznamenal, že analýza běžného účtu při vysvětlení zhoršení salda obchodní bilance se také příliš koncentruje na přímý vliv růstu cen pohonných hmot. Zdůraznil, že vliv např. zahraniční poptávky na vývoj běžného účtu by měl být v prognóze více reflektován. Za předpokladu, že se cena ropy bude stabilizovat, měl by být vliv ostatních fundamentálních veličin významnější.

Analýze vlivu směnného kursu na saldo zahraničního obchodu by měla být nadále věnována velká pozornost. Posouzení tohoto vlivu není jednoznačné, různé studie odhadují vliv reálného kursu na deficit obchodní bilance rozdílně (např. výsledky poslední studie banky Chase Manhattan se liší od závěrů SZ).

Na závěr pan viceguvernér Tůma vyslovil k SZ tři technické poznámky:

1. Na straně 21 je konstatováno, že vztah mezi objemem průmyslové produkce a HDP je statisticky nevýznamný a nelze mu přikládat velkou váhu. Pokud analýza časových řad generuje výsledek, který je v protikladu s intuicí a s realitou, musí se chyba hledat v ekonometrické metodologii nebo ve způsobu měření a vykazování srovnávaných veličin.
2. SZ konstatuje, že jsou posupné změny na straně nabídky. Pan viceguvernér je naopak toho názoru, že po velkých změnách, které se uskutečnily v bankovním sektoru, lze očekávat rychlé implikace na nabídkové straně, a že tyto změny již probíhají.
3. Úvahy o ekonomickém růstu na straně 22 jsou simplifikující a zavádějící.

Guvernér Tošovský: Několik měsíců před koncem letošního roku dochází ke změně prognózy čisté inflace z úrovně 2.5 % na 3.5 %. Jedná se o výrazný posun a autoři SZ by měli uvést hlubší, více propracované argumenty pro tak podstatný skok v predikci čisté inflace. S výhodou zpětného pohledu lze konstatovat, že v minulých měsících by bývalo mohlo na základě minulých inflačních prognóz dojít ke špatnému měnově-politickému rozhodnutí. Pravděpodobně došlo k tomu, že se vysoké ceny pohonných hmot promítly do čisté inflace s větším časovým zpožděním než autoři inflační prognózy původně předpokládali.

Ponechá-li se tedy v těchto podmínkách inflační prognóza na rok 2001 na neměnné úrovni, ve srovnání s koncem letošního roku by mělo v příštím roce dojít k poklesu čisté inflace. Makroekonomický vývoj v příštím roce se ovšem pravděpodobně bude lišit od letošního v mnoha směrech. Ekonomika poroste rychleji než v letošním roce, lze očekávat nárůst nominálních i reálných mezd, veřejné rozpočty vygenerují větší poptávkový impuls než v letošním roce (při vyšším tempu ekonomického růstu bude deficit veřejných rozpočtů na neměnné nebo mírně vyšší úrovni) a po určité kumulaci problémů největších bank v letošním roce lze očekávat postupné oživení úvěrového kanálu. Vychází-li se z těchto předpokladů, jeví se být inflační prognóza optimistická.

Evropskou centrální bankou očekávané zvýšení krátkodobých úrokových sazeb opět nastoluje otázku citlivosti kursového vývoje na výši úrokového diferenciálu. Lze očekávat, že v nejbližším období dojde ke snížení úrokového diferenciálu vůči euru z nynější úrovně jednoho procentního bodu. V případě, že dnes dojde ke zvýšení úrokových sazeb v eurozóně o 0.25 procentního bodu, dostane se inflační diferenciál mezi ČR a eurozónou přibližně na úroveň úrokového diferenciálu. V této souvislosti je argument pana vrchního ředitele Hrnčíře o různém fázi v ekonomickém cyklu mezi ČR a eurozónou správný, i když ekonomický cyklus v ČR je do určité míry vázaný na ekonomický cyklus v eurozóně. Otázkou nadále zůstává, jak velká může být odchylka domácích úrokových sazeb od úrokových sazeb v eurozóně v situaci, kdy dochází k určité ekonomické konvergenci.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Je skutečností, že málokdo předpokládal tak významné snížení úrokového diferenciálu vůči euru. Různá fáze ekonomického cyklu mezi ČR a eurozónou do značné míry vysvětluje, proč takto nízký diferenciál v měnově-politických úrokových sazbách je vůbec možný. Rozdíly stále přetrvávají v institucionální oblasti v bankovním sektoru a z tohoto důvodu nelze očekávat rychlejší akceleraci domácí úvěrové aktivity. Pan vrchní ředitel Hrnčíř souhlasí s předchozím názorem pana guvernéra, že tyto institucionální rozdíly jsou však pouze krátkodobé a v delším časovém horizontu nebude zvýšená obezřetnost domácích bank při poskytování úvěrů snižovat rizika vyplývající z případného dalšího snížení úrokového diferenciálu.

Při nynějším pohledu na minulá měnově-politická opatření je pan vrchní ředitel Hrnčíř toho názoru, že v posledních měsících byla měnově-politická doporučení založena na dlouhodobějším inflačním výhledu,a proto měnová rozhodnutí nebyla výrazněji ovlivněna chybami krátkodobých prognóz.

Očekávané snížení inflačních tlaků ke konci příštího roku ve srovnání s koncem letošního roku není nekonzistentní s akcelerací ekonomického oživení v roce 2001. Nynější inflační prognóza vychází z předpokladu krátkodobého působení proinflačních exogenních vlivů v letošním roce, jejichž meziroční působení bude v příštím roce podstatně mírnější. Inflace v roce 2001 bude do významné míry také ovlivněna inflačními očekáváními pro příští rok a v tomto ohledu má komunikace ČNB s veřejností klíčový význam.

Vrchní ředitel Niedermayer:

1. Je nutné si vyjasnit, co se rozumí pod odezněním exogenního vlivu růstu pohonných hmot. Lze si představit dva scénáře. Podle prvního dojde po počáteční akceleraci cenové hladiny k jejímu poklesu, podle druhého může dojít pouze ke stabilizaci cenové hladiny. Každý z těchto scénářů má jiné makroekonomické implikace.
2. V úvodním slovu pana vrchního ředitele Hrnčíře zazněla informace, že vývoj cen potravin měl podobný vývoj jako v našem regionu. Pan vrchní ředitel Niedermayer naopak četl studii dokládající atypický vývoj cen potravin v ČR ve srovnání s jejím okolím. Bylo by žádoucí ověřit tyto dvě naprosto rozdílné informace.
3. Připojuje se k připomínce pana viceguvernéra Tůmy o nutnosti analyzovat inflaci pomocí celkového indexu spotřebitelských cen a nepovažuje za správné přikládat nižší význam některým jeho vysoce volatilním položkám. Rostou-li v ekonomice výrazně ceny pohonných hmot a potravin, má to vliv na inflační očekávání a na důchodovou situaci domácností.
4. Informace, že ekonomický růst bude tažen především investicemi a osobní spotřebou, je poměrně nová. Tato informace není konzistentní s údaji na str. 18.

Následná reakce pana vrchního ředitele Hrnčíře vyjasnila tento sporný bod a údaje na str. 18 nejsou nekonzistentní s výše uvedenou hypotézou.

Vrchní ředitel Štěpánek: Dnešní projednávání SZ nenaznačuje, že by existovalo méně nejistot o budoucím vývoji než tomu bylo v předchozích měsících. S tím je v kontrastu skutečnost, že SZ neobsahuje diskusi rizik, která jsou spojena s predikcí čisté inflace. Jedná se o nedopatření nebo o zvýšenou míru jistoty ohledně naplnění prognózy?

Viceguvernér Dědek: Pan viceguvernér klade otázku, jaký přínos může mít pohled do struktury inflace. Reagoval na názor, že inflace je jenom jedna a nezáleží na tom, ve které části spotřebního koše je generována. Pan viceguvernér Dědek si naopak myslí, že pohled do struktury indexu spotřebitelských cen je z analytického hlediska správný, umožní rozdělení poptávkových a nabídkových faktorů inflace a lepší identifikaci očekávané časové trajektorie celkové inflace.

Ve své druhé připomínce se pan viceguvernér Dědek zamyslel nad způsobem promítnutí nákladových inflačních tlaků do inflační prognózy. V 6. SZ se předpokládalo, že korigovaná meziměsíční inflace bude v červnu na úrovni 0.6 %, v červenci 0.4 %. Do těchto odhadů již byl nějakým způsobem zapracován vliv nadměrného růstu cen pohonných hmot. Dnes je již známa skutečnost, podle které byla korigovaná inflace dvojnásobná. V červnu a v červenci byla hodnota korigované inflace kolem 0.8 %. Navzdory tomu, že tyto meziměsíční rozdíly mezi skutečnou a odhadovanou hodnotou korigované inflace jsou relativně malé, v celoročním vyjádření se jedná o významné odchylky. Z těchto důvodu lze klást otázku, do jaké míry se správně odhaduje promítání nákladových tlaků do čisté inflace a zda již nenastala situace, kdy k podhodnocení inflační prognózy dochází z důvodu nedocenění poptávkově-inflačních tlaků. Vzhledem k tomu, že autoři inflační prognózy explicitně uvádějí svůj odhad relativně brzkého návratu korigované inflace k nízkým meziměsíčním hodnotám (0.1-0.2), lze jejich hypotézu během několika měsíců ověřit.

Vrchní ředitel Racocha: V situační zprávě se uvádí že "*v zájmu udržení vnější rovnováhy a zachování rovnovážného hospodářského růstu je potřebné apreciační tendence korigovat"*. Toto tvrzení je přímo v rozporu s tím, co je uvedeno v Příloze 3, kde se uvádí, že kurs nemá příliš velký vliv na vnější rovnováhu, pro její vývoj má větší význam růst dovozních cen nebo

vnější poptávka. Pan vrchní ředitel Racocha se ptá, zda tam tento rozpor skutečně existuje a jaké by byly konsekvence v případě, že by ČNB neintervenovala na devizovém trhu v případě apreciačních tendencí.

V diskusi o zvýšené opatrnosti bank při poskytování úvěrů se v SZ uvádí, že tento problém je způsoben nabídkovou stranou úvěrového trhu. Následně se konstatuje, že problém bude odstraněn postupným zlepšením nabídkové strany ekonomiky. Není opět určitý rozpor mezi těmito tvrzeními?

I.2.b. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Tůma: Vzhledem k tomu, že prognóza inflace se v zásadě neliší od vlastního hodnocení pana viceguvernéra Tůmy, některé dříve diskutované otázky spíš považuje za výzvu k další analýze. Souhlasí s návrhem měnové sekce ponechat výši dvoutýdenní reposazby na stávající úrovni, ale naopak nevidí důvod pro realizaci devizových intervencí.

Z pohledu budoucí analytické činnosti pan viceguvernér navrhuje posoudit:
1. Vliv nákladově-inflačních položek na ostatní složky spotřebního koše.
2. Význam směnného kursu při determinaci čistého vývozu
3. Vliv ceny ropy na saldo běžného účtu a posoudit její relativní váhu ve srovnání s jinými fundamentálními veličinami běžného účtu, včetně silného ekonomického růstu ve světě.

Měnová sekce by se měla zamyslet nad relativně vysokou frekvencí změn prognóz. Na jedné straně lze rozumět tomu, že v případě významnějšího exogenního šoku dojde k přehodnocení predikce několika makroekonomických veličin nebo i celkového makroekonomického vývoje, na druhé straně by se neměla opakovat situace, kdy z důvodu častých změn prognózy dojde ke konstatování, že predikce je návratem k předchozím prognózovaným hodnotám. Důraz by měl být kladen na celkovou konzistenci inflační prognózy a výraznější změny by měly být provedeny – pokud nejsou vážné důvody ke změně prognózy – pouze u kvartálních situačních zpráv.

V předchozí diskusi byla zmíněna otázka, jak se dívat na změnu prognózy pro konec letošního roku. Již nyní nastal čas k zamyšlení nad tím, jak bude ČNB v letošním roce a vysvětlovat měnovou politiku co nejtransparentnějším způsobem, včetně korektního využití systému výjimek.

Viceguvernér Dědek: Z pohledu logiky inflačního cílení se celková situace vyvíjí příznivě. Inflační prognóza pro konec příštího roku je neměnná a z tohoto pohledu lze nastavení úrokových sazeb měnovou politiku interpretovat jako prorůstovou. Současně dochází k tomu, že působení nákladových tlaků zvyšuje pravděpodobnost splnění letošního inflačního cíle. Méně příznivou skutečností ovšem je, že nynější výrazná korekce inflační prognózy pro konec letošního roku naznačuje chybnou identifikaci inflačního trendu před třemi měsíci. Vzniká otázka, do jaké míry jsou autoři inflační prognózy schopni pracovat s nejistotou.

Lze souhlasit s celkovou identifikací stávajícího stavu, kdy současná akcelerace inflace má spíše jednorázový nákladový charakter a existuje pravděpodobnost, že tyto nákladové faktory budou eliminovány. Srovnávání inflační prognózy s aktuálním vývojem v následujících měsících bude klíčové pro posouzení hypotézy o absenci poptávkově-inflačních tlaků.

Pan viceguvernér Dědek souhlasí s návrhem měnové sekce ponechat výši úrokových sazeb na stávající úrovni.

K problematice úrokového diferenciálu vůči euru pan viceguvernér Dědek poznamenal, že nynější diskuse připomíná situaci před několika měsíci, kdy se debata koncentrovala na zužující se úrokový diferenciál vůči USD. I když úrokový diferenciál vůči USD se stal negativním, nedostavil se žádný nepříznivý doprovodní jev v oblasti kapitálových pohybů. V této souvislosti vzniká otázka, do jaké míry je pro malou otevřenou ekonomiku relevantní hypotéza rozdílů ve fázi ekonomického cyklu. Pro malou otevřenou ekonomiku se silnými vazbami na kotevní ekonomiku má tento argument menší váhu než pro dvě velké ekonomiky. V současné době kapitálový odliv generovaný nízkým úrokovým diferenciálem je menší než příliv kapitálu, který je částečně taky generovaný úrokovým diferenciálem. Je ovšem známo, že v oblasti kapitálových toků může dojít k velice rychlým změnám a je otázkou, zda další snížení úrokového diferenciálu nemůže vyvolat rychlý a významný odliv kapitálu. Pro nějaké preventivní zvýšení tuzemských úrokových sazeb není v současné době ekonomický argument.

K otázce devizových intervencí pan viceguvernér Dědek poznamenává, že v současné době je jeho sklon k provádění devizových intervencí podstatně menší než tomu bylo před několika měsíci a navrhuje pravidelně se vracet k této otázce.

Vrchní ředitel Štěpánek: Nejadekvátnější politikou v současné době je neměnnost měnově-politických nástrojů. Existují ovšem stále pochybnosti, zda se budoucí vývoj odhaduje nejlepším možným způsobem. Hlavní nejistoty spočívají v odhadu hlavních faktorů a rychlosti ekonomického oživení dynamiky budoucího inflačního vývoje a v rozpoznání okamžiku, kdy bude nutné přistoupit ke změně úrokových sazeb.

Pan vrchní ředitel Štěpánek souhlasí s předchozími názory a navrhuje klást menší důraz na provádění devizových intervencí.

Vrchní ředitel Racocha: Pan vrchní ředitel Racocha souhlasí s předchozími návrhy členů bankovní rady, aby ke změně inflační prognózy docházelo v delších časových intervalech. Konstatuje, že měsíc po projednávání velké SZ je spodní interval inflační prognózy vyšší než byla výše horní hranice minulé inflační prognózy.

V diskusi zazněla obava, do jaké míry změna predikce pro letošní rok ovlivní inflační vývoj v příštím roce. Pan vrchní ředitel Racocha z důvodu tak výrazné změny inflační prognózy několik měsíců před koncem letošního roku k jakému došlo u 8. SZ, nevylučuje možnost dalších změn v následujících měsících.

K otázce úrokového diferenciálu pan vrchní ředitel Racocha poznamenává, že riziko rychlého odlivu kapitálových toků na finančním účtu platební bilance může zvýšit skutečnost, že nízký, popř. negativní úrokový diferenciál, bude přetrvávat ne vůči jedné, ale vůči dvěma hlavním měnám.

Příloha analyzující vývoj obchodní bilance je velice užitečná. Tato analýza by měla být doplněna analýzou finančního účtu platební bilance s důrazem na možnosti financování deficitu běžného účtu v období odeznívání výrazného přílivu kapitálu.

Pan vrchní ředitel Racocha navrhuje ponechat výši krátkodobých úrokových sazeb na stávající úrovni a navrhuje se vrátit k otázce devizových intervencí v okamžiku, kdy měnový vývoj vyvolá nutnost posoudit využití tohoto nástroje.

Vrchní ředitel Niedermayer: Rozhodování o nastavení úrokových sazeb není v současné době složité, dosavadní stanoviska vyjadřují konsensus členů bankovní rady. Určitým problémem je adaptivní a zpětně hledící charakter našich inflačních prognóz. Tento problém bankovní rada korigovala před několika měsíci takovým způsobem, že nerozhodla pro změnu úrokových sazeb v situaci, kdy došlo ke snížení odhadu čisté inflace. V tomto ohledu vzbuzuje analytická podloženost inflačních prognóz určité pochybnosti. Na druhé straně je nutné poznamenat, že ekonomická situace je velice komplikovaná, existují rozporuplné signály o intenzitě ekonomického oživení. Obtížně se odhaduje vliv vnějších a tuzemských exogenních faktorů (ropa, potraviny) na inflační vývoj. Pan vrchní ředitel Niedermayer je toho názoru, že inflační prognóza implicitně pracuje s předpokladem neměnného nebo mírně apreciujícího nominálního kursu a tím nepřímo předpokládá kontrolu růstu cen v oblasti obchodovatelných komodit. V této souvislosti upozorňuje na to, že kontrola centrální banky nad vývojem kursu je velice omezená.

K otázce devizových intervencí pan vrchní ředitel Niedermayer poznamenává, že v 8. SZ nebyl návrh na provádění devizových intervencí analyticky podepřený a v tomto ohledu není správné, že byl součástí SZ.

Pan vrchní ředitel Niedermayer souhlasí s návrhem měnové sekce ponechat výši krátkodobých úrokových sazeb na stávající úrovni a upozorňuje na nutnost zamyslet se nad tím, zda se postupně nedostáváme do situace, kdy bude nutné zvážit možnost zvýšení úrokových sazeb.

Guvernér Tošovský: V posledních měsících lze mezi nové, neočekávané informace zařadit výrazný růst HDP v prvním čtvrtletí letošního roku, silnější než očekávané promítnutí nákladově inflačních tlaků – především cen pohonných hmot a potravin – do čisté inflace a výrazné zhoršení deficitu obchodní bilance ve druhém čtvrtletí. První výraznější odchylky aktuální inflace od inflační prognózy nastaly v posledních třech měsících letošního roku. V 8. SZ došlo ke změně prognózy čisté inflace ke konci letošního roku o jeden procentní bod.

Navzdory tomu, že v ekonomice došlo k několika významným změnám a dochází ke změně našich interních prognóz, výše krátkodobých úrokových sazeb je na neměnné úrovni již od listopadu minulého roku. Inflační prognóza na příští rok naznačuje zmírnění inflačních tlaků z titulu poklesu nákladově-inflačních tlaků, především meziročního růstu ceny ropy. Potenciální růst ekonomiky se pravděpodobně zvyšuje z důvodu silného přílivu zahraničního kapitálu, nelze vyloučit ani určitý vliv „nové ekonomiky“. Z těchto důvodu ani vyšší ekonomický růst nemusí nutně znamenat zvýšení poptávkově inflačních tlaků. Existuje tedy několik významných nejistot komplikující odhad budoucí inflace a proto je nutné nepřetržitě testovat hypotézy a konfrontovat naše odhady s realitou, aby nedošlo k opožděné reakci měnové politiky na makroekonomický vývoj.

K předchozím významným nejistotám lze přidat další významný faktor v podobě hospodaření veřejných rozpočtů. Vláda je za polovinou svého vládnutí a blíží se začátek předvolebního cyklu. V tomto ohledu je reálné očekávat, že strukturální deficit hospodaření veřejných rozpočtů v příštím roce poroste a současně může dojít k významnému čerpání privatizačních příjmů a ke generování poptávkových tlaků. Přípravy rozpočtu to již naznačují.

K otázce úrokového diferenciálu pan guvernér poznamenává, že ČNB musí přihlížet k měnové politice ECB, její politika má určitou relevanci pro nastavení úrokových sazeb. Zatím ovšem nelze mechanicky na změny úrokových sazeb v eurozóně reagovat.

V 8. SZ je uvedeno, že růst peněžní zásoby není brzdou ekonomického růstu. Vzhledem k tomu, že předstih růstu peněžní zásoby před růstem HDP není výrazný, je pravděpodobně korektnější tvrdit – abstrahujeme-li od úvah o obrátce peněz – že růst peněžní zásoby ani nepodporuje akceleraci ekonomického růstu.

Lze očekávat, že z důvodu předprivatizační „agonie" KB, převodu IPB do vlastnictví ČSOB a opatrnosti ostatních bank při poskytování úvěrů, může nízká dynamika domácí úvěrové emise v následujících několika měsících přetrvávat. Dobu trvání tohoto stavu je obtížné určit, ČNB však musí být připravena včas zareagovat.

K otázce optimální frekvence změny prognóz pan guvernér podotknul, že ke změně inflační prognózy by zpravidla mělo dojít u kvartálních SZ, ale v případě významné korekce předpokladů inflační prognózy nebo přehodnocení některých analytických postupů ke změně prognózy by mohlo dojít i u měsíčních SZ. Významná korekce inflační prognózy v 8. SZ je upozorněním na potenciální nevýhodu přílišné oddálení promítnutí změn do inflační prognózy.

Pan guvernér souhlasí s návrhem měnové sekce neměnit nastavení krátkodobých úrokových sazeb a v současnosti nenavrhuje provádění devizových intervencí. K posouzení pozdějšího využití tohoto nástroje považuje za důležité pozorně sledovat saldo běžného účtu, dynamiku vývozu a zkontaktovat významné reprezentanty exportního průmyslu s cílem obdržet více informací o exportních možnostech domácích subjektů. Bankovní rada by měla projednat využití možnosti devizových intervencí kdykoliv za předpokladu, že členové bankovní rady – především pan vrchní ředitel Hrnčíř nebo Niedermayer – iniciují využití tohoto nástroje.

I.3. Úkoly:

Mělo by dojít k posouzení:

1. Vlivu nákladově-inflačních položek na ostatní složky spotřebního koše.
2. Významu směnného kursu při determinaci čistého vývozu
3. Vlivu ceny ropy na saldo běžného účtu a k posouzení relativní váhy ceny ropy v determinaci běžného účtu ve srovnání s jinými fundamentálními veličinami, včetně silného ekonomického růstu ve světě.

4. Analýza obchodní bilance by měla být doplněna analýzou finančního účtu platební bilance s důrazem na možnosti financování deficitu běžného účtu za předpokladu, že příliv kapitálu bude výrazně nižší.
5. Mělo by dojít k posouzení, zda vývoj cen potravin v ČR ve srovnání s jeho okolím má podobný nebo atypický vývoj.

I.4. Rozhodnutí

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

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

Guvernér Tošovský: Existuje několik významných nejistot komplikující odhad budoucí inflace. Na jedné straně dochází k akceleraci nákladově inflačních tlaků a je reálné očekávat, že strukturální deficit hospodaření veřejných rozpočtů v příštím roce poroste. Současně může dojít k významnému čerpání privatizačních příjmů. Na straně druhé potenciální růst ekonomiky se pravděpodobně zvyšuje z důvodu silného přílivu zahraničního kapitálu a nelze vyloučit ani určitý vliv „nové ekonomiky". Vzhledem k tomu, že tyto faktory působí proti sobě a jenom obtížně lze kvantifikovat jejich vliv, je žádoucí, aby probíhalo nepřetržité testování makroekonomických predikcí . Cílem je zabránit opožděné reakci měnové politiky na nežádoucí makroekonomický vývoj. Pan guvernér navrhuje ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni

Viceguvernér Tůma: Prognóza inflace je v zásadě realistická, některá rizika o budoucím vývoji čisté inflace by měla ovšem více reflektovat. V případě nedostatečného promítnutí sekundárního vlivu růstu cen pohonných hmot a zvýšení inflačních očekávání do inflační prognózy může dojít k podcenění inflačního vlivu růstu pohonných hmot a potravin pro příští rok. Navrhuje ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Viceguvernér Dědek: Z pohledu logiky inflačního cílení se celková ekonomická situace vyvíjí příznivě. Inflační prognóza pro konec příštího roku je neměnná a z tohoto pohledu lze nastavení úrokových sazeb měnovou politiku interpretovat jako prorůstovou. Z důvodu působení nákladových tlaků se zvyšuje pravděpodobnost splnění inflačního cíle. Určité riziko pro splnění inflačního cíle pro rok 2001 vidí pan viceguvernér Dědek v odhadu promítnutí nákladových tlaků do čisté inflace. Navrhuje ponechání výše úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Hrnčíř: Akcelerace inflace je identifikovatelná především v segmentech pohonných hmot, bydlení a potravin. Cenový růst ostatních položek spotřebního koše vykazuje v letošním roce stabilitu nebo mírný pokles. Dá se tedy konstatovat, že růst inflace v posledním období je spojen především s nákladovými faktory s časově omezenou působností. Dokládá to stabilní vývoj korigované inflace bez vlivu pohonných hmot od srpna minulého roku. Ani současná ani predikovaná poptávková inflace - určená především mzdovým vývojem - nenaznačuje takovou akceleraci, která by mohla ohrozit splnění inflačního cíle v letošním nebo v příštím roce. Pan vrchní ředitel Hrnčíř navrhuje ponechání výše úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Niedermayer: Inflační prognóza nereflektuje plně riziko promítnutí nákladově-inflačních tlaků do inflačních očekávání ekonomických subjektů. Implicitně pracuje s předpokladem neměnného nebo mírně apreciujícího nominálního kursu a tím nepřímo předpokládá kontrolu růstu cen v oblasti obchodovatelných komodit. V této souvislosti pan vrchní ředitel Niedermayer upozorňuje na to, že kontrola centrální banky nad vývojem kursu je velice omezená. Souhlasí s ponecháním výše krátkodobých úrokových sazeb na stávající úrovni a upozorňuje na nutnost zamyslet se nad tím, zda postupně nedozrála situace, kdy bude nutné zvážit možnost zvýšení úrokových sazeb.

Vrchní ředitel Racocha: Existuje několik významných rizik pro inflační vývoj v příštím roce. Z důvodu očekávaného snížení úrokového diferenciálu nelze podcenit nebezpečí rychlého odlivu kapitálových toků na finančním účtu platební bilance. Vývoj vysoce volatilních položek korigované inflace, především růstu cen pohonných hmot a potravin - může vyvolat další

korekci inflační prognózy v následujících měsících. Pan vrchní ředitel Racocha navrhuje ponechání výše úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Štěpánek: Nejadekvátnější politikou v současné době je neměnnost měnově-politických nástrojů. Inflační prognóza je ovlivněna několika nejistotami, z nichž nejdůležitější jsou odhad hlavních faktorů a rychlosti ekonomického oživení a dynamiky budoucího inflačního vývoje. Klíčové je rozpoznání toho okamžiku, kdy bude nutné přistoupit ke změně úrokových sazeb.

Zapsal: RNDr. Tibor Hlédik, MA, Tým měnových poradců bankovní rady ČNB