

Protokol z jednání Bankovní rady ČNB ze dne 30. 11. 2000

I.1. Úvodní slovo ředitele měnové sekce Aleše Čapka

Ředitel měnové sekce rozdělil svoje úvodní slovo do dvou oblastí. První část prezentace věnoval měnovému vývoji, v druhé části diskutoval makroekonomický vývoj v oblasti reálné ekonomiky.

Měnový vývoj

Meziroční růst peněžní zásoby v říjnu činil 6,5 %, listopadový odhad zůstává pod 7 %. V historické perspektivě se jedná o další zpomalování meziroční dynamiky M2. V posledním čtvrtletí roku 1999 M2 vzrostla tempem 9-10 %, v první polovině letošního roku 7-8 % s výjimkou června, v září byl růst pod 7 %. Srovnání růstu M2 s růstem nominálního HDP ukazuje na konzistentnost růstu M2 s předpokládaným růstem nominálního produktu. Mezera mezi růstem M2 a dynamikou nominálního produktu se výrazně snížila, zatímco na konci roku 1999 tato mezera činila 6-7 %, v současnosti se pohybuje kolem nuly. Hlavním determinantem zpomalení dynamiky růstu M2 v posledním období je pokles čistých zahraničních aktiv z důvodu skokového zhoršení obchodní bilance. Volatilita růstu úvěrové emise za poslední období byla vyšší, v střednědobém horizontu dochází k zastavení poklesu úvěrové emise bank a v budoucnu lze očekávat mírné oživení.

Od září lze pozorovat mírný růst úrokových sazeb na delším konci výnosové křivky. Historicky se jedná o návrat ke sklonu výnosové křivky, jehož jsme byli svědky ke konci minulého a v první polovině letošního roku. Vyšší sklon výnosové křivky odráží očekávání vyššího ekonomického růstu a nárůstu inflace v budoucnu. V časovém horizontu do jednoho roku se sklon výnosové křivky v ČR podobá sklonu výnosové křivky v eurozóně, ta je ovšem posunutá o 3-6 desetín procentního bodu. Ex-ante reálné úrokové sazby na termínované vklady jsou negativní, u nových úvěrů se tato hladina pohybuje kolem 4 %. Ve srovnání s minulostí, kdy docházelo k poklesu reálných sazeb, v současnosti dochází k jejich stabilizaci nebo k mírnému růstu.

Veřejné finance jsou v SZ analyzovány v krátkodobém a ve střednědobém horizontu. Očekává se mírné zhoršení hospodaření salda státního rozpočtu oproti původním předpokladům přibližně do 5 mld. Kč, na základě aktuálního vývoje lze však očekávat lepší výsledek hospodaření místních rozpočtů. Největší nejistota existuje při odhadu hospodaření FNM, kde v letošním roce dojde k pravděpodobnému výpadku některých původně očekávaných privatizačních příjmů. Nelze tedy vyloučit, že deficit hospodaření veřejných rozpočtů by mohl dosáhnout namísto původně avizovaných 70 mld. Kč až 100 miliard korun, tj. více než 5 % HDP.

Od projednávání minulé situační zprávy devizový kurs vykazoval apreciační tendence. V druhé polovině října došlo ke skokovému posílení kursu z úrovně 35,4 na 34,9 Kč za euro, ve čtvrté dekádě kurs dokonce dosáhl úrovně až 34,2 Kč. V posledních dnech došlo k určité korekci na úroveň 34,5-34,6 Kč za euro. Aktuální vývoj kursu představuje nezanedbatelnou odchylku od referenčního scénáře, na kterém je inflační prognóza založená. Kurs koruny vůči USD je tradičně volatilnější, depreciační tlak z minulosti byl zastaven a kurs koruny vůči USD dokonce posiloval. Vývoj kursu koruny za poslední 3 měsíce letošního roku ukazuje na zpřísnění měnových podmínek v ekonomice.

Reálná ekonomika

Zveřejněné údaje o vývoji nabídky a poptávky v zásadě korespondují s predikcemi měnové sekce. Aktuální vývoj stavební výroby přesahuje prognózu, a to může být náznakem vyšší investiční činnosti v budoucnu. Index průmyslové výroby byl naopak nižší než prognóza ČNB. Celkově lze konstatovat, že v této malé SZ nedošlo ke změně prognózy ekonomického růstu na letošní a příští rok.

Deficit obchodní bilance v říjnu dosáhl rekordní hodnoty za poslední období a může být signálem akcelerace domácí poptávky. Dominantním důvodem zhoršení obchodní bilance za letošní rok je nadále cenový vliv růstu cen energetických surovin. Tento cenový vliv vysvětluje přibližně 60-70 % celkového zhoršení salda obchodní bilance v letošním roce. Ve třetím čtvrtletí začíná převažovat vliv změny fyzického objemu netto vývozu, který může indikovat změny na straně poptávky. V této souvislosti jsou důležité dva pohledy. První je strukturální pohled, který ukazuje, že ke zhoršení salda obchodní bilance ve stálých cenách došlo především u 3 skupin SITC: chemikálie a příbuzné výrobky, tržní výrobky dle materiálu a stroje a dopravní zařízení. V posledních dvou skupinách saldo netto vývozu je stále kladné, dochází ovšem ke zhoršení, u chemikálií rozdíl mezi objemem vývozu a dovozu je trvale záporný. Vývoj v druhé a třetí skupině lze dát do souvislosti s probíhající investiční činností, negativní saldo netto vývozu ve skupině chemikálií lze vysvětlit probíhající restrukturalizací a privatizací tuzemského chemického průmyslu. Druhý pohled dává do souvislosti obchodní bilanci s vývojem domácí poptávky. Predikce domácí poptávky ve třetím čtvrtletí se přibližuje k úrovni 5 % a tomu odpovídá vývoj obchodní bilance.

Analýza trhu práce obsažená v 11. SZ nezohledňuje nově dostupné informace mzdových požadavků představitelů odborových svazů na příští rok. Z tohoto důvodu predikce mzdového vývoje ve srovnání s minulou SZ zůstala neměnná. Základní rysy predikce obsažené v SZ jsou následující:

- (i) Míra nezaměstnanosti zůstane v příštím roce poměrně vysoká, přibližně na úrovni 8-9 %. Vysoká úroveň nezaměstnanosti bude hrát důležitou disciplinující roli ve mzdovém vývoji.
- (ii) V příštím roce dojde k dalšímu růstu národohospodářské produktivity práce, která ve srovnání s letošním rokem bude zhruba na stejné úrovni (kolem 3 %).
- (iii) Průměrná nominální mzda poroste přibližně o 7 %.

Vycházejíce z těchto předpokladů, by mělo v příštím roce dojít k příznivému vývoji mzdově-poptávkových tlaků. Nominální jednotkové mzdové náklady (JMN) by se měly pohybovat v roce 2001 v intervalu 3-3,5 %, reálné JMN by měly být dokonce negativní. Poslední prohlášení představitelů odborových svazů zpochybňují výchozí předpoklady této prognózy a mzdový vývoj v příštím roce se stává rizikovým faktorem cenového vývoje. Požadavky odborů na růst průměrných nominálních mezd se pohybují na úrovni 9-10 % v příštím roce. Tento mzdový požadavek byl odvozen z předpokladu růstu produktivity práce na úrovni 8-9 % a růstu spotřebitelské inflace na hladině 5 %. Zatímco odhad spotřebitelské inflace není problematický, odhad růstu produktivity práce vychází z růstu produktivity práce v průmyslu a stavebnictví v letošním roce namísto celkového průměru v národním hospodářství (odhad měnové sekce pro růst národohospodářské produktivity práce pro příští rok je kolem 3 %). Odbory nadále zřejmě vycházejí z předpokladu významného snížení zaměstnanosti v těchto dvou odvětvích národního hospodářství, přestože v příštím roce lze předpokládat stabilizaci na trhu práce. Akceptovatelný, mzdově neutrální vývoj vycházející z pětiprocentní spotřebitelské inflace a

tříprocentního růstu národohospodářské produktivity práce by měl mít za výsledek přibližně osmiprocentní růst nominálních průměrných mezd. Další argument představitelů odborových svazů, vysvětlující nutnost růstu mezd na základě údajné 30-ti procentní domácí úrovně mezd ve srovnání s úrovní v EU, neobstojí. Provede-li se toto srovnání na základě parity kupní síly a po korekci rozdílu v produktivitě práce mezi ČR a EU, úroveň mezd v ČR a EU je srovnatelná.

Další otázkou týkající se budoucího mzdového vývoje je očekávaný vliv přímých zahraničních investic na mzdový vývoj. Vzhledem k tomu, že v podnicích se zahraniční kontrolou dochází k rychlejšímu růstu mezd a jejich absolutní úroveň je také vyšší, lze předpokládat určité působení Balassa-Samuelsonova efektu. Za 1.-3. kvartál letošního roku se průměrná mzda ve sledovaných organizacích pohybovala kolem 13 000 Kč, její meziroční růst na úrovni 6,3 %. V organizacích se zahraniční kontrolou průměrná mzda byla na úrovni 17 000 Kč, meziroční růst 7,6 %. Zatím vliv podniků se zahraniční kontrolou na zaměstnanost je relativně nízký, jejich podíl na zaměstnanosti vzrostl za poslední dva roky z 4,5 na 7,8 % v letošním roce. Z tohoto důvodu lze předpokládat, že "mzdová náказа" vyplývající z rozdílné úrovně a dynamiky mezd v sektoru zahraničních firem ve srovnání s ostatními podniky bude velice omezená. Dalšími faktory minimalizujícími nebezpečí mzdové náказы jsou existující rozdíly v kvalifikační struktuře pracovních sil v podnicích pod zahraniční kontrolou a v ostatních podnicích..

Při posouzení vlivu dovezené inflace na celkovou inflaci 11. SZ vycházela z neměnných výchozích předpokladů ve srovnání s minulou SZ. Na základě těchto předpokladů by se meziroční růst dovozních cen v příštím roce měl postupně přiblížit k nule a ke konci roku by měl dosáhnout negativních hodnot. V případě trvalejšího setrvání úrovně nominálního kursu na silnější úrovni než je referenční scénář 36 Kč za euro, může dojít k rychlejšímu poklesu meziročního růstu dovozních cen ve srovnání s nynější prognózou.

Predikce na rok 2001 se nemění, ve srovnání s letošním rokem by úroveň čisté inflace ke konci příštího roku měla být stejná, dojde ovšem ke změně struktury inflace. Zatímco čistá inflace v letošním roce je výsledkem především nákladových faktorů (přesněji, růstu dovozních cen), v příštím roce budou rozhodujícím inflačním zdrojem poptávkové faktory.

V době zpracování inflační prognózy měnová sekce vycházela z předpokladu, že dojde ke změnám sazeb DPH začátkem příštího roku. Vliv této změny byl kvantifikován na úrovni +0,5 procentního bodu pro spotřebitelskou inflaci a na úrovni +0,3 procentního bodu pro čistou inflaci. Poslední informace naznačují, že k této změně začátkem příštího roku pravděpodobně nedojde, a z tohoto důvodu spotřebitelská a čistá inflace v příštím roce by měla být nižší o výše uvedené hodnoty.

Měnově-politické doporučení měnové sekce je:

- (i) Ponechat dvoutýdenní repo-sazbu na stávající úrovni.
- (ii) Prozatím neprovádět devizové intervence na oslabení koruny.

I.2. Diskuse

Přítomni: viceguvernér doc. Ing. Z. Tůma, CSc., viceguvernér Ing. O. Dědek, CSc., vrchní ředitel RNDr. L. Niedermayer, vrchní ředitel Ing. P. Racoča, MIA., vrchní ředitel Ing. P. Štěpánek, CSc., ministr financí ČR doc. Ing. P. Mertlík, CSc.

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

Vrchní ředitel Niedermayer:

1. Důležitou informací je návrat meziročního růstu korigované inflace k hodnotám, které převažovaly v květnu. Inflační tlaky jsou přítomny především v oblasti potravin. Meziročně došlo k posílení nominálního kursu CZK vůči euru řádově o 5 %. Do jaké míry je korigovaná inflace ovlivněna kursovým vývojem?
2. Často se odvolává na vysoký růst produktivity práce při posuzování inflačního vlivu růstu průměrných nominálních mezd. V případě, že růst produktivity práce v národním hospodářství by byl koncentrován převážně do oblasti exportně orientovaných podniků, jaké by byly implikace této alternativy pro prognózu čisté inflace?
3. V polovině příštího roku podle inflační prognózy může dojít k situaci, kdy inflace měřená indexem spotřebitelských cen bude nad úrovní měnově-politických sazeb. Jaký je názor měnové sekce na tuto eventualitu a jakým způsobem by měla centrální banka komunikovat tuto skutečnost?

Situační zpráva v nové, stručnější podobě je přehlednější, jedná se o krok v správném směru.

Vrchní ředitel Štěpánek:

Pan vrchní ředitel Štěpánek se připojuje k předchozímu pozitivnímu hodnocení SZ. Nová zpráva je přehlednější, úvodní slovo bylo také velice přehledně strukturované.

1. V textu SZ se objevila úvaha, která dává do souvislosti meziroční růst M2 s dynamikou ekonomického oživení. Jaké empirické výsledky jsou za těmito úvahami a jaká je jejich statistická významnost?
2. V úvodním slovu zazněla úvaha, podle které zpomalení dynamiky M2 souvisí se zhoršením obchodní bilance, jenž částečně kompenzuje silný příliv zahraničního kapitálu. Pan vrchní ředitel žádá o podrobnější vysvětlení tohoto mechanismu (tj. vlivu salda obchodní bilance na růst M2).
3. V SZ se objevuje teze, že zhoršování obchodní bilance ve stálých cenách začíná být dominujícím faktorem zhoršení salda obchodní bilance v běžných cenách. Zhoršení objemu fyzického salda zahraničního obchodu se projevuje podle SZ především u SITC skupin s vyšší přidanou hodnotou, především u zboží investičního charakteru. Souvisí-li zhoršení salda obchodní bilance ve stálých cenách s přílivem přímých zahraničních investic, proč dochází k tomuto zhoršení především ve třetím čtvrtletí letošního roku? Lze souvislost mezi přílivem FDI a zhoršením obchodní bilance empiricky doložit?
4. SZ identifikuje riziko významného sekundárního promítnutí vysokého nárůstu cen energetických surovin na mzdový vývoj a současně se odvolává na přetrvávající rigidity na trhu práce. O jaké rigidity se jedná?

Viceguvernér Dědek: Nová podoba situační zprávy vykazuje určitou asymetrii mezi její první a druhou částí. První část (měnová oblast) obsahuje více textu a méně grafů, u druhé části zprávy (reálná ekonomika) je tomu naopak.

Pan viceguvernér Dědek preferuje první přístup, kdy text obsahuje širší analytický pohled na daný segment a přiřazuje odpovídající váhu k působení jednotlivých faktorů na inflaci.

Druhý přístup naopak ponechává analytické posouzení relevance jednotlivých determinant inflace členům bankovní rady, analytickému zhodnocení je dán menší prostor. Dobrým příkladem je část situační zprávy analyzující vývoj obchodní bilance. Analýza obsahuje hodně zajímavých informací, včetně podrobného strukturálního pohledu podle skupin SITC. Analýza ovšem neobsahuje konkrétní závěr o udržitelnosti salda obchodní bilance ve střednědobém horizontu.

1. V úvodním slovu ředitele měnové sekce zaznělo, že mzdový vývoj v případě naplnění požadavků odborů představuje rizikový faktor pro budoucí inflační vývoj. Na druhé straně SZ uvádí, že relativně vysoká predikovaná míra nezaměstnanosti v roce 2001 by měla brzdit generování nadměrných mzdově-inflačních tlaků. Do jaké míry lze očekávat působení Balassa-Samuelsonova efektu s ohledem na rozdílnou úroveň a dynamiku mezd v podnicích se zahraniční kontrolou ve srovnání s ostatními podniky? Do jaké míry se lze spolehnout na to, že míra nezaměstnanosti bude brzdit vznik mzdově-poptávkových inflačních tlaků v příštím roce?
2. SZ uvádí, že ve srovnání s minulou SZ došlo k nárůstu odhadu průměrných nominálních mezd. Současně se předpokládá stagnace, popř. mírný pokles běžných příjmů při zachování míry nezaměstnanosti. Co je vysvětlením této diskrepance?
3. V textu je uvedeno, že hrozí zadlužování vyšších územně správních celků. Existují nějaké bariéry proti nárůstu dluhu těchto územně správních subjektů?

Vrchní ředitel Racoča: Nová struktura SZ panu vrchnímu řediteli Racochovi vyhovuje, do budoucna považuje za žádoucí, aby SZ nadále obsahovala jak analýzy tak grafy v co nejúspornější podobě.

1. Přibližně před měsícem měnová sekce přisuzovala 90 % zhoršení obchodní bilance v běžných cenách cenovému vlivu. Před týdnem byl tento odhad snížen na 75 %, dnes činí 50 %. Jedná se o jednorázové, skokové zhoršení obchodní bilance nebo o začátek trendového vývoje?
2. Interpretace měnové sekce a sekce bankovního dohledu vývoje úvěrové emise se postupem času přibližují. SZ poprvé správně identifikuje pokles úvěrové emise bez zdůrazňování následného nedostatku finančních zdrojů pro podnikový sektor. Došlo v této souvislosti k zohlednění případných dopadů restrukturalizace úvěrového portfolia ČSOB na úvěrovou emisi? Bankovní dohled disponuje s relevantními údaji od ČSOB a je připraven spolupracovat s měnovou sekcí na této otázce.

Místopředseda vlády Mertlík: Krátkodobé prognózy ČNB a MF jsou na srovnatelné úrovni, nevýznamné rozdíly existují pouze u některých makroekonomických veličin (např. bilance vnějších vztahů).

Plnění státního rozpočtu se očekává na úrovni deficitu 20 mld. Kč. Interní odhady MF jsou na vyšší úrovni, pohybují v intervalu 35-40 mld. Kč. Nejistota odhadu deficitu ke konci roku se zvyšuje. Znázorňuje to vývoj ke konci minulého roku, kdy v posledních 10 dnech v prosinci došlo k významnému navýšení daňových příjmů, pro nichž důvody nejsou dodnes známy. Ministr financí proto učinil rozhodnutí, které zabraňuje rozdělení příjmů uvnitř jednotlivých kapitol, a tím se snižuje tlak na zvýšení deficitu státního rozpočtu ke konci roku.

Na dotaz pana viceguvernéra Dědka lze odpovědět v tom smyslu, že rozpočtová pravidla krajů neumožňují dlouhodobá zadlužování, nepředpokládají např. emisi dluhopisů na krajské úrovni.

Toto nastavení může být nicméně dočasné, daňové rozdělení krajů a způsob jejich financování je v přechodné fázi. Namísto současně platného zákona upravujícího hospodaření krajů bude připraven nový zákon, který sice nepředpokládá žádnou liberalizaci, ale k určitým tlakům v rámci poslanecké sněmovny a krajů může dojít.

Riziko hrozí v jiné oblasti, jmenovitě v oblasti hospodaření obcí a měst. Hospodaření obcí a měst se v posledním období sice opticky hodně zlepšilo díky prodeji energetických akcií nebo práv k nim, navzdory tomu v příštím roce se očekává bankrot přibližně deseti obcí. Dosud neexistuje žádná zákonná úprava, která by řešila takovou situaci. Ústava dává navíc obcím plnou nezávislost, stát může jejich hospodaření ovlivňovat pouze v malé míře. Největší váhu v saldo hospodaření měst a obcí mají samozřejmě největší města v ČR, především Praha a v poslední době se rychlým tempem zadlužuje Ostrava. Bez ústavních změn nelze dosáhnout pokroku v této oblasti. Z hlediska kontroly veřejných financí je tedy hospodaření obcí a měst největším problémem.

Vrchní ředitel Niedermayer: Hospodaření obcí a měst může mít implikace pro stabilitu finančního systému. V případě, že banky začínají mít větší angažovanost vůči malým a větším obcím, budou se snažit zabezpečit různými zástavami. Hledá vláda a parlament právní mechanismus, řešící problém případné nesolventnosti těchto subjektů?

Místopředseda vlády Mertlík: Vláda na tom začala pracovat, bohužel trochu opožděně. Tato otázka začala být předmětem veřejné diskuse. Z politického hlediska se jedná o složitý problém, nicméně ministerstvo financí ve spolupráci s ministerstvem vnitra začalo pracovat na návrhu změny zákona umožňující uvalení nucené správy v případě nesolventnosti.

Rizika spojená s hospodařením veřejných rozpočtů a růstem státního dluhu v současných politických podmínkách rostou. V parlamentu a v senátu čeká na schválení asi 5 dluhopisových zákonů. Vedle toho jsou nakumulované i staré problémy, např. vypořádání dluhu s bývalou NDR v hodnotě asi 5-ti mld. Kč. Poptávka je tedy velká a problémem je především varovný trend rychlého zhoršení salda hospodaření veřejných rozpočtů.

Dalšími avizovanými budoucími problémy jsou:

- a) *Nákup vojenských stíhaček v hodnotě přibližně 200 mld. Kč.* I v případě získání dlouhodobé půjčky, roční splátky by se blížily k 7-9 mld. Kč, což je nad možnosti této ekonomiky.
- b) *Hospodaření Českých drah.* Dá se očekávat, že kumulovaná zadluženost, včetně méně viditelných forem zadluženosti, dosáhne hodnot v intervalu 20-60 mld. Kč. Řešení tohoto problému se dá očekávat v příštím nebo v přespříštím roce.
- c) *Řešení otázky IPB.* Zatím nelze přesně odhadnout, o jakou částku se jedná.

Prohlášení odborů na očekávaný mzdový vývoj je překvapující. Je nutné si všimnout, že pozice odborů v ekonomice prudce slábne a systém mzdových vyjednávání je decentralizovaný. Otázkou tedy je, jakou váhu lze přisoudit těmto prohlášením, jaký mají reálný vliv. V rozpočtových organizacích bude očekávaný růst reálných mezd nízký, vychází se z meziročního růstu indexu spotřebitelských cen na úrovni 4-5 %.

Co se týče vnějších externích vlivů, v situační zprávě není dostatečně akcentováno očekávané zvýšení ceny zemního plynu pro domácnosti v průběhu příštího roku. V letošním roce došlo k meziročnímu nárůstu ceny zemního plynu přibližně o 30 %. Vzhledem k tomu, že tyto ceny jsou v ČR regulované, k promítnutí tohoto externího nákladového šoku do indexu spotřebitelských cen dojde v příštím roce. Existují 2 varianty plánovaného cenového nárůstu,

obě tyto varianty v konečném důsledku počítají se zdražením ceny zemního plynu pro domácnosti o celý uvedený vliv, buď od prvního ledna nebo od prvního dubna příštího roku.

I.2.b. Uzavřené jednání bankovní rady

Vrchní ředitel Niedermayer: Vývoj veřejných financí je znepokojující především z důvodu téměř krizové situace v oblasti cash-flow. Problémem není ani to, že by docházelo k výrazným poptávkovým stimulům, spíš se jedná o problém restrukturalizace financování státního dluhu. Otázkou je, jakým způsobem lze získat co nejefektivněji z finančního trhu těch potřebných 100 mld. Kč včetně roll-overu v příštím roce a jakým způsobem lze profinancovat dluh ČD v řádu 40 mld. Kč. Vzhledem k tomu, že výnosová křivka má sklon 250 bazických bodů a stát potřebuje stabilní financování státního dluhu, dochází k podstatnému zvýšení nákladů financování státního dluhu ve srovnání s výší měnově-politických sazeb ČNB. V případě, že by totiž došlo k přerušení cash-flow, znamenalo by to zvýšené riziko pro vznik finanční krize.

Místopředseda vlády Mertlík: Při zpětném pohledu na statistiku vládních výdajů a veřejné spotřeby je zřejmé, že nárůsty v minulosti byly velice malé a veřejný sektor nebyl hlavním zdrojem poptávkových tlaků. V příštím roce se tyto poptávkové tlaky zvýší, stále se ale nejedná o dramatickou změnu. Problémy s financováním státního dluhu identifikované panem Niedermayerem jsou reálné, ale tyto problémy nejsou vnímány ani vládou ani parlamentem. Problém s financováním dluhu Českých drah lze rozložit v čase.

Vrchní ředitel Niedermayer: V případě Českých drah je důležité, aby z důvodu nižšího kreditního rizika se ČD nefinancovaly za cenu, která je nad refinanční sazbou MF. Jedná se tedy o optimalizaci úrokových nákladů a řízení cash-flow.

Viceguvernér Tůma: Problém cash-flow v příštím roce bude možná zmírněn z důvodu očekávaných příjmů státu z privatizace.

Místopředseda vlády Mertlík: Příjmy z privatizace budou využity ke krytí obrovských závazků FNM. K dnešnímu dni FNM má uzavřené smlouvy na 100 mld. Kč.

Vrchní ředitel Štěpánek: V minulém roce došlo mezi MF a ČNB k dohodě, podle které dojde ke vzájemné výměně názorů před stanovením inflačního cíle. Vzhledem k tomu, že MF zpracovává svoji prognózu makroekonomického vývoje čtvrtletně (nejbližším termínem je leden a duben roku 2001), mělo by dojít k co nejrychlejšímu stanovení způsobu vzájemné komunikace. Mělo by být také určeno, jakou formou bude tento cíl komunikován veřejnosti.

Místopředseda vlády Mertlík: Měly by být určeny odpovědné osoby pro účely vzájemné komunikace. Nabízí se možnost kontaktu pana náměstka Mládka s vybraným členem bankovní rady nebo Ing. Vaškové s panem ředitelem Čapkem.

V minulém roce inflační cíl ČNB byl prezentován vládě a následně veřejnosti jako společný materiál MF a ČNB. V příštím roce může být způsob prezentace obdobný, ale také se lze dohodnout na jiné formě prezentace. S ohledem na dosaženou fázi ekonomického cyklu nalezení inflačního cíle bude v příštím roce pravděpodobně složitější, než tomu bylo letos.

Vrchní ředitel Racoča: Přesně naopak. ČNB vychází z dlouhodobé měnové strategie, která určuje cílový stav inflace v roce 2005. Upřesnění ročního cíle v intencích dlouhodobé strategie bude s ohledem na kratší časový horizont zbývající do konce roku 2005 jednodušší.

Vrchní ředitel Niedermayer: Pan místopředseda vlády Mertlík se při posuzování poptávkového vlivu veřejných financí koncentroval především na spotřebu vlády. Existuje celá řada jiných kanálů, které potenciálně ovlivňují poptávku v ekonomice. Např. ČD nejsou součástí spotřeby vlády, ale jednoznačně mají vliv na poptávkovou situaci v ekonomice. Je důležité vědět, jakou část poptávky vláda kontroluje a jakou část pouze ovlivňuje a jak silné poptávkové impulsy jsou generovány pomocí různých státních fondů a vládních dotací. Manévrovací prostor vlády není v tomto ohledu pravděpodobně velký, ale ČNB musí více rozumět tomu, jakým způsobem ovlivňuje hospodaření veřejných financí domácí poptávku.

Ředitel měnové sekce Čapek: Připomíná, že měnová sekce přednedávnem zpracovala materiál posuzující poptávkový vliv hospodaření širších veřejných rozpočtů na ekonomiku.

Viceguvernér Dědek: Materiál zmíněný ředitelem měnové sekce byl zpracován v obecnější poloze, na základě vysoce agregovaného přístupu, který rozdělil deficit veřejných financí na strukturální a cyklickou složku. Materiál v této obecné podobě nemůže sloužit jako podklad pro jednání ČNB s MF o stanovení inflačního cíle. Bude nutné posoudit, zda deficit hospodaření veřejných rozpočtů bude či nebude kompatibilní s desinflační strategií centrální banky a současně kvantifikovat poptávkový vliv hospodaření veřejných rozpočtů.

Viceguvernér Tůma: Lze tedy formulovat úkol pro měnovou sekci v tom smyslu, že v návaznosti na již zpracovanou analýzu má být upřesněn a kvantifikován vliv hospodaření veřejných rozpočtů na poptávku a následně na měnovou politiku. Má být také zodpovězena otázka, do jaké míry mohou být ovlivněny úrokové sazby s delší splatností nárůstem státního dluhu a zda tím může být případně oslabena účinnost měnové politiky?

Viceguvernér Dědek: Měnová sekce předkládá bankovní radě určitý analytický pohled na současnou situaci, který je založen na dvou tezích:

1. Ekonomika čelí nákladovému šoku v podmínkách relativně utlumených poptávkových tlaků. Po odeznění nákladového šoku by mělo dojít v příštím roce ke stabilizaci inflace na nižších hodnotách. Struktura inflace by se měla v příštím roce postupně měnit, její nákladové faktory budou postupně nahrazeny poptávkovými stimuly.
2. V důsledku řady faktorů je ekonomika vystavena dlouhodobějšímu apreciačnímu trendu kursu koruny. Je to dáno razantním přílivem zahraničních investic, který je silnější než případné narůstání deficitu běžného účtu, který naopak působí ve směru oslabení apreciačních tlaků.

Již delší dobu, měsíc po měsíci, stojí měnová politika před problémem verifikace tohoto pohledu. Informace obsažené v této SZ potvrzují toto základní schéma. Predikce čisté inflace byla přesná, nadhodnocený odhad korigované inflace spíše potvrzuje správnost předloženého pohledu měnové sekce. Otázkou tedy je, jakými nástroji reagovat na tento vývoj. S návrhem měnové sekce, tj. neměnit dvoutýdenní repo-sazbu a neprovádět devizové intervence, pan viceguvernér Dědek souhlasí, a to především z důvodu konzistence inflační prognózy s inflačním cílem pro rok 2001.

Lze souhlasit s argumentem pana vrchního ředitele Niedermayera, který zdůraznil význam výše reálných úrokových sazeb pro chování obyvatelstva při rozhodování o výši svých úspor. SZ neobsahuje upozornění, že tento faktor by představoval významné riziko pro budoucí inflační vývoj.

Pan viceguvernér Dědek oceňuje snahu měnové sekce zvážit argumenty pro a proti provádění devizových intervencí. Prozatím převažují argumenty pro neprovádění devizových intervencí na oslabení nominálního kursu koruny, z nich je nejpodstatnější posílení proinflačního vlivu externího nákladového šoku. Navíc, když se ekonomika dostane do růstové fáze, určité reálné zhodnocení reálného kursu koruny představuje rovnovážný jev. V SZ by v budoucnu mělo dojít k odhadu rovnovážného kursu koruny.

Pan viceguvernér na jedné straně souhlasí s návrhem měnové sekce na ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni, na druhé straně nezpochybňuje určitá střednědobá inflační rizika identifikovaná v SZ. Mzdová vyjednávání na příští rok zatím nebyla uzavřena a centrální banka se musí dobře připravit na nacházející jednání s představiteli odborových svazů. Tato jednání by měla být chápána jako určitý nástroj pro ovlivnění žádoucího makroekonomického vývoje pro příští rok. Nadále je nezpochybnitelné riziko ve vývoji hospodaření veřejných financí. V této oblasti byl zadán úkol měnové sekci, proto při projednání příští SZ lze očekávat přesnější kvantifikaci vlivu veřejných financí na poptávku a současně identifikaci různých kanálů, přes které fiskální politika ovlivňuje makroekonomický vývoj.

Vrchní ředitel Štěpánek: Pan vrchní ředitel Štěpánek se připojuje k návrhu měnové sekce nepřistupovat k žádné změně měnově-politických nástrojů a neprovádět intervence na devizovém trhu. V této souvislosti poznamenal, že otázka způsobu vypořádání devizových příjmů za prodej ČS by měla být diskutována odděleně.

Ve veřejnosti sílí očekávání, že ČNB s odstupem času přistoupí ke zvýšení svých krátkodobých úrokových sazeb. Komentáře v odborném tisku naznačují, že trh očekává zvýšení sazeb na jaře příštího roku, na rozhraní prvního a druhého kvartálu. Tyto komentáře nelze ignorovat a je třeba je brát vážně. Tím spíše, že podklady měnové sekce indikují, že se neočekává žádná změna trendu v prognóze čisté inflace ve srovnání s dosavadními predikcemi. Lze prohlásit toto hodnocení i bez ohledu na to, že v posledním období došlo k určité dynamizaci čisté inflace. Zdá se, že se stále více zvyšuje kontrast mezi očekáváním odborné veřejnosti a mezi interní prognózou ČNB. Problém může být v časovém horizontu inflační prognózy. Bude nutné zvážit, jakým způsobem zabezpečit dostatečně dlouhý časový horizont pro tvorbu inflační prognózy nezávisle na tom, zda prognóza je vytvářena začátkem nebo koncem kalendářního roku. Řešením by mohlo být sjednocení délky inflační prognózy.

Jiným možným vysvětlením zdánlivého rozporu mezi očekáváním odborné veřejnosti a ČNB může být skutečnost, že budoucí inflační rizika jsou vnímána s odlišnou mírou intenzity. Vniká tedy dojem, že některá rizika prezentovaná v SZ jsou uvedena pouze pro úplnost ale autoři zprávy příliš nevěří v jejich materializaci. Naopak, odborná veřejnost se pravděpodobně přiklání k naplnění některých těchto rizik.

V této situaci se jeví důležité, aby centrální banka využila svoje komunikační nástroje a snažila se ovlivnit inflační očekávání v ekonomice. V opačném případě hrozí nebezpečí, že inflační očekávání se postupně promítnou do různých makroekonomických veličin a následně právě prosazení těchto očekávání vynutí zvýšení měnově-politických úrokových sazeb.

Prognóza inflace byla zdůvodněna měnovou sekci přesvědčivě. Základní otázkou pro nejbližší období je charakter a intenzita ekonomického oživení. Existují rizika budoucího inflačního vývoje, především v mzdové oblasti. Může dojít ke zhoršení poměru růstu průměrných nominálních mezd a produktivity práce, který v posledním období působil spíše stabilizačně. V tomto ohledu je velice důležité, aby se ČNB připravila na jednání s odbory a pokusila se

průběh mzdových vyjednávání ovlivnit věcnými ekonomickými argumenty. Dalším výrazným rizikem budoucího vývoje je nebezpečí zhoršení vnějších vztahů. Celá řada vnějších indikátorů naznačuje zpomalení ekonomické aktivity u hlavních obchodních partnerů ČR. Negativní důsledky tohoto zpomalení lze očekávat v oblasti vnější bilance, pozitivní ve smyslu očekávaného poklesu dovozních cen, včetně cen surovin. Novou informací je rizikový vývoj v oblasti řízení státního dluhu, nicméně nadále platí, že z poptávkového hlediska hospodaření veřejných financí v příštím roce nepředstavuje velké nebezpečí. Řízení státního dluhu do značné míry bude závislé na toku příjmů z privatizace, což ze systematického hlediska představuje významné riziko.

Vrchní ředitel Niedermayer: Nikdy v minulosti nedošlo k tak výrazné konvergenci inflačních očekávání, jak je tomu v současnosti. Inflační očekávání ČNB jsou naprosto totožná s očekáváním finančních trhů (rozdíl 0,1 %) a s očekáváním MF a ČSÚ. Jediná otázka je, zda skutečnost, že inflace poroste k 5-ti procentní hranici není dostatečný důvod k tomu, aby ČNB zasáhla. Otevřenou otázkou je pouze adekvátní reakce měnové politiky, v oblasti inflačních očekávání není problém.

Vrchní ředitel Štěpánek: Rozdíl je v tom, že ze stejné inflační prognózy finanční trh vyvozuje implikace pro změnu úrokových sazeb, měnová sekce zatím ne.

Viceguvernér Tůma: Ten rozpor není úplně zřejmý. Měnová sekce je toho názoru, že inflace v delším horizontu zůstane neměnná, ale nic neříká o tom, že např. za tři měsíce nedojde ke změně úrokových sazeb.

Vrchní ředitel Štěpánek: Za 3-4 měsíce bude k dispozici méně informací o vývoji mezd, veřejných rozpočtů, intenzitě přílivu kapitálu, atd. v roce 2002.

Viceguvernér Tůma: Základní informace přicházejí s čtvrtletní periodicitou, v tomto ohledu informační množina ČNB sloužící k měnově-politickému rozhodnutí bude srovnatelná se současným stavem.

Viceguvernér Dědek: Problém není v rozdílu inflačních očekávání trhu, MF a ČNB. Klíčová věc je reakce měnové politiky na předpokládanou inflační trajektorii. Měnová sekce předložila určité teoretické uchopení tohoto problému, a otázkou je, zda bankovní rada se s tímto hodnocením ztotožňuje, či nikoliv. Navzdory tomu, že existuje několik alternativ při akcentování některých inflačních rizik, poslední údaje o vývoji hlavních makroekonomických veličin nevytvářejí robustní základ pro odmítnutí hypotézy měnové sekce.

Vrchní ředitel Niedermayer: Nejenom že neexistuje konflikt v oblasti inflačních očekávání, ale tento konflikt není viditelný ani v hodnocení očekávané reakce centrální banky finančním trhem. Je skutečností, že výnosová křivka má pozitivní sklon, což lze částečně vysvětlit existencí likvidní prémie na delších splatnostech. To neznamená, že ČNB by byla pod tlakem, a že se v současnosti očekává zvýšení krátkodobých sazeb.

Vrchní ředitel Racoča: Vývoj v oblasti veřejných financí není příznivý a další analýzy provedené v této oblasti by měly upřesnit některá rizika pro inflační vývoj v příštím roce. Je otevřenou otázkou, zda očekávané privatizační příjmy budou využity k provedení některých strukturálních reforem nebo budou vynaloženy jiným způsobem. V krátkodobém horizontu je více zneklidňující prohlubující se deficit obchodní bilance. Není zřejmé, zda se jedná o začátek nového trendu nebo o pololetní výkyv. Intuitivně se nabízí hypotéza, že tyto trendy

budou pokračovat z důvodu pokračujícího přílivu přímých zahraničních investic, nicméně deficit obchodní bilance je zatím víc než pokrýván přílivem FDI. V této souvislosti je otázka, do jaké míry lze očekávat vznik nových proexportních kapacit. V nejbližším horizontu je klíčová příprava ČNB na jednání s představiteli odborů, aby mohlo dojít k ovlivnění výsledku mzdových vyjednávání. Ve vývoji kursu došlo k určité korekci v posledních dnech, silnější nominální kurs navíc umožní tlumit promítnutí dovozních cen do inflace. Z pohledu na reálný efektivní kurs koruny je zřejmé, že reálný kurs v posledním roce stagnuje a v současnosti se jeho hladina nachází na úrovni ledna 1999. Určitým problémem je nízký úrokový diferenciál a extrémně nízké úrokové sazby z vkladů. V této souvislosti by se nemělo zapomenout na to, že od 1. ledna 2001 přestávají být v platnosti poslední omezení na ukládání peněz v zahraničí. V podmínkách nejistoty ohledně nezávislého fungování centrální banky se může jednat o významný faktor, který může potenciálně zvýšit odliv peněz z ekonomiky do výnosnějších instrumentů než jsou vklady v českých bankách. Na dnešním jednání bankovní rady nepřevažují důvody pro změnu úrokových sazeb. Pan vrchní ředitel Racocho souhlasí s návrhem měnové sekce iniciovat jednání o deponování privatizačního příjmu za prodej ČS u ČNB, ale má určité pochybnosti vůči případné realizaci nákupu těchto deviz mimo devizový trh.

Vrchní ředitel Niedermayer: Pohled na ekonomiku se nemění, zůstává nadále pozitivní. Neobjevily se žádné nové dosud neznámé inflační tlaky, potvrzuje se vize, že v příštím roce by mělo dojít ke změně struktury inflace. Existuje určité riziko podcenění budoucích inflačních tlaků, zatím tato rizika neodůvodňují změnu úrokových sazeb. Velmi významnou informací budou výsledky mzdových vyjednávání, protože v případě, že nedojde k profinancování vyšších nákladových tlaků v podobě vyšších mezd, inflační tlaky se budou obtížně projevat. Došlo k určitým změnám v předpokladech, které vstupují do inflační prognózy. Bylo by žádoucí v příštích situačních zprávách pracovat s alternativními scénáři pro mzdový, kursový a fiskální vývoj a kvantifikovat dopad těchto změn do inflační prognózy. Při projednávání této SZ není k dispozici kritické množství informací pro změnu úrokových sazeb. Posílením kursu došlo ke zpřísnění měnových podmínek. I když samotné zpřísnění měnových podmínek je konzistentní se záměry měnové politiky, jedná se o nejméně vhodný způsob zpřísnění měnové politiky a není žádoucí, aby došlo k pokračování apreciacie kursu koruny. V současné době optimálním nástrojem pro provádění makroekonomické restrikce se jeví fiskální politika, druhým nejlepším nástrojem je pravděpodobně změna krátkodobých úrokových sazeb.

Viceguvernér Tůma: Od minulé SZ se toho moc nezměnilo. Rizika zůstávají stejná a projevují se především v oblasti hospodaření veřejných financí, v posouzení sekundárního vlivu externího nákladového šoku do mzdového vývoje a v očekávaném vývoji běžného účtu. V tomto ohledu bude nutné klást velký důraz na jednání s představiteli odborových svazů. Pan viceguvernér Tůma v závěru svého vystoupení zdůraznil, že nenavrhuje změnu krátkodobých úrokových sazeb ani provádění devizových intervencí.

I.3. Úkoly

- (i) V návaznosti na již zpracovanou analýzu má být upřesněn a kvantifikován vliv hospodaření veřejných rozpočtů na poptávku a následně na měnovou politiku.
- (ii) Má být odpovězena otázka, do jaké míry mohou být ovlivněny úrokové sazby s delší splatností nárůstem státního dluhu a zda tím může být případně oslabena účinnost měnové politiky?
- (iii) V SZ by měla obsahovat odhad rovnovážného kursu koruny.

I.4 Rozhodnutí

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

I.5 Pilotní verze Závěrečných prohlášení (Final Statements)

Viceguvernér Dědek: Nově dostupné údaje potvrzují výsledky dosavadních analýz ČNB. Ekonomika čelí nákladovému šoku v podmínkách relativně utlumených poptávkových tlaků. Po odeznění vlivu letošního vysokého meziročního nárůstu cen energetických surovin v roce 2001 se očekává stabilizace čisté inflace na úrovni, která je konzistentní s inflačním cílem pro příští rok. Struktura inflace by se měla v příštím roce postupně měnit, její nákladové faktory budou postupně nahrazeny poptávkovými stimuly.

Viceguvernér Tůma: Od projednání minulé situační zprávy nedošlo k významným změnám. Rizika zůstávají stejná a projevují se především v oblasti hospodaření veřejných financí, v posouzení sekundárního vlivu externího nákladového šoku do mzdového vývoje a v očekávaném vývoji běžného účtu.

Vrchní ředitel Niedermayer: Pohled na ekonomiku se nemění, zůstává nadále pozitivní. Existuje určité riziko podcenění budoucích inflačních tlaků, zatím tato rizika neodůvodňují změnu úrokových sazeb. Velmi významnou informací budou výsledky mzdových vyjednávání, neboť v případě, že nedojde k profinancování vyšších nákladových tlaků v podobě vyšších mezd, inflační tlaky se budou obtížně projevovat. Navzdory tomu, že zpřísnění měnových podmínek z důvodu apreciacie kursu je konzistentní se záměry měnové politiky, jedná se o nejméně vhodný způsob zpřísnění měnové politiky.

Vrchní ředitel Racoča: Vývoj v oblasti veřejných financí není příznivý a další analýzy provedené v této oblasti by měly upřesnit některá rizika pro inflační vývoj v příštím roce. V krátkodobém horizontu je zneklidňující prohlubující se deficit obchodní bilance. Dá se předpokládat, že tyto trendy budou pokračovat z důvodu pokračujícího přílivu přímých zahraničních investic, nicméně deficit obchodní bilance je zatím víc než pokrýván přílivem kapitálu. Určitým rizikem zůstávají nízký úrokový diferenciál a nízké úrokové sazby z vkladů.

Vrchní ředitel Štěpánek: Základní otázkou pro nejbližší období je charakter a intenzita ekonomického oživení. Existují rizika budoucího inflačního vývoje, především v mzdové oblasti. Může dojít ke zhoršení poměru růstu průměrných nominálních mezd a produktivity práce, který v posledním období působil spíše stabilizačně. Dalším výrazným rizikem budoucího vývoje je nebezpečí zhoršení vnějších vztahů. Celá řada vnějších indikátorů naznačuje zpomalení ekonomické aktivity u hlavních obchodních partnerů ČR. Negativní důsledky tohoto zpomalení lze očekávat v oblasti vnější bilance, pozitivní ve smyslu očekávaného poklesu dovozních cen. Z poptávkového hlediska hospodaření veřejných financí v příštím roce nepředstavuje velké nebezpečí.

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