

***** Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 29.3.2001

I.1. Úvodní slovo vrchního ředitele Čapka

Makroekonomické predikce na rok 2001 a 2002 neměníme, přestože některé informace v průběhu března signalizovaly urychlování ekonomického růstu oproti očekávání. Případná revize prognóz bude provedena až v rámci „velké“ 4. Situační zprávy. Změny prognóz by však neměly být výrazné. Řada údajů, signalizujících rychlejší oživení, se vyznačuje metodologickými a statistickými problémy, což se týká především peněžní zásoby a údajů o HDP.

Peněžní zásoba M2 zrychlila svůj meziroční růst nad 8 %. Po očištění od metodologických nekonzistencí by se však skutečný růst M2 mohl pohybovat mezi 7 – 8 %, tedy na úrovni loňského roku, což je konzistentní s předpokládaným makroekonomickým vývojem. Úvěrová emise nadále klesá v nominálním i reálném vyjádření (reálně téměř o 6 %). Výnosová křivka se pod vlivem posledních měnově-politických opatření ČNB posunula prakticky ve všech svých splatnostech směrem dolů. Trh tedy akceptoval poslední měnově-politické opatření ČNB jako adekvátní.

Státní rozpočet se v roce 2001 vyvíjí dle obvyklé sezónnosti (v únoru přebytek 3,6 mld. Kč). Místní rozpočty dosáhly v roce 2000 schodku –2,5 mld. Kč, což bylo méně než náš odhad ve výši 8-9 mld. Kč. Nepříznivá je tendence v hospodaření FNM. Veřejné finance zůstávají střednědobým rizikovým faktorem pro makroekonomickou stabilitu. Očekávaný vývoj vypadá dramaticky zejména do konce příštího roku, po roce 2002 by se vývoj měl podle aktuálních údajů lámat, ale i tak bude deficit veřejných rozpočtů v období rychlého ekonomického růstu vysoký.

Pokračuje dlouhodobější tendence ke zhodnocování devizového kursu, v posledních dnech, tj. po zveřejnění příznivých údajů o HDP a vývoji obchodní bilance, však došlo k výkyvu až na 34,1 Kč/EUR. Po slovních intervencích pana viceguvernéra Dědka a ministra financí kurs mírně korigoval. Nominální i reálný efektivní kurs se v meziročním srovnání zhodnotil zhruba o 3 %.

Finanční účet platební bilance dosáhl v roce 2000 přebytku v řádu 130 mld. Kč, a dostatečně tedy kryl deficit běžného účtu (zhruba 90 mld. Kč). Dominantním faktorem je vysoký příliv přímých investic (zhruba 180 mld. Kč). Prohubeje se intenzita odlivu portfoliových investic (přibližně 70 mld. Kč), u ostatních investic došlo naopak k čistému přílivu 30 mld. Kč díky nárůstu zahraničních úvěrů podnikového sektoru a likvidace vkladů českých bank u zahraničních bank.

Hrubý domácí produkt vzrostl ve čtvrtém čtvrtletí 2000 meziročně o 3,9 %, za celý rok 2000 pak o 3,1 %, což je nepochybně pozitivní údaj. Na druhou stranu struktura růstu poptávky vzbuzuje určité rozpaky, neboť ve druhém pololetí roku 2000 byly dominantním faktorem růstu HDP zásoby (jejich příspěvek k růstu za celý rok dosáhl téměř 2 % bodů). Růst konečné domácí poptávky byl nižší než očekávání. Spotřeba domácností ve čtvrtém čtvrtletí fakticky stagnovala, spotřeba vlády klesala (-1,4 %) a ani investice nedosáhly nijak vysokého růstu (3,8 %). Hodnocení vývoje zásob je problematické, neboť ČSÚ nedává k dispozici údaje o jejich struktuře. Existují však indikace, že v posledním období akceleruje vývoj zásob vstupních

materiálů, polotovarů a nedokončené výroby, což by naznačovalo optimistický pohled na růst HDP. O pokračujícím oživení svědčí i rychlý růst produkce průmyslu a stavebnictví za leden 2001, i když tyto údaje nesignalizují nijak dramatické urychlování v porovnání s předchozími čísly.

Vývoj obchodní bilance byl za první dva měsíce roku 2001 mírně lepší než naše očekávání (prognóza -21 mld. Kč vs. realita -17 mld. Kč), zejména díky příznivému vývoji směnných relací. Predikce schodku obchodní bilance na rok 2001 zůstává nezměněna na úrovni okolo 130 mld. Kč.

Na trhu práce pokračuje pozitivní vývoj. Sezónně očištěné údaje o míře nezaměstnanosti signalizují pokračující několikaměsíční pokles. Pokračuje také rychlejší tvorba nových pracovních míst. Lednové údaje o vývoji mezd v průmyslu jakoby signalizovaly určité zrychlení (12,4 % meziročně), tento výkyv však mohl jen kompenzovat nižší růst mezd v prosinci 2000. Růst mezd byl i přes uvedený výkyv v lednu nižší než růst produktivity v průmyslu, což se projeвило dalším poměrně výrazným poklesem jednotkových mzdových nákladů v průmyslu.

Inflace se v dlouhodobějším pohledu vyvíjí v souladu s predikcemi, přestože v jednotlivých měsících dochází k výraznějším výkyvům oběma směry. Postupně odeznívá vnější nákladový šok, meziroční růst cen pohonných hmot je kolem nuly. Dochází k určité stabilizaci inflace cen potravin na 3-4 % meziročně. Vývoj ostatních složek čisté inflace signalizuje stabilitu cenového pohybu.

Měnová sekce doporučuje ponechat úrokové sazby na stávající úrovni. Zároveň se nedomnívá, že by ČNB měla provádět devizové intervence. Při vyjádření reálným efektivním kursem není zhodnocení tak výrazné jako při vyjádření vůči euru (okolo 5 % meziročně). Pokud by se však obnovil apreciační trend posledních dnů, bylo by rozumné slovně nebo i skutečně intervenovat.

I.2. Diskuse

Přítomni: guvernér doc. Ing. Z. Tůma, CSc., viceguvernér Ing. O. Dědek, CSc., viceguvernér RNDr. L. Niedermayer, vrchní ředitelka Ing. M. Erbenová, Ph.D., vrchní ředitel doc. Dr. Ing. J. Frait, vrchní ředitel Ing. P. Racoča, MIA, vrchní ředitel Ing. P. Štěpánek, CSc.

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

guvernér Tůma: dává prostor pro dotazy a komentáře.

vrchní ředitel Štěpánek: Predikce HDP na rok 2001 leží v intervalu 1,7 – 3,7 %. Jaká je míra pravděpodobnosti, že tempo růstu bude činit 1,7 %? Chceme říci, že v letošním roce dojde ke zpomalení růstu? (Odpověď MS ve zkratce: předpokládáme pokračování mírného růstu, zhruba na stejné úrovni jako v roce 2000).

viceguvernér Niedermayer: Vyjadřuje pochyby o výhledu veřejných financí, konkrétně o předpokládaném pozitivním zlomu v jejich vývoji po roce 2002. Upozorňuje, že tento výhled nekorresponduje s názory MF. Dále upozorňuje, že není korektní argumentovat politickou neprůchodností konsolidace veřejných financí na straně výdajů a jako nepochybnou brát politickou průchodnost opatření na straně daňových příjmů. (Odpověď MS ve zkratce: se zvyšováním daní se počítá v Předvstupním hospodářském programu, zpracovaném MF).

vrchní ředitel Štěpánek: Souhlasí s odpovědí měnové sekce. Předpoklad o zvyšování nepřímých daní je napsán v Předvstupním hospodářském programu vlády, který má větší váhu než ústní vyjádření představitelů MF. Dále upozorňuje, že na straně výdajů veřejných rozpočtů jsou politicky neprůchodné ty kroky, které by mohly přispět ke skutečné dlouhodobé konsolidaci (reforma mandatorních výdajů), průchodná jsou pouze krátkodobá opatření neřešící podstatu problémů.

guvernér Tůma: Měli bychom mít dva alternativní pohledy: jednak pro variantu zvýšení daní, jednak pro variantu nezměněných daní. Zároveň bychom měly předpoklad o změně daní promítnout do prognózy všech makroekonomických veličin, včetně agregátní poptávky.

viceguvernér Niedermayer: Před měsícem snížila ČNB své sazby, a došlo k poklesu tržních úrokových sazeb v některých segmentech finančního trhu až o 100 b.p. Přesto v prezentaci měnové sekce nebylo vůbec zmíněno, co to znamená pro vývoj ekonomiky.

guvernér Tůma: Vznášá dvě otázky týkající se vývoje cen průmyslových výrobců. Za první, jak se ve vývoji spotřebitelských cen projeví vysoký růst cen výrobců v únoru? (Odpověď MS ve zkratce: s vlivem cen průmyslových výrobců se v prognózách počítá; ke konci roku předpokládáme zrychlení meziroční korigované inflace z 2,4 % na zhruba na 3 %, a to i přes pokles cen pohonných hmot). Za druhé, v minulosti existovala poměrně úzká korelace mezi růstem cen výrobců a vývozními cenami, což má ekonomickou logiku. Prognóza však předpoklad této korelace opouští. Má pro to měnová sekce nějaké vysvětlení, nebo jsou prognózy chybné? Pokud by byla špatně predikce vývozních cen, může být vývoj obchodní bilance až o 30 mld. Kč lepší v porovnání s naší prognózou (Odpověď MS ve zkratce: korelace cen průmyslových výrobců a cen vývozu existuje, ale není tak silná; predikce vývozních cen vychází z kursových scénářů).

vrchní ředitel Frait: Ptá se, jak se liší vývoj jednotkových mzdových nákladů v národním hospodářství i v průmyslu ve vyjádření v korunách a v eurech. Navrhuje, aby příští situační zprávy obsahovaly informaci o vývoji jednotkových mzdových nákladů v eurech (Odpověď MS ve zkratce: do budoucna existuje snaha vyvinout index reálného kursu na bázi jednotkových mzdových nákladů).

viceguvernér Niedermayer: K prognóze HDP má dvě poznámky. Za první, došlo ke změně prostředí v korporátním sektoru, rozhodování podniků má nyní oproti minulosti daleko racionálnější základ. Za druhé, dynamika HDP se v roce 2000 změnila o 4 % body (zhruba z -1 % na +3 %). V našich prognózách nyní uvažujeme, že z tohoto zrychlení se v roce 2001 dostaneme na stagnaci tempa růstu, případně i jeho zpomalení o 1 % bod. Nepozorujeme žádné syndromy takového vývoje (Odpověď MS ve zkratce: neexistují čísla, signalizující zrychlení

pokud se dělá v rozumné míře, ale z hlediska transparency vyvoláváme určitý šum. Měli bychom si proto vyjasnit strategii. Neměl by nás zajímat vývoj kursu v horizontu několika dnů, měli bychom se dívat na delší horizont. Naše hlavní snaha proti nadměrnému posílení kursu by mohla být vedena v oblasti spolupráce s vládou na neutralizaci vlivu privatizačních příjmů. Jde o to zlomit očekávání, že privatizace státního majetku znamená tlak na posílení kursu, protože jsme opravdu připraveni zaujmout pozici, která tento dopad bude eliminovat.

vrchní ředitel Štěpánek: Zdá se, že v posledních dnech kurs reaguje citlivěji na nové informace. Kurs posílil po zveřejnění údajů HDP posílil, naopak po snížení ratingu ČR oslabil. Vypovídá to cosi o situaci na trhu z hlediska likvidity, sentimentu apod.?

viceguvernér Niedermayer: Trh vykazuje dlouhodobější tendenci k poklesu likvidity, zároveň klesá počet obchodníků, kteří zaujímají krátkodobé spekulativní pozice. Z krátkodobého pohledu nelze přeceňovat výkyvy v řádu 0,2 Kč/EUR, neboť se nejedná ani o jedno procento. Trh na zprávy reagoval proto, že se kurs dostal do pásma, kdy mají hráči na trhu strach z intervence ČNB, takže jejich ostražitost se zvyšuje. To je ovšem jen krátkodobá výhoda. Pokud ČNB nezasáhne, bude posilování posléze pokračovat, pokud bychom naopak intervenovali, začne trh vnímat intervenční hladinu kursu jako implicitní závazek k dalším intervencím. Toto dilema nemá žádné jednoduché řešení.

guvernér Tůma: V minulosti jsme ale také několikrát intervenovali a vždy se podařilo komunikovat, že tím nevytváříme nějakou hranici kursu, kterou chceme bránit.

vrchní ředitel Štěpánek: Necítíme však nervozitu na trhu v souvislosti s některými riziky ekonomického vývoje, například vývojem veřejných financí, obchodní bilance apod.?

viceguvernér Dědek: Pohled analytiků je velmi diverzifikovaný. Objevil se například názor, že koruna má zlaté časy teprve před sebou. Zatím však není důvod opouštět hypotézu, že trend směřuje spíše k apreciaci.

viceguvernér Niedermayer: V současnosti zažíváme nejpozitivnější hodnocení ČR za poslední dekádu. Pokud se nic vážného nestane, můžeme být trhem brzy identifikováni za regionálního leadera. Fiskální situace je trhem samozřejmě vnímána, ale jako střednědobé riziko, nikoli jako okamžité riziko.

vrchní ředitel Frait: Vrací se ke střednědobému hledisku vývoje kursu, prezentovanému viceguvernérem Niedermayerem. Měli bychom si ujasnit, zda v nízkoinflačním prostředí by konvergence měla probíhat prostřednictvím nominálního zhodnocování, a jak velké trendové posilování považujeme za přípustné. Zatím se nezdá, že by ČR byla v porovnání s ostatními transitivními zeměmi rychle konvergující ekonomikou z hlediska úrovně nominálního HDP. Zdá se, že prostor pro nominální zhodnocování ještě existuje. Zvláště při pohledu na stávající toky kapitálu, které nejsme schopni příliš změnit. Proto nám nezbude než posilování kursu veřejně připustit a vyslat signál, aby to lidé zabudovali do svých inflačních a jiných očekávání.

viceguvernér Dědek: To ovšem může vyústit v krizi obchodní bilance, pokud by to přesáhlo určitou mez. Už samotný referenční scénář vývoje kursu předpokládá určitou nominální

apreciaci. Vyhlásit, že kurs může bez problémů posilovat, by zvýšilo riziko, že zhodnocení přesáhne rozumnou míru.

guvernér Tůma: Schází nám dostatek analýz nominální konvergence. Ještě nedávno jsme nepřipouštěli nominální apreciaci, až v posledním roce se smiřujeme s tím, že to je zřejmě realita, ale náš názor není příliš precizní. V daném okamžiku nám nezbývá než připustit, že může dojít k nominální apreciaci, což ovšem neznamená, že bychom ignorovali příliš silné výkyvy kursu.

viceguvernér Niedermayer: Za prvé upozorňuje, že historicky jsme nepozorovali posilování nominálního kursu, ale jeho kolísání v poměrně úzkém pásmu 17–20 Kč/DEM. Nyní se blížíme spodní hranici tohoto pásma. Za druhé vyjadřuje pochyby, zda by nominální zhodnocení vedlo ke krizi obchodní bilance, nebo spíše k pomalejšímu růstu HDP v korunovém vyjádření. Jednu část obchodní bilance jsou suroviny, jejichž dovoz nereaguje citlivě na ceny. Druhým segmentem je zušlechťovací styk se zahraničím, kde vliv kursu také není velký.

viceguvernér Dědek: Faktem však je, že z analýz dat o zahraničním obchodu lze usuzovat, zda hrozí či nehrozí dosažení nebezpečné hranice obchodní bilance. Je třeba permanentně sledovat, do jaké míry tendence k nominální apreciaci vyvolává konkrétní problémy v obchodní bilanci.

viceguvernér Niedermayer: Podotýká, že po velmi dlouhé době nyní pozorujeme vyšší dynamiku vývozu než dovozu.

guvernér Tůma: Připomíná, že v roce 2000 se nominální zhodnocování na vývoji obchodní bilance nijak dramaticky neprojevovalo. Opakuje pochybnost, zda není v našich prognózách podhodnocen růst vývozních cen, což by znamenalo nadhodnocení schodku obchodní bilance. Avšak ani stávající prognózy nenaznačují, že by mělo dojít k výraznému zhoršení cenové konkurenceschopnosti. Doporučuje zůstat ve vyjádřeních ohledně měnového kursu neutrální, určitá slovní intervence byla již vyčena.

viceguvernér Niedermayer: Doporučuje formulovat vyjádření tak, že nedávná apreciacie kursu „není vítána“. Zároveň doporučuje snažit se prohloubit mechanismus, eliminující vliv privatizačních příjmů na posilování kursu. Za jistých podmínek můžeme tyto devizové příjmy od vlády koupit. Na veřejnost můžeme komunikovat, že sice respektujeme režim plovoucího kursu, ale snažíme se zabránit tomu, aby při určování tržní rovnováhy nebyl rozhodující vliv státu.

guvernér Tůma: Můžeme konzistentně tvrdit, že zejména u velkých privatizačních akcí - či velkého jednorázového přílivu kapitálu obecně - jsme připraveni jednat s vládou a zabránit nadměrnému zhodnocování kursu. To je konzistentní s logikou privatizačního účtu.

vrchní ředitel Racocha: Doporučuje dívat se na vývoj efektivního kursu, kde výkyvy nejsou tak velké. V současnosti se stále nacházíme pod hodnotami počátku roku 1999.

vrchní ředitel Štěpánek: Neměli bychom opomenout ani poměrně robustní odliv portfoliového kapitálu, který bilancuje efekt přílivu přímých investic. Jedná se o jednorázový fenomén, nebo o trendový vývoj, který bude pokračovat?

guvernér Tůma: Směřuje diskusi k třetímu tematickému okruhu, tj. k rizikům vnějšího vývoje. Nevidí jednoznačnou vazbu mezi přílivem přímých investic a vývozem, investice směřují i do jiných než čistě vývozních odvětví. Nárůst přílivu přímých investic byl tak dramatický, že zřejmě nebyl spojen jenom s vývojem konjunktury, ale odráží spíše integrační proces. Oslabení konjunktury sice může příliv kapitálu snížit, ale nikoli dramaticky, a tendence k relativně silnému přílivu kapitálu tak bude pokračovat.

viceguvernér Niedermayer: Upozorňuje na dnešní jednání ECB, na němž se očekává snížení sazeb. V EU panuje poměrně velký pesimismus, zatímco v USA nyní nastala epizoda relativního optimismu. Prognózy růstu v EU se snižují několikrát za sebou o několik desetin procentního bodu. Jak máme vnímat rizika vnějšího vývoje? První možností je říkat, že vliv vnějšího prostředí na ČR bezpochyby existuje, ale není to velký problém, protože jsme schopni zvyšovat svůj tržní podíl na západních trzích. Druhou možností je připustit, že výraznější zpomalení konjunktury by mohlo významně změnit naše prognózy.

viceguvernér Dědek: Celkově vnímá výsledky diskuse tak, že sice pozorujeme signály rychlejšího růstu, ale tyto signály jsou rozpačité. Nelze proto jednoznačně říci, že jsme se již přehoupli do jiné fáze cyklu.

vrchní ředitel Štěpánek: Závěr tedy vyznívá tak, že do budoucna nemůžeme předjímat vůbec nic, pokud jde o úrokové sazby.

viceguvernér Niedermayer: Pokud ale všechny indikátory míří směrem nahoru, tak je těžko můžeme zpochybnit statistickými problémy. To by bylo možné, pokud by indikátory mířily různým směrem. Co se týče vnějšího vývoje, zatím to zřejmě nevyhodnocujeme jako bezprostřední riziko.

vrchní ředitel Racoča: Otázkou je, zda opětovně komunikovat náš pohled na vývoj veřejných financí.

viceguvernér Niedermayer: Na této bankovní radě jsme vývoj veřejných financí podrobně nediskutovali. Momentálně se nejedná o dominantní faktor našeho rozhodování.

vrchní ředitel Štěpánek: Další komentáře můžeme udělat až poté, co vláda projedná své národohospodářské vize.

I.3. Úkoly

- V příští situační zprávě důkladně analyzovat vývoj zásob v roce 2000. Zjistit, do jaké míry byly v minulosti revize vývoje zásob dány jejich rozklíčováním do jiných komponent poptávky, a do jaké míry ovlivnily celkový údaj HDP.
- Zvážit, zda vedle vývoje jednotkových nákladů v korunovém vyjádření neuvádět v situačních zprávách i jejich vývoj vyjádřený v eurech, respektive postupně vyvinout pro analytické účely reálný efektivní kurs na bázi jednotkových mzdových nákladů.

- Připravit dva alternativní scénáře vývoje veřejných financí s předpokladem zvýšení daní podle PEP a bez tohoto předpokladu. Zároveň zpracovat vliv možné změny daní do predikcí všech makroekonomických veličin.
- Ověřit minulou korelaci cen průmyslových výrobců a vývozních cen a zkontrolovat konzistentnost prognóz těchto dvou veličin.
- Vyjasnit transmissi dopadu nedávného poklesu úrokových sazeb do ekonomiky a zpracovat tuto transmissi do prognóz. Diskutovat možný příznivý dopad snížení úrokových sazeb do nákladů podniků a následně do inflace.

I.4. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně (tj. poměrem hlasů 7:0) ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB beze změny. Jiné alternativy rozhodnutí nebyly navrženy.