

Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 26. 4. 2001

I.1. Prezentace měnové sekce

Ředitel měnové sekce Ing. Čapek:

4. SZ nepřináší ve srovnání s předchozí SZ žádné zásadní změny v očekávaném makroekonomickém vývoji. Měnová sekce nadále očekává pokračování mírného ekonomického růstu a stabilizovaný makroekonomický vývoj s určitou mírnou akcelerací inflace v příštím roce.

Na ekonomický růst budou působit protichůdně vnější a vnitřní faktory. Z pohledu vnějších faktorů dochází k prohlubování protirůstových tendencí. Měnová sekce očekává pokračování apreciacie nominálního a reálného kurzu koruny a rovněž zpomalení ekonomického růstu u hlavních obchodních partnerů ČR. Vzniká tedy otázka, zda existují již nějaké indikace vlivu těchto faktorů na vnější rovnováhu. Analýza obchodní bilance zohledňující vývoj salda OB v jednotlivých skupinách SITC naznačuje, že ke zhoršení salda v posledním období docházelo především u skupin chemických a farmaceutických výrobků a ve skupině strojů a dopravních zařízení. Na základě těchto výsledků se lze domnívat, že zhoršení OB v posledním období je vyvoláno především některými strukturálními změnami v tuzemské ekonomice a dynamickým růstem investiční činnosti v souvislosti s přílivem PZI.

Určitým indikátorem zpomaleného ekonomického růstu může být za určitých podmínek i urychlení růstu zásob. Analýzy ovšem nesvědčí o tom, že růst zásob byl způsoben poklesem zahraniční poptávky. Během období, kdy dochází k růstu zásob se doba obratu zásob zkracovala, což ukazuje, že nárůst zásob nebyl disproporcionální.

Na straně vnitřních faktorů jsou naopak indikace na pokračování ekonomického růstu zřetelnější. Dílčí indikátory, jako růst průmyslové a stavební výroby, pokles nezaměstnanosti se vyvíjí pozitivně a poslední dostupné údaje (stavebnictví, OB) naznačují akceleraci investiční činnosti. Dochází rovněž k postupné akceleraci růstu disponibilního důchodu ve stálých cenách což by se mělo postupně projevit ve zvýšené spotřebě domácnosti. Zatímco v minulém roce reálný disponibilní důchod poklesl, v letošním roce lze očekávat jeho 2 %-ní růst.

V oblasti cenového vývoje lze očekávat stabilitu čisté a spotřebitelské inflace v letošním roce a jejich určitou akceleraci v příštím roce. Očekávaný růst inflace je dán cyklickým vývojem ekonomiky tj. předpokladem postupného uzavírání produkční mezery. Uzavírání produkční mezery by se mělo projevit na vývoji zaměstnanosti a následně ve zvýšení mzdově-inflačních tlaků vyjádřených v růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů (NJMN). I když vývoj NJMN není z pohledu inflace varující, mzdový vývoj přestává být protiinflačním faktorem. Současně se postupně mění struktura cenového pohybu. V následujících dvou letech by mělo docházet k odeznívání nákladového vlivu vysokého růstu dovozních cen a z tohoto titulu by dovozní ceny měly hrát stabilizující roli v letošním roce popř. působit mírně protiinflačně v roce 2002.

Ředitel odboru měnových analýz Ing. Matalík:

Aktuálně nejčastěji jmenovaným rizikem ekonomického vývoje v ČR je vývoj v oblasti veřejných financí. Prezentace se bude týkat především vývoje veřejných financí v roce 2001.

Měnová sekce používá 3 základní náhledy na posouzení salda hospodaření veřejných financí:

1. Saldo veřejných rozpočtů „cash“

2. Saldo veřejných rozpočtů bez privatizačních příjmů
3. Saldo veřejných rozpočtů bez privatizačních příjmů a dotací trans institucí

Ve srovnání s lednovou SZ k jediné výraznější změně došlo v první skupině, kde oproti původním předpokladům došlo k redukci z úrovně 2,8 % HDP na 2,5 % HDP z důvodu zapojení dalších privatizačních příjmů. Stát v letošním roce počítá s úrovní privatizačních příjmů v rozmezí 140-170 mld. Kč. ČNB navyšuje tyto příjmy o 20 mld. Kč (výnos z prodeje licencí UMTS).

Nově dostupné informace naznačují, že s největší pravděpodobností dochází k navýšení státem odhadovaných příjmů z privatizace. Odhady priv. příjmů MF a FNM jsou výrazně odlišné, FNM podle nedávných veřejných prohlášení počítá o 40-60 mld. Kč nižším příjmem z privatizace v roce 2001 jako MF. Za předpokladu, že by došlo k výpadku privatizačních příjmů oproti očekáváním MF ve výši několika mld. korun, muselo by dojít ke snížení objemu dotací transformačním institucím a do státních fondů v letošním roce.

Dalším výrazným rizikem odhadu salda veřejných rozpočtů je předpoklad MF o vylepšení výběru daní. Již schválený rozpočet předpokládá zlepšení výběru daní o 10 mld. Kč, tento předpoklad MF nedávno navýšilo o dalších 6 mld. korun.

Podle odhadů ČNB, které byly konzultovány MF, daňové nedoplatky a nedoplatky pojistného v ČR se v současné době pohybují na úrovni 154 mld. Kč, což odpovídá 4,3 % HDP. V EU tento podíl se pohybuje na úrovni 5-7 % HDP. Ve světle tohoto srovnání výše těchto nedoplatek není nespokojivá, bere-li se navíc v úvahu, že značnou část daňových nedoplatek tvoří penále. Míra daňových nedoplatek se v posledním období mírně snižuje (částečně ovlivněno odpisy již nedobytných nedoplatek), jejich podíl na příjmech dlouhodobě klesá.

Základním fiskálním rizikem nadále zůstává vývoj mandatorních výdajů (MV). Měnová sekce pracuje s MV v užším¹ a širším smyslu. Podíl MV v užším pojetí na celkových příjmech narostl v letech 1995-2000 z cca. 44 % na 55 %, tj. o 140 mld. Kč. V širším smyslu toto navýšení činí 160 mld. Kč (nárůst ze 70 % na 81 %). Největší přírůstky vykazují výdaje na důchody (za 5 let navýšení ze 180 na 320 mld. Kč) a rovněž např. dluhová služba (navýšení ze 3 mld. V roce 1995 na 18 mld. Kč nyní).

Implikace výše uvedených skutečností pro měnovou politiku lze shrnout do následujících bodů:

1. Manévrovací prostor fiskální politiky je téměř nulový a existuje reálné nebezpečí prosazení procyklického chování hospodaření veřejných rozpočtů.
2. V situaci ekonomického oživení narůstá strukturální deficit hospodaření veřejných rozpočtů.
3. Procyklická fiskální politika může vést ke vzniku dvojího deficitu, tj. k prohloubení vnitřního dluhu a deficitu běžného účtu platební bilance. Tato hypotéza ovšem není zatím podložena.

Ředitel odboru reálné ekonomiky Ing. Kalous:

V první části svého vystoupení pan ředitel metodologicky popsal jednotlivé fáze tvorby inflační prognózy a typy použitých modelů. Prognózy jednotlivých veličin jsou založeny na jednorovnicových regresních modelech se zpožděnou vysvětlovací proměnnou, které jsou

¹ Užší pojetí: Důchodové a zdravotnické pojištění, sociální podpory, dluhová služba státu, stavební spoření, atd.
Širší pojetí: užší pojetí + mzdy státních zaměstnanců + předvázané kapitálové výdaje

Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 26. 4. 2001

účelově konstruovány na základě statistických číselných vazeb, nikoliv pro komplexní popis vzájemných vazeb. Konečná prognóza vždy vzniká kombinací těchto statistických metod a expertního posouzení. Tyto jednorovnicové přístupy jsou nadále ověřovány pomocí dalších metod, např. analýzou trendu jednotlivých faktorů inflace, diskusí o ekonomických paradigmatech (potenciální výstup, neinflační vývoj mezd, ceny potravin, ceny obchodovatelných a neobchodovatelných komodit, atd.). K analýzám z důvodu krátkosti časových řad se využívají čtvrtletní indexy od roku 1995.

Při analýze inflace odbor reálné ekonomiky vychází z následujících faktorů:

1. Dovezená inflace (cena ropy, PPI v Německu)
2. Devizový kurz (efektivní kurz)
3. Autonomní mzdově-nákladová inflace (jednotkové mzdové náklady v národním hospodářství)
4. Setrvačnost inflace (zpožděné vysvětlovací proměnné)
5. Inflační očekávání

Následně pan ředitel analyzoval nejdůležitější faktory, které ovlivňují spolehlivost prognózy, z nichž jmenoval:

1. Spolehlivost transmise a její stabilita v budoucnosti
2. Nastavení referenčních scénářů
3. Kvalita predikce ostatních nezávislých proměnných
4. Aktuální hodnota náhodného šoku

V této souvislosti zdůrazňoval velice dobré proložení minulých hodnot pomocí dynamických predikcí (jedno období vpřed) a minimální rozdíl mezi dynamickým a statistickým proložením. Šíři předpovědních intervalů při pevných nezávislých proměnných na hladině 95 % označil na úrovni 1,1 baz. bodů v ročním a 1,2 baz. bodů v dvouletém horizontu. V závěru této části svého vystoupení na grafech znázornil stabilitu odhadnutých koeficientů.

V poslední části svého vystoupení pan ředitel Kalous analyzoval změny v makroekonomickém prostředí, které se odehrály od 1. SZ. Na grafu znázornil, že došlo k mírnému zvýšení růstu dovozních cen a jednotkových mzdových nákladů a na druhé straně slabě poklesly příjmy domácností. Promítnutí těchto změn do inflační prognózy podle propočtů byly natolik nevýznamné, že z tohoto důvodu nedošlo k formální změně inflační prognózy.

Výsledky prognóz klíčových cenových meziročních indexů (včetně pohonných hmot) jsou uvedeny v následující tabulce:

	1 2 / 2 0 0 1	1 2 / 2 0 0 2
C P I	3 . 8	4 . 9
r e g u l o v a n é	9 . 7	8 . 8
p o t r a v i n y	2 . 8	3 . 4
K o r i g o v a n á b e z P H M	3 . 0	3 . 3
P H M	- 1 0 . 1	0 . 0

V této souvislosti bylo zdůrazněno, že s ohledem na vysoký příspěvek dovozních cen na čistou inflaci lze nepřímou odvodit existenci nízkých domácích inflačních tlaků a zvýšení cenové konkurenceschopnosti domácích výrobců.

Ředitel odboru makroekonomického modelování Ing. Polák:

Došlo k výraznějšímu posunu při tvorbě inflační prognózy založené na makroekonomickém modelu MTFM ve dvou směrech:

1. Došlo k širší účasti ostatních odborů měnové sekce na přípravě modelové prognózy.
2. Na první 3 kvartály roku 2001 prognóza vychází z expertního odhadu ostatních odborů. Smyslem převzetí prognózy je respektování skutečnosti, že informační množina prognóz v uvažovaném horizontu je větší, než ze které vychází modelová predikce.

První výhodou aplikace modelového přístupu je možnost rozdělení výstupu na inflačně neutrální výstup a její cyklickou odchylku. Druhou výhodou je možnost vyhodnocení faktorů, které ovlivňují měnovou politiku a zároveň působení měnové politiky na měnové podmínky (vážený průměr reálného kurzu a reálných úrokových sazeb) v ekonomice. Inflačně neutrální hodnoty byly v modelu určeny pomocí vícerozměrného filtru. Výsledky mohou být shrnuty následovně:

1. Aktuální výstup ve 4. čtvrtletí minulého roku bylo přibližně 0.5 % pod svou inflačně neutrální hodnotou.
2. Index měnových podmínek naznačuje uvolněnost měnové politiky v minulém roce.
3. Rozložení vlivu indexu měnových podmínek na vliv kurzu a přínos úrokových sazeb do produkční mezery ukazuje na neutrální působení reálného kurzu a prorůstový vliv reálných úrokových sazeb.

Na základě diskusí, které proběhly v měnové sekci došlo k určité modifikaci výsledků získaných na základě vícerozměrného filtru. Po této modifikaci produkční mezera se prohloubila o 0,5 bazických bodů (tj. ekonomika je hlouběji pod svým potenciálem) a pro zachování konzistentnosti modelového rámce došlo k odpovídající modifikaci MCI.

Celkový makroekonomický výhled pro roky 2001-2003 lze charakterizovat následovně. Vzhledem k převzetí expertní inflační prognózy na první tři kvartály letošního roku a předpokladu nominální i reálné apreciacie koruny, vývoj reálného kurzu brání uzavírání produkční mezery v letošním roce, částečně i v roce 2002. V případě, že by nedošlo k takové apreciaci, znamenalo by to dodatečný tlak na měnovou politiku pohledu úrokových sazeb. Počátkem roku 2003 produkční mezera již bude pozitivní (tj. ekonomika nad svým potenciálem) a dojde k nárůstu inflačních tlaků. Model na toto období predikuje mírné zvýšení úrokových sazeb². Inflační očekávání jsou dána novým inflačním cílem a modelová prognóza předpokládá plnou kredibilitu nového cíle.

V závěru svého vystoupení pan ředitel Polák popsal některá pro a protiinflační rizika prognózy. Za riziko působící ve směru snižování inflačních rizik označil možný pokles zahraniční poptávky působící proti uzavírání produkční mezery. Na tento vývoj by měnová politika musela reagovat snížením úrokových sazeb. V případě naplnění rizika zvýšení nepřímých daní oproti referenčnímu scénáři by došlo ke zvýšení inflace, ke zvýšení krátkodobých úrokových sazeb a ke zpomalení ekonomického růstu.

² Inflační očekávání jsou dána novým inflačním cílem a modelová prognóza předpokládá plnou kredibilitu nového cíle. V případě, že inflační očekávání by byla vyšší než vyhlášený inflační cíl, úrokové sazby by musely být vyšší.

Ředitel odboru měnové politiky Ing. Bárta:

Pan ředitel nejdřív připomněl novou definici inflačního cíle a zdůrazňoval především nutnost aplikace výjimek v případě zvýšení nepřímých daní nebo zvýšení regulovaných cen nad nebo pod Českou národní bankou ohlášený koridor (1-1,5 bp.). Měnově-politické implikace průběžného cílového pásma vidí v přechodu k rolování inflační prognózy. Horizont nejúčinnější transmise označil v intervalu 4-6 kvartálů, proto horizont inflační prognózy je stanoven na 6 kvartálů. Pro účely MP rozhodování bude porovnávána prognóza inflace s inflačním cílem v horizontu nejúčinnější transmise (4 - 6 čtvrtletí).

Hlavním kritériem pro MP rozhodování se stává podmíněná prognóza meziroční změny indexu spotřebitelských cen. Pásmo inflačního cíle bylo stanoveno za předpokladu průměrného příspěvku deregulací cen ve výši 1 až 1,5 procentního bodu. To implikuje nutnost očišťovat celkovou inflaci. Prognóza celkové inflace bude očišťována o každou změnu nepřímých daní.

Pokud bude příspěvek regulovaných cen v celkové inflaci vyšší než 1,5 procentního bodu, bude nutné příspěvek přesahující 1,5 procentního bodu od celkové inflace odečíst. Pokud bude příspěvek nižší než 1 procentní bod, bude přičten k celkové inflaci rozdíl mezi jednocentním příspěvkem a skutečným příspěvkem k celkové inflaci. Při jakkoliv velkém připočtení skutečného příspěvku regulovaných cen musí celkový příspěvek regulovaných cen činit vždy 1 procentní bod. Dojde-li ke snížení regulovaných cen, bude k celkové inflaci připočten jeden procentní bod a plná výše záporného příspěvku. Očištění celkové inflace bude možno provést buď v situaci, kdy příspěvek regulovaných cen převyšuje 1,5 procentního bodu nebo v situaci, kdy příspěvek regulovaných cen bude nižší než 1 procentní bod. Při výpočtu upravené celkové inflace by měl být v budoucnu brán v úvahu vliv důchodového efektu a jiných ekonomických souvislostí. Výsledkem očištění bude upravená celková inflace.

Pro účely MP rozhodování bude relevantní porovnání prognózy celkové inflace resp. upravené celkové inflace s inflačním cílem. Celkovou inflaci však bude nutné očišťovat o všechny exogenní faktory inflace. K očišťování prognózy celkové inflace by mělo dojít vždy, když se odchýlí aktuální referenční scénář alespoň jednoho exogenního faktoru (zařazeného mezi výjimky) od původního referenčního scénáře. Přípustná odchylka exogenního faktoru by měla mít podobu předem definovaného „tolerančního limitu“. Podoba „tolerančního limitu“ u jednotlivých exogenních faktorů inflace je předmětem probíhajících analýz. Pan ředitel následně podrobněji diskutoval aplikaci institutu výjimek ex-ante a ex-post.

V závěru svého vystoupení předložil návrh pro prezentaci inflační prognózy a zdůvodnění měnově-politického rozhodnutí. Podle tohoto návrhu je nutné zdůraznit, že prognóza celkové inflace se v horizontu nejúčinnější transmise sice pohybuje mírně nad horním okrajem inflačního cíle, příspěvek deregulací a změn nepřímých daní ovšem přesahuje předpoklad, ze kterého stanovení inflačního cíle pro téměř pětileté období vycházelo. Proto inflační prognóza je v souladu se střednědobými záměry měnové politiky a neexistuje důvod pro změnu úrokových sazeb. Měnová politika bude reagovat na vznik případných sekundárních inflačních tlaků.

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 poradců

Dotazy členů BR:

Vrchní ředitelka Erbenová:

1. Z čeho vycházejí referenční scénáře pro hrubou tvorbu fixního kapitálu?
2. SZ vychází z přílivu PZI v objemu 285 mld. Kč. v letošním roce. Kolik z toho činí privatizační příjmy?
3. Z čeho vychází optimistický závěr pozitivního vlivu aktivní politiky zaměstnanosti na nezaměstnanost o 1 pb.?
4. Zdůvodnění změny prognózy mezd není příliš přesvědčivé. Paní ředitelka Erbenová žádá podrobnější vysvětlení.
5. V případě, že SZ předpokládá určitou akceleraci růstu mezd, proč se tento předpoklad nepromítne do růstu spotřeby domácností?
6. Paní vrchní ředitelka Erbenová žádá podrobnější vysvětlení pojmu „*implicitní cenový deflátor HDP*“.
7. Jaký interval spolehlivosti reprezentuje predikce inflace na rok 2002? Jaké změny nepřímých daní jsou do této prognózy promítnuty? Vychází to z PEP?
8. Paní vrchní ředitelka Erbenová žádá vysvětlení změny výše potenciálního produktu v modelové prognóze. Domnívá se, že od minulých SZ došlo k posunu v této oblasti.
9. Ve své prezentaci pan Polák mluvil o inflačně neutrální úrovni výstupu. Jak se tento pojem liší od potenciálního produktu?

Odpovědi: ad 1) Referenční scénáře ohledně přílivu kapitálu byly určeny v diskusích měnové sekce a BR, kde výchozí předpoklady jsou následující:

PZI: 285 mld. Kč 2001 proti 172 mld. Kč. V roce 2000

Z toho přímé fyzické investice: 60 mld. Kč proti 45 mld. Kč v roce 2000

ad 3) Kvantifikace vlivu aktivní politiky zaměstnanosti na nezaměstnanost o 1 pb. je odvozena na základě čerpání výdajů z rozpočtu (tyto výdaje jsou a následně přepočteny na počet pracovních míst). ad 4) Zdůvodnění pro očekávaný vývoj mezd je uvedeno na 1. straně paragrafu týkající se trhu práce. V posledních 3 měsících průměrná měsíční mzda roste rychleji než jsme původně očekávali. Trend za poslední období se jevil být setrvačný a predikce není ničím jiným než extrapolací trendového vývoje za posledních pár měsíců. ad 6) Vzhledem k tomu, že ČSÚ odvozuje deflátor jako výslednou hodnotu po určení nominálního a reálného HDP, používá se výraz implicitní cenový deflátor. Vztah mezi implicitním cenovým deflátorem a HDP je podrobněji popsán v poslední zprávě o inflaci. ad 7) Z formálního hlediska interval spolehlivosti prognózy (za předpokladu naplnění referenčních scénářů vysvětlovacích proměnných) je +/- 1,2 %. Předpoklad o výši nepřímých daní odpovídá informacím dostupných v době zpracování SZ, tj. dopad nepřímých daní o 0,6 pb. počínaje lednem do spotřebitelské inflace. 8-9) Modelová prognóza v lednu letošního roku odhadovala produkční mezeru na stejné úrovni jako při této SZ, nedošlo tedy k výrazné změně odhadu produkční mezery. Inflačně neutrální výstup značí statisticky odvozený odhad inflačně neutrálního výstupu na základě využití strukturálních modelových vazeb, zatímco potenciálním produktem v diskusích měnové sekce bylo označeno plné využití výrobních kapacit.

Viceguvernér Niedermayer:

1. Jak interpretujeme zhoršování BÚ platební bilance? Je to signál pro zpomalení ekonomického růstu či nikoliv?
2. V SZ je uvedeno, že čerpání rozpočtových výdajů na dluhovou službu dosáhlo výše 30 % původně plánované částky za první čtvrtletí. V lednu letošního roku došlo k výraznému snížení úrokových sazeb a tím se masivně snížily náklady státu na dluhovou službu. Jak lze odhadnout zvýšení nákladů na dluhovou službu v případě, že v budoucnu dojde ke zvýšení sklonu výnosové křivky?
3. Z jakých předpokladů/dokumentů vycházíme, když pracujeme se změnou nepřímých daní do budoucna? Změna kterých nepřímých daní by měla mít za následek zvýšení spotřebitelské inflace o 0,6pb.?

Odpovědi: ad 1) Zhoršení obchodní bilance podle podrobnějších analýz týkající se SITC skupin OB nemá cyklický ale strukturální charakter. Dalším možným vysvětlením zhoršení OB je zvýšení dovozu z důvodu přílivu PZI. ad2) 30 % z celkové plánované částky na hrazení úrokových nákladů činí 7 mld. Kč. MF tvrdí, že během letošního roku by nemělo dojít k překročení výdajů na krytí úrokových nákladů nad plánovaný rámec. ad3) Jedná se o úpravu daní z důvodu harmonizace daňové soustavy s EU. Nejedná se ovšem o nové návrhy MF, v minulosti tyto návrhy neprošly parlamentem a pravděpodobnost přijetí těchto změn se splatností od ledna 2002 je relativně malá.

Vrchní ředitel Štěpánek: V úvodní části vystoupení pana ředitele Matalíka zaznělo, že potenciální výpadek privatizačních příjmů na základě srovnání vyjádření MF a FNM lze odhadnout na několik desítek mld. Kč (orientačně až 5 % HDP). V tomto případě se lze domnívat, že rizika v oblasti hospodaření veřejných financí se mohou projevit již v krátkodobém horizontu. V případě naplnění scénáře FNM celkový deficit hospodaření veřejných rozpočtů by se mohl pohybovat na úrovni 14-15 % HDP. Jakou váhu přikládáme této alternativě při hodnocení celkového makroekonomického rámce?

Odpověď: Rozdíl mezi odhadem MF a FNM činí přibližně 100 mld. Kč. V případě, že by se naplnila rizika nedostatečných privatizačních příjmů, muselo by dojít k redukci dotacím transformačním institucím (záměr: 40 mld. Kč. Pro KB, 15 mld. Kč KoB) a k omezení poskytnutí zdrojů do fondu bydlení a dopravy, takže konečný deficit veřejných financí by se pohyboval výrazně pod hranicí 14-15 % HDP.

Vrchní ředitel Frait: SZ popisuje celkový makroekonomický rámec jako nízkoinflační, jedinou výjimkou je určitá akcelerace mzdově nákladových tlaků. Na jedné straně střed inflační prognózy je pod středem inflačního cíle pro konec letošního roku - s vyjádřeným rizikem dalšího poklesu - na druhé straně prognóza pro rok 2002 je poměrně vysoká a naznačuje převýšení inflačního cíle. Které skutečnosti vedou k tak významné akceleraci inflace pro rok 2002? Z textu 4. SZ to není zřejmé.

Odpověď: Důvody pro zvýšení inflace v roce 2002 jsou uvedeny na str. 50. Jedná se o promítnutí vlivu nepřímých daní do spotřebitelské inflace. Pro letošní rok nižší inflace je dána odezněním vnějšího nákladového šoku (str. 48). Existují značná rizika nadhodnocení mzdově-inflačních tlaků.

Guvernér Tůma: Pan guvernér by se chtěl ujistit, že nedochází k podcenění mzdově-inflačních tlaků. Dotazuje se, jakým způsobem konstruujeme jednotkové mzdové náklady, zda ukazatelé zachycující vývoj produktivity jsou skutečně vázány na přidanou hodnotu.

Odpověď: Měnová sekce používá výhradně národohospodářskou produktivitu práce, takže nedochází ke zkreslení při měření produktivity práce.

I.2.b. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Niedermayer: Pan viceguvernér Niedermayer navrhuje přistupovat k určení exogenního kurzovního scénáře vstupujícího do inflační prognózy techničtějším způsobem. Zdůrazňuje, že současný předpoklad o budoucí apreciaci kurzu neodpovídá jeho současné hladině a preferoval by zavedení takového systému, ve kterém referenční scénář kurzu by byl odvozen na základě aktuální úrovně kurzu +/- nějaký technický interval kolem střední hodnoty. Následně upozorňoval na rizika, která vyplývají z použití jednorovnicových prognóz. Vzhledem k tomu, že takto vytvořené prognózy jednotlivých proměnných nejsou vzájemně propojeny, často dochází k nekonzistentnosti predikovaných hodnot těchto veličin.

Guvernér Tůma: Připojuje k předchozím otázkám pana viceguvernéra. Na jedné straně je nutné vyjasnit způsob určení referenčního scénáře pro směnný kurz (týká se to také otázky aplikace výjimky), na druhé straně existují oprávněné pochybnosti o vzájemné konzistenci predikce mezd a celkové poptávky. Podobně, vliv expanzivního chování hospodaření veřejných rozpočtů se zatím nikterak neprojevuje ve zvýšení celkové poptávky.

Vrchní ředitelka Erbenová: SZ dokonce uvádí, že po pozitivním přínosu vládní spotřeby do poptávky v letošním roce v roce 2002 tento přínos bude negativní.

Viceguvernér Dědek: Samozřejmě vždy existují určité pochybnosti ohledně predikce celkového makroekonomického vývoje. Důležitým kritériem toho, do jaké míry jsou naše prognózy spolehlivé, je úspěšnost těchto prognóz v minulosti. V tomto ohledu lze hodnotit výsledky pozitivně, v oblasti národních účtů jednotlivé položky HDP (až na vývoj zásob) predikovala měnová sekce poměrně dobře. V tomto ohledu lze ocenit i přílohu analyzující vývoj zásob v posledním období. Co se týče mzdového vývoje, inflační vliv růstu nominálních mezd lze posoudit pouze z pohledu dynamiky národohospodářské produktivity práce a v tomto ohledu vývoj jednotkových mzdových nákladů se nalézá na hraně udržitelnosti. V oblasti fiskální politiky je žádoucí více porozumět vztahu mezi prohlubujícím se deficitem veřejných financí a relativně nevýznamným přínosem spotřeby vlády do poptávky. Na dnešní prezentaci zazněl názor, že zatím nelze najít dostatek podpory pro kauzalitu tzv. dvojího deficitu z důvodu hospodaření veřejných financí, za mnohem krediblnější vysvětlení prohloubení deficitu běžného účtu v minulém roce je považováno zhoršení směnných relací. Nové informace vyplývající z analýzy struktury zahraničního obchodu podporují hypotézu vlivu PZI na vývoj běžného účtu. Ve světle těchto informací závěry předložených prognóz jsou akceptovatelné.

Vrchní ředitel Štěpánek: Sdílí smíšené pocity z četby nejenom této ale i předchozích SZ. Za klíčové označuje včasné rozpoznání kdy se střednědobá rizika makroekonomického vývoje stanou aktuálními riziky. Došlo také k výraznému navýšení odhadu deficitu BÚ platební bilance. Zdůrazňuje, že přestává být smysluplné očišťovat deficit hospodaření veřejných financí o privatizační příjmy proto, aby bylo možné posoudit expanzivnost fiskální politiky. Výše deficitu již bez takového očišťování vykazuje varovné hodnoty, může v letošním roce dosáhnout až 9 % HDP, nebo i vyšších hodnot. Včasná reakce na poptávkový impuls generovaný fiskální politikou je jedna z hlavních úkolů pro měnovou politiku.

Viceguvernér Dědek: Pan viceguvernér připomíná, že od posledního snížení sazeb se dvakrát za sebou rovnaly hodnoty meziměsíční inflace nule. I když současná hodnota inflace nemusí být směrodatná při odhadu očekávané inflace v horizontu např. 1,5 roků, je neustále nutné konfrontovat skutečný a predikovaný vývoj. Rizika naznačená v SZ jsou střednědobá a proto přílišné vpřed hledící chování v situaci, kdy tato rizika se vůbec neprojevují, také může vést k chybnému měnově-politickému rozhodnutí.

Vrchní ředitel Frait: Srovnání makroekonomické situace současnosti se situací z poloviny devadesátých let vykazuje značné kvalitativní rozdíly. Lze se domnívat, že externí deficit na rozdíl od minulých let má strukturální charakter a reagovat na tento vývoj zpřísněním měnové politiky by mohlo být kontraproduktivní. V oblasti mzdového vývoje pravděpodobně dochází k přeceňování významu mezd v celkových nákladech podniků. Podíl mezd na celkových nákladech je relativně malý, a není známo prakticky nic o ostatních nákladových faktorech, které jsou váhově významnější. Určité vodítko nabízejí analýzy v SZ týkající se jednotkových mzdových nákladů v průmyslu a příp. reálných kurzů založených na JMN. Vzhledem k tomu, že reálné hodnocení kurzu podle tohoto ukazatele je poměrně značné a současně nedochází ke zhoršení výkonnosti v oblasti obchodovatelných statků, lze nepřímo odvodit, že mzdový nárůst v tomto segmentu ekonomiky je kompenzován jinými nákladovými faktory. Ze současně dostupných dat zatím nevyplývá žádné zásadnější nebezpečí, na které by bylo žádoucí reagovat změnou měnové politiky.

Vrchní ředitel Racocha: SZ obsahuje rozbor alternativních scénářů budoucího vývoje fiskální politiky. Zároveň v prezentacích bylo poukázáno na problémové okruhy týkající se hospodaření KoB a FNM. Vývoj v oblasti veřejných financí zaslouží velké pozornosti, zejména z pohledu blížících se voleb, kdy od fiskální politiky nelze očekávat zásadnější korekci neudržitelných trendů. Druhým problémovým okruhem, který by měl být projednán MF, je oblast deregulací a nepřímých daní.

Viceguvernér Niedermayer: Nelze bez určitých výhrad mluvit o nízkoinfačním prostředí v situaci, kdy v horizontu měnové transmise prognóza inflace míří k 5 %, deficit BÚ platební bilance je predikováno na úrovni 5 % HDP a fiskální politika státu vykazuje nerovnovážné tendence. Dochází k pozitivnímu obratu v hodnocení investičních příležitostí zahraničními investory, prognóza inflace je založena na kurzu 34 Kč za euro, což je o 2 % nižší než jeho současná úroveň.

Při hodnocení našich interních prognóz je nutné podotknout, že podle vyhodnocení inflačních očekávání trhu vnější subjekty predikovaly inflaci ve 2/3 případů lépe než ČNB. V minulém období jsme systematicky nadstřelovali. Z tohoto důvodu se můžeme domnívat, že se opět jedná o nadhodnocenou prognózu.

Přibližně rok vyjadřujeme hypotézu, že prohlubující deficit BÚ není důvod k znepokojení, protože se v převážné míře jedná o dovoz technologií navyšující výrobní kapacity v oblasti obchodovatelných statků. Lze ovšem konstatovat, že zatím k obratu v trendu deficitu obchodní bilance nedošlo.

Neinflační růst mezd na úrovni 9 % by se dal konzistentně vysvětlit pouze za předpokladu vyššího ekonomického růstu a z toho vyplývajícího růstu produktivity práce. Vyšší růst produktivity v oblasti obchodovatelných statků by za této situace vedl k vyššímu růstu mezd v oblasti neobchodovatelných komodit, jehož inflační vliv by byl eliminován apreciací kurzu. Současnou situaci měnová sekce ovšem nevysvětluje v rámci této logiky.

Ředitel měnové sekce Ing. Čapek: Reaguje na námět viceguvernéra Niedermayera ohledně nutnosti vytvoření technicky založeného kurzovního scénáře. Zdůrazňuje, že podle dosavadní praxe kurzovní scénář je určen ve spolupráci s BR a považuje za žádoucí tuto spolupráci s BR spíše prohloubit. Jedná se o návrh na přehodnocení dosavadní praxe?

Viceguvernér Niedermayer: Dosavadní praxe je v pořádku, ten návrh se týká vytvoření pravidel pro určování kurzovního referenčního scénáře tak, aby jeho zveřejněním nedocházelo k vyvolávání očekávání změny kurzu. V případě ostatních vnějších exogenních proměnných bychom měli pracovat s odhady zahraničních institucí.

Vrchní ředitel Racoča: Domnívá se, že není úkolem BR stanovování prognóz. Jedná se o analytické zadání pro měnovou sekci.

Viceguvernér Dědek: Tato problematika by se měla prodiskutovat odděleně a důkladně. Očekávaný kurzový vývoj může být závislý např. na očekávaném přílivu přímých zahraničních investic. BR by se neměla dohadovat – pravděpodobně to ani nelze - o konkrétní úrovni očekávaného kurzu, ale na základě provedených analýz by se měla vyjádřit k očekávanému trendovému vývoji. ČNB by měla prezentovat, že má střednědobou představu o vývoji kurzu.

Guvernér Tůma: Diskuse se dostává do druhé části rozpravy tj. jak pracovat s výjimkami. Prezentace měnové sekce naznačuje nutnost vytvoření nového přístupu k institutu výjimek přitom je důležité pouze to, abychom důsledněji transparentněji pracovali s dosavadním systémem. Je nutné přesně stanovit způsob určování referenčních scénářů pro jednotlivé exogenní veličiny ex-ante, abychom se mohli na ně kredibilně odvolávat ex-post.

Měnovou sekcí prezentovaný koncept CPIy není indexem, se kterým bychom měli pracovat mimo ČNB. Mohlo by to na veřejnosti vyvolat dojem, že ČNB není plně zavázána k cílování spotřebitelské inflace. K interním analýzám ovšem mohou být vytvořeny různé cenové indexy podobně jako např. korigovaná inflace.

Přechodem na cílování spotřebitelské inflace nedošlo prakticky k žádné zásadní změně, došlo pouze k rozšíření institutu výjimek o nepřímé daně. U regulovaných cen jsou naše předpoklady dány intervalem 1-1,5 %. U nepřímých daní je to složitější otázka, pan guvernér je toho názoru, že prognóza by neměla reflektovat tento vliv. Musí se vyjasnit mechanismus, ve kterém časovém okamžiku zahrnout vliv nepř. daní do inflační prognózy. Existuje několik možností:

1. V okamžiku, předložení zákona na změnu nepřímých daní do parlamentu.
2. V okamžiku přijetí návrhu v parlamentu.

Pan guvernér se přiklání k druhé variantě.

Zbývá vyjasnit přístup k cenám potravin, ropy a vývoje nominálního kurzu. U kurzu existují prakticky opět dvě možnosti. Buď zveřejníme modelovou prognózu kurzu, včetně modelu nebo lze vycházet z nějakého tržního konsensu. Výhodou druhého přístupu je neovlivnění kurzových očekávání. U ceny ropy je situace podobná. Buď lze při prognóze uvést zdroj, ze kterého vycházíme, nebo lze opět pracovat s tržním konsensem. V případě potravin bychom měli zveřejnit naši interní predikci a změnu bychom měli provést pouze jednou za kvartál. Jinými slovy, s přechodem na cílování spotřebitelské inflace nenastal žádný nový problém, jedná se pouze o upřesnění technických postupů při práci s výjimkami.

Viceguvernér Niedermayer: Diskuse se týká dvou problémů:

1. Jak pracovat s institutem výjimek a jak tento systém prezentovat.
2. Jakým způsobem bychom měli určit referenční scénáře exogenních předpokladů.

Pan viceguvernér navrhuje do jednoho měsíce vypracovat materiál (spolupráce MS a bankovních obchodů) na upřesnění způsobu vytváření referenčních scénářů. Vzhledem k tomu, že ČNB nemá explicitní reakční funkci a trh disponuje se stejným množstvím informací z pohledu očekávaného vývoje kurzu jako ČNB, pan viceguvernér považuje technický kurzový předpoklad za nejlepší z možných alternativ.

Předložený materiál měnové sekce na interpretaci cílování spotřebitelské inflace nepovažuje za konzistentní s cílováním spotřebitelské inflace. Interpretuje návrh měnové sekce jako přechod na cílování čisté inflace + 1,25 bp. Změny nepřímých daní by měly být zohledněny v prognóze v okamžiku přijetí zákona v parlamentu. V oblasti regulovaných cen navrhuje použít institut výjimek podobným způsobem jako u ostatních veličin spadajících do této kategorie.

Viceguvernér Dědek: Prezentovaný návrh měnové sekce je operabilní a kvantifikovatelný. Ve srovnání s předchozí praxí nastala nová situace, poněvadž v minulosti jsme pracovali s institutem výjimek pouze ex-post. Měnová sekce nyní navrhuje, abychom aktivněji pracovali s institutem výjimek ex-ante. Situace je nová také v tom, že vládní usnesení nám nadeřinoval institut výjimek. V usnesení je přesně vymezeno, že ČNB by neměla reagovat na změnu nepřímých daní. Pan viceguvernér Dědek má obavu z nezahrnutí vlivu nepřímých daní do spotřebitelské inflace, protože by to znamenalo opuštění dosavadní praxe práce s oficiálními předpoklady MF. Analytická práce měnové sekce musí být v nové situaci jemnější než dosud, koncept upravené spotřebitelské inflace je analyticky nezbytný a pan viceguvernér se ztotožňuje s návrhem MS. Upozorňuje, že používání konceptu upravené spotřebitelské inflace pouze interně snižuje transparentnost měnové politiky.

Guvernér Tůma: Nesouhlasí s názorem, že cílování spotřebitelské inflace by bylo méně transparentní, myslí právě naopak. Zdůrazňuje, že s institutem výjimek lze kredibilně pracovat pouze ex-ante.

Bankovní rada následně přistoupila k hlasování o nastavení úrokových sazeb a jednomyslně souhlasila s ponecháním dvoutýdenní repositazby na stávající úrovni.

Po přestávce diskuse koncentrovala již výhradně na *komunikační strategii*.

Vrchní ředitel Racoča: Schválením nového inflačního cíle jsme se vědomě rozhodli cílovat spotřebitelskou inflaci. V žádném případě to nebylo rozhodnutí o cílování jiného druhu čisté inflace. Nemělo by dojít k odmítnutí využití očištěných cenových indexů pro analytické účely, nemělo by se jednat o cílování takto očištěných indexů. Přechod na cílování spotřebitelské inflace výrazným způsobem zvyšuje transparentnost měnově-politického rozhodování. Měnová politika ve svém rozhodování by měla reagovat na CPI a ne CPIy.

Vrchní ředitelka Erbenová: Přechod na cílování spotřebitelské inflace byl většinovým rozhodnutím v BR a bylo to správné rozhodnutí z důvodu vyšší transparentnosti nového systému. Z tohoto důvodu není žádoucí očišťovat spotřebitelskou inflaci jakýmkoliv způsobem. Institut výjimek byl vytvořen proto, aby bylo možné omezit volatilitu reálných veličin v případě neočekávaných exogenních šoků. Součástí vládního usnesení byl sice určitý koridor pro očekávaný přínos regulovaných cen do spotřebitelské inflace, jednalo se ovšem o zdůvodnění nastavení cílového koridoru, ne o definování výjimek. Z výše uvedených argumentů vyplývá, že bychom měli cílovat spotřebitelskou inflaci. V případě, že inflační prognóza bude mířit mimo koridor, musí dojít k identifikaci důvodů nekonzistence prognózy s cílem a k analýze makroekonomických nákladů návratu inflace do koridoru. V takových situacích pak lze zvážit použití institutu výjimek. K otázce nepřímých daní vrchní ředitelka Erbenová poznamenala, že vzhledem k nejistotě ohledně změny nepřímých daní nenavrhuje zahrnutí tohoto vlivu do inflační prognózy.

Viceguvernér Niedermayer: Navrhuje opatrnější, rigidnější přístup k zahrnutí vlivu nepřímých daní do inflační prognózy. Aplikaci institutu výjimek vztahuje na regulované ceny a nepřímé daně podobně jako v případě ostatních výjimek.

Vrchní ředitel Frait: V textu měnově-politického doporučení je uvedeno, že rozhodování vychází z upraveného indexu inflace, která odpovídá přijaté definici inflačního cíle. Pan vrchní ředitel Frait je toho názoru, že tomu tak není. Při rozhodování o nastavení měnově-politických sazeb se vychází z celé škály ukazatelů zahrnujících faktory vnitřní a vnější rovnováhy a v rámci strategie cílování inflace se toto komunikuje na veřejnosti. Srovnávání nějakého uměle konstruovaného indexu s inflačním cílem by znamenalo zavedení měnového automatu. V rozhodovacím procesu je řada nejistot a podobné mechanické přístupy jsou věcí minulosti. Cílí se celková inflace a ne nějaký upravený index. K otázce nepřímých daní poznamenává, že vzhledem k existujícím nejistotám by inflační prognóza neměla zahrnovat vliv nepřímých daní. V otázce stanovování referenčního scénáře pro kurz nemá vyhraněný názor, v případě kurzu EUR/USD navrhuje použít odhady mezinárodních renomovaných institucí.

Viceguvernér Dědek: Dosavadní praxe měnové sekce byla taková, že exogenní předpoklady prognózy týkající se oblasti veřejných financí byly převzaty od zodpovědných autorit. Pan viceguvernér Dědek vyjadřuje obavy ze zavádění jiných pravidel. Obává se, že předpoklady ČNB se v budoucnu mohou zásadně lišit od výchozích předpokladů ostatních institucí. K otázce nepřímých daní poznamenává, že nezohlednění jejich vlivu se bude jevit veřejnosti jako účelové.

V následné diskusi docházelo pouze ke zjemnění některých argumentů, jejichž hlavní závěry prosazované většinou členů BR lze shrnout následovně:

1. Centrální banka cíluje inflaci měřenou indexem spotřebitelských cen. Pro svoje interní analýzy měnová sekce může využívat indexy, které jsou očišťovány od vnitřních či vnějších exogenních šoků, s těmito indexy se ovšem veřejně nebude pracovat.
2. S institutem výjimek lze kredibilně pracovat pouze za předpokladu, že centrální banka *ex-ante* zveřejní svoje předpoklady o budoucím vývoji veličin podléhajících institutu výjimek a *ex post* vysvětlí případnou odchylku inflace od cíle.
3. Při aplikaci institutu výjimek je nejdůležitější transparentní komunikace s veřejností. V případě že centrální banka transparentně a srozumitelně vysvětlí svoje rozhodnutí mechanismy komunikace hrají druhořadou roli.
4. Vliv nepřímých daní bude promítnut do inflační prognózy pouze v okamžiku přijetí zákona v parlamentu.
5. Vypracuje se materiál projednávající způsob stanovování referenčních scénářů pro veličiny zahrnuté v institutu výjimek (směnný kurz, cena ropy, ceny potravin, atd).

I.3 Úkoly

Měnová sekce a sekce bankovních obchodů má společně zpracovat materiál na upřesnění způsobu vytváření referenčních scénářů exogenních proměnných.

I.4 Rozhodnutí

Bankovní rada jednomyslně, tj. hlasy všech svých sedmi členů, rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB beze změny.