

*****Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 28. 6. 2001

I.1. Úvodní slovo ředitele sekce měnové

Dochází k urychlení domácí ekonomické aktivity, což zvyšuje „upside“ rizika. Dochází k akceleraci inflace. Konjunkturální průzkum je ale spíše pesimistický a také zahraniční zpomalení růstu může domácí oživení přibrzdit. Mezi poslední ekonomické údaje patří urychlení růstu M2 na 11%, posun ve využití výrobní kapacity, posun výnosové křivky, zhoršování fiskálního deficitu (na straně výdajů), posílení efektivního kurzu koruny. Byly korigovány údaje o HDP, nové údaje mění základnu pro predikce, ale nebyly ještě plně vyhodnoceny. U některých čtvrtletí jsou rozdíly až 2 p.b., což mění pohled na ekonomický vývoj v průběhu jednotlivých let. Struktura růstu ukazuje, že všechny položky přispěly k růstu v řádu 7-9 miliard. Predikce investic se celkem zdařila, ale spotřeba byla původně podceněna. Celková poptávka rostla o 6,3% (predikce byla 5%). Nůžky mezi poptávkou a nabídkou se rozevírají. Predikce vnějšího deficitu není zatím korigována. Trh práce odráží oživení, zaměstnanost mění trend od poklesu k růstu. Tento obrat nastal dříve, než očekávala predikce. Mzdové náklady v průmyslu a stavebnictví klesají, na úrovni celé ekonomiky dochází spíše ke zvýšení mzdově-nákladových tlaků. Dovozní ceny zpomalují méně než byl předpoklad predikce, budou ale nadále působit deflačně (svým zpomalováním). PPI se vyvíjí velmi podobně jako v okolních zemích (včetně Německa). Ceny potravin a zahraničních rekreací byly velmi volatilní. Částečně to může být odrazem změněné sezónnosti. Lze říci, že náš cenový vývoj je velmi podobný vývoji v EU, zřejmě tu působí podobné nákladové faktory, ačkoli se nacházíme v rozdílné fázi cyklu (u nás růst, v EU zpomalení).

Ke korekci predikce inflace v 6.SZ došlo především díky cenám potravin a také s ohledem na informaci o zvýšení cen plynu (změna scénáře deregulací) a na dílčí změny v nepřímých daních. Pro konec roku 2001 je CPI korigováno na 4,7% (o 0,9 p.b.), z toho jsou ceny potravin 0,5 p.b., ceny plynu 0,3 p.b. a spotřební daně 0,1 p.b. Zároveň došlo ke korekci prognózy pro prosinec 2002 o 0,2-0,3 p.b. směrem dolů, protože se (díky zmíněným změnám) zvýšila základna a také se očekávají menší deregulace cen plynu. Technická úprava tedy mění projekci ve dvou letech v opačných směrech. Věcná změna rámce bude provedena až v červenci. V horizontu nejefektivnější měnové transmise (3 a 4Q2002) je prognóza CPI v souladu s cílem, proto měnová sekce doporučuje ponechat sazby na stávající výši.

I.2. Diskuse

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

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

guvernér Tůma: Dává prostor pro dotazy.

viceguvernér Niedermayer: Dává do kontrastu prezentaci SZ a (časově předcházející) prezentaci pro poslance. Dnešní prezentace vyznívá ve prospěch ponechání sazeb, předchozí vyzněla ve prospěch zvýšení sazeb. Dotazuje se, která interpretace je správná a zda máme jistotu, že sazby jsou nastaveny adekvátně vzhledem k současné fázi ekonomického cyklu, výrazné akceleraci růstu, vývoji M2 a dynamice stavební výroby. *(MS: Prezentace v parlamentu byla zaměřena na objasnění rizik fiskální expanze a na nutnost reagovat sazbami v případě jejího pokračování. Sazby jsou adekvátně nastaveny vzhledem k dostupným*

informacím, přehodnocení rámce nastane v červenci a není možné předjímat výsledek. Zatím se naše očekávání v podstatě naplňovala. Růst příliš neakceleruje vzhledem k 1Q2000. Vývoj M2 byl vychýlen směnkou ČSOB).

vrchní ředitelka Erbenová: Ověřuje si argumentaci, že ke změně prognózy došlo především díky cenám potravin a přesunu deregulací na jiný termín a žádné další vlivy nejsou zahrnuty. *(MS: ano to je správná interpretace).*

vrchní ředitelka Erbenová: Navazuje komentářem. Pak tedy sílí rizika na obou stranách projekce. Může měnová sekce komentovat, která strana rizik je silnější? Prosí také o objasnění interpretace vývoje ULC – budou generovat inflační tlaky?

guvernér Tůma: Navazuje přímo na tyto dotazy. Údaje o trhu práce naznačují, že se můžeme pohybovat na hranici inflačních tlaků ze strany zaměstnanosti i mezd. Obdobně je ale tomu i u ostatních indikátorů (M2, apod.). Jednotlivá vysvětlení jsou v pořádku, ale dohromady vzniká obrázek o měnící se situaci. Nejistoty bezpochyby zůstávají, jediné viditelné desinflační riziko je ale patrné ve zpomalující se Evropě. Byl již čas na analýzu vývoje spotřeby domácností? Má pochybnosti o tom, že všechny veličiny se skutečně vyvíjí dle našich očekávání, viz. tabulka v úvodu SZ. U stavební výroby bylo v pondělí (aukční výbor) řečeno, že se příliš nepromítá do vývoje HDP. I když doporučeno je neměnit sazby, asi je třeba signalizovat, jaký je současný bias – není možné čekat s přehodnocením situace až do července. *(MS a poradci: Revize dat není ještě vyhodnocena. Dochází k poklesu míry úspor. Stavební výroba není dobrý indikátor, protože organizační rozšíření firmy znamená dle současné metodologie navýšení obrátu. Je třeba dívat se na přidanou hodnotu, podle které stavebnictví klesá. Pokud dojde ke zvýšení sazeb, je lépe počkat a provést sérii zvýšení jako FED, nikoli ojedinělou akci. Je třeba zvážit, že dochází ke zpřísnování podmínek – zhodnocuje kurz, roste výnosová křivka a klesají sazby v zahraničí).*

viceguvernér Niedermayer: Jak interpretovat rozdíl mezi expertní prognózou a MMI? *(MS: model je používán jako kontrola konsistence expertní prognózy. Ve velké SZ je používán jiný – střednědobý - model).*

viceguvernér Niedermayer: Technická úprava prognózy snížila projekci pro rok 2002 ve chvíli, kdy je třeba diskutovat zvýšení sazeb. *(MS: nejde o technickou úpravu, má ekonomický význam – potraviny a deregulace jsou interpretovány jak o krátkodobý nikoli trvalý šok).*

viceguvernér Niedermayer: Tento šok se ale setkává s momentem, kdy je prostor pro vyšší růst cen (vzhledem k cyklu), proto nemusí být tak krátkodobý. *(MS: dynamika cen potravin pouze vrací hladinu k úrovni z roku 1998, nejde o trvalý šok.)*

I.2.b. Uzavřené jednání bankovní rady

guvernér Tůma: Zahajuje uzavřené jednání.

vrchní ředitelka Erbenová: Ranní diskuse posílila rozporuplné vyznění SZ. Většina proměnných, které slouží jako indikátory inflačního vývoje, signalizuje narůst inflačních rizik. Jde o cenový vývoj, růst HDP a tržeb a také růst M2. Z dosud dostupných informací se zatím nezdá, že by současné inflační tlaky byly poptávkové. Mají spíše nákladový charakter. Poptávkové tlaky ale mohou být podceněny z důvodu nedostatku informací. Proto je rozhodování obtížné. Na trhu práce klesá nezaměstnanost, zvyšuje se zaměstnanost a také

využití kapacit dle informací z průzkumu stoupá. Možná tyto informace signalizují, že narážíme na bariéru, za kterou již začnou vznikat inflační tlaky z důvodu převisu poptávky. Jediné podstatné omezení, kterému česká ekonomika na vzestupné dráze čelí, je zpomalení růstu v Evropě. Je třeba jasně komunikovat, že hodnocení vývoje a nastavení rámce se začíná měnit a že pokud nedojde ke změně nastavení sazeb v této chvíli, dojde k němu v nejbližší době. Pokud se týká růstu v Evropě, je důležité si uvědomit, že současné zpomalení není v přímé vazbě na budoucí vývoj a že bychom museli mít spolehlivou predikci růstu v Evropě, aby bylo možné potenciální riziko zabudovat jako skutečný desinflační tlak do prognózy domácí inflace. Tolik informací ale zřejmě nebudeme mít nikdy. Proti úvaze o snížení hovoří ještě posilování kurzu. Červencová diskuse bude mít povahu zásadního přehodnocení ekonomického vývoje.

guvernér Tůma: Pro potřebu vrchního ředitele Fraitu uvádí, že vystoupení vrchní ředitelky Erbenové shrnulo ranní prezentaci a následnou diskusi.

viceguvernér Niedermayer: Dostupné údaje ukazují na jasné ekonomické oživení. Inflace se dostala z hladiny 3% na hladinu 5%, což je hranice, která znamená přechod do horší kategorie. Takto vysoká inflace se snáze přehoupne k hodnotám 6-7% a hrozí akcelerace inflačních očekávání. Pan ředitel Kalous má pravdu, že ceny jsou tlačeny nahoru jednotlivými faktory, ale to není náhoda. Ekonomický cyklus dovoluje cenový nárůst. Inflace je měnový jev a peněžní zásoba roste tempem 11,4%. Je pravda, že měnové podmínky se autonomně zpřísňují – výnosová křivka změnila sklon, kurz posílil – ale to je alibi pro ponechání sazeb na stávající výši. Symetrická reakce k únoru – kdy bylo komunikováno směrem k veřejnosti, že centrální banka je připravena měnit nastavení sazeb pružněji- je dnes zvýšení sazeb o 0,25 p.b.. Setrvačnost ekonomiky je značná, růst se následkem vývoje v Evropě nezpomalí tak rychle, aby kompenzoval nárůst inflačních tlaků. V červenci budeme ve stejné situaci jako dnes, nebudeme mít výrazně odlišné informace, pokud je dnes bias pro zvýšení, zvýšme sazby dnes.

vrchní ředitelka Erbenová: Měli bychom problém s kredibilitou. Došlo by ke zvýšení v okamžiku, kdy prognóza míří do cíle. V únoru došlo ke snížení sazeb po snížení prognózy. Tvrzení, že ekonomika generuje poptávkové inflační tlaky, je zatím spíše založeno na intuici než na údajích. K dispozici jsou data o HDP za první kvartál, klesá míra úspor. Interpretace je zatím obtížná.

viceguvernér Niedermayer: Nemá pravdu, že máme prognózu, která míří do cíle. Nemáme aktuální prognózu. Pokud ano, pak upozorňuje, že s ní nesouhlasí. V únoru bylo komunikováno, že budeme aktivní, dnes tedy není možné říci, že chceme zvýšit sazby, ale uděláme to až v červenci.

guvernér Tůma: Řešení signalizovat bias a reagovat v červenci není nekredibilní. V únoru byla jiná situace. Nesouhlasí s tím, že jde o symetrický problém.

vrchní ředitel Frait: Reaguje na diskusi o relevanci prognózy. Prognóza inflace dostupná v SZ je korektní, ale možná není zcela vhodná pro tento typ měnově-politického rozhodování. Ekonomika se nachází ve fázi oživení, kdy může dojít k přehřátí, ale přitom inflační tlaky mohou být generovány s velkým časovým zpožděním. Příkladem takové dlouhodobé transmise je promítnutí přehřátí do deficitu běžného účtu a do následného oslabení kurzu (možná i kurzové krize), které se s jistým zpožděním promítne do inflace. V daném horizontu 18 měsíců je tedy aktuální prognóza pro měnově-politická opatření dostupná. Diskutován by

ale měl být horizont prognózy. Kloní se k tomu, že je třeba signalizovat bias centrální banky ve směru inflačních rizik. Vzhledem k delšímu časovému horizontu by již dnes bylo adekvátní zvýšení sazeb. Je třeba vyjasnit, jak interpretovat, že prognóza v horizontu 18 měsíců klesá, ale signalizovaný bias je inflační a jak komunikovat, že dochází ke zvýšení sazeb v situaci, kdy prognóza (v horizontu 18 měsíců) nevybočuje z koridoru.

vrchní ředitel Štěpánek: Upozorňuje, že existují v zásadě čtyři možnosti, jak na současnou situaci – ve které intuice napovídá, že by mělo dojít ke zvýšení, a prognóza je v koridoru - reagovat: (i) zvýšit sazby, (ii) signalizovat bias poměrem hlasů nebo verbálně v minutes, (iii) popsat zvýšenou nejistotu, (iv) nekomunikovat nic, dokud nebude k dispozici červencová prognóza. Z uvedeného menu dává přednost třetí variantě a navrhuje komunikovat znepokojení ze současného inflačního pohybu, které dopadá do měnově-politického rozhodování ve formě zvýšené nejistoty. Signály, které lze získat ze SZ, umožňují interpretaci, že inflační pohyb je dočasný fenomén, po němž přijde zklidnění růstu cen. Tento analytický podklad není možné ignorovat. Je třeba naznačit, že můžeme být v situaci, kdy se mění charakter ekonomického růstu, a počkat na červencovou velkou prognózu.

guvernér Tůma: Vrací se k diskusi o únorovém rozhodnutí. Dnešní situace není symetrická. V únoru bylo snížení sazeb reakcí na snížení prognózy. Dnes je prognóza nezměněna, míří do koridoru, a to je podstatný rozdíl. Sdílí ale názor, že téměř všechny indikátory směřují k tomu, že ekonomika ožívuje relativně rychle. Je třeba se opravdu zamyslet nad tím, jak se projeví případné přehřátí, zda inflací či nerovnováhou na nějakém trhu, a jaké je vůbec potenciální tempo růstu ekonomiky. Odhady z minulých let (98-99) ukazovaly, že tempo nevedoucí k přehřátí ekonomiky či vzniku nerovnováh může být kolem 2-3%. V posledních letech se ale v ekonomice odehrály určité změny, které mohly způsobit nárůst tohoto tempa na 3-4%. Přesný odhad by byl alchymíí, ale zřejmě se blížíme jisté hranici. Změny, které proběhly, nebyly tak dramatické, aby posunuly tempo růstu nezpůsobující nerovnováhy nad 4%. Ani Evropa nezvýšila dlouhodobé tempo růstu tak, jak bylo původně očekáváno po strukturálních změnách. Naše situace je samozřejmě jiná a prostor pro změny byl větší než v Evropě. Měnová sekce trochu bagatelizuje význam oživení. Ale investice rostou, ke zvolnění růstu s velkou mírou pravděpodobnosti nedojde. Trh práce vysílá signály o počátku poprávkových tlaků. Bias ve srovnání s vyzněním SZ je směrem k vyššímu růstu. Pak se dostáváme k tomu, nakolik se tento vyšší růst projeví v inflaci. Argumentace by měla být vedena v linii inflačního cílování: základním signálem ke zvýšení sazeb je korekce prognózy nahoru. Pokud se ale oživení promítá zatím pouze do vnějšího deficitu (nebo jiné nerovnováhy), tak je komunikace zvýšení sazeb mnohem komplikovanější. Na tento problém by se měnová sekce měla zaměřit. Pokles aktivity ve světové ekonomice, zejména v Evropě, je nejistotou, na které ale nelze založit argumentaci pro ponechání sazeb na stávající výši. Je třeba zohlednit kurz, který zatím pomáhá inflaci snížit. Na závěr shrnuje svou argumentaci. Minule jsme komunikovali, že vidíme rizika směrem nahoru, dnes je dokážeme mnohem lépe popsat a zároveň budeme signalizovat, že není vyloučeno přehodnocení ekonomického rámce.

vrchní ředitelka Erbenová: Navazuje na diskusi o přehřátí ekonomiky a upozorňuje, že jde o obtížně uchopitelný termín, pokud není dáno do souvislosti s inflačními tlaky.

guvernér Tůma: Přehřátí ekonomiky se může projevit například ve vnějším deficitu.

vrchní ředitelka Erbenová: Vyšší deficit se ale projeví v inflaci.

vrchní ředitel Frait: Časové zpoždění je ale větší.

vrchní ředitelka Erbenová: Pokud není přehřátí spojeno v horizontu prognózy s inflačními tlaky, které je možno poměřit vzhledem k cíli, pak není snadné definovat, co je přehřátí (např. jak velký vnější deficit signalizuje přehřátí?).

viceguvernér Niedermayer: Nesouhlasí s guvernérem Tůmou a trvá na stanovisku, že červnový vývoj je symetrický k únorovému. Scénář vývoje ropy se nenaplnil. Ceny potravin se vyvíjejí tak, jak se mnozí z nás obávali. Celkový rámec byl více inflační (v únoru), než jsem se domnívali (v únoru).

vrchní ředitel Štěpánek: Spíše intenzita některých faktorů byla jiná, ne celkový rámec.

guvernér Tůma: Únorové rozhodnutí bylo založeno na tehdy dostupných informacích. Rozhodnutí založené na neúplných (v daném okamžiku v čase) informacích je něco jiného, než rozhodnutí nekonsistentní s režimem cílování inflace.

viceguvernér Niedermayer: Obrací pozornost k modelu MMI, který predikuje vyšší inflaci (než expertní prognóza). Inflace je o 1 p.b. výše, než bychom si přáli. Z hladiny 3% inflace se dostáváme na hladinu 5%. Tato změna ovlivní očekávání. Pokud bereme v úvahu sklon cíle (ve smyslu cíleného koridoru), pak je asi třeba zpřísnit. Nejde o šlapání na plyn, ale o zabezpečení vývoje inflace, který by byl konsistentní s inflačním cílem (klesajícím koridorem).

vrchní ředitel Frait: Vrací se k fundamentální diskusi o růstu. Ekonomický růst je slušný. V předvolebním období budou k voličům vysílány velmi pozitivní signály o vývoji ekonomiky. Navíc silná koruna vyvolá efekt bohatství. Oba faktory se projeví v tendenci k vyšším nákupům. Ekonomické oživení se projeví v inflaci, ale později. Profesor Ball doporučoval, aby prognóza měla delší horizont, jinak není zachycena celá transmise. Proto je důležitý střednědobý model. Dále komentuje diskusi o únoru. Únor a dnešek je velmi odlišný. Únor byla opožděná reakce, dnes diskutujeme předbíhající (forward-looking) reakci.

guvernér Tůma: Ptá se, zda je vhodné definovat úkol pro měnovou sekci, aby porovnála prognózu modelem MMI s expertní prognózou. Spíše by to ale asi mělo být něco, co je standardní součástí SZ.

vrchní ředitel Frait: Rozhodování by bylo dobré opřít o dlouhodobější úvahy, zahrnující i srovnání s vývojem v letech 1995-96.

vrchní ředitel Štěpánek: Doporučuje stejný úkol. V červenci nebudeme potřebovat klasickou prognózu, ale fundamentální podklad – vycházející z dlouhodobých trendů. Nepůjde o úpravu prognózy, ale o kvalitativní posun.

viceguvernér Niedermayer: Od takového vyhodnocení si není možné slibovat příliš. Na zásadní kvalitativní přehodnocení nemáme know-how. Současný rámec vychází z hypotézy nízkoinflačního prostředí, ve kterém jsou šoky dočasné. Tato hypotéza determinuje prognózu. Pokud tento rámec rozvolníme, tak akcelerace inflace dnes (v důsledku šoku), nezpůsobí zpomalení inflace v příštím období. Tento posun v úvahách bude dostačující, není třeba dlouhodobý výhled.

vrchní ředitel Štěpánek: Souhlasí s vrchním ředitelem Fraitem v tom, že dnešní znalosti nám umožňují kvalitnější analýzu situace, než tomu bylo v roce 1995, protože nyní máme za

sebou zkušenost celého hospodářského cyklu. Tato zkušenost by se měla v analýze dlouhodobých trendů promítnout.

viceguvernér Niedermayer: Máme za sebou 18 měsíční historii podceňování ekonomického růstu (ve smyslu příliš nízkých prognóz růstu). Pokud Evropa zpomalí svůj růst, pak inflační rizika spíše vzrostou než klesnou, protože se zhorší konkurenceschopnost (*ředitel MS: současné tempo růstu není třeba démonizovat, jde o slušný růst, který navíc příliš – vzhledem k 1Q minulého roku – neakceleruje*). V přehledu Economistu jsme jedna z nejlépe performujících zemí.

vrchní ředitelka Erbenová: Připojuje se k požadavku mít k dispozici historický přehled vývoje klíčových veličin (např. HDP, spotřeby, disponibilního příjmu).

guvernér Tůma: Tyto požadavky neformuluje do zápisu jako specifické úkoly s určitým termínem, ale jako náměty.

vrchní ředitel Frait: Reaguje na diskusi o udržitelnosti růstu. Současný růst není problematický, starosti působí odhad dopadů budoucího zrychlení.

viceguvernér Niedermayer: Nesouhlasí s návrhem měnové sekce ponechat sazby na stávající výši. Nedomnívá se, že je třeba se obávat zvýšení sazeb v rozsahu 0,25 p.b., nejde o šlápnutí na brzdu, tím růst nezbrzdíme.

vrchní ředitelka Erbenová: Konstatuje, že dle předchozí dohody měnová sekce neměla podávat žádný písemný návrh rozhodnutí.

viceguvernér Niedermayer: Návrh rozhodnutí byl ale součástí ranní prezentace.

guvernér Tůma: Navazuje na komentář vrchního ředitele Frait. Je pravda, že ekonomika v současnosti důvod k obavám nedává, ale vzhledem k dané fázi ekonomického cyklu a rozvolněnosti fiskální politiky je otázka, zda jsou sazby nastaveny optimálně. Dává ke zvážení, jakou formu by mělo mít hlasování v novém režimu, ve kterém měnová sekce nedává písemný návrh rozhodnutí jako součást SZ. Je třeba nejprve formulovat návrh rozhodnutí, o kterém se bude hlasovat. Je možno použít ústní ranní návrh měnové sekce ponechat sazby na stávající výši.

viceguvernér Niedermayer: Navrhuje hlasovat o zvýšení sazeb.

vrchní ředitel Štěpánek: Pokud nebude předmětem hlasování zvýšení sazeb, pak bude komunikace o narůstajících rizicích a komunikace biasu obtížná.

vrchní ředitelka Erbenová: Upozorňuje, že u hlasů, které budou proti návrhu (neměnit sazby), nebude čtenáři zřejmé, zda někteří členové bankovní rady hlasovali proti, protože chtěli sazby zvýšit či snížit. Obě varianty jsou přitom teoreticky možné.

guvernér Tůma: Dává hlasovat o všech třech možných variantách: ponechat, zvýšit a snížit sazby.

I.3. Hlasování

guvernér Tůma: Hlasuje pro ponechání sazeb.

viceguvernér Niedermayer: Hlasuje pro zvýšení sazeb.

vrchní ředitelka Erbenová: Hlasuje ponechání sazeb.

vrchní ředitel Frait: Hlasuje ponechání sazeb.

vrchní ředitel Štěpánek: Hlasuje pro ponechání sazeb.

I.4 Úkoly

Bankovní rada neuložila žádné úkoly.

I.5 Rozhodnutí

Po projednání červnové situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace ČNB na stávající úrovni poměrem hlasů čtyři ku jedné. Čtyři členové bankovní rady hlasovali pro ponechání sazeb. Jeden člen bankovní rady hlasoval pro zvýšení sazeb.

Zapsala: Mgr. Kateřina Šmídková, PhD., MA, poradce bankovní rady ČNB