

Protokol z jednání Bankovní rady ČNB ze dne 24. dubna 2003

Přítomni: Guvernér Z. Tůma, viceguvernér O. Dědek, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel P. Štěpánek.

I. Diskuse navazující na prezentaci 4. situační zprávy

Viceguvernér Dědek: Dopady očekávaných administrativních změn kvantitativně víceméně přehlušují všechny ostatní faktory. Jaký je však vztah prognózy inflace v porovnání s lednovou predikcí, pokud by byla o administrativní změny očištěna? Je správný intuitivní pocit, že by prognóza tlačila ještě na další pokles sazeb?

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Bez těchto změn by byla implikovaná trajektorie úrokových sazeb v horizontu letošního roku níže v řádu 0,5 procentního bodu.

Vrchní ředitel Frait: Zahrnutí úprav nepřímých daní do prognózy je zásadním krokem. Měli bychom proto veřejně prezentovat trajektorii, jaké jsou odhady primárních a sekundárních efektů těchto úprav. Časový horizont by přitom měl být dostatečně dlouhý, aby bylo vidět, kdy přímé i nepřímé dopady vyprchají.

Odpoověď SMS: Na tiskovou konferenci bude připraven graf prognózy s delším horizontem a zároveň graf znázorňující prognózu inflace bez primárních dopadů změn nepřímých daní.

Viceguvernér Dědek: Má pochybnost o tezi, že bude docházet k uvolňování měnových podmínek přes úrokovou složku. Pokles reálných úrokových sazeb bude dán očekávaným zvýšením inflace a v rámci toho zejména administrativními cenovými změnami. Tyto změny mají poměrně velký dopad na snížení odhadu růstu HDP v roce 2004 přes zpomalení růstu reálných mezd. Jedná se spíše o faktor tlačící směrem k dalšímu prohloubení záporné mezery výstupu než o uvolnění podmínek.

Vrchní ředitel Frait: Příliš se neztotožňuje s prognózou z hlediska vnímání vývoje reálné ekonomiky. Domnívá se, že predikční model uvažuje příliš citlivou reakci HDP a inflace na změny měnových podmínek. Sdílí pochybnost viceguvernéra Dědka o tom, že by obě složky měnových podmínek stimulovaly růst HDP v příštích letech. Z hlediska domácností je práce s reálnými úrokovými sazbami korektní. Ale pokud jde o podniky, nelze počítat s tím, že by inflace cen výrobců – relevantní z hlediska jejich výnosů – mohla vést k poklesu skutečných reálných úrokových sazeb a schopnosti podniků realizovat větší množství investic.

Odpoověď SMS: Také u cen průmyslových výrobců bude dle predikce docházet k urychlení růstu, i když pomalejšímu než u spotřebitelských cen. Toto urychlení bude výraznější než zvyšování nominálních úrokových sazeb, takže reálné sazby budou klesat i z pohledu podniků.

Vrchní ředitel Frait: Nerozumí argumentu, že očekávaný růst inflace bude dán také dovezenou inflací. V situační zprávě se sice hovoří o tom, že by se dovozní ceny měly vrátit ke kladným meziročním hodnotám, nicméně od druhé poloviny roku 2003 by jejich růst měl být opět negativní. Zároveň se ptá, proč je odhadováno tak velké zvýšení cen výrobců v Německu.

Odpoověď SMS: Růst cen průmyslových výrobců v Německu je přebírán z publikace Consensus Forecast, kde za poslední měsíc došlo k přehodnocení nahoru zhruba o půl procentního bodu. Odráží to fakt, že růst německého PPI v prvních měsících letošního roku výrazně převýšil očekávání.

Vrchní ředitel Štěpánek: Co bylo základním motivem použití modelových očekávání v prognóze, oproti očekáváním skutečně naměřeným? Jednalo se o obavu z přehnané reakce prognózy na skutečně naměřená očekávání, nebo spíše o nedůvěru v tato měření jako taková?

Odpoověď SMS: Již delší dobu pozorujeme odchylku mezi modelovými a zjišťovanými inflačními očekáváním. V současné době by to mohlo souviset s předpokládanými cenovými dopady vstupu do EU, což by hovořilo spíše pro použití skutečně měřených očekávání. Z pohledu modelu je však důležité zejména to, jaká očekávání se mohou reálně promítnout do produkčních cen a mezd. Nakonec převážil pocit, že u daňových změn bude toto promítání slabé, a proto jsme se vrátili k použití modelových očekávání.

Vrchní ředitel Štěpánek: Ptá se, zda odpověď na předchozí otázku znamená, že konkrétní hodnota modelových očekávání je zhruba konzistentní s předpokládaným sekundárním dopadem změn nepřímých daní. Připomíná, že podobný manévr s použitím modelových inflačních očekávání byl proveden již v lednové situační zprávě. Jaký pro to byl argument tehdy?

Odpoověď SMS: (i) Ano, jsou konzistentní s předpokládanými sekundárními efekty daňových změn. (ii) V lednové situační zprávě byla předložena alternativa s vyššími než modelovými očekáváním. K té byl nyní záměr přejít jako k hlavnímu scénáři, ukázalo se však, že to nebylo konzistentní právě s představou o sekundárních dopadech změn daní.

Vrchní ředitel Frait: Znamená to také, že úroková složka měnových podmínek nehraje v očekávaném ekonomickém oživení větší roli?

Odpoověď SMS: Ne v roce 2003, ale ano v roce 2004 a dále. Trajektorie nominálních úrokových sazeb je v tomto období velice mírně rostoucí, ale reálně se bude úroková složka uvolňovat v důsledku růstu inflačních očekávání.

Vrchní ředitel Frait: Hlavní kanál, který vede k optimismu z hlediska hospodářského růstu, je vývoj čistého vývozu a investic, kde hrají velkou roli kurzové podmínky. Není však realističtější alternativní scénář predikce, předpokládající nižší rovnovážné tempo zhodnocování reálného kurzu koruny? Data o platební bilanci spíše podporují tento scénář. Navíc se mu jeví jako příliš optimistické hodnocení vývoje zahraniční ekonomiky. Co tedy bude ve skutečnosti generovat nárůst investic a zlepšení čistého exportu?

Guvernér Tůma: Připojuje se k dotazu, z čeho plyne očekávaný obrat ve vývoji čistých vývozu. Situační zpráva říká, že kurz je mírně podhodnocený. Podhodnocení o několik málo procent asi k nějakému obratu nestačí, tím spíše když jsme v minulém roce viděli, že ekonomika byla poměrně rezistentní vůči velkému výkyvu kurzu apreciačním směrem. U zahraniční poptávky rovněž nelze očekávat, že by se mohla stát velkým tahounem růstu.

Odpoověď SMS: V roce 2002 HDP v Německu zhruba stagnoval, zatímco v ČR vzrostl o 2 %. Výhled do budoucna počítá se zmenšením růstového diferenciálu mezi ČR a Německem, což bude přispívat k příznivějšímu vývoji čistého vývozu. Dalším významným faktorem je zcela odlišný vývoj kurzu. Předpokládáme, že rozsah podhodnocení kurzu letos dosáhne zhruba 5 %. To je jen

o trochu méně než jeho nadhodnocení v loňském roce. Přes určitou rezistenci ekonomiky vůči tomuto nadhodnocení jsme jistě dopady pozorovali, podobné efekty v opačném směru lze čekat nyní.

Vrchní ředitelka Erbenová: V prezentaci zaznělo, že oproti předpokladu říjnové situační zprávy z roku 2001 je kurz koruny vůči euru silnější zhruba o 10 %. Proti tomu stojí předpoklad, že současný kurz je podhodnocený a bude tlačit na zlepšení čistého vývozu a návrat HDP k potenciálu. Jak to tedy vlastně je? Negujeme tím loňskou diskusi o kurzové bublině? Nebo je skutečně relevantnější alternativní scénář predikce s pomalejší rovnovážnou apreciací?

Odpověď SMS: Předpokládáme reálnou apreciaci měnového kurzu kolem 5 % ročně. Při stagnaci nominálního kurzu v porovnání se stejným obdobím loňského roku došlo k eliminaci nadhodnocení koruny a kurzové podmínky jsou v současnosti uvolněné.

Guvernér Tůma: Považuje za velmi arbitrární, jaké tempo rovnovážné apreciacie předpokládáme. Nevíme, zda je to 5 %, více či méně. Tvrzení o podhodnocení koruny je proto velmi silné, málo podložené.

Odpověď SMS: Určitá dávka arbitrárnosti zde je. Rovnovážený kurz je nepozorovaná veličina, takže o něm nikdy nemáme jistotu. Pokud je představa, že rovnovážný kurz leží někde jinde, je to možné v prognóze zohlednit. Nicméně v loňském roce došlo k rychlému zhodnocení kurzu, jehož negativní dopady byly menší než se předpokládalo, a bylo proto legitimní připustit, že došlo ke zvýšení rovnovážného tempa apreciacie. Od tohoto předpokladu jsme se zatím neodchýlili, zatím pro to nevidíme důvod.

Guvernér Tůma: Říkáme však, že do budoucna dojde ke zpomalení rovnovážného reálného tempa zhodnocování, na němž se podílí faktory jako změny regulovaných cen či směnných relací, které zřejmě vyprchají. Otázkou je, co je to do budoucna, zda bod zlomu neleží již někde v současnosti.

Odpověď SMS: V poslední době ukazuje většina analytických metod na podhodnocení kurzu, s výjimkou metody FRER. Existuje zde však velká míra nejistoty vychýlená jedním směrem, proto byla zpracována alternativa predikce s menším podhodnocením kurzu.

Viceguvernér Dědek: V modelu došlo ke změně reakční funkce centrální banky. Jaká byla motivace? Byla nejprve nějaká představa o optimálním vývoji úrokových sazeb a té byla přizpůsobena reakční funkce? Nebo převládl pocit, že dosud používaná reakční funkce byla neadekvátně odhadnuta? V této souvislosti poukazuje na stanovisko poradce, v němž se upozorňuje na velkou citlivost implikované trajektorie úrokových sazeb na konstrukci inflačních očekávání.

Odpověď SMS: Změna reakční funkce vycházela z empirické analýzy, která byla dokončena a diskutována ještě před zahájením prací na této prognóze. Rozhodně se nejedná o účelovou změnu.

Vrchní ředitel Frait: Příliš nerozumí tomu, jak je pracováno s výstupovou mezerou a růstem HDP v roce 2004, případně 2005. V situační zprávě se koncem roku 2004 předpokládá pokles tempa růstu HDP ke 2 %. Zároveň se říká, že v roce 2005 bude růst mezi 2,5 % a 4,5 %, a že zpřísnování měnové politiky bude nutné k zabránění poptávkového převisu v ekonomice. Pokud by byl růst 2,5 %, asi by těžko nějaký převis poptávky vznikl.

Odpověď SMS: Uvolněné měnové podmínky by měly dle modelových úvah vést k uzavírání mezery výstupu. Na druhou stranu expertní pohledy na vývoj jednotlivých složek domácí poptávky vedly s ohledem ke změnám nepřímých daní k určité skepsi vůči možnosti výrazného zrychlení růstu. Snahou prognózy bylo sladit oba tyto pohledy, což se do značné míry podařilo.

Vrchní ředitelka Erbenová: V reakční funkci byla zvýšena agresivita a relativní váha mezery výstupu. Současně se zdá, že pracujeme jiným způsobem s konceptem mezery výstupu, protože při konstantním růstu v roce 2004 ve srovnání s rokem 2003 dochází k velmi rychlému a plynulému uzavření produkční mezery. Tyto dvě záležitosti by bylo dobré dát do souvislosti a osvětlit je.

Odpověď SMS: V reakční funkci byl zvýšen koeficient persistence a zvýšeny koeficienty u inflace i mezery výstupu, a to relativně více v případě mezery výstupu. Tato změna ale nesouvisí s jistou diskrepancí mezi růstem HDP a pohybem mezery výstupu v roce 2004. Jak již bylo uvedeno, tuto diskrepanci se podařilo snížit na minimum díky identifikaci ekonomických faktorů zpomalujících uzavírání mezery výstupu. Přesto v prognóze zůstal menší rozdíl vyvolaný tím, že mezeru výstupu, růst HDP a potenciální produkt nelze chápat jako jednoduchou „trojčlenku“. Na práci s mezerou výstupu se však v této prognóze nic nezměnilo.

Vrchní ředitelka Erbenová: Práce s prognózou růstu HDP a mezerou výstupu pak ale vede k intuitivně těžko pochopitelnému závěru, že růst potenciálu silně fluktuuje.

Odpověď SMS: Potenciál není hladkou, lineární čarou. Má v sobě určitý cyklický prvek, související například s investiční činností. Zároveň je nutné si uvědomit, že mezeru výstupu v modelu zastupuje poptávkové tlaky. K odeznění protiinflačních tlaků může v realitě stačit zrychlení růstu, aniž by se úroveň HDP dostala nad dlouhodobý trend.

Vrchní ředitel Štěpánek: Neznamena předchozí odpověď, že zanášíme do našeho rozhodování systematickou odchylku směrem dolů?

Vrchní ředitelka Erbenová: Znamenalo by to, že bychom vyvolali nutnost reakce úrokovými sazbami na obrat dynamiky, i když by úroveň HDP nadále zůstávala pod trendem.

Odpověď SMS: Modelový aparát je konstruován tak, aby systematickou odchylku nevytvářel. Předpokládá se, že mezeru výstupu je v průměru na nule. Prognóza neimplikuje měnovou restrikcí, která by bránila uzavření mezery výstupu. I přes mírné zvyšování nominálních sazeb budou reálné sazby klesat v důsledku růstu inflačních očekávání.

Vrchní ředitel Frajt: Pochybuje, že by obrat v dynamice HDP měl sám o sobě vyvolat obnovení poptávkových inflačních tlaků i přes míru nezaměstnanosti kolem 10 %. Zároveň se domnívá, že inflační očekávání v modelu reagují příliš citlivě na měnové podmínky a makroekonomický vývoj.

Odpověď SMS: Očekává se natolik výrazné urychlení inflace, že by bylo překvapivé, kdyby na ně inflační očekávání nereagovala růstem převyšujícím předpokládané zvýšení nominálních sazeb.

Guvernér Tůma: Konstatuje, že ze situační zprávy má celkově rozpačitý pocit. Tentokrát schází jasný ekonomický příběh zasazený do modelového rámce. Bod obratu ve vývoji ekonomiky není dobře popsán. Vidí jisté nekonzistence mezi textem situační zprávy, jejím shrnutím a prezentací. Příkladem je fiskální vývoj, kde není zřejmé, jak skutečně hodnotíme jeho působení poté, co jsme

začali uvažovat s mírnější variantou reformy veřejných financí. V prezentaci bylo zároveň ukázáno, že počítáme s poměrně výrazným urychlením korigované inflace. Jinými slovy, prognóza zvýšení inflace není rozhodně dána jen změnami nepřímých daní, což je dojem, který vyvolává situační zpráva. Uvedený obrat v korigované inflaci nebyl dobře vyargumentován. Otazníky visí i nad očekávaným oživením čistého vývozu apod.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Z hlediska rozhodnutí o úrokových sazbách zřejmě nebude dnešní diskuse příliš komplikovaná, jak naznačilo i jednomyslné doporučení SMS. Měli bychom se nicméně pobavit o nové prognóze, která obsahuje významné změny. SMS zřejmě vidí rizika lehce asymetricky, neboť konstatuje, že prognóza je konzistentní s mírným zvýšením úrokových sazeb, což je možno vnímat jako jistou asymetrii v proinflačním směru. Měli bychom si vyjasnit, nakolik se s novou prognózou identifikujeme a jak vidíme její rizika.

Viceguvernér Dědek: Nemá problém s konsensuálním návrhem SMS ponechat sazby na stávající úrovni. Souhlasí též se zahrnutím očekávaných změn nepřímých daní do nové prognózy, nevidí to jako diskontinuitu v uvažování. Již v minulosti jsme komunikovali, že tyto změny představují jedno z významných rizik. V současné době již uzrála situace, aby se tento faktor do prognózy promítl. Podpisem dohody o přistoupení k EU byly harmonizační daňové úpravy zakotveny v mezinárodní smlouvě, a domácí legislativa musí tyto závazky honorovat. Nejedná se tak o striktní porušení pravidla, že jsou daňové změny zahrnovány do prognózy až po svém schválení Parlamentem. Významná je však skutečnost, že kdyby k započtení efektu daní nedošlo, současná prognóza by možná byla ještě níže než lednová. Očekávaný vývoj vnějšího prostředí se přehodnocuje ještě dále směrem dolů, což znamená nižší dováženou inflaci, k uklidnění patrně dojde i na trhu s ropou. Pokud by se tedy v čase odkládala realizace daňových změn, budeme i v dalších měsících žít v prostředí velmi nízké inflace. V této situaci může být obtížněji komunikovatelné rozhodování čistě na základě stávající prognózy inflace. Nacházíme se sice v režimu cílování celkové inflace, což musíme respektovat, na druhou stranu je však legitimní aplikovat na jednorázové daňové změny výjimku, tj. nereagovat měnovou politikou na dočasné překročení horní hrany cílovaného koridoru. Zároveň bychom však měli apelovat, aby podobným způsobem uvažovaly i ostatní subjekty v ekonomice, aby se nesnažily razantnějším způsobem protlačovat změny daní do svých inflačních očekávání. Pokud by docházelo ke kumulaci sekundárních efektů daňových změn, bylo by to pro centrální banku signálem k přehodnocení přijaté výjimky. Prognóza nám také umožňuje sdělit veřejnosti, že současné období deflace je jen krátkodobé a vpřed hledící politika již nyní musí řešit zcela jiné problémy. Uplatněním výjimky a ponecháním sazeb na stávající úrovni zároveň vytváříme i adekvátní nastavení měnových podmínek ve vazbě na současnou "technickou" deflaci. Úrokové sazby v reálném vyjádření jsou nízké a dochází k určitému samovolnému uvolňování kurzové složky měnových podmínek, takže není nutné reagovat poklesem nominálních sazeb. Osobně nevyklučuje situaci, kdy by ještě k dalšímu snížení úroků došlo, například pokud by se naplňoval pesimistický alternativní scénář pomalejšího růstu v zahraničí a ECB by razantně snížila úrokové sazby. Nicméně pravděpodobnost tohoto scénáře hodnotí v současnosti jako malou.

Guvernér Tůma: Tlumočí stanovisko nepřítomného viceguvernéra Niedermayera, jež vyúsťuje v souhlas s ponecháním úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Štěpánek: Sděluje, že stejné stanovisko zastává i nepřítomný vrchní ředitel Racoča. Dále pokračuje svými vlastními poznámkami. Prognózu inflace přijímá jako základ, o který je možno se opřít. Debatu je však nutno strukturovat, rozdělit ji na nepřímé daně a všechny ostatní faktory. Pokud by dopady daní zatím ještě nebyly do prognózy implantovány, otázka pro měnové rozhodování by zřejmě nezněla, zda ještě ponechat sazby nezměněny či je už zvýšit, ale spíše zda sazby držet či uvažovat ještě o případném dalším snižování. K tomu ho vede celá řada pozorování. Náš růstový optimismus se výrazně snížil, a to pro letošní i příští rok, konstatujeme absenci vnitřních poptávkových tlaků na inflaci. Panuje určitá nejistota o konjunkturu v zahraničí, která stále není na dohled. Nelze zároveň přehlédnout nejistoty spojené s predikcí. Za výrazně méně robustní oproti minulosti lze považovat úvahy o výchozím nastavení měnových podmínek. Proces vzniku prognózy byl tentokrát mimořádně obtížný, plný disproporcí mezi krátkodobým pohledem a modelovým přístupem. Došlo zároveň k některým procesním změnám, jako například ke změně reakční funkce či k ustalování trochu jiného pohledu na inflační očekávání, poprvé bylo možno zaslechnout úvahy o různých pojetích mezery výstupu. Dalšími nejistotami jsou například fiskální konsolidace, o jejíž podobě nevíme vůbec nic, budoucí trajektorie kurzu apod. Ukazuje se, že závislost predikce na předpokladech o těchto veličinách je možná větší, než jsme si dokázali představit. Nejistoty spojené s vývojem ekonomiky se tedy střetávají s metodickými problémy prognózy samotné. Celkově proto souhlasí s prognózou a s ní spojeným doporučením, ovšem jeho komfort při rozhodování je menší než při projednání předchozích velkých situačních zpráv.

Vrchní ředitelka Erbenová: Z hlediska svého tvaru je prognóza intuitivní. Předpoklad, že odezní výrazné exogenní desinflační šoky, je logický, a není ani nový oproti lednové situační zprávě. Nelze proto nic namítat proti představě, že dojde k obratu inflace směrem zpět do cíle. Otázkou je bod obratu a tempo návratu do cíle. Při pohledu na naše rozhodování o tři až čtyři měsíce zpátky vidíme, že jsme neustále odkládali diskusi o dalším snížení úrokových sazeb poukazem na vzrůstající nejistoty. Nebýt tedy očekávané změny nepřímých daní, diskutované alternativy měnového rozhodnutí by byly jiné než vyplynulo z měnově-politického doporučení. Na druhou stranu se však v tuto chvíli těžko můžeme vyhýbat budoucí realitě daňového zvýšení, protože tím bychom implicitně vyslovovali nedůvěru vůči tomu, že ČR dostojí svým mezinárodním závazkům. Proto považuje za správné, že daňové změny byly do prognózy promítnuty. Současně se však jedná o jasný případ pro aplikaci institutu výjimky. Z hlediska rychlosti návratu inflace do cíle má jisté otazníky. Rizika vnímá spíše dolů oproti prognóze, a to jak z hlediska zahraničního růstu a vývoje cen průmyslových výrobců v Německu, tak i z hlediska prognózy vývoje domácích investic a čistého vývozu. Absolutní nejistota o vývoji veřejných financí generuje rizika oběma směry. Celkově považuje předloženou prognózu asi za nejlepší možnou a její rizika v zásadě za vyvážená. Vzhledem k tomu, že nechceme reagovat na primární dopady nepřímých daní, neměli bychom dnes sazby měnit. Navrhovat snížení sazeb by bylo obtížné v situaci, kdy prognóza míří nad cílový koridor. Jistou pochybnost vyvolává nejistota o načasování daňových změn. Jejich odkládání může znamenat, že se prodlouží období poklesu cenové hladiny a současně absence poptávkových inflačních tlaků, což může nastartovat negativní tendence v ekonomice. Z hlediska komunikace bychom tedy měli být opatrní, nejdříve se snažit veřejnost navyknout na úvahu o skokové změně prognózy z důvodu očekávaných

daňových změn, a teprve potom se pokoušet bojovat proti eventuálním inflačním očekáváním či sekundárním dopadům. Proto bychom měli ponechat sazby na stávající úrovni a zároveň komunikovat, že očekávané zvýšení inflace považujeme za dočasné a v současné době nevidíme v ekonomice tlaky, na které by měla měnová politika reagovat.

Vrchní ředitel Frait: Má určitý pocit diskontinuity, neboť současná prognóza je obtížně srovnatelná s lednovou situační zprávou. Pokud jde o vyznění prognózy, naznačuje mírně proinflační tlaky, zatímco on osobně si myslí, že potenciální tlaky míří v relaci k prognóze spíše na desinflační stranu. Mohou to být mimo jiné podmínky ve světové ekonomice, nižší než předpokládaný růst daňových sazeb či přísnější než uvažované nastavení výchozích měnových podmínek. Existují nicméně i některá proinflační rizika, jako případné nepřímé efekty změny daňových sazeb, zejména pokud by nebyly doprovázeny uskutečněním fiskální reformy na výdajové straně. Z hlediska měnového rozhodování máme poměrně velkou nejistotu, jak reagovat na podobný šok, který má poměrně jasné krátkodobé efekty a poměrně nejasné efekty dlouhodobé, a vždy existuje riziko záměny těchto efektů. Domnívá se, že bychom neměli agresivně reagovat na nejasné dlouhodobé efekty. Další nejistotou je, jak by měla měnová politika reagovat na fiskální konsolidaci. Pokud by probíhala primárně přes pokles výdajů veřejných rozpočtů, adekvátní reakcí by asi bylo uvolnění měnové politiky. Nicméně nevíme, jestli primární důraz nebude naopak kladen na daně. Celkově souhlasí se zachováním úrokových sazeb na stávající výši s tím, že by téměř inklinoval navrhnout snížení, ale prognóza to de facto neumožňuje. Doporučuje uplatnit výjimku na primární efekty daňových změn a silně komunikovat, že sekundární efekty považujeme za potenciálně velmi malé.

Guvernér Tůma: Upozorňuje, že v posledních měsících jsme neustále komunikovali nárůst nejistot, což nemůžeme dělat donekonečna. Je potřeba si uvědomit, že některé nejistoty se naopak zmenšují. Například u ropy klesá riziko velkých výkyvů a navíc se otáčí směr této nejistoty. Stejně tak je o něco menší nejistota ohledně vývoje ve světě, alespoň z hlediska geopolitického napětí. To ještě neznamená, že světová ekonomika půjde nahoru, ale rozhodně jsou pro to vytvořeny lepší podmínky. Hospodářství USA má dobré předpoklady pohnout se kupředu. Naopak růst nejistoty pozorujeme za prvé v oblasti veřejných financí, což bychom měli opět začít zmiňovat. Mění se data o deficitu za rok 2002 a reforma veřejných financí se za posledních pět měsíců nikam nepohnula. Není jasné, jakým směrem se bude ubírat. Zdá se, že debaty směřují spíše ke snaze zvyšovat příjmy veřejných rozpočtů než k úpravě struktury výdajové strany. Za druhé, prognóza naznačuje, že se možná blížíme k bodu obratu, což vyvolává obavu, abychom ho nepropásli. Nicméně se nedomnívá, že bychom nyní měli jít tak daleko, abychom komunikovali rizika vychýlená asymetricky směrem k vyšší inflaci a růstu sazeb. Prognóza je konzistentní s velmi mírným zvýšením úrokových sazeb, které je ale prakticky pod hranicí rozlišitelnosti, takže to lze interpretovat jako faktickou stabilitu sazeb. Pro asymetrii rizik nemáme pádné argumenty. Nedošlo k zásadní změně našeho pohledu na ekonomiku. Pouze jsme do prognózy nově zapracovali daňové změny, přestože zůstává nejistota ohledně jejich časování. U sekundárních efektů těchto změn nelze jednoznačně říci, jak velké v současném nízkoinflačním prostředí budou. Zkušenosti ukazují, že by mohly být relativně malé, takže není rozumné na ně apriorně reagovat. Celkově je tedy pro to sazby neměnit a komunikovat vyváženost rizik s tím, že se mění jejich struktura a váha.

Vrchní ředitel Štěpánek: Podporuje doporučení komunikovat nejistoty ohledně fiskálu. Jako novou myšlenku můžeme uvést, že v současných podmínkách nízkého růstu cen je velmi příhodné období pro implementaci daňových změn. Jejich odkládáním se zvyšuje nebezpečí, že spadnout do období po obratu ve vývoji ekonomického prostředí a inflace a měnová politika na ně již bude muset reagovat.

Viceguvernér Dědek: K předcházení sekundárních efektů daňových změn poznamenává, že existují i obecnější, poměrně rozšířené představy, že vstup do EU bude spojen s cenovým skokem, přestože se proti tomu snažíme argumentovat. V diskusi padla též otázka krátkodobosti efektů změn daní. V prognóze je vidět, že bychom se nad cílem měli pohybovat zhruba rok, což zase není tak krátké období. Rok může být poměrně dlouhý a vyvolat jisté psychologické efekty. K problému vyváženosti rizik upozorňuje, že veřejnost nemusí tuto vybilancovanost chápat ve vztahu k prognóze. Spíše to může být chápáno jako bilance faktorů inflace mířících směrem nahoru a dolů oproti současnosti. Z komunikačního hlediska je citlivá také skutečnost, že dochází k přehodnocení růstu v roce 2004 směrem dolů dominantně v důsledku daňových změn, a to i přes existenci řady kompenzujících faktorů, jako je například mírnější podoba fiskální reformy či větší příspěvek čistého vývozu k růstu. Tím implicitně říkáme, že vstup do EU bude mít za důsledek zpomalení HDP, což není signál, který bychom chtěli vyslat.

Vrchní ředitelka Erbenová: Připojuje se k názoru, že sekundární efekty daňových změn budou malé vzhledem k současné nízké inflaci a absenci poptávkových tlaků. Odkládání daňových změn na pozdější období však dále komplikuje možnost provedení fiskální konsolidace. Argumentujeme, že pokud bude konsolidace provedena v žádoucí podobě a s vhodným načasováním, nemusí mít fakticky protirůstové dopady. Ale při souběžných škrtech ve výdajích a zvyšování spotřebních daní tato argumentace není zcela robustní. Jedná se o další riziko prognózy růstu HDP směrem dolů.

Vrchní ředitel Štěpánek: Úspěšná konsolidace veřejných rozpočtů musí mít určitou strukturu a časování, a zatím se bohužel zdá, že v realitě směřujeme k nejhoršímu možnému scénáři.

Vrchní ředitel Frait: Dlouhou dobu tvrdíme, že vstup do EU nebude mít významné proinflační efekty. Nyní však přicházíme se zahrnutím harmonizačních daňových změn do prognózy, které se budou v inflaci projevovat od léta 2003 zhruba až do léta 2005. Proto apeloval, aby byl pro účely veřejné komunikace připraven názorný graf, v němž bude patrné, že se jedná o jednorázový posun cenové hladiny, který z inflace po čase vyprchá.

Vrchní ředitel Štěpánek: Připomíná, že po promítnutí všech změn se sice dostaneme mírně nad cílovaný koridor, ale pořád budeme jen někde kolem 4% inflace. Měli bychom proto nadále zdůrazňovat, že určité cenové dopady vstupu do EU zde budou, ale nebudou znamenat odklon od nízkoinflačního prostředí.

III. Hlasování

Guvernér Tůma:	Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Viceguvernér Dědek:	Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitelka Erbenová:	Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Frait:	Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Štěpánek: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

IV. Úkoly

Nebyly uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na hladině 2,50 %.

Zapsal: Tomáš Holub, poradce guvernéra