

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 29. května 2003

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér O. Dědek, viceguvernér L. Niedermayer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel P. Racoča, vrchní ředitel P. Štěpánek.

I. Diskuse navazující na prezentaci 5. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Existuje limit, kterým je omezeno použití výjimek u změn nepřímých daní? Jakou váhu má informace o změně schodku veřejných financí, když není upravená prognóza - jde o naše analyticky odvozené předpoklady nebo o data z MF? Proč je takový rozdíl v očekávaném deficitu za letošní rok, když toto s reformou nesouvisí? Jaký je důvod různého pohledu SZ na důsledky změn nepřímých daní? Znepokojivý je vývoj bilance služeb; stál by za podrobnější dodatečnou analýzu. Posun rizik je směrem dolů, nebyla ale stávající inflační prognóza inflačně nadhodnocena? Jsme zatím asi o 4 procenta pod inflačním cílem, proto údaje o desetinách procenta, které přináší nižší cena ropy nebo silný dolar nejsou tolik relevantní.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále SMS): Cílové pásmo je založeno na předpokladu příspěvku regulovaných cen k inflaci v rozsahu 1 až 1,5 %, nad něj i pod něj jde o vyjímkovatelný faktor. U změn nepřímých daní takový limit neexistuje, proto teoreticky je vyjímkovatelné všechno. Data o fiskálním vývoji a reformě: nelze si představit, že by bankovní radě byla prezentována jiná data než má aktuálně MF, můžeme k nim pouze vyslovit pochybnosti nebo kritiku. To platí i pro letošní rok – MF zkonstruovalo jiné východisko pro reformu. Vývoj obsahu změn nepřímých daní byl nyní velmi rychlý, všechny oblasti situační zprávy jej prostě nestačily zachytit, aktuální stav ukazuje rozdaný graf a tabulka. Analýza vlivů na negativní vývoj bilance cen služeb se připraví. Nejistotou je zejména oblast ostatních služeb, což např. ilustruje vysoký nárůst u tržeb za telekomunikace a finanční služby. Tyto změny mohou vyvolávat dojem nějaké formy skrytého transferu zisku.

Viceguvernér Dědek: Podle našich prvních odhadů byl inflační příspěvek přeřazení do vyšší sazby DPH 1,5 procentního bodu a důsledek neprovedení této změny u veřejného stravování je 1 bod. Odpovídá tomu prezentovaný graf? Proč se stále odkládá obrat ve vývoji cen zemědělských výrobců, vysvětlení v SZ je nedostatečné, chybí ekonomická analýza. Podle oficiálních čísel by vstup do EU znamenal počáteční deficit u úrovni 1,8 mld. €. Řada příjmových položek je vázána na kofinancování, realizuje se později. Jsou tyto údaje reflektovány v datech o fiskálním impulsu a v očekávaném schodku veřejných financí? V I. čtvrtletí byl registrován poměrně významný převis salda finančního účtu nad deficitem běžného účtu, přitom kurz k euru zůstal velmi stabilní – proč?

Odpoověď SMS: Prognóza cen zemědělských výrobců krátkodobě vychází z předpokladů o sklizni u nás i ve světě, o vývoji poptávky v Evropě, z připravovaných změn v nastavení intervenčních nástrojů zemědělské politiky apod. Pokud ovšem dojde k přestřelení nabídky oproti poptávce, projeví se to ve velmi výrazném poklesu cen, a to i ve velmi krátkém období – rizika odchylky jsou zde větší než v jiných segmentech. Ve veřejných rozpočtech a z nich konstruovaných deficitech skutečně nejsou uvažovány žádné výdaje na společné projekty, které budou předcházet pozdějšímu inkasu dotací. Je tam obsažen jenom přímý příspěvek při vstupu. (informace později

upřesněna tak, že návrh konsolidace zahrnuje dopady vstupu ČR do EU na vývoj soustavy veřejných rozpočtů). Financování deficitů běžného účtu přebytkem finančního účtu dle předběžných údajů je v řádu 20 mld Kč. Těžiště PZI bylo v reinvestovaném zisku, což neprobíhá přes trh, a proto nemá okamžitý efekt na kurz. Další podstatnou položkou je likvidace krátkodobých aktiv bank v zahraničí a současný nákup zahraničních dluhových cenných papírů, což opět nemá přímý vliv na kurz.

Vrchní ředitel Štěpánek: SZ obsahuje dvě nové podstatné informace: Zaprvé, že dezinflační rizika vidíme i ve střednědobém horizontu – jak je vymezen? Zadruhé: jeví se větší opatrnost ve vyčíslení dopadu daňových změn. Jsou tyto změny natolik robustní, aby se měla měnit prognóza? Jak by pak pokračoval vývoj inflace po roce 2004? Reforma veřejných financí: proti jakému základu se počítají úspory výdajů a zvýšené příjmy? Jaká úvaha stojí za autonomním snižování míry schodku veřejných financí po roce 2005 dle „pasivního“ scénáře?

Odpověď SMS: Fiskál, kurz, změny nepřímých daní a ceny zemědělských výrobců jsou klíčové předpoklady, které jistě mohou výrazně ovlivnit prognózu, ale malá situační zpráva nemůže komplexně odrazit robustnost těchto změn. Vliv růstu nepřímých daní je jednorázový, po uplynutí jednoho roku odezní, pokud bychom neuvažovali citelnější nepřímé dopady. Ty však očekáváme malé, proto v polovině roku 2005 by se inflace vrátila do pásma. Celá fiskální konsolidace je postavena na optimistickém výhledu HDP, asi proto existuje samovolný pokles schodku v roce 2006, o podrobnějších důvodech nejsou tč. k dispozici informace.

Vrchní ředitel Racoča: Jak je možné, že prognózy vývoje cen zemědělských výrobců stále výrazně podstřelujeme, zatím co vývoj cen potravin je predikován poměrně dobře? Je jejich vzájemná vazba opravdu těsná, není udržování nízkých cen nějakou spekulací spojenou s očekáváním vlivu vstupu do EU? Budou spotřebitelské úvěry přispívat k růstu spotřeby domácností? Máme zde též k dispozici údaje z nebankovní sféry, z obchodních řetězců, leasingových firem a pod? Tabulka o cenách nemovitostí je zastaralá (1999), nestojí za to získat z jiných zdrojů novější data? Jestliže klesá objem úvěrů poskytovaných nefinančnímu sektoru, musí růst podíl financování z vlastních zdrojů nebo jsou tu i jiné možnosti – např. meziodniková zadluženost? Odpovídají data v SZ přesně poslední revizi obchodní bilance?

Odpověď SMS: Dlouhodobě vývoj cen zemědělských výrobců a spotřebitelských cen potravin koreluje. Během roku však existují rozdíly vyvolané rozdílnou strukturou spotřebitelského koše, rozdílnou sezónností apod. Vliv úvěrů domácnostem na spotřebu není označen za dominantní proto, že ČR je v tomto ohledu někde na třetině cesty k průměrnému zadlužení domácností v EU, ale v jednotlivých zemích jsou velké rozdíly. O nebankovních spotřebitelských úvěrech jsou k dispozici informace na základě přímých kontaktů s firmami typu Home Credit apod, v číslech SZ jsou však zahrnuty jenom banky. Ceny nemovitostí jsou novým produktem ČSÚ, publikovaným ročně z údajů o daňových přiznáních – tato procedura trvá dlouho. Zjištění od realitních kanceláří by pro statistiku bylo údajně dosti nákladné. Pokles úvěrů nefinanční sféře skutečně znamená větší podíl financování z vlastních zdrojů, ale hlavní příčinou poklesu je nižší výkon ekonomiky při nízké inflaci. V zájmu konzistentnosti údajů o obchodní bilanci bylo s ČSÚ dohodnuto, že se nebudou dělat její revize za jednotlivé měsíce, ale vždy až spolu se zveřejněním čtvrtletních údajů. Tím by zmizela možnost vzniku dočasných menších rozdílů mezi námi a statistikou.

Vrchní ředitel Frait: Nenaplnuje se alternativní scénář pracující s hypotézou vyššího nadhodnocení kurzu koruny v minulosti; zato se více naplňuje scénář uvažující oproti základnímu slabší růst světové ekonomiky a další zhodnocování eura proti dolaru. Tyto informace by měnily trajektorii úrokových sazeb – jak?

Odpoověď SMS: Zpracovala se analýza (scénář) s výrazným dalším podhodnocením dolaru v roce 2004. Tato simulace pomocí globálního modelu NiGEM by vyvolala pokles úrokových sazeb v rozmezí 0,2 – 0,6 procentního bodu v průběhu roku, pokles HDP a inflace v eurozóně. Levný dolar ovšem na druhé straně přináší pozitivní nabídkový šok pro vyspělé země. Asi i proto CF další zhoršení evropské ekonomiky nesignalizuje. Komplexně bude možné posoudit až v nové prognóze.

Vrchní ředitelka Erbenová: Situační zpráva obsahuje protichůdné údaje a tím i hodnocení růstu mezd v příštím roce. Na jedné straně se píše o výrazném urychlení jejich růstu v nepodnikatelském sektoru, na jiném místě však o pozitivním vlivu připravované reformy veřejných financí ve stejné oblasti a o účinné snaze zaměstnavatelů snižovat mzdové náklady. Na to přirozeně musí navazovat úvaha o vývoji spotřeby domácností.

Odpoověď SMS: Růst průměrných mezd v podnikatelské sféře byl konstruován na základě scénáře o růstu HDP v příštím roce (+ 2,6 %) a vyšší inflace, která ovlivní mzdová vyjednávání – tyto předpoklady se postupně korigují. Ještě méně aktuální je původní předpoklad prognózy o vysokém nárůstu mezd ve veřejném sektoru, ale po dobu platnosti inflační prognózy jej musíme zmiňovat.

Vrchní ředitel Štěpánek: Jaké jsou hlavní argumenty zastánců dalšího snížení úrokových sazeb?

Odpoověď SMS: Těmi faktory bylo celkové vyhodnocení rizik predikce směrem dolů (když opačná prakticky neexistují), výnosová křivka, která naznačuje očekávání trhu na mírné snížení a pravděpodobnost snížení úrokových sazeb Evropskou centrální bankou.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Závěrečný dokument mise MMF pozitivně hodnotil směr připravované reformy veřejných financí. Pokud jde o měnovou politiku, MMF považuje nyní za užitečné zachovat „wait and see approach“. K situační zprávě: je zde silné doporučení ponechat sazby beze změny ze strany měnové sekce i poradců. Dnešní debata na rozdíl od minulé zřejmě už nebude o zvyšování, spíše o tom, zda sazby ponechat nebo snížit; prostě o tom, jak silný dezinflační tlak pocítujeme. Je opět založen na exogenních faktorech, u vnitřních velké změny nejsou. Poněkud nad rámec užší debaty o situační zprávě lze nadhodit několik témat:

Podle stavu připravené reformy veřejných financí nelze očekávat žádný velký fiskální stimul, buď bude výsledek neutrální nebo jen mírně restriktivní. Pokud zahraniční inflace bude velmi nízká a output gap v záporných hodnotách, pak je otázkou, nakolik má ČNB tlačit na rychlou konsolidaci fiskálu s ohledem na přijetí eura. Negativní fiskální stimul za dnešního output gapu a nepříznivého vývoje vnějšího prostředí by byl kontraproduktivní. Další otázkou je vztah k rozhodování ECB. Dosud mluvíme o autonomní měnové politice a jiném hospodářském cyklu, ovšem tlaky na ECB a na nás jsou v podstatě stejné. Je pak problém, nakolik rozlišovat symetrické a asymetrické šoky: např. významné oslabení dolaru je symetrickým šokem. Jestliže

zažíváme symetrický šok, pak automaticky bychom měli reagovat stejně jako ECB. To nevyklučuje, že můžeme reagovat dříve.

K cenám zemědělských výrobců: vždycky se najdou důvody, proč očekávat jejich obrat směrem k růstu. Když se podíváme na celé období 1998-2003, pak téměř soustavně podstřelujeme a velmi obtížně se pak vysvětluje, že měnová politika není systematicky příliš přísná - tím spíše, že po celé období máme output gap záporný. Pro kratší období vždy nějaké racionální argumenty najdeme, ale dlouhodobý vývoj se vysvětluje hůř.

Vrchní ředitel Racoča: V závislosti na vývoji cen zemědělských výrobců by ceny potravin měly růst méně než si myslíme nyní. Argument, že takový pokles cen zemědělci už nemohou vydržet, může být oslaben tím, že zemědělci mohou určitým způsobem spekulovat se vstupem do EU v naději, že ztrátové ceny budou nějakým způsobem kompenzovány příštími dotacemi. Nejen z EU, ale i ČR – právě nyní se píše o dalším mnohamiliardovém požadavku na akutní krytí důsledků nepříznivého počasí. */doplnění guvernér Tůma: podobně vyznívá požadavek na finanční podporu zemědělců pro nákup půdy bud' zřízením samostatné banky nebo nízkým úročením/*. Čísla o obchodní bilanci dle našich podkladů se špatně komunikují, vykazujeme-li odchylky od původních i revidovaných dat ČSÚ (vykazovali jsme deficit cca o 3 mld. Kč vyšší).

Viceguvernér Niedermayer: Není jednoznačné, že za posuny proti minulému pohledu stojí jen exogenní faktory. V dnešních podmínkách rostoucí mezery výstupu není až tak významné, jestli se o několik procent posune cena ropy nebo kurz dolaru, ale je třeba se na ekonomiku a ceny dívat komplexně, jestli obecně stimuluje nebo brzdí růst cen. Hlavní riziko je na straně výstupové mezery. Jestli tlačit na radikálnější reformu fiskálu: možná je dobré se držet standardů Evropské komise, které používá při posuzování plnění Paktu stability a růstu. U zemí, které jsou na hranici hospodářského poklesu, se tam jako minimální standard označuje 0,5 % strukturální deficit ročně. Pro nás, kteří jsme na tom přece jen o něco lépe, by tento standard měl být nejméně takový. Měli bychom vůbec na odborných fórech komunikovat reformu v termínech cyklického a strukturálního deficitu. Při pohledu na reformy v jiných zemích (Slovensko) se naskytá otázka, zda je vůbec smysluplné reformovat systém, který byl chybně založen.

V posledních letech jsme vesměs komunikovali vazby na ECB v situaci, kdy jsme chtěli snížit sazby. Kdybychom nyní poukazovali na charakter symetrických šoků, bylo by to málo věrohodné, vyhlíželo by jako útěk od dosavadní strategie. Měnová sekce dokumentovala, že naše inflační prognózy s výjimkou několika prvních kvartálů po zavedení cílování byly perfektně symetrické. To je vcelku překvapení, pocit o soustavném podstřelování je silnější. Nyní komunikujeme jednotlivé důvody, které stlačují inflaci pod cílované pásmo, ale např. chybí pohled na to, jaký vliv má na meziroční inflaci nyní již znehodnocený kurz.

Vrchní ředitel Štěpánek: Pohled na fiskální reformu: Ani radikální reforma na Slovensku nesahá na ty nejcitlivější oblasti. My bychom si měli přát, aby prošlo aspoň to co se připravilo; všechna opatření jdou správným směrem. Je sporné – na rozdíl od názorů SMS – mluvit příliš o rizicích fiskální reformy; té lze totiž v kontextu vstupu do EU věřit. Dlouhodobé podstřelování inflačních cílů je problém. Náš prognostický aparát umí velmi dobře pracovat s detailem, ale těžko umožňuje konzistentní a kontinuální pohled na fundamentální vývoj. Dále – hovoříme o tom, že pro měnovou politiku nejsou primární šoky směrodatné, ale až sekundární. Dokážeme je ale dobře rozlišovat? Je pravda, že vývoj inflace je obrovsky ovlivněn exogenními faktory. To ovšem vede ke zdůvodňování, že vzhledem k vysoké míře nejistot u těchto faktorů, je lépe vyčkat

s měnovým rozhodnutím. Stejný postoj se objevil i ve stanovisku měnové sekce. Potvrzuje se stále víc, že nebýt daňových úprav, zvažovali jsme i minule spíše snižování sazeb než jejich zvýšení. Tím spíš dnes nabývá na významu dříve vyslovené pravidlo, že úrokové sazby bychom měli být schopni držet co možná nejnižše. Otevřel se prostor pro jejich snížení, byť třeba i na poměrně krátkou dobu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Diskuse o případném snížení sazeb je legitimní. Dezinflační rizika dominují, nejde jen o exogenní faktory; vůči naší prognóze jde stejným směrem též nerealizovaná změna sazeb u restauračního stravování, je jiná predikce mzdového vývoje a pohyb cen zemědělských výrobců. Nejistota o konečné podobě fiskální reformy není takového rázu, aby byla argumentem pro odložení měnového rozhodnutí. Spíše je třeba využívat všechny cesty k získání informací o připravovaných konkrétních krocích reformy (zástupce ČNB v komisi) než si stěžovat na nepřípravenost pracovníků MF podrobné informace poskytovat. V SZ se píše, že reforma bude znamenat dramatický pokles spotřeby domácností a tím HDP (redukcí příjmů), přitom odhadnutý rozsah fiskálního impulsu nejsme schopni obhájit. Pokud jde o sekundární dopady daňových změn, je možné předpokládat jejich nadhodnocení, ke kterému zřejmě došlo i v minulosti (1998-9) a stalo se tehdy jednou z příčin podstřelení cílů. Shrnuto: naše prognóza je tč. nadhodnocená, je zde důvod zvažovat snížení sazeb. Navrhuje hlasovat o snížení sazeb o 0,25 p.b.

Viceguvernér Dědek: Sdělení malých situačních zpráv spočívá v tom, že pro inflační prognózu byly za souhlasu bankovní rady přijaty určité předpoklady – referenční scénáře, jenže svět šel jiným směrem. To může z 80-90 % vysvětlit neplnění prognóz. Síla externích faktorů je mimořádná, což vyvolává otázky spojené s faktickou autonomií měnové politiky. Není však vyloučeno, že náš autonomní pohled na některé parametry referenčních scénářů může být v jednotlivostech kvalitnější než mechanické převzetí CF. Za významnější lze však považovat přetrvávající skepsi ke spojení dvou různých modelových přístupů do jedné integrované prognózy. Skepsi lze vyslovit i k používání vah a dalších subjektivních parametrů v modelech a především k „filozofickému“ základu nepodmíněné prognózy, kdy v rozporu s historickou zkušeností přeceňujeme naši schopnost tvarovat inflaci.

Minule jsme vyslali signál, že nechceme zvyšovat sazby, protože důvodem růstu inflace nad koridor jsou primární důsledky úpravy nepřímých daní, pro které platí režim výjimek. Naproti tomu se zde prezentoval alternativní scénář s vysokými sekundárními dopady, které by tlačily na zvýšení sazeb. Měli bychom ve svých signálech zachovávat kontinuitu. Po schválení přesunu DPH do vyšší sazby se v médiích vytvořila dramatická atmosféra, jako by jeho vliv na ceny byl šokový. Taková atmosféra sekundární dopady jistě posílí. Rozdaný graf ukazuje na rozdíl mezi předpokládaným vývojem CPI a jeho vývojem po očištění od daňových změn. Rozhodovat na základě očištěného grafu není uplatněním výjimky, ale nesystémový přeskok od celkové do čisté inflace.

Nelze popírat, že tato situační zpráva přináší informace o výraznějším působení protiinflačních faktorů. Hlavní je pokusit se kvantitativně ocenit jejich sílu, nestačí mít jen dlouhý seznam titulů. Z dat v SZ plyne, že tyto dopady nejsou takového rázu (například dopad podstřelování referenčního scénáře u cen ropy je ohodnocen 0,1 p.b.), aby posunovaly prognózu inflace do zcela jiných poloh. Zatím to vyhlíží, že nebylo kvantitativně nahromaděno kritické množství, aby bylo možné tvrdit, že jsme se od platné prognózy podstatně vzdálili. Výrazným rizikem směrem

dolů je pravděpodobnost, že sazby DPH u veřejného stravování zůstanou zatím snižené. V této fázi ale tento předpoklad závisí na výsledku diskuse v EU a těžko ho můžeme předjímat.

Pokud jde o vztah k rozhodování ECB: jestliže se na tom shodneme, mělo by jít o transparentní posun, o sdělení, že vazba na eurozónu se stala více významnou a podmiňuje rozhodování ČNB. Dokud to oficiálně nesdělíme, je užitečnější držet se ekonomické vazby přes úrokový diferenciál, snažit se nepřipustit větší posilování koruny proti euru. Samotné rozhodnutí ECB nemá být imperativem pro provedení stejného kroku ČNB.

Guvernér Tůma: Nejde o kopírování kroků ECB, ale o fakt, že například oslabování dolaru působí na eurozónu i ČR shodně, a proto také může stejný krok vyvolat.

Vrchní ředitel Frait: Již minule konstatoval, že prognóza je v některých aspektech příliš agresivní, příliš nadhodnocuje budoucí inflaci. V prezentaci bylo uvedeno, že máme mnohá krátkodobá rizika, ale klíčový je střednědobý pohled. Technicky ta krátkodobá hodnotíme v malých situačních zprávách, kdežto střednědobá vyhodnocuje modelová inflační prognóza. Většinu času dnes věnujeme hodnocení krátkodobých rizik, která dokážeme měřit, ale na váhu střednědobých nemáme odpovědi. Spíše se dočkáváme doporučení vyčkat dva měsíce na příští prognózu. Nejde o to, měnit průběžně prognózu, ale o možnost ocenit, nač nová data ve střednědobém rámci ukazují. Analýzy světové ekonomiky omezujeme příliš na Německo, chybí globálnější pohled. Například ekonomický boom na přelomu století vedl k nadhodnocování aktiv a budování nadměrných kapacit, které nejsou nyní využitelné, a proto se jednotlivé státy snaží snižováním úrokových sazeb, popř. oslabováním měny situaci změnit. V situaci, kdy jsou ve světě úrokové sazby velmi nízké a neexistují velké a nadějně investiční příležitosti, je i pro nás relevantní diskuse o možnosti a dopadech případného většího snížení sazeb. Dezinflační rizika jsou i střednědobě poměrně značná. Klíčový by měl být pohled na inflaci po roce 2005, kdy zmizí roční efekty daňových změn. Pak se stane rozhodujícím vliv fiskální reformy na poptávku, globální situace na trhu práce apod. Z těchto důvodů je snížení sazeb až o půl procentního bodu myslitelné.

Guvernér Tůma: Diskutovat o možnosti snížit sazby je jistě legitimní. Dnes ale vystupuje do popředí faktor konzistentního rozhodování bankovní rady, který veřejnost silně vnímá. Případné snížení sazeb by bylo málo konzistentní ve vztahu k signálu, který jsme vyslali před měsícem. Možná jsme minule udělali chybu, když tu byly pochybnosti, zda je prognóza dostatečně robustní, ale razantní obrat během krátké doby by byl násilný, nevěrohodný a těžko komunikovatelný. Zatím máme víc pochybností a pocitů než důkazů k tomu, aby šlo spolehlivě rozhodnout o snížení sazeb. Samotné zveřejnění nových dezinflačních rizik bude dostatečným signálem, že se zde něco nového odehrává, aniž by muselo být doprovázeno snížením úrokových sazeb. Pro ně by však bylo tímto způsobem připraveno krediblnější východisko.

Viceguvernér Niedermayer: Přijatá prognóza je prognózou bankovní rady a s ní konzistentní je postupné zvyšování úrokových sazeb. Minulé rozhodnutí o jejich ponechání bylo správné. Data dnes ukazují, že s prognózou cosi není v pořádku, ale rozhodnout se snížit sazby při zachování platnosti stávající prognózy by bylo otřesem pro kredibilitu rozhodování bankovní rady. Nejsme v situaci roku 1998, kdy inflace prudce klesala a my jsme měli sazby řádově o pět procent vyšší než bylo třeba. Tehdy byl rychlý obrat nutný a přirozený. Pro dnešní rozhodování máme slabý komfort – víceméně jenom silný pocit, že prognóza byla nadhodnocená. Snížení sazeb by pak

bylo nejen komunikačním, ale i faktickým problémem. Přitom platí, že je chybou stále odkládat rozhodnutí. Východiskem z této situace by bylo urychlení prací na nové prognóze a její předložení bankovní radě už v červnu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Připomínka, že sice bylo označeno s prognózou za konzistentní mírné zvýšení sazeb, ale až ve čtvrtém čtvrtletí.

Vrchní ředitel Racoča: Z domácích rizik je závažný dosavadní vývoj cen zemědělských výrobců. Jeho důsledek se jeví jistější než dopad některých exogenních faktorů, které se mohou v krátké době změnit – viz cena ropy. Kurz eura je dost stabilní, riziko apreciacie není aktuální. Objevily se zprávy o zamýšlených nákupech eura za koruny ve větším rozsahu (nákup Eurotelu, výplata dividend Transgasu) Málo zmapované a asi závažné riziko pro domácí poptávku představují spotřebitelské úvěry. Loňský růst o 40 % přesahuje zkušenost kohokolí z nás a můžeme se jen dohadovat, jaký dopad bude mít. Klesají termínované vklady, redukce státní podpory ovlivní zájem o stavební spoření. To vše se může silně projevit ve spotřebě domácností a na trhu nemovitostí, kde se zřejmě vytváří dočasná bublina. Směru reformy veřejných financí bychom měli vyjádřit podporu. Jsou zde vyslovovány pochyby o prognóze, která v horizontu nejučinnější transmise míří nad pásmo. Po mechanickém promítnutí aktuálních dat by však stále zřejmě zůstala v horní polovině pásma., takže by snížení nezdůvodnila. Požadavek, aby sekce měnová a statistiky se více soustředila na souhrnnější pohled na vývoj ekonomiky v mezinárodních souvislostech. Podpora návrhu měnové sekce, tj. sazby dnes neměnit.

Vrchní ředitel Štěpánek: Problém návrhu na snížení sazeb spočívá v tom, že on skutečně odpovídá vyznění situační zprávy. Prognózu jsme minule podpořili, a proto vznikne problém kredibility při prezentaci změněného postoje bankovní rady. Není ale jasné, co je pro kredibilitu horší, zda postupovat v duchu toho co je dnes předloženo, nebo nadále věřit prognóze, o které začínáme mít pochybnosti. Podporuje návrh zadat zpracování nové prognózy a informovat o tomto rozhodnutí novináře na tiskové konferenci. Argumentů pro nutnost zpracovat novou prognózu je dost – jiné daně, reforma fiskálu, dolar atd.

Guvernér Tůma: Při úvaze o eventuálním zadání nové prognózy musíme vycházet z toho, zda diskomfort pro dnešní rozhodnutí cítíme skutečně jako velký. Osobně to tak necítí. Je zde zaběhnutý systém malých a velkých situačních zpráv, jehož narušení posunem o jeden měsíc by mohlo vyvolat spekulace o zásadním přehodnocení pohledu centrální banky na ekonomiku. Musíme prostě počítat s tím, že mezi velkými SZ se vývoj může ubírat jiným směrem, související hodnocení rizik by pro rozhodování mělo být dostatečné. Měnová sekce upozorňuje na praxi ECB, která prognózy dělá jednou za půl roku.

Viceguvernér Dědek: Rovněž doporučuje držet se zaběhnutého algoritmu velkých a malých SZ. Ve střednědobém horizontu mohou být kurz dolaru a cena ropy úplně někde jinde, proto krátkodobý charakter takového exogenního rizika by neměl být klíčovým argumentem pro změnu sazeb, a ani nová prognóza nebude zřejmě vycházet z krátkodobé epizody. V obsahu reformy fiskálu není vidět velký rozdíl mezi předpoklady naší prognózy a jeho aktuální podobou. Čili nová inflační prognóza by se pravděpodobně nelišila zásadně od té existující. Ještě připomíná, že v minulých minutes nebyl žádný náznak zpochybnění prognózy.

Vrchní ředitel Frait: Určitý diskomfort pro rozhodování zde existuje, a to v nedostatečně vyjádřeném pohledu na dopady ve středně a dlouhodobém horizontu. Pro kredibilitu může být rizikem, pokud by po minulém jednomyslném rozhodnutí všichni členové bankovní rady také dnes zastávali jednomyslně stejný názor a při příštím jednání by převážil názor opačný.

Viceguvernér Niedermayer: O měnové politice nemůže rozhodovat, zda DPH u veřejného stravování zůstane na 5 % nebo se zvýší. Důležité je, zda prognóza má důvěru většiny členů bankovní rady a je zřejmé, že dnes tomu tak není. V takové situaci říci, že nová prognóza bude mimořádně k dispozici o měsíc dříve by bylo seriózní a legitimní. Dlouhodobě se snažíme odkazovat veřejnost na naši prognózu, kde se má zrcadlit souhrnný pohled ČNB na ekonomiku - můžeme si být jisti, že tomu dnes tak je?

Guvernér Tůma: Nástrojů komunikace s veřejností je víc než jen prognóza, zejména v minutes říkáme, co si aktuálně myslíme o ekonomice a o vývoji rizik naplnění prognózy. Jsou nejdůležitější komunikační kanál a nejde ho nahradit údajem o rozložení hlasování. Řádově největší odchylky jsou v oblasti nepřímých daní, u ostatních faktorů je možné očekávat, že nová prognóza by zásadní změny nepřinesla. Diskutujeme možnost snížení sazeb v řádu 0,25, maximálně 0,50 p.b., což není důkaz zásadního přehodnocení situace a prognózy. Diskuse je jen důsledkem, že situační zpráva přináší nová data o dezinflačních rizicích.

Viceguvernér Niedermayer: Větší problém je agregátní poptávka než nepřímé daně. Ona vůbec nevytváří prostor pro růst cen. Prognóza by měla být nejlepším odhadem vývoje – kolik členů BR tomu dnes věří? Pokud bychom přijali rozhodnutí, které evidentně odporuje prognóze, pak bude problém komunikovat v minutes, že prognóza neodpovídá názoru většiny členů bankovní rady – proč ji tedy držíme?

Vrchní ředitel Racoča: Těžko říci něco exaktnějšího, než vyjádřit pocit určitého diskomfortu pro rozhodování. Pokud bychom se rozhodli zadat novou prognózu, vzbudíme určitá očekávání, ale můžeme dostat takovou, která bude víceméně stejná. To by ovšem kredibilitě uškodilo.

Guvernér Tůma: Dává hlasovat o tom, zda bankovní rada uloží předčasné zpracování nové prognózy inflace. Výsledek: tři členové bankovní rady hlasují pro tento návrh, takže jeho podpora není dostatečná.

Viceguvernér Niedermayer: Po výsledku hlasování je jasné, že problém diskomfortu a nedůvěry v prognózu vyvstane opět příští měsíc. Nelze se zbavit pocitu, že nejen dnes, ale i příště můžeme udělat špatné rozhodnutí.

Viceguvernér Dědek: Není velký problém komunikovat řadu dezinflačních rizik. Přece pro každé rozhodnutí nemusíme mít zcela novou prognózu.

Guvernér Tůma: Je naprosto korektní napsat v minutes a dokonce říci na odpolední tiskové konferenci, že jsme diskutovali věrohodnost prognózy, že někteří členové bankovní rady v této souvislosti vyjádřili významné pochybnosti a navrhli předčasné zpracování nové prognózy inflace tak, aby ji bankovní rada mohla projednat na svém měnovém zasedání již v červnu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Při projednávání prognózy bylo před měsícem vysloveno mnoho dohadů a pochybností: na čem je založen obrat vývoje investic, čistého exportu, zda není nadhodnocena poptávka v r. 2004, na čem spočívá představa silného fiskálního impulsu – čili pochybnosti i o domácích faktorech, velké diference se objevovaly u prognózy HDP. Tyto pochybnosti přetrvávají a dnes je umocňují nová data.

Guvernér Tůma: Není problém v nejbližší době zorganizovat poradů s experty, kde by se jednak vyslovily určité požadavky na konzistentnost nové prognózy a jednak by zde bylo možné získat podklady pro lepší komfort červnového rozhodování.

Dává hlasovat o návrzích na ponechání a na snížení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

III. Závěrečné hlasování

Guvernér Tůma: hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Viceguvernér Dědek: hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Viceguvernér Niedermayer: hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitelka Erbenová: hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

Vrchní ředitel Frait: hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

Vrchní ředitel Racoča: hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

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

IV. Úkoly

- Ve spolupráci se sekci bankovní regulace zpracovat jako přílohu k příští situační zprávě studii o vývoji zadluženosti domácností, její perspektivě, vztahu k budoucí spotřebě a bankovním rizikům.
- Zpracovat rešerši rizika možného deflačního vývoje a jeho vlivu na měnověpolitické rozhodování.
- Připravit v rámci tzv. issues meeting poradů s experty k východiskům a konzistenci příští prognózy inflace na základě připomínek a podnětů z dnešního jednání bankovní rady.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většnou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace beze změny. Pro toto rozhodnutí hlasovalo 5 členů bankovní rady, dva členové hlasovali pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsal: Petr Krejčí, poradce guvernéra