

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 25. června 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 6. situační zprávy

Viceguvernér Dědek: Jak by se vyvíjela korigovaná inflace bez vlivu změn cen pohonných hmot a cen zájezdů a jak by byl interpretován tento zřejmě výrazný dezinflační vývoj? Jaké byly hlavní příčiny podstatně lepšího výsledku veřejných financí za loňský i letošní rok – působily tu nějaké metodické vlivy, které by pak vylučovaly vliv nižšího deficitu na reálnou ekonomiku? Je podložen odhad SMS o nižším deficitu v r. 2003 (oproti číslům MF) nějakou ekonomickou kalkulací? Není omylem napsat, že kurz koruny k dolaru odpovídá referenčnímu scénáři, když ten zůstává po dobu platnosti prognózy neměnný a byl podstatně silnější než dnes?

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Vliv změn u zájezdů je marginální, dominantní je dovážena nízká inflace, daná jak vývojem světových cen, tak kurzem dolaru. Tyto důsledky se budou pomalu vyčerpávat, těžké odhadnout, kdy z meziročních indexů zmizí. Značná část loňského posunu (z očekávaných sedmi pod cca 5 %) deficitu veřejných financí měla ekonomické příčiny – vyšší příjmy a proti tomu nižší výdaje především mimorozpočtových fondů. Teprve zbytek připadá na metodickou změnu. I letos stojí za naši úvahou (místo 6,2 cca 4,8 % /HDP) ekonomické důvody. Ve vládních materiálech dochází trvale k nadhodnocování výdajů a podhodnocování příjmů, čili k nadhodnocování očekávaných schodků, a to o 1 až o 2,5 procentního bodu.

U posuzování kurzu koruna/dolar jde o dva přístupy: První hodnotí skutečný vývoj kurzu vůči referenčnímu scénáři prognózy inflace. Druhý promítá nové predikce kurzu dolaru k euru z CF. Oba přístupy slouží k posouzení dynamiky aktuálního a očekávaného vývoje kurzu pro inflační rizika naplňování prognózy. Bude nutno diskutovat a dovysvětlit individuálně.

Vrchní ředitel Štěpánek: Jak vážné je proinflační riziko rychlejšího růstu HDP, průmyslové výroby a spotřeby domácností v prvním čtvrtletí? Jakou relevanci to má pro situaci za 4-6 čtvrtletí?

Odpověď SMS: Názory na vnímání proinflačních rizik plynoucích z větší ekonomické aktivity nejsou v SMS jednotné. Růst sice není vysoký, ale v podmínkách velmi slabé zahraniční poptávky je výsledek pozitivním překvapením. Strukturálně je růst soustředěn v položkách, které jsou relevantní pro inflaci. Jedná se o proinflační riziko oproti platné dubnové predikci, nikoli o riziko plynoucí z neudržitelného růstu. Na druhé straně je však pravda, že jde o údaje za jedno čtvrtletí a nikoli o spolehlivou tendenci na 1-2 roky. Klesají investice, čili je možné i budoucí zpomalování růstu, také dynamika hypoték klesá.

Viceguvernér Niedermayer: Obsahují data o spotřebitelských úvěrech také leasing?

Odpověď SMS: *Leasingové společnosti, které stojí mimo bankovní sektor, v datech zahrnuty nejsou.*

Vrchní ředitel Racoča: V SZ se píše o vlivu rostoucích sociálních dávek. Jak mohou růst, když nezaměstnanost klesla? Jak a proč se měnila metodika sestavování grafu inflačních rizik?

Odpověď SMS: *Sezónně očištěná nezaměstnanost však roste, a proto i tyto sociální dávky. Metodické změny grafu rizik inflační prognózy jsou reakcí na diskuse při jednáních BR a jsou shrnuty v materiálu, který členové bankovní rady již obdrželi. Obsahově se charakter rizik příliš neliší od minulého. Pokud by se naplňovala ve směru některého alternativního scénáře, bude to vždy v malých SZ uvedeno. Teď jde konkrétně o přiblížení se ke scénáři pomalejšího zahraničního vývoje a silnějšího kurzu eura.*

Guvernér Tůma: Jak je konzistentní značné zlepšení schodku veřejných rozpočtů s údajem o vyšší spotřebě vlády? Deficity běžného účtu několik let rostou. Existuje v této souvislosti možnost realizace alternativního scénáře, který by počítal s tím, že růst těchto deficitů nad krizovou hranici znejistí zahraniční investory, což povede ve svých důsledcích k depreciaci kurzu? Představuje značný růst průměrné nominální a hlavně reálné mzdy vážnější riziko, když předstihuje reálný růst HDP?

Odpověď SMS: *Z vykázaného cca pětiprocentního růstu vládní spotřeby připadají asi dva body na vliv metodické změny jejího vykazování, údaje jsou zatím jen za čtvrtletí, takže nelze z nich odvodit závěry platné pro celý rok.*

Vývoj běžného účtu: důležitý je strukturální pohled, který sofistikovanější subjekty také aplikují. Je možné, že se běžný účet bude dál zhoršovat, ale bude to dáno vývojem bilance výnosů, případně bilance služeb. Obchodní bilance se zřejmě letos bude vyvíjet lépe než jsme čekali, což by investoři vnímali pozitivně. Na druhé straně je tu pochybnost vycházející z empirického odhadu tzv. „J-křivky“, který říká, že po apreciaci kurzu se prosazuje v průběhu několika kvartálů pozitivní efekt, který se s odstupem může obrátit a prohlubovat vnější nerovnováhu. Identifikace rozsahu a okamžiku změny je ztížena tím, že zhodnocování koruny trvalo několik čtvrtletí po sobě. Dojde-li ve světové ekonomice k nějakému oživení,lepší se i naše bilance služeb (zejm. turistika). Zatím se však saldo u finančních, ostatních a telekomunikačních služeb výrazně zhoršuje a predikce je nejistá. U bilance výnosů bude důležité, jak se zisky budou členit na reinvestované a transferované. Ve srovnání s předchozími roky se je učítý posun s ohledem na strukturu investic do produkčních a ostatních odvětví. I když lze předpokládat nárůst transferovaných zisků, neměl by být tak výrazný, aby vyvolal dramatické oslabení měny.

Pokud jde o mzdy: podniky zpomalují jejich nominální nárůst, v klíčových odvětvích se zdařilo dosáhnout poklesu jednotkových mzdových nákladů a tím udržet dobré předpoklady pro export. Problém je v nepodnikatelské sféře, tam může jít i o menší spolehlivost prvních letošních údajů. Tamější mzdy jsou vypláceny z veřejných prostředků a nákladový vliv na inflaci nemají. Celkově lze tedy současný vývoj mezd a spotřeby domácností hodnotit jako málo rizikový pro inflaci.

Viceguvernér Niedermayer: Jaký je v současnosti pohled SMS na úroveň kurzu? Finanční trhy už neočekávají rychlejší postup k euru; jsou z tohoto hlediska rizika vývoje kurzu více vyvážená než dříve? Nesouhlas s názorem SMS na míru rizika plynoucího ze zhoršování běžného účtu: pokud je dáno především reinvestovanými zisky, tak jde jen o odklad problému do budoucna –

jednou je investoři budou chtít realizovat a odčerpat. Donekonečna zde investovat nebudou. Přímé investice jsou z hlediska platební bilance nejdražším kapitálem, který si půjčujeme; reinvestované zisky tak dlouhodobé riziko nevyrovnanosti platební bilance dále prohlubují.

Odpověď SMS: Metody odvozující očekávání dalšího vývoje kurzu finančními trhy (výnosová parita), doplněné o přístup „order flow“ potvrzují očekávání stability kurzu v příštích několika měsících. Z odvětvové analýzy a rozdílnosti životního cyklu přímých zahraničních investic lze odvodit závěr o pravděpodobném zvyšování podílu transferovaných zisků. Z toho vyplývající střednědobé riziko nevyrovnanosti platební bilance lze obtížně kvantifikovat, nicméně pravděpodobnost náhlého a výrazného úniku zisků do zahraničí se nejeví velmi vysoká.

Vrchní ředitel Frait: 4. situační zpráva předpokládala, že v roce 2004 dojde vlivem růstu inflace a inflačních očekávání ke snížení reálných úrokových sazeb, podpoří se tak poptávka, mezera HDP se bude uzavírat a objeví se poptávkové inflační tlaky. Je oprávněné se domnívat, že zčásti k takovému vývoji dochází už nyní? Jestliže se při dnešní poměrně slušné poptávce inflační tlaky neobjevují, neznamená to, že opět standardně nadhodnocujeme vliv poptávky na budoucí inflaci?

Odpověď SMS: 4. SZ vycházela z poměrně uvolněných měnových podmínek počátkem tohoto roku (kurzová složka), které měly vytvářet prostor pro uzavírání mezery. V r. 2004 se ten prostor měl ještě rozšířit, a to především pozitivním působením fiskálního impulsu. Ten bude zřejmě revidován směrem dolů. Není dost informací, že by k rychlejšímu uzavírání produkční mezery docházelo již nyní, naopak některé indikátory svědčí o opaku – poslední odhad tempa potenciálního růstu byl totiž 2,7 %, čili stále víc než skutečnost a inflace za první pololetí byla níže než predikce, což rovněž posunuje odhad vývoje mezery oproti predikci směrem dolů.

Vrchní ředitelka Erbenová: V SZ se růst poptávky interpretuje jako výsledek působení jednorázových faktorů (růst sociálních transferů, výplata pojistného za povodně). Je tedy možné tvrdit, že stejně robustní stimul bude působit v celém roce?

Odpověď SMS: Reálné příjmy rychle vzrostly také díky záporné inflaci; až ceny porostou, pak i tento jednorázový efekt zmizí. Na druhé straně, jestliže došlo k mimořádnému zvýšení (o 15 %) platů v nepodnikatelské sféře, pak tento faktor nepřestane během roku působit.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Stanovisko měnové sekce a poradců nevyznívá jednoznačně – sice poněkud převládl názor na ponechání sazeb, ale lze akceptovat i určité snížení sazeb. Nicméně bankovní rada se rozhodnout musí. Už minule byla možnost snížení diskutována, převážil názor ponechat, přitom se nic tolik podstatného od minulého zasedání neodehrálo. Na jedné straně tu jsou signály o tom, že příští predikce půjde směrem dolů, na druhé straně výsledky za I. čtvrtletí naznačují, že ekonomika si vede nad očekávání lépe. Problém je ve struktuře růstu, kdy spotřeba domácností a vlády dominuje, kdežto s investicemi je to špatné. Snížíme-li sazby, povzbudíme spotřebu, ale investice nikoli. Jinak samozřejmě platí, že pokud můžeme sazby snížit, aniž bychom ohrožovali stabilitu cen, pak to uděláme.

Vrchní ředitelka Erbenová: Souhlas s tím, že se situace za měsíc příliš nezměnila, což je důvodem i pro zastávání stejného postoje jako při minulém zasedání bankovní rady. Množí se signály, že příští prognóza inflace přinese změnu směrem dolů. Převažují dezinflační rizika, daná nižšími důsledky úprav regulovaných cen ve srovnání s původními předpoklady dubnové prognózy, stále pesimističtějším výhledem růstu zahraniční poptávky, kurzem dolaru a nižším fiskálním impulsem v následujícím roce (změny DPH, fiskální konsolidace). Naproti tomu jsou proinflační rizika málo robustní. Jednorázové stimuly poptávky (pojistné, některé sociální transfery) pominou během jednoho roku a ani dynamika mezd v nepodnikatelském sektoru se nemůže vzhledem k fiskální konsolidaci udržet. Také růst daňové zátěže ovlivní negativně růst spotřeby domácností. Inflace se stále pohybuje pod prognózou, i když odchylka je malá, dlouhodobě podstřelujeme cíl. Doporučuje snížit sazby o 0,25 procentního bodu.

Viceguvernér Dědek: Je důležité neztratit kredibilitu a držet se deklarovaných pravidel. Veřejnost musí rozumět centrální bance a rámci, ve kterém se její rozhodování odehrává. Z diskuse plyne, že zřejmě svůj rámec opouštíme. Je zde inflační prognóza, která ukazovala na překročení cíle v horizontu nejučinnější transmise. I pokud se sníží o důsledek ponechání snížené DPH u veřejného stravování, bude se inflace pohybovat u horní hranice cílovaného pásma. Proto nelze argumentovat tím, že jsme momentálně pod cílem. Rozhodování v režimu inflačního cílení není založeno na kritériu aktuální inflace. Jím bychom přecházeli do jiného rámce měnové politiky a stávali se proto nesrozumitelnými. Je opravdu hlavním problémem riziko deflace, abychom proto museli najednou opustit dosavadní schéma rozhodování a přejít do jiného rámce? U nás se nejedná o klasické deflační tlaky, odporují tomu data o vývoji reálné ekonomiky. Existuje zde sice seznam dezinflačních rizik, ale není jim přisouzena taková váha, aby převážila základní poselství prognózy – že totiž inflace míří k horní hranici cíle. Z dnešní situační zprávy lze navíc odvodit, že se tato váha asi ještě o něco snížila – viz vývoj cen zemědělských výrobců a cen potravin, lepší HDP i obchodní bilance, propad dolaru se zastavil, trochu rychlejší růst mezd. Po snížení sazeb ECB se posílení koruny nedostavilo, a ani po výsledku referenda. Snížení prognóz hospodářského růstu v EU je nepříjemné, ale musíme se s ohledem na současný vývoj obchodní bilance ptát, zda je pro nás tolik relevantní. Možná se blížíme variantě scénáře se slabým růstem v Unii a silným eurem, ale zatím nevidíme jeho očekávané důsledky. Doporučuje ponechat úrokové sazby beze změny.

Vrchní ředitel Frait: Souhlasí s tím, že je třeba zachovat rámec rozhodování o měnové politice. Prognóza ze 4.SZ předpokládala pro nejbližší měsíce neměnnost úrokových sazeb, později jejich mírný růst. Nyní vidíme, že proti předpokladům této prognózy bude inflace výrazně nižší. Proto neklesnou reálné úrokové sazby a měnové podmínky se neuvolní. Kurz koruny neoslabuje, objevují se informace o zamýšlených dalších prodejkách státních podílů v některých firmách. Mezera výstupu nejen že se neuzavírá, ale ani nebude uzavírat, protože se zahraniční oživení dále odkládá. Fiskální reforma nějaké negativní poptávkové důsledky také přinese – kromě růstu daní dojde ke zpomalení růstu mezd v nepodnikatelském sektoru. K diskusi o možném vývoji běžného účtu: pokud se deficit stále zhoršuje vlivem oblasti výkonů a služeb, musí nastat standardní reakce – na jejich financování musí vydat lepší výsledek obchodní bilance, který by zřejmě zaručilo pomalejší tempo zhodnocování koruny oproti našim dřívějším předpokladům. To, že jsme momentálně pod cílem, není skutečně prvořadé, ale je reálné očekávat, že až vyprchá jednorázový efekt úprav nepřímých daní, klesne meziroční inflace opět pod cílové pásmo. Proto i

ve stávajícím rámci měnového rozhodování doporučuje snížit sazby o 0,25 bodu, přičemž ani 0,50 nelze považovat za extrém.

Vrchní ředitel Štěpánek: Plný souhlas s argumenty a názory p. Fraity. Dosavadní hospodářský růst je výsledek působení některých faktorů, které pomohly překonat důsledky slabé zahraniční poptávky, ale vliv těchto faktorů (např. růst sociálních dávek) nemůže trvat do nekonečna. Naopak převládne vliv stále těsnějšího propojení české ekonomiky s evropskou a také většího významu opatření ECB pro naši politiku. Fiskální reformu musí provést jakákoli vláda, míra nejistoty je v tomto ohledu malá. Toto rozšiřuje prostor pro volnější nastavení měnových podmínek. Dnešní rozhodování už zasahuje období, kdy vstoupíme do EU a z celé řady důvodů je dobré, abychom vstupovali s co nejnižšími sazbami. Doporučuje snížit sazby o 0,25 bodu a otestovat možnost snížit o 0,50 p.b.

Vrchní ředitel Racoča: Oproti minulé situační zprávě nejsou nové významné informace, zejména ty, které by zvyšovaly míru nejistoty. Nemění se tedy ani přístup ke stávající prognóze – je nadhodnocená, ale minule jsme neshledali důvody, které by si vynutily změnu sazeb. Jestliže navíc ekonomika roste a cíl bude v období neúčinnější transmise spíše přestřelen, pak nemůže hlasovat pro snížení sazeb.

Viceguvernér Niedermayer: Prognóza je sice nadhodnocená, ale míra tohoto nadhodnocení je zřejmě nižší než byla minule. Data o ekonomické aktivitě jsou jistým překvapením, skepse o jejich důvěryhodnosti není namístě. K nějaké fiskální reformě dojde, ale zatím její záměry spíše vyhlížejí jako pokračování expanze než konsolidace – jinak bychom neviděli růst deficitu z loňských čtyř na letošních někam nad pět procent. U růstu HDP je nutné si uvědomit, že byl o polovinu vyšší než jsme čekali, a to, co jeho růst zpomaluje, čili investice, stejně nemůžeme naší úrokovou politikou ovlivnit. Vývoj ostatních složek HDP naopak ukazuje, že naše politika byla účinná. S našimi nominálními sazbami se dařilo stimulovat domácí poptávku a těžko pochopit, proč bychom chtěli po jejich dalším snížení docílit reálné sazby záporné.

Guvernér Tůma: Nové informace jdou oběma směry: na jedné straně náš lepší ekonomický růst a zahraniční obchod, na druhé straně další zhoršení prognóz vývoje ve světě. Nelze odhlédnout, jak na tuto situaci reagovala řada centrálních bank včetně ECB – snížením sazeb. Na rozdíl od situace před měsícem je trh lépe připraven na snížení sazeb, což je pro naši kredibilitu významný signál. Vycházíme sice z prognózy, ale pokud se v situační zprávě dokumentuje, že významná technická i fundamentální rizika působí jedním směrem, je legitimní a konzistentní zvážit odpovídající reakci úrokových sazeb. I když nelze říci, jak nová prognóza bude vypadat, dá se reálně předpokládat, že nebude cíl přestřelovat. Musíme respektovat dnešní strukturu ekonomického růstu a to, že existují jisté limity pro další stimulaci spotřeby, čili i pro nějaká razantní opatření měnové politiky. Podle předložených analýz však nyní nevnímáme růst úvěrů domácnostem a vývoj mezd jakožto vážné riziko ve směru přehřívání ekonomiky. Lze shrnout že dnes je diskuse o případném snížení sazeb legitimnější než minule.

Vrchní ředitel Racoča: Ještě k úvěrování domácností: je zde sice velký prostor pro dosažení úrovně běžné v EU, ale tento prostor nelze vyplnit v krátkém horizontu. Vytvořila by se, a možná, že se už vytváří bublina na trhu nemovitostí. Další impuls, tedy snížení sazeb, by k tomuto riziku mohl přispět.

Viceguvernér Dědek: Stále se v naší diskusi nedoceňuje kvantitativní rozměr uváděných rizik. Graf rizik v SZ dosti naznačuje, jak bude vyhlížet příští prognóza. Samotný technický vliv zpřesnění daňových změn posune inflaci někam těsně pod horní hranici pásma. Zbývá odhadovat, co k tomu přidá jemnější, sofistikovanější analýza důsledků mírně pesimističtějších prognóz vývoje v Evropě a na druhé straně mírně lepší vyhlídky našeho hospodářského růstu. Lze také spekulovat, jak se nižší růst DPH proti dosavadní prognóze (veřejné stravování) projeví ve stimulaci spotřeby atd. Celkem se zdá být jisté, že všechny tyto faktory budou mít za následek jen malý krůček v pohybu inflace směrem od horního pásma inflačního cíle. Pro posouzení úrovně reálných úrokových sazeb je nejreprezentativnější křivka 1 T PRIBORu deflovaného CPI ex-ante. Ta se pohybovala okolo nuly, v poslední době klesla pod -1, takže o vysokých reálných úrokových sazbách nelze mluvit. Reformu veřejných financí musí skutečně jakákoli vláda provést. Změna vlády však bývá spojena s dost velkými kurzovými turbulencemi a neschopnost prosadit reformu v Parlamentu by otrásla důvěrou v ČR.

Viceguvernér Niedermayer: Každá prognóza, kterou zveřejňujeme, by měla být nevychýlená – průměr, medián apod. rizik. Ta současně nakumulovaná rizika odchýlení se od prognózy se kvantitativně jeví jako hodně malá, v řádu desetin procenta. Příští prognóza bezpochyby vyústí v předpoklad pozdějšího růstu sazeb. Proto jejich dnešní případné snížení založí komunikační problém pro příští projednávání SZ.

Pozn. SMS – čerstvá prognóza ECB, která se má projednávat na zítřejší Generální radě, je ale vychýlená jedním směrem: růstu i inflace směrem dolů.

Vrchní ředitel Štěpánek: Prognóza ve 4. SZ ale hovořila o stabilitě sazeb, a o jejich mírném růstu až koncem roku, resp. v horizontu 1-2 let. Nějaký obdobný závěr bude obsahovat i příští prognóza. Tento průběh nezpochybňuje důvěryhodnost případného dnešního snížení sazeb.

Guvernér Tůma: Minule jsme hlasováním v poměru 5:2 udělali první krok ke změně názoru na měnový vývoj od schválení inflační prognózy. Proto by druhý krok ve stejném směru, tj. ke snížení sazeb byl dnes kredibilnější než minule, i když se stále můžeme dohadovat o váze a posunu jednotlivých rizik, které aktuálně nejvíc pociťujeme. Když se podíváme na výnosové křivky, vidíme, že trh také očekává snížení sazeb jednoznačněji než minule. Ještě k hodnocení reálných úrokových sazeb ex-ante: hodnoty jsou stále stavěny na existující prognóze, kterou budeme příště korigovat směrem dolů. Kromě toho, když se podíváme na křivky zobrazující vývoj skutečných a očekávaných sazeb, zjistíme, že my i trh jsme se dost výrazně mýlili, takže pohled ex-ante nemusí být tím jednoznačným kritériem, ale je ho třeba korigovat historickou empirií. Rozpor mezi příští prognózou, tj. jejím pravděpodobným přístupem k budoucím změnám sazeb a dnešním jakýmkoli rozhodnutím (zachovat x snížit) není správné vnímat jako zcela fatální.

V diskusi se objevil námět zvážit možnost snížit sazby o 50 procentních bodů.

III. Závěrečné hlasování

Hlasování o návrhu snížit sazby o 0,5 procentního bodu: 6 členů bankovní rady proti, jeden člen (Vrchní ředitel Frait) hlasoval pro. Návrh nebyl přijat.

Hlasovat se tudíž bude o návrhu sekce měnové a statistiky, tj. zachovat sazby, nebo přistoupit k jejich snížení o 0,25 procentního bodu.

Guvernér Tůma: hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

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 snížení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

IV. Úkoly

Nebyly explicitně uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu na 2,25 % s účinností od 26. června 2003. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, tři členové byli pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni. Diskontní a lombardní sazby byly sníženy ve stejném rozsahu, a to na 1,25, resp. 3,25 %.

Zapsal: Petr Krejčí, poradce guvernéra