Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 27. listopadu 2003

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

I. Diskuse navazující na prezentaci 11. situační zprávy

Vrchní ředitel Štěpánek: Jak robustní je předpoklad SMS, že deficit veřejných rozpočtů bude v letošním roce nižší než predikce ministerstva financí (dále MF)?
Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Podle včerejších údajů je saldo deficitu státního rozpočtu na úrovni 93 mld. Kč. To je o 10 mld. Kč více než v minulém měsíci, nicméně toto navýšení nastalo po realizaci nejvýznamnějších plateb na výdajové straně. Do konce roku SMS nepředpokládá zásadnější odchylku vývoje salda rozpočtu od predikce (110 mld. Kč).

Vrchní ředitel Štěpánek: Čím vysvětluje SMS nízkou dynamiku úvěrů poskytnutých nefinančním podnikům. Na jedné straně se zvyšuje růstový optimismus v ekonomice, na druhé straně se zlepšení růstových vyhlídek neprojevuje na objemu poskytnutých úvěrů korporacím. V této souvislosti se vrchní ředitel Štěpánek ptá, jak probíhá financování podnikové sféry?
Odpověď SMS: Financování domácích podniků probíhá z vlastních zdrojů (růst ziskovosti, reinvestice), zahraniční podniky jsou financovány ze zahraničí. V tomto ohledu úvěry poskytnuté podnikům nevypovídají věrohodně o finanční situaci celé podnikové sféry. Určitou informaci v tomto směru mohou poskytnout bilance podniků.

Vrchní ředitel Štěpánek: Ve svém vystoupení ředitel SMS zdůrazňoval rizika prognózy směrem nahoru, která jsou do značné míry spojena s úrokovou složkou měnových podmínek, zatímco rizika směrem dolů jsou vázána na očekávaný kurzový vývoj. Jaký je názor SMS na roli kurzu v transmisním mechanismu. Dá se očekávat, že kurzová složka měnových podmínek bude působit v budoucnu silněji než úroková složka?
Odpověď SMS: Devizový kurz je na jedné straně endogenní veličinou, reaguje na pohyb úrokových sazeb a působí tak stejným směrem jako sazby. V případě, že je úrokový diferenciál malý, může být dopad změny úrokových sazeb na kurzový vývoj citelnější než v případě výraznějšího úrokového diferenciálu. Devizový kurz je však současně ovlivňován i dalšími faktory exogenního charakteru a může tak dojít k protisměrnému působení sazeb a kurzu. Dále bylo podotknuto, že pro posouzení vlivu kurzu na cenový vývoj je užitečné využívat rozsah nově kvantifikované disparity kurzu. Prosazování změn kurzu tedy velmi pravděpodobně závisí na velikosti existující disparity. Dá se očekávat, že čím větší disparita, tím bude větší tendence k její korekci. Proto například při velice nadhodnoceném reálném kurzu (kladné disparitě) se bude další apreciace přenášet do cen rychleji a úplněji. Naopak znehodnocení se v této situaci do cen může promítat jen málo, oslabení kurzu může jen korigovat disparitu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Jaké jsou hlavní důvody pro rozdělení inflačních rizik na měnově-politicky relevantní a celková jako je to tomu na str. 8 situační zprávy? Proinflační rizika uváděná v SZ totiž nejsou úplně v souladu s vyzněním úvodního vystoupení ředitele SMS.

Odpověď SMS: Rizika uváděná v prezentaci nejsou úplným výčtem všech rizik, která jsou zahrnuta do SZ. Navíc v týdnu začínajícím od data odevzdání SZ do projednávání SZ v BR dochází k publikaci dalších údajů, které již pak do SZ nevstupují.

Vrchní ředitelka Erbenová: Jaký bude vliv zvýšení ceny elektřiny a plynu na spotřebitelskou inflaci v případě, že v lednu 2004 dojde k úpravám cen. Prognóza SMS s tímto zvýšením cen zatím nepočítá.
Odpověď SMS: Otázka je, jak budou vyhodnoceny dostupné informace. SMS vyhodnocuje veškeré dostupné nepřímé informace (média, tržní ceny, atd.). Nelze počítat s tím že bude regulační úřad předem informovat ČNB o svých záměrech. Lze do určité míry spoléhat na cenové informace z trhu, protože regulační úřad při svých rozhodnutích vychází především z tržních cen.

Viceguvernér Niedermayer: Podotýká, že podklad obsahující kvalitní analýzu vývoje inflace v eurozóně, který byl zpracovaný před touto SZ odborem 415, nekoresponduje úplně s informacemi, které byly zahrnuty do 11. SZ. Viceguvernér Niedermayer poznamenává, že preferuje strukturální pohled na inflaci na rozdíl od nákladového pohledu, který byl upřednostněn u této SZ. Otázky viceguvernéra Niedermayera na SMS:
Na str. 10 SZ je uvedeno, že v USA se dynamika výdajů snížila na tempo růstu HDP. Oproti tomuto tvrzení stojí týden staré informace z Economistu, podle kterých je fiskální expanze v USA založena nejenom na straně snižování příjmů, ale též na enormním růstu výdajů.
Odpověď SMS: Souhlas s názorem viceguvernéra. Ve vývoji fiskálního deficitu v USA sehrály roli 2 faktory: rostoucí náklady války v Iráku a snížení daňové zátěže pro nízkopříjmové vrstvy. Podíl deficitu veřejných financí se očekává na hladině 5 - 6 % HDP. Záměrem SZ bylo upozornit na relativní pokles vládních výdajů vůči předchozímu období (jedná se o značně menší deficit, než tomu bylo ve 2. čtvrtletí) a zároveň na relativní posun v dynamice vůči ostatním složkám HDP ve sledovaném období (soukromá spotřeba a investice).

Viceguvernér Niedermayer: Na str. 11 je obsažena informace, podle které Polsko vykazovalo přebytek na běžném účtu platební bilance. Jedná se o metodologicky různé vykazování běžného účtu ve srovnání s praxí v ČR?
Odpověď SMS: Přímé investice do Polska plynuly v druhé polovině devadesátých let. V případě Polska působí tedy na deficit běžného účtu stejný pozitivní faktor jako v případě ČR, t.j. zvýšení exportních kapacit. Kromě toho také hraje roli metodologická změna. Poláci před rokem zahrnovali obrat příhraničního obchodu do obchodní bilance. V oblasti příhraničního obchodu podle jejich odhadů existoval velký deficit, který nyní podle nové metodiky není zahrnut do deficitu obchodní bilance. Navíc transfery ze zahraničí vylepšují deficit běžného účtu a výše reinvestovaných zisků je zatím taky nízká.

Viceguvernér Niedermayer: Jaká je strategie Maďarska v oblasti intervence na trhu státních dluhopisů, jednalo se o snahu maďarských autorit ovlivnit hladinu dlouhodobých úrokových sazeb?
Odpověď SMS: Centrální banka (MNB) je připravena reagovat na vývoj kurzu změnou krátkodobých úrokových sazeb. Svoje poslední operace na bondovém trhu Maďaři vysvětlovali tak, že v situaci kdy bez jakýchkoliv obchodů došlo ke zvýšení dlouhodobých úrokových sazeb o 150 b.p., se MNB rozhodla ukázat na trhu a nakoupila (podle jejich vyjádření) zanedbatelné množství dluhopisů. V reakci na vystoupení SMS viceguvernér Niedermayer poznamenal, že údaje na kterých se bude moci projevit vliv zrušení desetníků a dvacetníků budou k dispozici později.

Viceguvernér Niedermayer: Dá se očekávat vliv zrušení deseti a dvaceti haléřů na inflaci?
Odpověď SMS: Nelze očekávat větší vliv zrušení desetníků a dvacetníků na inflaci. Vzhledem k tomu, že se v prvním měsíci toto opatření ČNB neprojevilo na růstu cen, nelze očekávat výraznější cenový dopad ani v dalších měsících.

Viceguvernér Niedermayer: Situační zpráva byla kvalitně zpracovaná, stále jsou tam však značné rezervy ve směru redukce objemu zprávy.

Viceguvernér Dědek: Rizika budoucího inflačního vývoje mají 2 dimenze: pravděpodobnost naplnění uvažovaného rizika a velikost změny. Mezi riziky směrem nahoru dominují administrativní úpravy daní. Poslední vývoj ukazuje, že vláda zřejmě začne vyjednávat v otázce daňových úprav s Evropskou komisí individuálně. Naproti tomu stojí riziko apreciace z titulu vydávání státních dluhopisů v cizí měně. Toto riziko možná snižuje skutečnost, že ministr financí si sám uvědomuje rizika příp. apreciace koruny. Bilance inflačních rizik v tomto ohledu se jeví být spíše směrem nahoru než dolů. V prezentaci ředitele SMS viceguvernér Dědek zaznamenal hypotézu, podle které současná vyšší dynamika spotřeby domácností může být výsledkem toho, že domácnosti očekávají přibrzdění ekonomické aktivity v roce 2004, a proto urychlily svoji spotřebu před tím než k vlastnímu poklesu ekonomické aktivity dojde. Viceguvernér Dědek s touto interpretací nesouhlasí, je toho názoru, že na základě historické evidence se domácnosti při očekávání horších časů spíše chovaly obezřetně. Dodává, že pesimismus ohledně domácího hospodářského růstu není, s ohledem na ekonomické oživení v USA a následně zřejmě i v Evropě, na místě. Ke zpomalení ekonomické aktivity by mohlo dojít pouze v případě vážnějších turbulencí na devizovém trhu, v opačném případě pozitivní signály převažují.
Na str. 37 se uvádí, že přehodnocení nominálního HDP Českým statistickým úřadem by mohlo vést k obtížnějšímu čerpání strukturálních fondů EU. Je tomu skutečně tak?
Odpověď SMS: Zatím se jedná o velice předběžnou informaci, která bude později upřesněna.

Vrchní ředitel Racocha: Z čeho vycházejí odhady SMS při určování očekávaného vývoje regulovaných cen? Vychází se z informací regulačního úřadu nebo jsou tyto odhady založené na nákladech odvozených ze světových cen?
Odpověď SMS: Jedná se o velice heterogenní skupinu. Obtížně predikovatelné, ad-hoc stanovení cen platí pouze v případě nájemného, v ostatních případech regulační úřad vychází především z tržních cen. Viz též odpověď na otázku vrchní ředitelky Erbenové.

Vrchní ředitel Racocha: Odhad meziročního poklesu dynamiky hrubé tvorby fixního kapitálu je –5 % ve 3. čtvrtletí letošního roku. Je tento odhad konzistentní s překvapivě vysokou dynamikou stavební výroby v posledních měsících?
Odpověď SMS: Obratová čísla jsou velice zavádějící. V roce 1999, navzdory tomu, že obrat průmyslové produkce vzrostl meziročně o 10 % byla ekonomika v recesi. Čísla, která vidíme nejsou v nesouladu s předpokladem poklesu hrubé tvorby fixního kapitálu v příštím roce. K určitým posunům oproti údajům, které byly k dispozici při tvorbě prognózy v říjnu, však došlo. Nelze vyloučit přehodnocení prognózy dynamiky tvorby fixního kapitálu v lednu.

Vrchní ředitel Frait: Je zvýšení ceny ropy interpretováno SMS jako pro nebo protiinflační riziko? Při minulých SZ bylo zvýšení ceny ropy vyloženo jako protiinflační riziko s ohledem na očekávání návratu ceny ropy na předchozí „dlouhodobou“ hladinu. V 11. SZ je zvýšení ceny ropy interpretováno spíš jako proinflační riziko.
Odpověď SMS: Volatilita ceny ropy je o hodně vyšší než v předchozích obdobích. V minulosti platila úvaha, kterou vrchní ředitel Frait popsal. V současnosti je pohled na vývoj cen ropy

obohacen i vývojem kurzu dolaru vůči české koruně. Protisměrný vývoj cen ropy a kurzu dolaru může mít za výsledek že samotná změna dolarové ceny ropy na světových trzích nevypovídá dostatečně o inflačních implikacích této změny, jako je tomu taky v současnosti.

Vrchní ředitel Frait: Sleduje odbor 415 diskusi o očekávaném vlivu apreciace eura vůči USD na exportní výkonnost eurozóny a zprostředkovaně na ČR?
Odpověď SMS: SMS analyzuje český dovoz a vývoz podle skupin SITC do jednotlivých zemí EU. Zároveň se analyzuje podíl jednotlivých SITC skupin na celkovém dovozu do a vývozu z EU/Německa, včetně jejich dynamiky. Změna podílů českého vývozu je významná především ve dvou skupinách: elektronickém a automobilovém průmyslu. Lze očekávat, že vliv kurzových změn (zhodnocování eura vůči dolaru) se výrazněji odrazí právě u segmentu automobilového průmyslu, který již delší dobu roste nižším než průměrným tempem.

Vrchní ředitel Frait: Jaký je potenciální výnos zvýšení sazby DPH u pohostinství a ubytování?
Odpověď SMS: Odhady se pohybují mezi 2-6 mld. Kč.

Guvernér Tůma: SMS by měla provést analýzu faktorů, které by vysvětlily vysokou dynamiku indikátorů naznačující silnou spotřebitelskou poptávku ke konci letošního roku, především s ohledem na otázku, do jaké míry se jedná o přechodné, popřípadě trvalejší determinanty osobní spotřeby. Na str. 40 situační zpráva uvádí, že vliv zvýšení cen regulovaného nájemného o 10 % je 0,2 bodu. Samotné regulované nájemné má ve spotřebním koši váhu 3,5 % a jeho úpravu ČSÚ přenáší i do tzv. imputovaného nájemného z vlastnických bytů, jehož váha je 8 %. To naznačuje, že dopad zvýšení cen nájemného do spotřebitelských cen mohl být vyšší než odhad SMS.
Odpověď SMS: SMS si tuto informaci ověří.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Nově dostupné domácí a zahraniční informace, ale především prorůstové impulsy ze světa lze hodnotit pozitivně. Inflace v říjnu vzrostla sice rychleji než naznačovala prognóza SMS, jedná se však o krátkodobou informaci, jejíž význam se dá vyhodnotit pouze s odstupem času. Při projednávání minulé SZ bankovní rada diskutovala možnost snížení úrokových sazeb, dnešní jednání by se zřejmě mělo zaměřit na diskusi hlavních rizik poslední makroekonomické prognózy. Dalším bodem diskuse by mohlo být posouzení nepřímého vlivu daňových změn na inflaci. Začátkem letošního roku SMS kvantifikovala míru sekundárního promítnutí daňových změn do inflace jako významnou. S odstupem času však došlo k přehodnocení tohoto stanoviska a v současnosti SMS očekává mírné sekundární dopady. Guvernér byl též toho názoru, že v prostředí nízké inflace bude promítnutí nepřímých vlivů daňových úprav do inflace relativně malé, ale výsledky simulací obsažené ve stanovisku poradců vybízejí k novému zamyšlení.

Viceguvernér Niedermayer: Souhlasí s názorem guvernéra, že nové informace jsou překvapivě příznivé. Oproti situaci před měsícem vnímá vnější okolí možnost ekonomického oživení světových ekonomik (zejména pro ČR důležitých) robustněji. Odhady zahrnuté do Consensus Forecast (dále CF), se kterým SZ pracuje zatím nereflektují tuto pozitivní změnu ve vnímání zahraničních ekonomik. Již v příštím měsíci lze z těchto důvodů očekávat, buď revizi těchto čísel, nebo budou čísla, se kterými v současnosti pracujeme, považována za dolní odhady možného vývoje. Nové informace zvyšují pravděpodobnost rychlejšího uzavírání produkční mezery a současně rychlejší návrat do koridoru inflačního cíle. V konečném

důsledku však existuje hodně nejistot ohledně rychlosti návratu inflace do inflačního cíle, což do značné míry souvisí s nedostatečným pochopením nízkoinflačního vývoje v minulosti. Ceny některých obchodovatelných statků v ČR ve srovnání s cenami ve vyspělých ekonomikách jsou v mnoha případech výrazně vyšší. Lze zřejmě očekávat, že zvýšení konkurence v oblasti maloobchodu povede k postupnému snižování marží a k přiblížení našich cen k evropským cenám. Tyto procesy mohou tlačit inflaci směrem dolů, i když v časově omezeném horizontu. Zároveň míra flexibility ekonomiky v oblasti neobchodovatelných statků a vládní politika v této oblasti též budou mít značný vliv na nabídkovou stranu české ekonomiky a na následnou propagaci inflačních tlaků v ekonomice. Při celkovém hodnocení lze konstatovat, že snížení úrokových sazeb není na pořadu dne. Klíčovou otázkou je správně odhadnout bod obratu v ekonomickém vývoji. V situaci v jaké se dnes nachází česká ekonomika je největším rizikem opožděná reakce měnové politiky na změnu v ekonomickém klimatu.

Viceguvernér Dědek: Konstatuje, že předložená situační zpráva je tzv. malou situační zprávou, která je napsána kvalitně, což nemůže říci o velkých situačních zprávách, kde vidí vážné problémy s predikčním aparátem. Nově dostupné údaje naznačují, že domácí ekonomika se nachází v bodě obratu a stávající ekonomické trendy se začínají obracet. V této situaci by nebylo žádoucí snížení krátkodobých úrokových sazeb. Lze očekávat že vývoj inflace v budoucnu bude mít atypický charakter. Jádrová inflace a korigovaná inflace očištěná o vliv cen pohonných hmot, v souladu s prognózou negativní produkční mezery, bude pravděpodobně nízká. Urychlování inflace směrem ke koridoru inflačního cíle bude dáno harmonizačními daňovými změnami, změnami regulovaných cen a růstem cen potravin. Z těchto důvodu se jeví být opodstatněné vyčkat na vyhodnocení promítnutí vlivů administrativních změn do jádrové inflace. Co se týče úkolů do budoucna, viceguvernér Dědek poznamenává, že by přivítal empiricky doloženou analýzu mapující rozsah spontánní euroizace v české ekonomice a potenciální vliv tohoto procesu na účinnost provádění měnové politiky.

Vrchní ředitel Štěpánek: Souhlasí s předchozími hodnoceními, že tuzemský ekonomický výhled se zlepšuje a identifikace hlavních determinant inflace není jednoznačná. Dosavadní hodnocení ekonomického vývoje SMS bylo založeno na předpokladu výrazné dynamiky spotřebitelské poptávky a na expanzivním chování fiskální politiky na výdajové straně. Ve světle nových informací z oblasti domácí poptávky je vysoce pravděpodobné, že vliv těchto faktorů na ekonomiku je robustnější než se doposud předpokládalo. Alternativně lze vycházet z předpokladu, že vyšší poptávka je způsobena jiným, dosud neznámým faktorem. S ohledem na stávající a očekávanou sílu domácí ekonomické aktivity lze v roce 2004 předpokládat výraznější promítnutí nepřímého vlivu daňových a jiných administrativních úprav do spotřebitelské inflace. Příznivější výhled zahraniční ekonomické aktivity zvyšuje pravděpodobnost naplnění poslední makroekonomické prognózy, která je konzistentní s nižší než stávající hladinou úrokových sazeb. Otázkou je, jakým způsobem vyřeší ČNB komunikační problém vyplývající z nižších implikovaných úrokových sazeb na jedné straně a zvýšených inflačních tlaků na druhé straně. Vrchní ředitel Štěpánek je toho názoru, že stávající ekonomická situace nevyžaduje snížení úrokových sazeb a navrhuje ponechat dvoutýdenní repo sazbu na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Racocha: Prognóza ekonomického růstu ČNB pro období 2003-4 je mnohem pesimističtější než odhady většiny tuzemských a zahraničních institucí. Lze proto očekávat že v nové prognóze v lednu dojde k celkem výrazné revizi domácího ekonomického růstu směrem nahoru. Poslední publikované údaje vypovídají o výrazném ekonomickém oživení ke

konci letošního roku. Může však nastat možnost, že v případě, že SMS nepřehodnotí svůj celkový pohled na ekonomickou aktivitu, promítnou se nynější zprávy o silnější domácí poptávce do prognózy HDP v horizontu nejúčinnější transmise (4 - 6 kvartálů) negativně. Vrchní ředitel Racocha upozorňuje na to, že SZ poněkud relativizuje význam výrazné dynamiky stavební výroby za poslední kvartál a růst HDP může být z tohoto titulu podhodnocen až o 0,4 %. Situace je z pohledu zahraniční poptávky lepší, než se jevila před několika měsíci s potenciálně pozitivním dopadem do exportů. Domácí poptávka se podle dostupných krátkodobých indikátorů dynamizuje, v oblasti maloobchodních tržeb došlo k nárůstu nákupů automobilů. Tento nárůst lze, kromě anticipovaných daňových úprav, též vysvětlit pozitivnějším očekáváním ekonomických subjektů ohledně budoucího ekonomického růstu. Rychlejší než predikovaný nárůst cen potravin by neměl být interpretován jako dočasný šok, ale s ohledem na výrazný pokles cen zemědělských výrobců v minulosti, jako návrat k obvyklému cenovému růstu v tomto segmentu spotřebitelského koše. Vyšší cenový růst v říjnu lze - kromě vlivu regulovaných cen - interpretovat též takovým způsobem, že se potvrzuje alternativní scénář z minulé makroekonomické prognózy předpokládající uvolněnější měnové podmínky v ekonomice. Rizika poslední makroekonomické prognózy vidí vrchní ředitel Racocha jako mírně proinflační a proto nedoporučuje zmínku na TK o tom, že s prognózou je konzistentní nižší hladina úrokových sazeb. V závěru svého vystoupení vrchní ředitel Racocha upozorňuje na riziko vysokého růstu úvěrů domácnostem a to především hypotečních úvěrů (meziroční dynamika 42 %). S ohledem na zvyšující se riziko vzniku bubliny na trhu nemovitostí doporučuje zpracování informace (alternativně podkladového materiálu založeného na šetření provedeného mezi realitními kancelářemi) týkající se této problematiky.

Vrchní ředitelka Erbenová: Nové údaje naznačují zvýšení inflačních rizik oproti prognóze a naopak protiinflační rizika (vliv emise státních dluhopisů v cizí měně na kurz české koruny, kurz USD v horizontu nejúčinnější transmise) prezentovaná SMS se zdají být málo přesvědčivá. Existují další signály o tom, že jak domácí poptávka tak nabídka rostou na horní hraně odhadů ČNB a zvyšuje se pravděpodobnost naplnění vrchním ředitelem Racochou zmíněného alternativního scénáře prognózy počítajícího s uvolněnější úrokovou složkou měnových podmínek. V oblasti zahraniční poptávky se množí signály o silnějším ekonomickém růstu nejenom v USA, ale také v západní Evropě. Rizika dalšího cenového vývoje vrchní ředitelka Erbenová označila především v oblasti růstu cen potravin a vlivu administrativních úprav na budoucí inflační vývoj. V této souvislosti poznamenala, že navzdory tomu, že měnová politika nereaguje na přímé dopady daňových změn, jejich nepřímé dopady mohou být v prognóze podceněny. Při diskusi inflační rizik dále podotkla, že SMS nepředpokládá začátkem roku zvýšení ceny elektřiny a plynu, přitom cenový nárůst se zdá být k prvnímu lednu pravděpodobný a k dalšímu nárůstu může dojít i u jiných regulovaných položek spotřebního koše (např. jízdné MHD). Poslední překvapivě vysoký růst cen potravin neinterpretuje jako jednorázový výkyv, ale jako návrat k obvyklému vývoji cen v tomto segmentu spotřebitelského koše. Je toho názoru, že vstup do EU povede k postupnému, i když ne skokovému, vyrovnávání v cenách potravin. Po hodnocení všech nově dostupných informací nepovažuje ani snížení, ale ani zvýšení úrokových sazeb za opodstatněné. K otázce komunikace měnového rozhodnutí poznamenává, že bankovní rada po projednávání minulé SZ nepřisuzovala snížení úrokových sazeb o 25 b.p. velký význam a v komunikaci s veřejností tuto možnost vědomě potlačovala. Z tohoto důvodu, ve světle mírného zvýšení inflačních rizik, by neměla být problémem komunikace ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni. Co se týče úkolů pro SMS, je toho názoru že působení kurzového kanálu v transmisním mechanismu nastolené vrchním ředitelem Štěpánkem nebylo v prezentaci SMS věrohodně vysvětleno, a proto doporučuje zpracování podkladu, který by

vysvětlil, zda došlo k nějakým změnám v náhledu SMS na promítnutí kurzových změn do spotřebitelských cen.

Vrchní ředitel Štěpánek: V diskusi se SMS zazněl názor, že další snížení úrokových sazeb by již nemělo významný makroekonomický vliv kromě další možné stimulace spotřebitelské poptávky. Z tohoto důvodu by SMS měla v nějakém podkladu připraveném pro lednovou SZ vyjasnit otázku působení kurzového a úrokového kanálu na ekonomiku.

Vrchní ředitel Frait: Souhlasí s vyzněním SZ a se stanoviskem SMS. Největší pochybnosti má ohledně budoucí dynamiky spotřebitelské poptávky. V diskusi zazněly 2 hypotézy. Podle první spotřebitelská poptávka roste v současnosti dynamicky a bude tomu tak i v roce 2004. Podle druhé interpretace je stávající silná úroveň spotřeby dána dočasnými faktory (např. očekáváními v souvislosti s některými harmonizačními kroky vlády) jejichž působení v příštím roce již nebude pokračovat. Vrchní ředitel Frait se přiklání spíš k té druhé interpretaci i když podotýká, že může dojít ke kombinaci obou těchto možností. Vývoj zahraniční poptávky se zdá být robustnější než kdykoliv předtím během období posledních dvou let. Kolísání kursu EUR/USD nepřikládá příliš velkou váhu, naopak je toho názoru, že k oživení investic v rozsahu v jakém to předpokládá SMS nemusí dojít s ohledem na stále nízkou absorpční schopnost české ekonomiky. Tyto úvahy dále vyvolávají další pochybnosti ohledně 2,5% -ního růstu potenciálního produktu v ČR. Je toho názoru, že musí ještě dojít k další hluboké restrukturalizaci české ekonomiky předtím, než se potenciální růst může zdynamizovat. Při projednávání minulé SZ vrchní ředitel Frait souhlasil s názorem SMS snížit dvoutýdenní repo sazbu o 25 bazických bodů. Tento návrh byl do značné míry podepřen nejistotou ohledně oživení zahraniční poptávky. V současnosti se zdá být toto riziko výrazně nižší a z toho důvodu navrhuje vrchní ředitel Frait ponechat výši úrokových sazeb na stávající úrovni. V komunikaci navrhuje nezdůrazňovat příliš proinflační rizika s ohledem na nejistoty týkající se udržitelnosti dynamiky domácí poptávky.

Guvernér Tůma: Hodnotí situaci podobně jako vrchní ředitel Frait. Podotýká, že nevidí žádná proinflační rizika a došlo pouze k posunu inflačních rizik směrem nahoru ve vztahu k prognóze. Říjnový skok v inflaci povede k rychlejšímu návratu inflace do cílového koridoru oproti původním předpokladům. Vnímá a vítá pozitivní signály v oblasti ekonomického růstu, ale současně má pochybnosti ohledně robustnosti oživení. Souhlasí s názorem, že existuje riziko dočasnosti současné zvýšené spotřebitelské poptávky způsobené jednorázovými faktory (DPH ve stavebnictví, auta, atd.), ale současně mohou působit i dlouhodobější faktory. Poznamenává, že udržitelnost vysoké dynamiky reálných mezd v letošním roce, s ohledem na pravděpodobné zvýšení inflace a avizovaný nárůst míry nezaměstnanosti v příštím roce, nemusí být udržitelný. Neexistuje jistota ani v tom směru, jaká bude struktura ekonomického růstu v příštím roce, do jaké míry bude založen na investicích popř. osobní spotřebě. Guvernér považuje proto za nutné provést takovou analýzu spotřebitelské poptávky, která umožní bankovní radě identifikovat tu nejpravděpodobnější z možných alternativ. Celkově hodnotí poslední ekonomický vývoj pozitivně, domnívá se, že pravděpodobně dojde k rychlejšímu návratu inflace do inflačního koridoru, nerad by však vyvodil z posledních údajů robustní závěry. Skutečnost, že se ČR nachází v nízko-inflačním prostředí a HDP je pod úrovní potenciálního produktu, neznamená, že nemůže dojít k rychlému obratu v ekonomickém vývoji. Za hlavní rizika budoucího inflačního vývoje guvernér označuje nepřímé dopady daňových změn a zvýšení regulovaných cen do inflace v příštím roce, vývoj cen zemědělských výrobců a následně cen potravin.

Viceguvernér Niedermayer: Není přesvědčen o dočasnosti stávající zvýšené dynamiky osobní spotřeby. Domácí ekonomické zprávy a náznaky ekonomického oživění v zahraničí jsou příznivé. Též neexistují silné argumenty pro snížení dynamiky reálných mezd v příštím roce. Ten segment trhu práce (tj. relativně nízko-příjmový), kde se dá očekávat určitý pokles dynamiky mezd by neměl mí zásadní vliv na celkovou spotřebitelskou poptávku. Další otázkou je, zda vyšší dynamika osobní spotřeby není vysvětlitelná tím, že dochází k napravení určitých distorzí z minulosti, kdy investice dominovaly domácí poptávku na úkor potlačené osobní spotřeby. Z těchto důvodů nelze v budoucnu vyloučit ani vyšší dynamiku služeb. Co se týče inflačních rizik nejedná se o absolutní inflační rizika, ale pouze o zvýšení inflačních rizik vzhledem k prognóze. Upozorňuje, že při poslední velké SZ došlo ke snížení dynamiky potenciálního produktu, proto zvýšení odhadu ekonomického růstu povede k relativně rychlému uzavírání produkční mezery (1 % za rok). K otázce formulace budoucích úkolů pro SMS poznamenává, že není zastáncem toho aby BR zadala větší množství nových úkolů, považuje za klíčové, aby SMS v lednu zpracovala kvalitní makroekonomickou prognózu, která zabezpečí sladěnost predikce ekonomického růstu, inflace a s touto prognózou konzistentních implikovaných úrokových sazeb.

Guvernér Tůma: Neexistují pochybnosti o pozitivním přínosu osobní spotřeby do růstu HDP v příštím roce. Otázkou je pouze síla meziroční dynamiky a posouzení toho, jak silně na spotřebu v současnosti působí jednorázové vlivy.

Viceguvernér Dědek: Vrací se k diskusi týkající se naplnění alternativního scénáře prognózy, který odpovídá tomu, že úrokové složky měnových podmínek jsou uvolněnější. Podotýká, že inflační očekávání hrají klíčovou roli v nastavení měnových podmínek. Poslední informace z oblasti mzdových vyjednávání naznačují, že mzdové kontrakty, odpovídající 6% růstu nominálních mezd v příštím roce, nejsou založeny na adaptivních inflačních očekáváních jak je tomu v modelovém rámci. Klade si otázku, zda modelová prognóza při dopředu hledících inflačních očekáváních nebude signalizovat nutnost razantního zvýšení úrokových sazeb, což by ale neodpovídalo realitě. V závěru svého vystoupení se viceguvernér Dědek dotazuje ředitele Čapka na nesrovnalosti v metodologii sběru dat z oblasti inflačních očekávání ekonomických subjektů.
Odpověď ředitele SMS: Problém v metodologii sběru dat byl již odstraněn.

Vrchní ředitelka Erbenová: Nemusí dojít ke změně stávajícího makroekonomického rámce, zřejmě dojde pouze k určitému posunu prognózy ve směru již zmiňovaného alternativního scénáře (nižší reálné úrokové sazby, nižší hladina mezery výstupu a z toho vyplývající postupné zpřísňování měnových podmínek.) Dále vrchní ředitelka Erbenová upozorňuje na to, že bude obtížné rozpoznat vliv krátkodobých faktorů na spotřebu ke konci letošního roku Považuje za logické, že v podmínkách nízkých úrokových sazeb a při očekávání jejich postupného zvyšování v budoucnu je dynamika úvěrů domácnostem vysoká. U posouzení vlivu změny DPH pro stavební práce na poptávku je nutné si uvědomit, že sazba DPH pro rezidenční stavby se bude měnit pouze od roku 2008, pro nerezidenční sazby by to měl být již příští rok.

Následně se bankovní rada koncentrovala na ekonomické oblasti, které by měla SMS v budoucnu analyticky zpracovat. Bylo identifikováno následujících 5 oblastí, které jednotliví členové bankovní rady během diskuse zmiňovali:

1. Kvantifikace nepřímých dopadů daňových změn a zvýšení regulovaných cen na spotřebitelskou inflaci.

2. Vliv jednorázových administrativních vlivů na osobní spotřebu ke konci letošního roku a výhled pro rok 2004.
3. Rozsah spontánní euroizace v ČR a její vliv na účinnost provádění měnové politiky.
4. Vývoj cen nemovitostí a zpracování podkladu s ohledem na riziko vzniku bubliny v tomto segmentu ekonomiky.
5. Účinnost kurzového a úrokového kanálu v transmisním mechanismu.

Guvernér byl v následné diskusi toho názoru, že problémové okruhy 1. 2. a 4. by měly být zpracovány standardně v rámci situačních zpráv a není zapotřebí vzniku samostatných analytických materiálů a otázky 3. a 5. by si možná zasloužily vznik samostatného materiálu. Posouzení toho jakým způsobem budou výše vyspecifikované podněty BR zpracovány však ponechává na rozhodnutí ředitele SMS. Viceguvernér Niedermayer by považoval za nejlepší strategii koncentrovat se na lednovou makroekonomickou prognózu a nerozptylovat SMS zadáváním dílčích analytických materiálů. Viceguvernér Dědek by považoval podklad v oblasti spontánní euroizace za žádoucí s ohledem na absenci jakéhokoliv podložené informace z této oblasti. Vrchní ředitel Frait by přivítal zpracování mezinárodního srovnání inflačního vývoje s důrazem na země středoevropských ekonomik, který by mohl částečně přispět k pochopení nízké inflace v ČR ve srovnání s ostatními tranzitivními ekonomikami. Vrchní ředitel Štěpánek reaguje na předchozí návrh vrchního ředitele tak, že zpracování takové srovnávací studie by mohlo být úkolem pro ekonomický výzkum.
Odpověď ředitele SMS Čapka: SMS v současnosti zpracovává analýzu týkající se transmisního mechanismu. O výsledcích této práce bude bankovní rada průběžně informována.

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

IV. Rozhodnutí

Po projednání 11. situační zprávy bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na hladině 2 %.

Zapsal: Tibor Hlédik, poradce bankovní rady