

Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 17. prosince 2003

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

I. Diskuse navazující na prezentaci 12. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Na str. 3 se argumentuje tím, že růst HDP byl ovlivněn záplavami. Ptá se, zda to je odpovídající vysvětlení vzhledem k tomu, že čísla dávají robustní signál růstu i po očištění. Na str. 4 chybí v tabulce některé údaje. Ptá se, zda SMS stále zastává názor vyjádřený na str. 8, že posílení spotřeby domácností je jen dočasný jev. Může SMS vysvětlit informaci ze str. 19 o očekávaném vývoji BOP v posledním kvartále? Dotazuje se, do jaké míry mohou zlepšené výběry DPH být trvalejším jevem a jak lze odhadnout dopady možné změny politiky zaměstnanosti? Znepokojující je informace o FNM na str. 24. Doporučuje nepřeceňovat vliv dynamiky růstu úvěru domácností na ekonomiku vzhledem k nízkému podílu úvěrů na HDP. Na str. 28 jsou uvedeny dvě rozporuplné informace o růstu úvěrů – dle textu klesly i stouply – bylo by dobré ujasnit, který údaj hovoří o meziměsíčním a který o ročním tempu růstu. Na str. 30 je hodnocení chování státu v aukci státních dluhopisů napsané ve stylu „Lidových novin“. Pokud o takové události píšeme v SZ, je třeba se opírat o fakta, která jsou k dispozici, a prezentovat vlastní hodnocení, nikoli používat hodnocení zprostředkované.

Vrchní ředitel Štěpánek: Navazuje na dotaz týkající se BOP. Bylo by možné zpřesnit informaci o očekávaném vývoji ve 4. kvartále. Dále se dotazuje, zda by bylo možno podat vysvětlení výrazné změny struktury finančních toků BOP za první tři kvartály – především by bylo užitečné znát ekonomickou interpretaci celého jevu.

Viceguvernér Dědek: Dotazuje se, zda je k dispozici analýza současných rozdílů mezi údaji o deficitu běžného účtu jako podílu na HDP v běžných a stálých cenách. Tento rozdíl byl v minulosti poměrně výrazný a bylo by dobré vědět, zda tato tendence pokračuje. Dotazuje se na příčinu rozdílu v údajích o běžném a finančním účtu BOP za prvním tři kvartály. Při kumulování údajů se zdá, že tam vzniká nerovnováha mezi nabídkou a poptávkou po devizách. Dále se ptá, zda lze letos očekávat obdobný vývoj kurzu jako v minulých letech, kdy byl kurz koruny ovlivněn technickým obchodováním, například uzavíráním pozic investorů.

Vrchní ředitel Racoča: Vrací se ke svému dotazu z listopadu. Minulá zkušenost ukázala, že není lehké predikovat vývoj regulovaných cen. Nyní je na problematiku citlivosti prognózy k předpokladu o tempu deregulací poukázáno i ve stanovisku poradkyně. Uvažuje SMS o možnosti vylepšit aparát používaný k projekcím vývoje regulovaných cen, čímž by mohlo dojít ke zpřesnění prognózy celkové inflace? Dále poukazuje na to, že při projednávání listopadové SZ nesdílela BR interpretaci SMS o vývoji cen potravin (že se jedná o jednorázový šok). Nyní prochází vývoj cen potravin téměř nepovšimnut (zmínka je až na str. 40), přestože je odchylka cen potravin od původně predikované hodnoty poměrně velká. Upozorňuje na to, že nově dostupné informace mohou – vzhledem k procesu tvorby projekce – výrazným způsobem změnit prognózu. HDP roste rychleji než bylo očekáváno, což se přes transmisní kanál mezery výstupu promítne i do inflace. Vyslovuje obavu z toho, že nová prognóza pravděpodobně povede k příliš

dramatické změně měnově-politického doporučení. Pokud tomu tak bude, bylo by vhodné nyní zvážit, zda na obrat nepřipravit finanční trhy vhodnou komunikací již v prosinci. Prosí o názor SMS, ačkoli je zřejmé, že předjímat nyní výsledek prognostického procesu je velmi obtížné.

Vrchní ředitel Frait: Dotazuje se, zda poměrně rychlý růstu deflátoru HDP – v porovnání s jinými cenovými indexy- lze nějak ekonomicky interpretovat či zda se jedná o technický jev související například s vývojem cen exportu a importu.

Guvernér Tůma: Připojuje se k dotazu s tím, že zajímavé by bylo znát vliv změny kurzu na vývoj ekonomiky. Ptá se, zda stále platí hypotéza, že růst české ekonomiky je citlivý na vývoj kurzu a zahraniční poptávky. Data za poslední tři roky tomu příliš nenavštěvují. Příspěvek čistého vývozu k HDP zůstával poměrně stabilní, přestože obchodní partneři české ekonomiky čelili v tomto období výraznému hospodářskému zpomalení.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Nejprve byla pozornost věnována dotazům z oblasti BOP. Skutečný odliv, který lze pozorovat je pouze cca 20 mld. CZK a ten je vyvolán úrokovými výnosy. Ostatní změny jsou pouze strukturální a ty jsou způsobené změnou portfolia bank (např. výměna deposit za cenné papíry). V oblasti PZI došlo ve 4. čtvrtletí ke dvěma převodům mezi nerezidenty a rezidenty v rozsahu 30-40 mld. CZK. V minulosti naakumulovaná pozice PZI ovlivňuje také objem reinvestovaných zisků a následně bilanci výnosů. Mezi údaji o BÚ a FÚ BOP není výrazný rozdíl, oba účty BOP jsou v rovnováze.

Dále byly zodpovězeny dotazy z oblasti fiskálu a měnových agregátů. Vývoj v oblasti DPH může souviset se snahou domácností se předzásobit před zvýšením daní. Údaje o přírůstcích úvěrů jsou v rámci celé SZ konsistentní. Přírůstek se pohybuje v řádu 2-3 % HDP. Cílem komentáře k neprodané vládní emisi bylo zdůraznit překvapující moment rozhodnutí MF pro finanční trh.

Dále byly zodpovězeny dotazy týkající se reálné ekonomiky. Růst spotřeby je dočasný, ale není zřejmé, jak dlouho bude dočasnost trvat. Diskuse o tom, zda se růst spotřeby zpomalí nebyla ještě uzavřena a bude pokračovat při přípravě lednové SZ. Údaje o běžném účtu nebyly nikdy publikovány ve stálých cenách. Porovnání mezi údaji ve stálých a běžných cenách lze provést pouze pro čistý vývoz a to je indikátor, který není v centru zájmu. Rozdílnost obou údajů je v tomto případě způsobena ekonomickým vývojem, ale i řadou technických faktorů, jako jsou například směnné relace. Název regulované ceny je zavádějící. Jedná se o soubor velmi rozdílných položek, které mají společnou jedinou věc – že nejsou určovány trhem. Stávající predikční aparát není možné příliš vylepšit, protože skupina cen je velmi heterogenní a na agregované úrovni nelze proces modelovat. Jednou z variant je pracovat ve vztahu k regulovaným cenám s alternativními scénáři. U cen potravin se projevuje standardní problém. Není možné je predikovat z měsíce na měsíc. Odchylka posledního údaje od říjnové predikce není problém, protože ve střednědobém horizontu je predikce v pořádku. Deflátor HDP je residuální index, v případě potřeby je nutné analyzovat vývoj indexů jednotlivých komponent HDP. Nízká korelace mezi zahraniční poptávkou a čistým vývozem je způsobena tím, že čistý vývoz je kromě zahraniční poptávky spoluurčován ještě řadou dalších faktorů jako je dovoz, zaměstnanost či očekávání. Navíc dochází ke změně elasticit a klasická proměnná reprezentující zahraniční poptávku (Německo) ustupuje do pozadí, protože dochází k oživení v jiných regionech.

Dále byla pozornost věnována dotazům z oblasti zahraničního vývoje. Deflační riziko vzniká v souvislosti s cenami ropy i po nárůstu cen. Ačkoli byla „výnosová“ křivka cen rop posunuta posledním vývojem cen nahoru, její sklon (sklopení dolů směrem k delším maturitám) se

nezměnil. Analytici stále očekávají pokles cen ve střednědobém horizontu. Zazněl námět lépe zohlednit kurzové riziko v analýzách cen ropy, které jsou navázány na dolar.

Nakonec byl zodpovězen dotaz o možnosti komunikovat s předstihem výsledkem lednové projekce, resp. založit na předběžné znalosti výsledku komunikační strategie v prosinci. Existuje sice řada možných argumentů pro zvýšení sazeb, například uvolnění měnové podmínky. Na druhou stranu je zde riziko, že se růst spotřeby zpomalí z důvodu snížení dynamiky růstu mezd. Zatím tedy není možné předvídat podobu měnově-politického doporučení.

Odpověď sekce bankovních obchodů: V minulosti byl vývoj kurzu koruny koncem roku skutečně ovlivňován technickým obchodováním a také očekáváními budoucího posilování koruny, proti kterému se řada exportérů snažila zajistit. Letos trh obdobnou atmosféru výrazného optimismu nezažívá a ani neexistují velké naakumulované pozice, které by bylo třeba uzavírat. Současný vývoj kurzu koruny je způsoben především kurzovými pohyby mezi eurem, dolarem a jenem.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Analýzy dostupné v SZ a stanoviscích ukazují, že je před námi bod obratu a zároveň dokumentují, že není snadné určit, kdy přesně přijde. Existují argumenty pro to, že příští rok bude ještě rokem stability sazeb, a také pro to, že inflace bude příští rok akcelarovat poměrně rychle. Není triviální říci, které argumenty převládnu. Některá rizika říjnové prognózy byla přímo zmíněna i v dnešní prezentaci.

Viceguvernér Dědek: Údaje z poslední doby ukazují na určité překvapení v inflaci. Cenové vztlínání je vyšší, než očekávala prognóza, ale stojí za ním nestandardní faktory, které nemají přímou vazbu na mezeru produktu a modelové schéma měnové transmise používané ČNB. Korigovaná inflace nevysílá žádný signál, že by docházelo k oživení standardních inflačních tlaků. Návrh měnového rozhodnutí odpovídá této situaci. Vzhledem k tomu, že dostupné údaje jsou v souladu s cenovou stabilitou a prozatím nejsou k dispozici přesvědčivé argumenty pro zvyšování sazeb, komunikační strategie by neměla být založena na signalizaci možného zvýšení sazeb. Je pravděpodobné, že v budoucnu dojde k oživení inflace, protože existuje řada předpokladů pro návrat inflace ke standardním hodnotám. I když existují faktory, které mohou působit v opačném směru jako například kurz dolaru, to ale zřejmě nejsou faktory trvalého rázu. K volatilním a nestandardním faktorům, které urychlují inflaci, se přidávají na počátku roku daňové a administrativní úpravy. Pozoruhodným jevem je překvapivá stabilita kurzu koruny vůči euru během celého roku v období, kdy světové trhy byly poměrně volatilní a kurzy eura, dolaru a jenu procházely turbulencemi.

Vrchní ředitel Racoča: Shoda je zřejmě na tom, že veškeré údaje naznačují, že rizika prognózy se kumulují na inflační straně. V současné době je obtížné rozlišit, zda se jedná o efekty dočasného šoku, po jehož odeznění se inflace opět vrátí k velmi nízkým hodnotám, či o zlom v trendu. Velmi obtížné bude lednové rozhodování, protože není zřejmé, jak se nově dostupné informace promítnou do úvah o mezeře produktu a do inflační prognózy. Prozatím vidíme uspokojivé tempo růstu HDP, spotřeba roste v porovnání s prognózou rychleji, dochází také k oživení v zahraničí. Tyto informace by mohly vést k výraznému přehodnocení výše mezery produktu a následně k příliš razantnímu měnově-politickému doporučení. Možné řešení je

pracovat při diskusích s několika alternativními scénáři. Pravděpodobně se skutečně jedná o bod obratu, ale v procesu tvorby prognózy je třeba ošetřit vlivy volatility cen potravin, ropy – i přes to – že krátkodobé odchylky údajů od predikce nepovažuje SMS za důležité.

Vrchní ředitel Štěpánek: V posledních týdnech se objevila řada zajímavých nových informací – o inflaci a HDP - ale od projednání listopadové SZ uplynuly pouze tři týdny, takže není prostor na radikální změnu hodnocení. Východiska pro dnešní rozhodování jsou podobná jako v listopadu. Rizika prognózy jsou stále na proinflační straně. Pomalu se dostáváme do bodu obratu, ale je zřetelné, že máme zatím k dispozici pouze první signály. V budoucnu jsou možné různé scénáře vývoje. Návrat inflace do cílovaného koridoru může být rychlejší, než očekávaly předchozí prognózy. Je ale také možné, že dynamika inflace bude po dosažení bodu obratu nižší než v minulosti. SMS má těžkou pozici přijít s novou prognózou, protože na přesnou identifikaci bodu obratu není zatím k dispozici dostatek údajů. Nebezpečím je možnost přestřelení prognózy na opačnou stranu pod vlivem minulé diskuse v BR. Lednová prognóza bude velmi složitá. Podstatným faktorem je, že inflace se nachází výrazně pod inflačním cílem. I kdyby tedy prognóza inflace dynamiku podcenila, stále to ještě neznamená, že inflace se dostane nad inflační cíl. Ani vyšší než očekávaná dynamika nevede zatím inflaci ke středu cíle příliš rychle. Proto by nebylo dobré ani vysílat signály, že je zvažována změna nastavení sazeb. Připojuje se k viceguvernérovi Dědkovi v hodnocení faktorů, které urychlily inflaci. Jedná se o nestandardní impulsy nikoli o poptávkovou inflaci. O ničem jiném, než o ponechání sazeb na stávající výši, dnes BR hlasovat nemůže. V podobné situaci můžeme být ještě dlouhou dobu.

Viceguvernér Niedermayer: Sdílí názor, že informace nově dostupné během posledních tří týdnů nejsou dostatečné k výrazné změně názoru. Po vyslechnutí předchozích dvou stanovisek by rád shrnul argumenty pro možnost zvýšení sazeb. Růst HDP je robustní, pokles spotřeby není příliš pravděpodobný, zde nesdílí stanovisko SMS. Inflace se může na hladinu 2-3 % dostat dvěma způsoby. První možností je, že všechny ceny rostou o 3 %. Druhou možností je, že některé segmenty stagnují či dokonce klesají a část cen roste výrazně. Druhá varianta je pravděpodobná a není možné se na ni dívat jako na cosi nestandardního. Lze očekávat, že ceny v segmentu tradables budou klesat. Vysoké stávající marže dávají prostor pro takové snížení. Procházkou po obchodech lze zjistit, že implikovaný kurz koruny je i nad 40 CZK/EUR. Dále lze také očekávat, že ceny v segmentu non-tradables budou mít velmi nepravidelný vývoj. Tento vývoj je pak třeba interpretovat z makroekonomického hlediska. Mezera produktu se může zdát jako neadekvátní nástroj k takové interpretaci, ale ve skutečnosti nelze ignorovat fakt, že poptávka má vliv na strategii přeceňování. V makroekonomickém pohledu se tato souvislost musí projevit, takže v období akcelerující poptávky roste cenová hladina rychleji. V celé řadě zemí uvidíme mnohem rychlejší zvýšení úrokových sazeb, než naznačila některá stanoviska. Zvýšení sazeb je problematická reakce v době, kdy je inflace pod cílem, ale je podstatné si uvědomit, jak jsme se na nízkou hladinu sazeb dostali. Bylo to v době, kdy hrozilo riziko deflace – jak se objevilo ve stanovisku poradkyně – a kdy se centrální banka snažila předejít tomuto riziku snížením sazeb pod jejich rovnovážnou hladinu. Dlouhodobé rovnovážné sazby jsou mnohem výše – pravděpodobně na dvojnásobku až trojnásobku současné hladiny - a bude třeba k nim postupně konvergovat. Pokud nebude konvergence dostatečně rychlá, pak může dojít k přestřelení cíle. Není tedy možné říci, že nás dlouhou dobu čeká pouze diskuse bez hlasování, bez návrhů a bez možností. Přiklání se k názorům již vysloveným, že předpovědět bod obratu není snadné, ale vidí situaci mnohem více vybalancovanější než předřečníci.

Vrchní ředitel Frait: Zdá se, že máme komunikační problém v tom smyslu, že část pozorovatelů má pocit, že v období zpomaleného růstu a dynamiky inflace došlo k poklesu sazeb na nepřírozeně nízkou úroveň a to poměrně razantním způsobem a že v nadcházejícím období oživení růstu a návratu inflace ke kladným hodnotám bude následovat obdobně rychlý a výrazný pohyb sazeb směrem nahoru. Nicméně česká situace je specifická – v porovnání s jinými zeměmi (např. FED) – v tom, že centrální banka nereagovala až tak agresivně, sazby nebyly sníženy k jednomu procentu či k nule. Akcelerace spotřeby je možná dočasná a může dojít k opětovnému zpomalení růstu spotřeby, vliv některých dalších dočasných faktorů může také v příštím roce vyprchat. SMS bude v lednu ve skutečně nelehké pozici. Vhodné by bylo zaměřit se na odhady reálných rovnovážných sazeb, aby bylo možno lépe posoudit, zda jsou současné sazby od rovnovážné hladiny skutečně hodně vzdáleny či nikoli. Pokud se inflace usadí kolem 3% úrovně, tak je asi 2% hladina sazeb nízká, ale interní analýzy včetně stanoviska poradkyně na takovou akceleraci inflace zatím neukazují. Lze mít obavy z toho, že se může opakovat historie roku 2001, kdy došlo nejprve ke kumulaci exogenních deflačních a pak inflačních šoků. Může se ale stát, že případná akcelerace inflace bude v roce 2004 brzděna deflačními šoky, například vývojem kurzu dolaru. Pokud jde o diskutovanou stabilitu kurzu, propočít ukazuje, že rozdíl mezi minimem a maximem kurzu CZK/EUR byl letos 7%, vloni 12% a předloni 13%. Při použití tohoto indikátoru lze ukázat, že koruna je – dle definice ERMII – velmi stabilní (skoro až na úrovni EMR1). Podporuje návrh rozhodnutí neměnit sazby.

Guvernér Tůma: Je důležité přesně vymezit pojem proinflačnost. V horizontu měnové transmise vystřeluje sice prognóza inflace nahoru, ale stabilizuje se v dolní polovině inflačního cíle. Ačkoli se růst cen potravin dle posledních údajů urychlil více, než očekávala prognóza, nemění tato skutečnost nic na dynamice prognózy a možná má mnohem menší vliv na prognózu ve střednědobém horizontu než v horizontu krátkodobém. Takový šok tedy v horizontu nejúčinnější měnové transmise posune prognózu do blízkosti středu inflačního cíle, nikoli mimo cíl. Ekonomický růst je rychlejší, ale není zřejmé, zda je bude oživení spotřeby domácností v takovém tempu pokračovat i v prvním pololetí příštího roku ani že dojde k dalšímu oživení ekonomického růstu. Přiklání se k názoru, že by nebylo dobré internalizovat všechna inflační rizika do lednové prognózy a přejít k razantní změně sazeb. Z analýzy vyplývá následující závěr: dnes ponechat sazby na stávající úrovni, věnovat se pečlivě analýzám, které by mohly identifikovat bod obratu, a prozatím – pokud nebude jasnější časování bodu obratu – případnou budoucí změnu sazeb ani nekomunikovat. Prozatím dostupné analýzy nevysílají jednotný signál. SZ spíše argumentuje ve prospěch rychlejšího oživení inflace, stanovisko poradkyně spíše ve prospěch nižší inflace. Inflační rizika, o kterých se hovoří, je třeba vždy vztahovat k prognóze – a ta míří ve střednědobém horizontu do dolní poloviny inflačního cíle.

Viceguvernér Niedermayer: Právě nakreslený obrázek není příliš realistický. Problém s podstřelením byl vážný nejen proto, že nedošlo ke splnění cíle, ale také proto, že reálné sazby byly nečekaně vysoké a to celý problém zhoršilo. Analogická situace nastane nyní. Zrychlující se inflace bude zmírňovat měnové podmínky a tento samozrychlující mechanismus – podporovaný akcelerací inflačních očekávání – zvětší dynamiku inflace. Tím se zvýší riziko přestřelení cíle, které by po etapě podstřelování výrazně snížilo kredibilitu strategie cílování inflace.

Vrchní ředitel Frait: Riziko akcelerace inflace tu samozřejmě je, ale není třeba se nadměrně obávat ztráty kredibility z důvodu krátkodobého přestřelení inflačního cíle. Pokud bude inflace pro rok 2005 směřovat do cíle, pak bude alespoň možno demonstrovat, že ve střednědobém horizontu je v průměru inflace konsistentní s cílem a je centrální bankou vyhlazována, nikoli krátkodobě řízena. Je třeba samozřejmě ošetřit, aby reálné sazby nebyly příliš volatilní.

Viceguvernér Dědek: Historie inflačního cílení v ČR ukazuje, že sazby byly dosud zvýšeny dvakrát a po každém zvýšení došlo k dramatickému poklesu inflace. To neříká nic o kauzalitě. Ale není možné vyloučit, že taková situace nenastane i napotřetí. Inflační překvapení z posledního měsíce bylo skutečně způsobeno nestandardními faktory, korigovaná inflace je nulová, což by odpovídalo hypotéze SMS o záporné mezeře produktu. Příliš výrazná reakce na jednorázové efekty možná není na místě, dokud se nepotvrdí, že se oživuje měnově-politická inflace. Problémem jsou samozřejmě inflační očekávání. V každém případě doporučuje nesignalizovat, že zvýšení sazeb se dostává na pořad dne. Prozatím je třeba pokračovat ve vyhodnocování faktů.

Vrchní ředitel Racoča: Shoda je zřejmě v tom, že „příšera“ inflace není mrtvá a že pouze spí. Jde o to nepropást, kdy se začne budít. Nyní asi není vhodná doba začít komunikovat bod obratu, ale je třeba být pozornější než v posledních několika čtvrtletích. Inflace nyní kopíruje trajektorii prognózy z červencové situační zprávy, proto vyslovil v úvodním slovu obavu ze závěrů lednové predikce, které by mohly implikovat (protože hodnoty inflace budou hodně vysoké) příliš razantní měnově-politické doporučení v lednu s následnou potřebou komunikovat deflační rizika v únoru.

Viceguvernér Niedermayer: Vybízí k opatrnosti při formulaci stanovisek, aby nevznikl ze strany SMS dojem, že si BR objednává určitý výsledek prognózy. SMS musí dodat tu nejlepší prognózu, jakou umí vytvořit. Odpovědnost za rozhodnutí nese v každém případě BR. V minulosti došlo k obvinění, že BR ovlivňuje proces tvorby prognózy. Je třeba se spíše soustředit na vyhodnocení minulých chyb v prognóze a poučit se z nich.

Vrchní ředitel Racoča: Stanovisko nemělo v žádném případě ovlivnit proces tvorby prognózy, ale poukázat na rizika přílišné volatility výsledků prognóz.

Ředitel SMS: Stanovisko poradkyně ukazuje, že korekce prognóz ČNB jsou srovnatelné s korekcemi ostatních institucí.

III. Výsledek 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 ředitel Frait:	Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Racoča:	Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Štěpánek:	Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

IV. Rozhodnutí

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

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady