

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 25.11. 2004

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

1. Diskuse navazující na prezentaci 11. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Chválí srozumitelnost SZ. Žádá o srovnání robustnosti jednotlivých komponent běžného a finančního účtu. Zejména se jedná o kvartální údaje o přímých zahraničních investicích (PZI), reinvestovaném a repatriovaném zisku. Táže se, které položky reflektují nové informace a které jsou pouze odhadem. Dále se táže na vliv evropské společné zemědělské politiky a interní zemědělské politiky na ceny zemědělských výrobců podle komodit. Do jaké míry mohou tyto politiky kompenzovat vliv dobré sklizně na ceny. Komentuje způsob prezentace směnného kurzu v grafu, použití invertované osy hodnot na něj nepůsobí příliš přirozeně.

Odpověď SMS: Reinvestované zisky jsou odhadem ČNB, skutečnost je k dispozici s více než ročním zpožděním. Odhady se v průběhu čtvrtletí nemění, v celoročním vyjádření se jedná o částku cca 70 mld. Kč. Ohledně dividend se vychází z údajů, které se publikují po valných hromadách podniků. Růst dividend je vyšší než růst reinvestovaných zisků. Údaj o dividendách je tak spolehlivější než údaj o reinvesticích. PZI se skládají ze tří částí: z investic do základního kapitálu, z úvěrů od mateřských společností a z reinvestovaného zisku. Zatímco o investicích do základního kapitálu jsou údaje k dispozici díky oznamovací povinnosti, úvěry od matek se podobně jako reinvestované zisky zjistí až se zpožděním v ročním šetření.

Několik dotazů se zaměřilo na ceny zemědělských výrobců (CZV), vliv vstupu do EU a na vlivy společné zemědělské politiky (SZP) a domácí zemědělské politiky (DZP). Bude zpracována podrobnější analýza na toto téma. Konkrétně ohledně DZP v současnosti platí, že tržní ceny jsou v současnosti níže než stanovené výkupní ceny, nicméně k výkupům nedochází a ani nejsou zajištěny kapacity na uskladnění. Je to riziko do budoucna, až se podaří zemědělcům tyto ceny vynutit, bude to nejspíše znamenat tlak na ceny.

Důvodem obrácení osy hodnot v grafu kurzu je snaha zachovat konzistenci s grafem indexu kurzu, který je konstruován podle americké konvence.

Viceguvernér Dědek: Poznává, že v době mezi uzávěrkou situační zprávy (SZ) a jejím projednáním se objevily významné informace, které částečně mění bilanci rizik. Uvítal by, kdyby to bylo technicky možné, aktualizaci grafu rizik (GRIP) těsně před projednáním SZ. Bylo by to lepší než verbální popis odchylek. Žádá podrobnější diskuzi rizika vyplývajícího z posilování kurzu a jeho souvislosti s privatizací. Též poznává, že již v 10. SZ byl predikován velký přebytek finančního účtu, takže by posilování nemělo být překvapením. Táže se zda tato predikce je v souladu s referenčním scénářem kurzu.

Odpověď SMS: Aktualizace GRIP je možný námět, nicméně to, že došlo mezi odevzdáním a projednáním SZ k takové změně bilance rizik, se stalo poprvé. Je otázka, zda je účelné proto měnit zavedený systém. Není jasné, jak by potom měla být interpretována současná odchylka kurzu a jak daleko do budoucna ji promítat. Pokud by byla velmi persistentní, byl by její efekt značný; nyní se GRIP konstruuje mechanicky pouze na minulých datech.

Odhad platební bilance z 10. SZ již zohledňoval informaci o privatizaci Telecomu. Bylo již tehdy poukázáno na to, že pokud privatizace půjde přes trh, bude to představovat riziko.

Predikci platební bilance komplikují kurzové vlivy a obtížnost predikovatelnosti položek v části ostatní investice.

Vrchní ředitel Racoča : Požaduje zevrubnější analýzu vývoje cen potravin a toho, jaký na ně má vliv vstup do EU a potenciálně měnící se struktura maloobchodního trhu. Též vyzývá k vypracování popisu fungování dotací z EU a z fondů MZ. Ohledně kurzového vývoje poznamenává, že posiluje nejen koruna, ale i měny ostatních středoevropských zemí. Táže se, zda je možno oddělit vliv očekávané privatizace Telecomu od celkového trendu. Dále požaduje vysvětlení zápočtu garance ČNB do vládního deficitu; podle metodiky ESA95 se započítává celá již po první splátce. Na rozdíl od toho se na příklad výdaje na stavbu dálnice D47 budou zahrnovat postupně.

Odpověď SMS: Je pravda, že metodika ESA95 vychází se z aktuálního principu časové souvztažnosti, který požaduje započtení celého potenciálního budoucího výdaje v okamžiku, kdy je znám. Nicméně existuje metodický problém zjištění spolehlivé celkové hodnoty takového výdaje. Takže zatímco vládní garance vůči ČNB se započítává celá, u investic se započítává jen ve skutečnosti fakturovaná částka. Důvodem je to, že celková výše investice se může změnit.

Vrchní ředitel Frait : Žádá o komentář k vývoji inflačních očekávání, která podle údajů v SZ poklesla v delším horizontu na 2%, v kratším horizontu ještě více. Táže se, zda SMS považuje tyto údaje za velmi nespolehlivé nebo zda jim přece jen přikládá určitou váhu. Chválí box v SZ popisující výsledky simulací možných vlivů dočasného nebo permanentního ropného šoku. Vyzývá ke zpracování podobného podkladu pro šoky do kurzu eura a dolaru. Zajímá se, zda analytici SMS již nemají k dispozici podklady např. od OECD, IMF, které analyzují vliv permanentního šoku do kurzu dolaru. Dále požaduje vyjasnění toho, v jakém horizontu ovlivní stávající změny v cenách potravin inflaci. V úvodu situační zprávy se hovoří o střednědobém horizontu, zatímco v prezentaci ředitele SMS byl uváděn krátkodobý horizont. Co tedy SMS rozumí pod krátkým a středním obdobím? Domnívá se, že ceny potravin budou mít vliv v krátkodobém horizontu.

Odpověď SMS: Skutečně došlo k poklesu vykazovaných inflačních očekávání. Panuje o tom určitá nejistota, zda to má fundamentální příčinu, kterou by mohlo být například odeznění obav z inflačního šoku po vstupu do EU nebo zda se jedná o statistický artefakt. SMS této změně přisuzuje malou váhu. Zjišťování u podniků a na finančním trhu se považují za robustnější než zjišťování u domácností. Na finančním trhu je malý počet respondentů, změny lze zpětně dále ověřit a vysvětlit. U podnikových manažerů se bere průměr z 90 procent středových odpovědí, aby byly odstraněny excesy. Průzkum domácností je zadán firmě, ta oslovuje statisticky reprezentativní vzorek cca 600 domácností. Problémem může být způsob zadání otázky. Dříve to bylo ovlivněno aktuální inflací, která byla respondentům sdělena. Nyní došlo k eliminaci této části otázky. Odpovědi jsou nyní velmi volatilní a mohou být silně ovlivněny tiskem, který se před vstupem do EU cenovým otázkám intenzivněji věnoval. To by mohlo vysvětlit změnu očekávání ze 4-5 %, na kterých se očekávání pohybovaly na jaře na současná 2 %.

K dispozici jsou materiály OECD, které se týkají simulací různých scénářů korekce nerovnováhy běžného účtu USA, jejich součástí je scénář depreciace dolaru. Také IMF využívá globální model k těmto simulacím. Analýzy tohoto typu jsou hodně komplexní. Například při simulacích v modelu NIGEM je nutné dobře specifikovat původ šoku.

Za krátký horizont pro vývoj cen potravin je možno považovat období do další sklizně. Inflaci ve středním a delším horizontu mohou ceny potravin ovlivňovat prostřednictvím inflačních očekávání a zpět-hledících reálných sazeb.

Vrchní ředitel Štěpánek: Chválí přehledný způsob napsání SZ, táže se, kdo byl editorem. Poznává však, že jazykově by ji bylo možno ještě vylepšovat. Požaduje vyjasnění změny odhadu deficitu vládního rozpočtu na rok 2004, táže se, které vlivy působily ve smyslu snížení deficitu proti započítávané garanci vlády ČNB, jenž deficit zvětšovala.

Odpověď SMS: Editorem byl Petr Král. Do změny ve výhledu deficitu se promítla pouze garance. Nominální HDP bude cca 2500 mld. Odhadem je navýšení o 0,8 – 0,9 p.b.

Vrchní ředitelka Erbenová : Žádá vyjasnění vlivů, které stály za zvýšením zaměstnanosti v nepodnikatelské sféře. Dále by uvítala vysvětlení toho, proč došlo k uváděnému rozvolnění vazby mezi údaji o vývoji maloobchodních tržeb a spotřeby domácností. Její třetí podnět se týká úvahy o možném pomalejším růstu potenciálního produktu, která se objevila v SZ, měnověpolitickém doporučení (MPD) i v prezentaci. Pomalejší růst potenciálu by mohl být důsledkem pozorované vyšší než očekávané inflace a indikací o možném než pomalejším růstu. Poznává, že odhad potenciálního růstu byl v 10. SZ zvýšen a byla s tím seznámena veřejnost. Varuje před unáhlenými závěry činěnými na základě předstihových ukazatelů a jednoho čísla o inflaci. Poukazuje na možný problém v komunikaci mezi ČNB a veřejností. Odborná veřejnost může interpretovat odhad potenciálního produktu jako odvozený z předpokladů ČNB o zlepšujících se produkčních schopnostech ekonomiky, zatímco ve skutečnosti je tato veličina odhadována na základě realizovaného růstu výstupu a inflace.

Odpověď SMS: Není znám důvod nárůstu zaměstnanosti v odvětví veřejná správa a obrana, nelze vyloučit ani chybu ve vykazování při delimitaci pracovníků mezi centrálními a regionálními úřady. Otázkou je, k jaké změně dojde po pravidelné revizi dat. Ta část zaměstnanosti, která by mohla reagovat na cyklus, se vyvíjí podle předpokladů. Po zpomalení poklesu došlo v průmyslu k mizr. růstu počtu zaměstnanců. Ukazatele nezaměstnanosti jsou v souladu s prognózou. Očekávání jsou relativně příznivá, míra nezaměstnanosti bude klesat, její pokles bude brzděn rigiditami na trhu práce a adaptivními mechanismy (dovozem pracovní síly, lepším využíváním pracovní doby).

Vztah spotřeby a maloobchodu se rozvolnil v roce 2003 v souvislosti se změnami v zákoně o DPH v prodeji automobilů, kdy došlo k prudkému zrychlení tržeb před zpřísněním odpočtů. Vlivem základen se tento vliv přenáší i do současných meziročních údajů. Pokud se tržby očistí o příslušný segment, je závislost poměrně těsná.

Potenciál se odhaduje statistickou metodou a je proto přirozené, že s novými daty může výsledek odhadu kolísat. Není možné z toho dělat silné závěry a ani by nebylo vhodné to promítat do vnější komunikace ČNB. Údaj o potenciálu je veřejností bedlivě sledován a je mu připisována možná nadměrná důležitost. Proto byla snaha v poslední zprávě o inflaci (ZOI) mírně relativizovat význam přesnosti čísla; mluvíme tam o potenciálu mírně nad 3 % i když odhad byl nad 3,5 %, takže je tam určitý prostor pro akomodaci změny odhadu směrem dolů. Nová data však nemění výhled v kvalitativním smyslu.

Viceguvernér Niedermayer: V doplňující otázce se vrací ke statistice platební bilance a spolehlivosti celkového čísla PZI. Žádá o vyjasnění toho, proč je ze schválených bilancí podniků možno vyčíst dividendy, ale nepoužívají se pro zjištění dalších údajů. Poznává, že valná hromada nejen rozhodne o výši dividendy, ale i o reinvestovaném zisku. Táže se, zda je problém

v tom, že jsou dispozici informace o velkých firmách, ale pro střední a menší podniky nejsou data. Také se táže, jaký je poslední odhad výše investic do základního kapitálu.

Odpověď SMS: Bilance firem nemáme. Ty se získávají až v ročním šetření. V současné době probíhá šetření za rok 2003. Údaje o dividendách nejsou z rozvah, ale z jiných informací z valných hromad. Například z oznámení o výplatě dividend velkých firem. Problém je v tom, že nejsou data pro malé a střední podniky, ale hlavně v tom, že nejsou včas k dispozici podrobné rozvahy. Čím větší podíl reinvestovaného zisku v PZI, tím je odhad celkové hodnoty PZI neurčitější. Celoroční odhad investic do základního kapitálu je kolem 50 mld. za rok.

Guvernér Tůma, viceguvernér Niedermayer, vrchní ředitelka Erbenová: V doplňujících otázkách žádají vyjasnění toho, proč se intervenční ceny nerealizují. Uvádí, že je to ze strany zemědělců pravděpodobně vynutitelné. Nedostatečné skladovací kapacity by neměly vést k nefunkčnosti intervenční politiky.

Odpověď SMS: Stát nemá dostatek certifikovaných skladovacích kapacit, ale ani nemá prostředky v intervenčním fondu. Producenti zatím většinou vyčkávají s prodejem na další vývoj situace a proto ve skutečnosti zjišťované ceny (v případě pšenice o 300 Kč za tunu nižší než intervenční ceny) nejsou příliš reprezentativní, obchodované objemy jsou příliš malé. Intervenční cena je jednotná pro celou EU, v případě potravinářské pšenice 3200 Kč za tunu.

Viceguvernér Niedermayer: K diskuzi o aktualizaci GRIP poznamenává, že sice by všechny informace měly být zohledněny, ale varuje před nadměrným zdůrazňováním významu posledních čísel.

Viceguvernér Dědek: V doplňující otázce k přebytku finančního účtu platební bilance poukazuje na problematiku zahraniční emise a jejího zajištění. Základním poselstvím odhadu bilance z 10. SZ je možnost výrazného přebytku prostředků v autonomních položkách finančního účtu a riziko silné apreciace devizového kurzu, pokud by centrální banka nezasahovala. Kritizuje, že tyto podstatné informace byly uvedeny pouze v příloze jakoby na okraj. Tato rizika měla být podrobně diskutována již před měsícem. Není dobré, že se stávají pro nás problémem až nyní, kdy začínáme na trhu registrovat první příznaky jejich realizace.

Odpověď SMS: Doporučuje se však nepodceňovat ani další faktory kurzové apreciace kromě privatizace Telecomu. Zkušenost roku 2001 a 2002 ukazuje, že kurz aprecioval i po odčerpání privatizačních deviz z trhu. Apreciace může nyní odrážet regionální trend a relativně dobré vyhlídky české ekonomiky. Důležitý pak může být především kombinovaný efekt všech vlivů.

Viceguvernér Niedermayer: Doporučuje vycházet z predikce primární bilance. Poznamenává, že vliv očekávané privatizace Telecomu (cca 70 mld.) je vyvažován deficitem bilance výnosů (–130 mld) a deficitem obchodní bilance (–50 mld.). Klade otázku, zda Telecom může mít rozhodující vliv; domnívá se, že nakonec budou rozhodující ty volatilní složky platební bilance, které nejsme schopni predikovat.

Poznámka SMS: Za predikci stojí předpoklad realizace vzájemné dohody, což je relativizováno výhledem na privatizaci v korunách, takže riziko zde jistě je.

Vrchní ředitel Frajt : K diskuzi o inflačních očekáváních poznamenává, že domácnosti by měly znát náš inflační cíl, a proto jej překvapil pokles očekávání na 2 %. Táže se, zda lze spolehlivost

průzkumu inflačních očekávání mezi domácnostmi zlepšit, případně jak by to mohlo být nákladné.

Odpověď SMS: Metodiku dotazování je možno ještě otevřít a znovu diskutovat.

Viceguvernér Niedermayer: Poznnamenává ke způsobu kladení otázek v průzkumech inflačních očekávání, že v zahraničních průzkumech se tazatel ptá nejdříve na směr budoucí inflace a následně na aktuální inflaci, což umožňuje lepší interpretovatelnost výsledků.

Vrchní ředitelka Erbenová : K problematice potenciálního růstu poznamenává, že odborná veřejnost se o potenciální růst zajímá zejména díky důrazu, který na něj ve své komunikaci ČNB klade.

Odpověď SMS: Zřejmě se špatně chápe míra neurčitosti, kterou v tomto ohledu máme a přisuzuje se velký důraz na rozdíl 1/10 procentního bodu.

Viceguvernér Dědek: Klade doplňující dotaz ohledně dalšího nákladového šoku, kterým může být cena uhlí. V tomto případě by se však jednalo o interní šok. Může zde být souvislost s očekávanou privatizací ?

Odpověď SMS: Vývoj ceny uhlí byl překvapivý. Do značné míry za ním bude stát vývoj cen ropy a zemního plynu a částečná substituovatelnost těchto surovin uhlím. Vliv privatizace je těžké odhadnout.

Viceguvernér Niedermayer: Táže se, zda se jedná o světové nebo domácí ceny uhlí. Ceny našeho uhlí byly vyšší než některé zahraniční, například Polské. Vývoj by naznačoval, že se něco děje se světovými cenami uhlí.

Odpověď SMS: Jedná se o domácí ceny. Pravděpodobně se zvyšují i světové ceny uhlí.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Niedermayer: Vnímá stále spíše proinflační rizika vůči poslední prognóze a vychází přitom spíše z makroekonomického rámce než pouze z izolovaného údaje o posledním vývoji cen potravin. V té souvislosti varuje před vytrháváním vývoje jednotlivých komponent z celkového obrázku. Cítí v SZ nevyváženost mezi komentáři zahraničních a domácích dat: zatímco růst cen výrobců tempem 9 % v Polsku je označován jako mimořádný, u nás se komentuje jen technicky. Ceny ropy nyní asi nepředstavují takovou hrozbu jako před měsícem, ale z hlediska predikce je jejich vliv nyní spíše jen neutrální. Domnívá se, že nezvýšení mezd některým státním zaměstnancům nebude představovat protiinflační působení ve srovnání s prognózou, neboť tyto prostředky se pravděpodobně neušetří a utratí se jiným způsobem. Poznnamenává, že ačkoliv ukazatele o tržbách nejsou příliš povzbudivé, ostatní indikátory jsou víceméně v pořádku, a tak v souhrnu nemusí nová data vést ke změně rétoriky. Největším rizikem je kurz koruny. Očekává, že posílení kurzu by znamenalo obtížnou situaci, protože inflace se nejspíše nesníží, aby zajistila kladné reálné sazby. Zvyšování sazeb bude obtížné, aby nedošlo k dalšímu zhodnocování. Je nutné udělat vše, co bude možné, aby Telecom neměl na kurz vliv.

Viceguvernér Dědek: Poznamenává, že stejně jako minulé SZ i tato odkládá dále do budoucnosti uzavírání výstupové mezery a poptávkové tlaky. Poptávková rizika vnímá směrem dolů: přehodnocuje se výhled zahraničního hospodářského růstu, rozpočtová politika bude působit mírně restriktivně. Neinflačně působí i klesající jednotkové náklady práce. Určitým překvapením je, že existující nákladové tlaky z CZV, PPI jsou absorbovány a příliš se neprojeví v inflaci. Zdůrazňuje, že růst cen vstupů nemusí automaticky znamenat růst sazeb, neboť reakce měnové politiky na negativní nákladový šok je otázkou jemnější diskuze.

Důležitý je zhoršený výhled pro zahraniční, zejména pro německou poptávku. Na tomto základě ECB pravděpodobně nezvýší úroky celý příští rok. Klade si otázku, zda vývoj globálních nerovnováh nehrozí větší poruchou ve vzájemném vztahu světových měn. Rizikem může být chování centrálních bank a možná změna alokace jejich devizových rezerv v neprospěch dolaru. Není pak v této souvislosti Rusko první vlaštovkou? Větší oslabení dolaru by znamenalo významné ochlazení evropské konjunktury. Pro naše oživení je to rizikem, neboť to je taženo především exportem a to přímo i nepřímo přes investice.

Dále se domnívá, že diskuze ohledně kurzu koruny je poznamenána predikčním aparátem ČNB. Vývoj kurzu je modelován pomocí paritních vztahů a tokové veličiny se příliš neberou v úvahu. Proto se autonomnímu přebytku ve výši 90 mld. Kč (před započtením kompenzujících bankovních operací) nevěnovala dostatečná pozornost a tato problematika se diskutuje až nyní v souvislosti s privatizací Telecomu. Zdůrazňuje, že tento velký přebytek je výsledkem odhadů již po započtení odlivových položek. Do budoucna to považuje za klíčový problém. Vyjadřuje uspokojení, že BR se shoduje v nutnosti být aktivní a předejít excesivním dopadům na kurz.

V souhrnu považuje měnově-politické doporučení za optimální. Odpovídá situaci, není nutno měnit příběh o ekonomice, která negeneruje poptávkové tlaky a kde prostředí je dostatečně konkurenční, čímž brání prosakování nákladových tlaků. Optimální reakcí politiky je pravděpodobně „wait-and-see“, tj. čekat a pozorovat odolnost vůči nákladovým tlakům. Otázkou zůstává vývoj CZV, je obtížné tento segment predikovat. Doporučuje analyzovat tuto problematiku více, zejména to, jaký je potenciál cenového dohánění v zemědělských komoditách.

Vrchní ředitel Štěpánek: Poznamenává, že překvapení ve vývoji cen potravin vyplývá z naší malé zkušenosti s prostředím, kde se trh střetává s politikou intervencí. Ústředním tématem se stává kurz. Lze se na něj dívat buď jako na problém platebně-bilanční nebo jako na problém psychologie trhu. Uvádí, že podle dostupných čísel by to platebně bilanční problém být neměl. Existují mechanismy, které umožní vstřebat efekty privatizace, aniž by muselo k větší apreciaci dojít. Vnímá to spíše jako problém psychologie očekávání.

Pokud by k apreciaci došlo, znamenalo by to nenaplnění predikce a změnu pravděpodobné trajektorie úrokových sazeb. Znamenalo by to i komunikačně velmi náročnou situaci. Podporuje odhodlání tomuto riziku čelit. Nicméně domnívá se, že ekonomika roste solidně a měla by být schopna určitou míru apreciacie unést.

Reálným dilematem se stává rozhodování v situaci, kdy na jedné straně narůstá inflace a na druhé straně stojí měnová politika, která by měla uvažovat o odkladu nakonec nevyhnutelného zvyšování sazeb. Domnívá se, že krátkodobě dojde k naplnění predikce, dlouhodobější výhled pro růst v zahraničí a zprostředkovaně pro ČR však není tak příznivý. Vnímá klesající pravděpodobnost silných poptávkových tlaků. Domnívá se, že to bude komunikačně velmi náročné období.

Vrchní ředitelka Erbenová: Rizika vnímá spíše směrem nahoru, potvrdila se oprávněnost jejího skeptického postoje k predikci poklesu cen potravin. Domnívá se, že došlo k podcenění strukturálního vlivu EU a přecenění vztahu mezi CZV a cenami potravin. Považuje potraviny za relevantní riziko směrem nahoru, ještě se nachází v horizontu, který lze ovlivnit měnovou politikou. Dalším rizikem je intenzita průsaku dovozních cen do PPI a vůbec vývoj cen průmyslových výrobců. Ropa je z hlediska prognózy nyní neutrální. Její vliv bude asi tlumen vývojem kurzu dolaru, nicméně naopak hrozí rizika z vývoje cen ostatních energetických surovin, například uhlí a elektřiny pro velkoobchodatele. Domácí poptávkové faktory se příliš nemění, kromě možného odlišného vývoje mezd ve veřejném sektoru. Rizika směrem dolů představuje především kurz koruny k euru i křížový kurz dolaru k euru. Riziko pomalejšího růstu ve 3. čtvrtletí nevnímá jako příliš podstatné, podobně jako riziko jiného časování změn daní. Souhlasí s měnově-politickým doporučením a to zejména kvůli riziku kurzu.

Problém vidí v komunikaci rozhodnutí. Souhlasí s tím, že vývoj kurzu není platebně-bilanční problém, což bylo podobné v roce 2001 a 2002 a proto se tenkrát hovořilo o kurzové bublině. Kdyby se komunikoval kurz jako hlavní riziko, mohlo by to být kontraproduktivní a mohlo by to přispět k posílení spekulace. Doporučuje jednat s vládou o společném postupu a snažit se dosáhnout toho, aby veřejně oznámila, že bude spolupracovat s ČNB na eliminaci vlivu privatizace na kurz.

Vrchní ředitel Racoča: Obecně vnímá hospodářskou situaci velice pozitivně. Ekonomika relativně silně roste bez viditelných nerovnováh. Dochází k růstu úvěrů, úvěry pro podniky vykazují historicky silný růst, v metodice ECB 17 % meziročně. V inflaci se neprojevují nerovnováhy, ani v mzdovém vývoji. Roste produktivita práce a klesají jednotkové náklady práce. Podle údajů v Situační zprávě a podle prezentace sekce měnové není problém ani ve fiskálním vývoji. Negativně vnímá růst PPI a rizikem je jeho průsak do spotřebitelských cen. Také nezaměstnanost by měla vzhledem k postavení v hospodářském cyklu klesat rychleji. Ve vývoji vnějšího prostředí nevnímá příliš velké změny proti minulé SZ. Otázkou je ovšem vliv cen ropy na vývoj světové ekonomiky.

Doporučuje k případným změnám nastavení měnově politické úrokové sazby přistupovat opatrně. ČNB by měla věnovat intenzivní pozornost analýze vývoje devizového kurzu.

Vrchní ředitel Frait: Vnímá určitý metodický rozpor, dichotomii v konstrukci prognózy. Na jedné straně je teoreticky založený vysoce agregovaný model, ve kterém je inflace především cyklickým jevem a jako taková je hnána mezerou výstupu. Do toho z druhé strany se přidávají krátkodobé expertní odhady, které nemají vztah k cyklu a snažíme se pak získat nejpravděpodobnější odhad budoucí inflace. Uvádí, že tento postup není vnitřně konzistentní, ty krátkodobé necyklické faktory mají tendenci zastiňovat makroekonomickou logiku a vedou k přílišné volatilitě prognózy. Například minule došlo ke snížení prognózy a inflačních tlaků, aniž došlo ke změně makroekonomického pohledu. Nyní po jednoměsíčním vývoji CZV se situace zase skoro obrací a opět aniž by se změnila makroekonomická situace. Naopak, makroekonomická situace má spíše tendenci se obracet směrem dolů. Doporučuje klást menší důraz na krátkodobé výkyvy v cenách potravin. Domnívá se, že není nutně nejlepší vypracovávat nejpravděpodobnější prognózu. Kdyby se inflace modelovala více teoreticky, docházelo by k menším chybám. Inflace je cyklickým a makroekonomickým jevem.

Bilanci rizik považuje za vyrovnanou, avšak asymetricky rozloženou v čase. Krátkodobá rizika jsou spíše proinflační – ropa, potraviny, další komodity, PPI. Je to vidět z médií, jsou to

rizika, která odpovídají horizontu analytiků. Domnívá se však, že centrální banka by se měla dívat dále do budoucnosti a tam střednědobá rizika míří jednoznačně opačným směrem. Základní příběh predikce o uzavírání mezery výstupu a jeho důsledcích považuje za stále velmi důvěryhodný. Poznává však, že uzavírání mezery výstupu je v prognóze hnáno především exportem a investicemi, které také souvisí s exportními vyhlídkami, takže jistá rizika existují. Nicméně rychlý růst úvěrů podnikům signalizuje, že investice budou i nadále silné.

Vysoké ceny ropy budou mít pravděpodobně charakter permanentního nebo přinejmenším persistentního šoku a budou mít sekundární efekty do inflace. V terminologii modelu bude mít negativní šok vliv na snížení potenciačního produktu a při dané měnové situaci by to mělo vést k růstu inflačních tlaků a nutnosti vyšších sazeb centrální banky. Proti tomu však pravděpodobně působí strukturální vývoj v české ekonomice, který vede k růstu potenciálu.

Oslabování dolaru představuje pozitivní nabídkový šok, má nejen vliv na ceny benzínu, ale i na ceny technologií včetně informačních. Dojde tak k nárůstu volných prostředků pro investice a dojde ke zlepšení směnných relací a v důsledku se to projeví ve zvýšení potenciálu. Dolar však bude mít také negativní vliv na poptávku po evropských exportech a i celosvětově může dojít k poklesu poptávky. Depreciace dolaru může umožnit FEDu zvýšit, tj. normalizovat, úrokové sazby a což by mohlo vést k nižším cenám komodit, což by dále posílilo deflační tlaky. V souhrnu je nejistota o vývoji vnějšího prostředí značná, ale nezdá se, že by měla znamenat pro českou ekonomiku ve střednědobém výhledu inflační tlaky. Připojuje se k viceguvernérovi Dědkovi a doporučuje politiku wait-and-see, tj. počkat na indikátory rychlejšího uzavírání mezery výstupu. Rizika rychlejšího než očekávaného růstu poptávky považuje za menší než rizika opětovného zpomalení poptávky.

Guvernér Tůma: Vyjadřuje se k dichotomii prognózy, kterou diskutoval vrchní ředitel Frait. Vývoj cen potravin lze obtížně podchytit v modelovém rámci, nicméně jejich váha je tak velká, že není možné se jimi nezabývat. Proto také nebyly nikdy vyjmuty z indexu čisté inflace, přestože bylo známo, jak je obtížné ovlivnit je měnovou politikou. V tomto smyslu navrhuje znovu otevřít debatu o predikčním procesu. Její součástí by mohla být otázka, do jaké míry se snažit model rozšířit tak, aby postihoval i faktory, o kterých se zatím rozhoduje expertně. Nesouhlasí s názorem vrchního ředitele Frait, že by taková integrace nebyla správná nebo možná. Také si není jist, zda by výsledky byly lepší, kdyby predikce byla založena čistě na modelu a kdyby se z měnově-politického hlediska exogenní faktory diskutovaly expertně jako rizika predikce. Považuje za pozitivní vývoj, že na rozdíl od doby kdy se modelový rámec predikce budoval, se nyní ceny potravin analyzují a nenahlíží se na ně jako na exogenní, nepredikovatelnou veličinu.

Poznává, že nové údaje nenaznačují, že by od minulé SZ došlo ke změně charakteru makroekonomické situace. Česká ekonomika je stále nízkoinflační, nehrozí silné poptávkové tlaky, které by se však mohly projevit s postupným uzavíráním mezery výstupu. Doporučuje nevysílat silné signály, protože nejsou dostatečně robustní informace, které by naznačovaly jednostranná rizika.

Ohledně potravin konstatuje, že pokud se nebude naplňovat predikce poklesu jejich cen, bude to nejspíše díky strukturální změně. Domnívá se, že je pravděpodobné, že se intervenční ceny budou uplatňovat. V tom případě lze čekat růst tržních cen. Bude se jednat o jednorázový efekt, který se bude projevovat v inflaci následujících dvanáct měsíců. V delším horizontu lze

čekat spíše jen sekundární efekty. V souhrnu by tomuto vlivu však nepřikládal příliš velkou váhu a nedomnívá se, že by měl znamenat důvod pro větší změnu inflačního výhledu.

Nedomnívá se, že existují fundamentální důvody pro výrazné posilování kurzu. Předpokládá však, že kdyby k němu došlo, pak do určité míry by ekonomika měla být schopna se s tím vypořádat. Konstatuje, že v minulosti nebyla apriori stanovena hranice, za kterou bude ČNB reagovat na kurzový vývoj a domnívá se, že není nutné ji stanovovat nyní. Nicméně doporučuje, jestliže se pro zhodnocování neshledají fundamentální důvody, aby se prostřednictvím komunikace ČNB snažila apreciaci brzdit. Protože rychlá a navíc nepodložená apreciace nemůže být prospěšná. Otázkou je konkrétní forma komunikace. Souhlasí s vrchní ředitelkou Erbenovou, že přílišné zdůrazňování kurzové otázky by mohlo být kontraproduktivní. Doporučuje dojednat s premiérem a ministrem financí, aby obě instituce, vláda i ČNB, potvrdily, že mají zájem na eliminaci potenciálních kurzových dopadů privatizace Telecomu. Předpokládá, že to by to pro trh znamenalo významný signál. Vlastní komunikace ČNB by mohla vycházet z toho, že fundamentální vývoj nezakládá důvody pro výraznou apreciaci, že se kurz pod vlivem finančních toků může pohybovat jedním nebo druhým směrem, ale že privatizace Telecomu by to neměla výrazněji ovlivnit. A to tím spíše, že vláda potvrzuje, že bude hledat řešení s minimálními kurzovými dopady.

Viceguvernér Dědek: Dotazuje se, zda vláda bude v příštím roce opět emitovat dluhopisy v cizí měně. Původním plánem bylo každý rok emitovat dluh přibližně v hodnotě 1 mld. eur.

Vrchní ředitel Štěpánek: Nejedná se o pevný závazek. Bylo dohodnuto, že budou monitorovat situaci a rozhodnou se podle aktuálního vývoje.

Guvernér Tůma: Podle informací ministra i náměstka Janoty tomu nejsou příliš nakloněni.

Viceguvernér Dědek: Dotazuje se, zda bude zaručeno, že tato případná emise bude opět zajištěna.

Viceguvernér Niedermayer: Velmi pravděpodobně ano.

Vrchní ředitelka Erbenová: Souhlasí s tím, že není vůbec jisté zda k emisi dojde. Začátkem prosince se uskuteční schůzka s potenciálními investory, kde by mělo ministerstvo osvětlit emisní plány na rok 2005, tam by se měli vyjádřit přesněji.

Guvernér Tůma: Doporučuje vyzvat vládu k opatrnosti. V situaci, kdy se rozhoduje o privatizaci Telecomu by mohlo nevhodné vyjádření jenom přilít olej do ohně.

Vrchní ředitelka Erbenová, vrchní ředitel Štěpánek: Budou v tomto smyslu s představiteli ministerstva jednat.

Viceguvernér Niedermayer: Reaguje na diskuzi o dichotomii predikce. Přestože souhlasí s řadou názorů, které prezentoval vrchní ředitel Frait, domnívá se, že expertní část prognózy by měla být zachována, neboť reflektuje detailní znalost hospodářství ekonomy měnové sekce. Čistě modelová prognóza by byla nedostatečná. Nevadila by mu ani vyšší míra expertních zásahů, pokud by vedla k lepší predikci. Považuje za účelné rozšířit práci s alternativními scénáři tak, aby

členové BR měli možnost jasně vidět vliv předpokladů predikce, které pokládají za diskutabilní a mohli by lépe kvantifikovat svou pozici.

Domnívá se, že tendence kurzu k posilování nesouvisí jenom s privatizací Telecomu. Může být součástí regionálního apreciačního trendu měn středoevropských zemí. Také makroekonomické podmínky (s výjimkou fiskální politiky) považuje za příznivé a domnívá, že posilování může mít oporu ve fundamentálech. Začínají se projevat konkurenční výhody české ekonomiky, kterými jsou kvalifikovaná pracovní síla a nadprůměrná infrastruktura. Dlouhodobý graf vývoje kurzu naznačuje, že v současnosti jsme se již dostali na trend. Vyjadřuje nedůvěru k míře porozumění kurzu v rámci ČNB, a také k tomu, jak přesně je možno určit rovnovážný kurz, pokud vůbec existuje. Domnívá se, že i když by se podařilo bez problémů eliminovat problém Telecomu, neznamenalo by to konec tlaku na apreciaci. Nedomnívá se, že současný rovnovážný kurz se nachází mezi 31 a 32 korunami za euro.

Navazuje na diskusi ohledně střednědobých vyhlídek světové ekonomiky. S některými názory nesouhlasí, například se domnívá, že zpomalení růstu v USA by nebylo doprovázeno růstem sazeb. Za velice robustní považuje růst v asijských ekonomikách. Domnívá se, že katastrofický vývoj kurzu dolaru není příliš pravděpodobný a situaci celkově nevidí příliš dramaticky, mimo jiné i pro to, že podíl přímého obchodu s USA není příliš vysoký. Pro střednědobé vyhlídky nevidí z toho titulu pro naši ekonomiku velká rizika. Za zajímavé však považuje pozorování, že americká hospodářská politika je pro Spojené státy přínosnější než evropská politika pro Evropu.

Ředitel Tomáš Holub (vyzván vrchním ředitelem Štěpánkem): Informuje z EPC (OECD). Na tomto jednání byly ceny ropy a globální nerovnováhy včetně běžného účtu USA hlavními tématy. Účastníci se shodovali, že dopad ropného šoku je menší než byl v 70. letech. Ekonomika je méně závislá na ropě a navíc nyní je nízká inflace a ukotvená inflační očekávání. To dovoluje centrálním bankám akomodovat tento šok. Klesající výnosové křivky jsou přisuzovány horšícímu se výhledu růstu a dočasnosti inflačního šoku.

Vrchní ředitel Racoča: Má zato, že apreciacie nemusí souviset jenom s privatizací Telecomu. Tento fakt může být jenom spušťačem, podobně jako v roce 2001/2002 celá roční kurzová bublina začala dnem otevírání obálek při privatizaci Transgasu, pak se už kurz vyvíjel autonomně. Uvádí, že měny značně odlišných zemí Visegrádu se v posledních měsících vyvíjí podobně, a posilují k úrovním, kde se nacházely před rokem nebo dvěma lety. Vyzývá k širší debatě kurzových otázek za horizont privatizace Telecomu. Otázkou by mohla být míra apreciacie, která by ještě byla pro ekonomiku únosná. A přestože předpokládá, že bankovní rada by byla zdrženlivá, co se týče možnosti intervencí na trhu mimo dohodu s vládou, doporučuje i tyto otázky diskutovat.

Vrchní ředitel Frait: Vrací se k diskusi o prognostickém postupu. Nevyzývá k tomu, aby se vše změnilo. Protože kdyby se začaly například ignorovat potraviny, změnil by se zcela charakter predikce, nebyla by to již prognóza nejvíce pravděpodobná. To byl obrovský komunikační skok. Nicméně dochází k velkým výkyvům prognózy a je to spojeno s výkyvy na krátkém konci. Domnívá se, že příliš malá důvěra panuje vzhledem k té delší straně a tak prognózu vychylují dočasné, necyclecké faktory.

K situaci v USA poznamenává, že cílem Federal Reserve je pravděpodobně udržet slabý dolar a normalizovat, tj. zvýšit krátké sazby s výhledem na snížení domácí poptávky a zvýšení

vnější poptávky. V asijských ekonomikách existují rizika zpomalení, například v Číně se očekává zpomalení a je otázkou jaký bude vývoj kurzové politiky asijských zemí.

Připojuje se k názoru, že problematika kurzu by se neměla příliš intenzivně komunikovat. Domnívá se, že SMS postupovala správně, když nezahrnula efekty z prodeje Telecomu do prognózy. Souhlasí s názorem, že ČNB a vláda by měly v této otázce spolupracovat a komunikovat společný zájem vyhnout se excesivnímu vývoji kurzu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Konstatuje, že necyklické faktory ovlivňují nejen prognózu ale mají vliv také na inflaci. Inlace je v dlouhém období cyklickým a měnovým jevem, nicméně pro cílování inflace a komunikaci s veřejností je důležitý její vývoj i v kratším výhledu a ten ovlivňují faktory jako kurz v roce 2002, později jiné nákladové faktory nebo nyní potraviny. Proto od toho nelze abstrahovat i když to nevypadá tak elegantně. Prognóza by měla být pravděpodobná, neboť pomáhá ukotvovat inflační očekávání.

Guvernér Tůma: Souhlasí, nicméně je nutné si také uvědomit, že nejen predikce, ale i predikované veličiny jsou volatilní.

Viceguvernér Dědek: V souvislosti se zmiňovanou dichotomií predikce vyslovuje přesvědčení, že každý extrém škodí, nelze mít jenom zjednodušený teoretický model, ani se nelze spoléhat jen na krátkodobé volatilní faktory. Jsou to dva rozdílné světy a neměly by být násilně spojovány, k čemuž podle jeho názoru částečně došlo.

Vrací se k otázce zda, kurz a vliv Telecomu je bilanční problém. Bilance je z definice vždy vyrovnaná, ale někdy jsou třeba podstatné kurzové změny k tomu, aby byly vyvolány kompenzující finanční toky. Nesouhlasí s tím, aby se tato otázka bagatelizovala na pouhou otázku psychologie trhu. Očekávaný převis nabídky deviz je skutečným, věcným problémem. Připomíná, že predikce SMS je založena na implicitním předpokladu, že vliv privatizace Telecomu na kurz bude eliminován. Je tedy důležité, aby došlo k naplnění tohoto předpokladu.

Vrchní ředitel Frait: Poznámává, že prognóza generuje trajektorii inflace i úrokových sazeb. Mělo by se rozlišovat mezi těmito veličinami. Sazby by příliš volatilní být neměly, neměly by reagovat na krátkodobé šoky nemakroekonomické povahy.

Guvernér Tůma: Poznámává, že zatímco v 90. letech jsme byli svědkem 4-5% reálné apreciacie, nyní bude její rovnovážná hodnota nižší, ve výhledu na dalších 5 let řekněme 2-3 %. Pokud se vezme v úvahu inflační diferenciál, na nominální zhodnocování zbývá přibližně 1 %, což je velmi málo a proto můžeme mluvit spíše o stabilitě. Ani empiricky zkušenost posledních 15 let neukazuje na tendenci k rychlému nominálnímu posilování o kterém bylo spekulováno právě před 3 lety. Domnívá se, že tehdy se trh poučil a nyní by nám neměl hrozit příliš velký problém. Poznámává navíc, že ve skutečnosti posilujeme poměrně dost, pokud se vezme v úvahu i kurz koruny vůči dolaru, takže vůči euru může být koruna docela stabilní.

Viceguvernér Niedermayer: Navenek je ochoten tento pohled podporovat, nicméně pochybuje o jeho předpokladech. Poznámává, že ekonomika může fungovat na různých úrovních kurzu. Pochybuje o předpokladu, že česká ekonomika by mohla být v rovnováze při inflaci o 1 % vyšší než cíl ECB, na nominálních sazbách o 2 % vyšších než sazby ECB a zároveň aby posilovala nominálně o 1 % ročně. Uvádí, že to je modelové ekvilibrium, ve skutečnosti takové ekvilibrium

nebude fungovat. Takový úrokový diferenciál by zvýšil příliv kapitálu, způsobil apreciaci, podstřelení cíle a to by vedlo k poklesu sazeb. Tříprocentní reálná apreciacie by se tady rozdělila například na 2,5% nominální apreciaci a 0,5% inflační diferenciál. Jeho pochybnosti pramení z toho, že se do té žádoucí modelové stabilní pozice zatím nedařilo dostat. Domnívá se, že podstřelování cíle s tímto mechanismem souviselo. Poznává, že zvýšením úrokových sazeb se uvede do hry nepokrytá úroková parita a Balassa-Samuelsonův efekt a naše modelové předpoklady přestanou fungovat.

Guvernér Tůma: Nesouhlasí, uvádí, že předpoklady predikce jsou založeny na empirické zkušenosti posledních 15 let, což je dostatečná časová řada. Měli jsme reálnou apreciaci 4-5 % a dokázali jsme pojmenovat její příčiny, z nichž řada již neplatí. Nyní předpokládáme tempo kolem 3 % a to považuje za rozumný předpoklad. To nevyplývá z modelu, ale ze zkušenosti této ekonomiky.

Viceguvernér Niedermayer: Nezpochybňuje 3% reálné zhodnocování, spíše možnost toho, aby se to dlouhodobě rozdělilo na malé nominální zhodnocování a větší inflační diferenciál.

Guvernér Tůma: To vyplývá z našeho dlouhodobého inflačního cíle.

Viceguvernér Niedermayer: Dosavadní zkušenost ukazuje na to, že jsme měli větší nominální apreciaci a podstřelovali jsme inflační cíl.

Guvernér Tůma: Za důležité považuje reálnou apreciaci a poznamenává, že v současnosti se nedá očekávat silná reálná apreciacie. Pokud budeme v našem cílování úspěšnější než dosud, tak by ex-post rozklad na nominální zhodnocení a inflaci měl být blíže tomu, co uvedl.

Viceguvernér Niedermayer: Kdyby kurz aprecioval nominálně o 2 % ročně, znamenalo by to přijmout euro v roce 2010 hypoteticky na hladině 29 korun za euro.

Vrchní ředitelka Erbenová: To by neznamenal problém.

Viceguvernér Niedermayer: To by neznamenal problém, ale již by to nebyla nominální stabilita.

Guvernér Tůma: Považuje za věc definice to, co ještě je stabilita. Je zřejmé, že kumulace malých procentních změn vede po čase k většímu rozdílu.

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 Racoča: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

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

IV. Úkoly

Byl zadán úkol SMS zpracovat podrobnější analýzu vývoje cen potravin se zřetelem na strukturální změny tržního uspořádání po vstupu do EU.

V. Rozhodnutí

Po projednání 11.situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,50 % poměrem hlasů 7:0.

Zapsal: Martin Cincibuch, poradce bankovní rady