

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 24. února 2005

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér L. Niedermayer, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Řežábek

I. Diskuse navazující na prezentaci 2. situační zprávy

Viceguvernér Singer: Upozorňuje, že v grafu rizik GRIP byl oproti minulé situační zprávě (dále jen SZ) změněn rozsah osy, což ztěžuje analýzu vývoje rizik v čase, a žádá, aby osy GRIPu měly v dalších SZ stejný rozsah nebo byla jeho změna explicitně zmíněna. Prognóza cen je stále ještě založena na předpokladu, že leden je výjimečný měsíc, přitom zkušenost posledního období ukazuje, že inflace v krátkém období se prognózuje poměrně snadno. Korigovaná inflace, která je měnově relevantní, v minulosti nevystřelovala. Úvaha o výjimečnosti ledna proto poněkud zpochybňuje kvalitu prognózy. V lednu došlo k vyjasnění plánu nájemného. Ptá se, jak se toto promítlo do prognózy. Dále se ptá na důvod, proč SZ uvádí, že dojde zřejmě ke korekci smluv v oblasti energií. Dle jeho zkušenosti jsou smlouvy většinou stanovovány na podzim na celý rok a ke korekcím většinou nedochází. U cen potravin měl dojem, že SZ spíše počítala s nárůstem cen potravin jako důsledkem vstupu do EU. Ptá se, jaký vliv může mít dovoz potravin z Polska. Hlavním faktorem ovlivňujícím prognózu inflace je momentálně kurz. Dotazuje se, jaké předpoklady stojí za scénářem kurzového vývoje v SZ – jedná se spíše o modelovou rovnici založenou na úrokové paritě či spíše o fundamentální faktory jako například příliv přímých zahraničních investic (dále jen PZI) a růst produktivity? Považuje sekce měnová a statistiky (dále jen SMS) použitý scénář ještě za relevantní? Dále se ptá na souvislost exportu a kapitálové vybavenosti. V exportní rovnici není zachyceno, že kapitálová vybavenost exportních odvětví se zlepšila. Dále se ptá, jakým způsobem určuje SMS nabídkové impulsy a jak se tyto promítají do mezery produktu? Nabídkové impulsy by se přes kapitálovou vybavenost a PZI měly do mezery produktu promítat. Trvá SMS na tom, že mezera produktu se zmenšuje? Ptá se, zda se diskutované fiskální uvolnění projeví dříve či později než navrhované uvolnění měnově-politických podmínek? Jaká je dynamika fiskálního impulsu v prognóze? Žádá, aby SMS uspořádala pro nové členy bankovní rady seminář, na kterém se podrobněji prodiskutuje prognostický aparát SMS a simulátor umístěný na disku „Situační zprávy“.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále SMS): Seminář pro členy bankovní rady o prognostickém aparátu bude uspořádán. Chyba v korigované inflaci je na horní hranici běžné chyby prognostického intervalu. Byla zřejmě způsobena chybou v odhadech čtyř faktorů: kurz, dovozní ceny, cyklická pozice ekonomiky a sezónnost (lednová data zachycují vánoční sezónnost). Ceny potravin odrážejí mimořádně příznivou úrodu a to vedlo k očekávání, že ceny potravin poklesnou. Očekávaný pokles se dostavil se zpožděním. Lednová chyba nebyla při zohlednění minulých zkušeností tak velká. Navíc odráží vývoj celého regionu, obdobná chyba v predikci inflace nastala v Polsku a Maďarsku. Vývoj nájemného bude zapracován do bilance rizik v březnu. Ceny energií byly analyzovány v příloze k první SZ. Odhad SMS se opíral o analýzu energetického úřadu. Vývoj cen zatím tomuto odhadu plně neodpovídá, mechanismy stanovování cen nejsou ještě usazeny (od ledna 2005 platí nový režim stanovení cen pro velkoobchodníky). Modelový aparát neodhaduje potenciál ve vazbě na produkční funkci, ale odhaduje neinflační tempo růstu. Dlouhodobě by měly dát obě metody shodné výsledky, krátkodobě se samozřejmě výsledky mohou lišit. Ministerstvo financí (dále jen MF ČR) odhaduje pomocí produkční funkce,

že mezera produktu je pozitivní, čili nelze říci, že při zohlednění nabídkové strany by se mezera produktu uzavírala v predikci pomaleji. Zmíněné nabídkové veličiny do odhadu potenciálu v metodologii SMS nevstupují. Odhady vazby exportu a PZI jsou zohledněny v satelitních modelech. Kurz je velmi citlivé téma. Obchodní bilance se zhoršuje kromě skupiny sedm, resp. kromě tří produktů (auta, televize a počítače). Navíc PZI mohou být letos nižší, než se očekává. Proto lze obtížně hovořit o tom, že posilování je podloženo fundamentálními faktory. Důležité je si uvědomit, že prognostický aparát má v sobě zabudovanou rovnovážnou trajektorii reálného kurzu, která je posilující. Arbitrážní podmínka se vztahuje k odchylce od rovnovážné trajektorie. Slabý vliv fundamentálních faktorů tedy znamená, že SMS nečeká urychlení rovnovážné tendence. Rovnice kurzu je navíc pro krátký konec prognózy vypnuta a je nahrazena referenčním scénářem. Predikční aparát nemá fiskální blok. Fiskál je reprezentován poptávkovým šokem, který je konstruován na základě doplňkových analýz. V modelu je tedy vliv fiskálu bezprostřední, sekundární vlivy se propagují rychlostí měnové transmise v modelu.. Pro roky 2005-2006 je impuls v základním scénáři nulový. Alternativní simulace (fiskální expanze) v lednu ukázala, že by se mezera výstupu uzavřela o půl roku rychleji než v základním scénáři (konec roku 2005 oproti pololetí 2006).

Viceguvernér Niedermayer: Vzhledem k lednu nedošlo k zásadním změnám. Ptá se, do jaké míry vzala SMS v úvahu, že výnosová křivka se od ledna dramaticky změnila. Delší konec výnosové křivky spadl za posledních třicet dní o 50 bazických bodů, tím došlo k velmi výraznému uvolnění měnových podmínek, minimálně nominálních. Je toto zmírnění reflektováno v GRIPu, nejsme již v alternativním scénáři? Dlouhý konec je navíc tažen růstem ceny eurových bondů. Pokles výnosové křivky byl větší než očekávaný a není jasné, co by bylo možno dosáhnout dalším snížením měnově-politických sazeb. Krátkodobá výnosová křivka je nyní rovná na hladině 2,25%, nepředpokládá žádnou akci ze strany měnové politiky. Dnešní snížení by mohlo vést paradoxně k nárůstu strmosti křivky.

Odpoověď SMS: Trh již zřejmě další snížení sazeb do křivky zapracoval. Další snížení nemůže uškodit, může spíše napomoci oslabit kurz. Současná trajektorie výnosové křivky zřejmě zůstane zachována. GRIP pracuje s průměrnými hodnotami za čtvrtletí, takže posun křivky za posledních třicet dní není zcela reflektován. Pokud jsou momentální hodnoty sazeb nižší než kvartální průměr, tak to samozřejmě snižuje potřebu dnes snížit sazby. Je ale třeba zohlednit také pokles inflace, která reálné sazby zvyšuje.

Vrchní ředitelka Erbenová: Připojuje se k otázce o výnosové křivce. Výsledkem komunikační strategie uplatněné po lednové SZ je zřejmě to, že trh nyní očekává další snížení a toto je reflektováno v trajektorii, tj. dnešní snížení již na sazby vliv asi mít nebude. Tato otázka souvisí s lednovou komunikací o implikované trajektorii úrokových sazeb, která byla komunikována jako „umyvadlová“ a ukazovala nejprve na pokles a pozdější nárůst měnově-politických sazeb. Ptá se, proč SMS navrhuje další snížení, když v lednu byla rozhodnutím bankovní rady naplněna implikovaná trajektorie úrokových sazeb. Při prezentaci zaznělo jako argument, že pozdější nárůst sazeb se posouvá více do budoucnosti, ale neznamená návrh na další snížení spíše to, že SMS již pracuje s alternativním scénářem prognózy? Požaduje, aby SMS vrátila do SZ přehledy vývoje nominálního a reálného efektivního kurzu, tuto užitečnou informaci postrádala. Ptá se na názor SMS ohledně odhadu HDP v Německu. Odhady jednotlivých institucí se liší. Dále se ptá, jak souvisí růst zaměstnanosti v nepodnikatelské sféře s pozitivním vývojem konjunkturálních ukazatelů a proč indikuje zlepšení pozice v cyklu. Dále se ptá, proč vzrostly výdaje na důchody

v lednu tak významně. Ptá se na názor SMS ohledně kurzu v měnově-politickém doporučení a návrhu komunikace. Vzhledem k existenci smlouvy mezi ČNB a vládou o neutralizaci vlivu privatizačních toků nepovažuje za vhodné komunikovat, že vývoj kurzu souvisí s privatizací. Navíc tato interpretace je odlišná od lednové, která byla postavena na tom, že zhodnocování je podloženo fundamentálními faktory.

Odpověď SMS: Privatizace byla spíše spouštěcím impulsem než faktorem za posilováním. V popisu komunikační strategie zřejmě nebyla věta týkající se kurzu nejvhodněji formulována. Posilování je hnáno spíše očekáváními než fundamentálními faktory. Očekávání jsou do jisté míry – dle názoru SMS – neoprávněná. Ohledně důchodů se jedná o odklad jejich výplaty z konce loňského roku. Odhady HDP Německa za 4. čtvrtletí 2004 se liší mimo jiné i proto, že jednotlivé instituce používají různé metody a různé typy sezónního očištění. Zdá se, že HDP Německa není zcela optimální aproximace zahraniční poptávky, protože je to poměrně volatilní proměnná. Lepší indikátor by byl efektivní index poptávky (viz box v SZ). Vývoj zaměstnanosti v nepodnikatelské sféře vysvětluje odchylku skutečnosti od predikce směrem nahoru. Zaměstnanost rostla především v segmentu zdravotnictví. I po očištění tohoto vlivu však čísla odpovídají vzestupné fázi cyklu.

Vrchní ředitel Holman: Dotazuje se, proč měnově-politické doporučení navrhuje snížení sazeb přesto, že v textu je uvedeno, že ponechání měnově-politických sazeb na stávající výši je konzistentní s lednovou prognózou. K argumentům pro vyšší sazby by navrhoval přidat ještě možné krátkodobé oslabení koruny v souvislosti s probíhající politickou krizí, lze-li probíhající politické dění takto označit. Tento argument by spíše podporoval ponechání sazeb na stávající výši. SZ rozděluje faktory ovlivňující prognózu na exogenní a endogenní. Pro rozhodování o měnově-politických otázkách je důležité znát také klasifikaci šoků na nabídkové a poptávkové. Inflační resp. protiinflační. Dotazuje se na rozložení faktorů v současné situaci a zda je pokles inflace způsoben spíše nabídkovými či poptávkovými faktory.

Odpověď SMS: Ekonomika je ovlivňována kombinací poptávkových a nabídkových šoků. Například kurzový vývoj má oba kanály transmise. Odchylka cen od lednové predikce má v sobě také oba kanály. Nabídkové vlivy možná převládají. Návrh na snížení se liší od implikované trajektorie sazeb proto, že SMS hodnotí rizika jako nesymetrická. Rizika vychylují prognózu protiinflačním směrem. Implikovaná trajektorie sazeb se následkem vyhodnocení rizik posouvá celá směrem dolů, nejde o pouhé prohloubení „umyvadlového“ tvaru. Vládní krize představuje potenciální tlak na oslabení měny. Volby jsou ale stejně poměrně blízko, takže předčasné volby by k většímu oslabení zřejmě nevedly. Zkušenost ukazuje, že politické vlivy působí na kurz koruny obvykle jen slabě a krátkodobě.

Vrchní ředitel Frait: Klade si otázku, jak lze interpretovat pozitivní vývoj obchodní bilance. Je možné jej vykládat nejen ve smyslu pozice ekonomiky v cyklu, ale i jako změnu potenciálu. SZ je tradičně konzervativní v korekcích potenciálu směrem nahoru. Například SZ hodnotí poměrně konzervativně vliv automobilky v Kolíně na rozdíl od jiných studií, bude skutečně vliv na HDP tak malý, jak uvádí SZ?

Odpověď SMS: Odhady dopadů automobilky na HDP se liší v závislosti na tom, jaký dopad bude mít výroba na lokální ekonomiku, tj. jak velká síť domácích subdodávek vznikne. Odhad SMS vychází z toho, že přidaná hodnota výroby samotné kolínské automobilky bude relativně nízká. Odhadnout dobře vliv celého řetězce subdodavatelů je obtížné.

Vrchní ředitel Řežábek: Materiál je postaven na tom, že ceny ropy klesají. Poslední informace ale ukazují, že cena ropy se dostala ke svému historickému maximu. Žádá, aby byl tento vývoj ze strany SMS okomentován. V materiálu není upřesněn vliv německé ekonomiky na vývoj u nás, a přitom vývoj v Německu má vliv na rozložení poptávkových a nabídkových faktorů, které zmiňoval p. Holman. V tabulce 9 chybí rozklíčování údajů o platební bilanci na chyby a opomenutí a kurzové rozdíly. Souhrnný údaj je poměrně vysoký a je důležité vědět, která ze dvou složek za ním stojí. Ptá se na hodnocení fiskálu v SZ, který není zcela v souladu s hodnocením vládního materiálu, které ČNB poslala do vlády. Jaký je vliv posledního projednávaného materiálu o vývoji rozpočtu na hodnocení fiskálu ze strany SMS, do jaké míry lze očekávat redukci? Požaduje, aby srovnání vývoje okolních ekonomik bylo standardizováno. V současné podobě se vývoj v jednotlivých ekonomikách v čase obtížně srovnává. Dosud nebyl komentován vývoj cen železa, do jaké míry lze očekávat, že současný vývoj setrvá? Dále se ptá na názor SMS na vývoj devizových rezerv v asijských zemích. Dnešní tisk uváděl odlišné informace, než jaké jsou k dispozici v materiálu SMS. Dotazuje se, do jaké míry je možné predikovat vývoj kurzu koruny, v této oblasti totiž vzniká velká odchylka oproti předpokladům prognózy. Totéž platí o ceně ropy, jejíž vývoj již komentoval na počátku vystoupení. Politické riziko v kurzové oblasti klesá v čase s tím, jak se snižuje vliv státu na českou ekonomiku.

Odpoověď SMS: Podrobnější rozbor údajů ze segmentu platební bilance bude k dispozici ve zprávě o platební bilanci, která v blízké době vyjde. V údajích je patrný vliv optimalizace zdrojů některých bank. V úterý odpoledne proběhlo mimořádné připomínkové řízení materiálu do vlády ohledně rezervních fondů. Během projednávání zaznělo, že vláda materiál tento týden na programu mít nebude. Platí jeho původní vyznění, že použití některých prostředků bude odloženo. Tato informace ale ke zrealizování fiskálních výhledů prozatím nepostačuje. SMS čeká na uzavření notifikačních tabulek. Informace bude prezentována v březnové SZ. Předpokládá se, že expanze bude menší, než očekává MF ČR. Ceny ropy budou v budoucnu ovlivněny prohlášením OPECu, že v případě prolomení hranice 50 USD dojde ke zvýšení těžby. Proto je referenční scénář stále platný. Nejvýznamnější asijské centrální banky zřejmě nebudou restrukturalizovat rezervy, protože jejich kurzové režimy jsou vázány na dolar. Tato úvaha proto do stanovování scénáře pro vývoj kurzu euro dolar nevstoupila.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Na základě diskuse nad lednovou SZ usuzoval, že lednové snížení měnově-politických sazeb bude dostatečné. Dnešní prezentace ukázala, že SMS vidí rizika akumulovaná na protiinflační straně především díky vývoji kurzu koruny a následnému zpřísnění měnových podmínek. Proto byla zajímavá debata o fundamentálních faktorech, která naznačila, že posilování není silně podloženo. Argumenty pro snížení jsou tedy spíše měkké.

Viceguvernér Singer: Pro snížení hovoří více faktorů, které nebyly všechny zachyceny v SZ. SZ nesignalizuje proinflační faktory. Poptávkové impulsy nejsou indikovány, přinejmenším ne v relevantním časovém horizontu. Příchod nových členů bankovní rady s sebou sice nese novou situaci, která bude mít vliv na očekávání trhů a také na komunikační strategii. Ta bude dále komplikována nestabilní politickou situací. Je ale důležité položit si otázku, co z toho se změní vyčkáváním. S největší pravděpodobností bude za měsíc situace velmi podobná. Jediným relevantním argumentem pro vyčkávání je možnost, že se ukáže, zda kurzový vývoj je počátkem

nového trendu, jak bylo naznačeno ve stanovisku výzkumu. Potvrzení trendu by ale vyžadovalo delší než měsíční odklad rozhodnutí. Oproti stanovisku výzkumu vnímá opačně rizika netrefení cíle. Přiblížit inflaci cílované hodnotě na počátku příštího roku by mělo být maximální prioritou.

Viceguvernér Niedermayer: Nová prognóza posílila nízkoinflační pohled na ekonomiku. Proto se bankovní rada v lednu rozhodla snížit úrokové sazby, což bylo tehdy vnímáno jako velmi odvážné. V lednu bankovní rada při rozhodnutí pracovala s několika hypotézami: inflace bude nízká, posilování kurzu bude pokračovat. Tyto hypotézy byly vývojem potvrzeny, neodehrálo se nic nového. Z tohoto pohledu bylo snížení adekvátní reakcí měnové politiky. V mezidobí došlo podél výnosové křivky k výraznému snížení úrokových sazeb, mimo jiné také z externích důvodů, které nebylo zcela v lednu anticipováno. Nedoporučuje rozhodovat se podle posledních údajů o inflaci, které pouze ukazují výši reálných sazeb ex post, ale vzhledem k jejich volatilitě neříkají příliš mnoho o budoucích reálných sazbách. Není dobré klást důraz na vazbu mezi snížením sazeb a posílením kurzu. V lednu se podařilo komunikovat rozhodnutí v kontextu nízkoinflačního výhledu, nikoli v kontextu kurzu. Argument by musel být shodný jako v lednu - očekávaný pokles inflace. V této souvislosti je třeba si uvědomit, že inflace bude nízká po delší období a není možné po každém nízkém inflačním čísle snížit sazby. Úrokové sazby na současné hladině jsou adekvátní stávající situaci, alespoň intuice tomu napovídá. V příštích měsících se samozřejmě může potvrdit, že ekonomika potřebuje nižší sazby než 2,25%. Ale snižování sazeb z takto nízkých hladin je již poměrně křehkou hrou.

Vrchní ředitelka Erbenová: Souhlasí s hlavní linií argumentů, že lednové rozhodnutí bylo adekvátní reakcí měnové politiky na lednovou situaci a na předvídaný vývoj, který poté skutečně nastal. Klade si proto otázku, zda ekonomika potřebuje další poptávkový stimul a zda ten pomůže s inflací tak, aby byl splněn inflační cíl. Odpověď na obě části otázky je zřejmě: ne. Navrhuje hlasování o alternativním návrhu ponechat sazby na stávající výši. Souhlasí s hodnocením rizik, které bylo prezentováno SMS. Rizika jsou ve vztahu k lednové prognóze vychýlena směrem dolů. Inflační rizika se hledají obtížně. Tradičně volatilní složky, které působí většinou inflačně – ceny potravin či fiskál – nyní inflační impulsy nevysílají. Fiskální expanze v masivnějším měřítku bude obtížně proveditelná. Mírná fiskální expanze nebude mít vzhledem k fiskálnímu multiplikátoru výrazný vliv na mezeru produktu a tedy ani na inflaci. Analytici by zřejmě nebyli překvapeni snížením sazeb o 0,25 procentního bodu a komunikace takového rozhodnutí by nebyla složitá. Vzhledem k tomu, že v delším výhledu pracuje prognóza s rostoucí implikovanou trajektorií sazeb, je třeba – pokud je cílem kompenzovat dočasně efekty posílení koruny – snížit sazby rychle (nebo to nedělat vůbec). Přesto by bylo lépe spíše vyčkat – argumentem je stávající politická situace a také nutnost počkat na výraznější evidenci protiinflačních rizik vzhledem k prognóze. Je zřejmé, že únorový pohled na situaci přináší odklad očekávaného zvýšení sazeb dále do budoucnosti. Koruna je oproti referenčnímu scénáři výrazně apreciovanější, posunujeme se k alternativnímu scénáři. Tato varianta implikovala výrazně nižší inflaci i implikovanou trajektorii sazeb než základní scénář. Zohlednit je třeba také krátkodobý vliv regulovaných cen, jejichž vliv po jedenácti měsících pomine. Úrokové sazby jsou nízké nominálně i v regionálním srovnání a také proti eurozóně. Proto je důležité zabývat se otázkou, jak přínosné by bylo snížit sazby ještě jednou a zda je možné kompenzovat opakovaně posilování koruny snižováním sazeb. Minule byla diskutována otázka finanční stability. Ačkoli riziko finančních nestabilit není vážné, není možné jej zcela zanedbávat. Za užitečné téma k diskusi považuje také téma interpretace inflačního cíle. Bankovní rada by měla interpretovat jednotně, zda je inflační cíl spíše bodový či

spíše intervalový. Popis inflačního cíle pro rok 2006 je jiný než byl do konce roku 2005, role intervalu byla poněkud potlačena.

Vrchní ředitel Frait: Výchozí situace je jednoduchá a přehledná, ale rozhodování o sazbách je poměrně obtížné. Inflace je pod 2% a prognóza předpokládá, že inflace pod 2% zůstane dokonce roku a pak mírně poroste. SMS nyní říká, že tato prognóza je ohrožena a hlavním důvodem je vývoj kurzu koruny. Odhad kurzu je ale velmi obtížný. Proto je posouzení rizik prognózy možné pouze na základě intuitivního posouzení alternativ. Posilování může být hnáno regionálním sentimentem a nemusí být krátkodobou záležitostí. Přiklání se k alternativě, že kurz bude silný a bude možná v rámci regionu i nadále posilovat. Existuje určité riziko, že inflace klesne více než napovídá lednová prognóza. Pokud bude tento pokles trvalejší, dojde následně ke zpřísnění měnových podmínek. Silnější koruna však nemusí ohrozit vývoz a růst, můžeme zopakovat situaci z roku 2002. Z tohoto pohledu není snižování sazeb nijak dramaticky nutné. Je ale třeba snížení chápat spíše jako zachování měnových podmínek než jejich zmírnění. V letech 2001-2002 byla ČNB spíše konzervativní v reakci, přizpůsobovala sazby posilování kurzu. To je dobrá strategie, je ale možné použít i strategii agresivnější, která by byla založena na snižování sazeb ex ante, před posílením. V tomto smyslu pochopil doporučení SMS.

Vrchní ředitel Holman: Předmětem dnešního rozhodování je posoudit, zda je vhodnější sazby ponechat na stávající výši či zda je snížit, případně jaké časování pro snížení zvolit. Hlavní argument pro snížení je, že inflace je nižší ve srovnání s prognózou a že kurz je v porovnání s referenčním scénářem prognózy silnější, což je zároveň hlavní důvod, proč je inflace nižší než její prognózovaná hodnota. Ke snížení sazeb by zřejmě mělo dojít v horizontu prvního pololetí, resp. horizontu jednoho či dvou měsíců. Snížení sazeb v únoru s sebou nese jistá rizika, ekonomická i politická. Dvě snížení za sebou lze chápat jako poměrně radikální reakci. Stabilita sazeb je pro ekonomiku přínosná, jejich změna musí být podložena významnými důvody. Dosud existuje riziko, že nově dostupné informace pozmění interpretaci vývoje. Pak by bylo dvojí snížení příliš razantní změnou nastavení měnově-politických sazeb a mohlo by se stát, že by bylo třeba sazby v relativně krátkém časovém horizontu zpětně zvyšovat. Politický vývoj může navíc napomoci oslabení kurzu koruny, byť půjde o dočasnou odchylku. Za adekvátní reakci proto považuje počkat se snížením na potvrzení trendů na příští měsíc. Dotazuje se pí Erbenové, proč se domnívá, že sazby mají být sníženy dnes nebo vůbec, a zda odklad bude mít dramatický dopad na ekonomiku.

Vrchní ředitelka Erbenová: Případný odklad snížení určitě dramatický dopad mít nebude. Poznámka směřovala k tomu, že implikovaná trajektorie sazeb, která byla v lednu komunikována, naznačila „umyvadlo“ tvar trajektorie. Při zachování lednové komunikace bude obtížné snížit sazby později. Z tohoto úhlu pohledu je vhodné snížit buď dnes či počkat na dubnovou prognózu.

Vrchní ředitel Holman: Komunikace dalšího snížení by měla být opřena o nižší inflační výhled. To je standardní argument pro snížení sazeb. Není vhodné ji opírat o posílení kurzu.

Guvernér Tůma: Tento argument vždy použijí média.

Vrchní ředitel Holman: Za důležitou považuje debatu o interpretaci inflačního cíle. Je třeba se vždy dotazovat, zda pokles inflace je vyvolán poptávkovými či nabídkovými tlaky. Měnová politika by primárně měla reagovat na tlaky poptávkové, pokud je inflace tažena dolů nabídkovými faktory, pak není nutné za každou cenu splnit inflační cíl. Odchylka je v tomto případě dobře zdůvodnitelná. Doporučuje interpretovat inflační cíl spíše jako interval.

Guvernér Tůma: K interpretaci inflačního cíle bude třeba se vrátit. Osobně podporoval variantu bodového cíle. Nakonec byl cíl vyhlášen ve formě mírného kompromisu. V dokumentech ČNB je cíl znázorňován podobně jako v předchozích letech, pouze hrany intervalu jsou méně zvýrazněny.

Vrchní ředitel Řežábek: Podotýká, že debata o cíli je komplikovanější i proto, že inflační výhled sám má podobu intervalu, který se v čase rozšiřuje. Dnešní debata se odvíjí od hlavního cíle měnové politiky zachovat cenovou stabilitu, která byla specifikována v podobě inflačního cíle. Diskusi o případné změně cíle by považoval za problematickou. Cíl byl komunikován směrem k veřejnosti, která jej zapracovala do svých ekonomických úvah a odvíjí od něj svá očekávání. Splnit inflační cíl by proto mělo být hlavní prioritou. Druhým základním cílem je podpora obecné hospodářské politiky s cílem podpořit udržitelný růst. Tento cíl není – na rozdíl od prvního – přesně kvantifikován. Navíc obecná hospodářská politika vlády není dostatečně přesně popsána, a tak se obtížně stanovuje způsob její podpory. Nejistý je i fiskální výhled na letošní rok a způsob využití rezervních fondů. Třetí dimenzí je skutečnost, že česká ekonomika je součástí okolního prostředí a to je třeba také brát v úvahu. Sazby ECB jsou o 0,25 procentního bodu nižší a to vytváří prostor pro snížení. Je třeba začít srovnávat českou ekonomiku spíše se zeměmi EU15 než s regionálními ekonomikami. Časování snížení na březen by bylo riskantnější než snížit sazby nyní. Bylo by možné komunikovat, že toto rozhodnutí je podloženo především ekonomickými faktory a že v případě politické nestability je ČNB připravena sazby zase zvýšit zpět. Pokud by nebylo politické nestability, klonil by se jednoznačně ke snížení sazeb nyní. To by korespondovalo i s očekáváním části trhu. Obě diskutované varianty jsou ale schůdné.

Vrchní ředitelka Erbenová: Navazuje na p. Fraitu. Minule také použila analogii s roky 2001-2002. Existují ale podstatné rozdíly mezi těmito roky a rokem 2005. První rozdíl je, že ekonomika roste a neexistují podstatná rizika ohrožující exportní výkonnosti či růst. V roce 2001 byla česká ekonomika v post-recesní fázi. Proto není mírné zpřísnění měnových podmínek vlivem poklesu inflace tak rizikové. Druhý rozdíl je odlišný úrokový diferenciál, v roce 2001 bylo snížení metodou redukce apetitu k apreciaci, dnešní (malý) diferenciál ale není důvodem apreciacie.

Viceguvernér Niedermayer: Nebyl nikdy zastáncem přílišného zohledňování politických nestabilit při měnově-politickém rozhodování. Trh nyní většinou na politické turbulence nereaguje příliš citlivě, protože tahounem ekonomiky je její část nezávislá na politickém vývoji. Dnešní situace je ale specifická, protože politická turbulence může ovlivnit nejen kurz, ale také způsob naplňování fiskálního výhledu a rozpouštění rezervních fondů. Existuje tedy riziko vzniku inflačních impulsů. Interpretace inflačního cíle je skutečně problémem. Model vždy dokonverguje ke zvolené rovnováze - inflaci 3% a sazbám kolem 4%. Bylo by užitečné pracovat s alternativou, která cíluje inflaci na 2-2,5% a pracuje s předpokladem nižších reálných úrokových sazeb. K 3% cíli je obtížné se dostat kvůli předpokladu apreciacie a vyšších reálných

sazeb, než jsou evropské. V této nové alternativě bychom se možná dostávali k implikované trajektorii sazeb, která nemá „umyvadlový“ tvar a je snadněji komunikovatelná. Bylo by dobré komunikovat, že bankovní rada diskutovala variantu snížení sazeb. Vždy zastával strategii změnit sazby ihned, pokud existují důvody k jejich změně. Tentokrát však doporučuje počkat s rozhodnutím, protože není zřejmě možné trvale stlačit sazby na delším konci výnosové křivky pod sazby eurových bondů. Dnešní snížení proto měnové podmínky nezměkčí. Lednový efekt rozhodnutí byl obrovský a to se v únoru nebude opakovat. Krátkodobé sazby jsou velmi nízké, je dobré schovat si případná další snížení na situaci, kdy budou více potřebná.

Viceguvernér Singer: Určitý proud výzkumu signalizuje, že při inflačním cílení jsou centrální bankéři většinou příliš opatrní při změnách sazeb, protože se jim častá rozhodnutí obtížně komunikují. Osobně je zastáncem snažit se změnit sazby vždy, jsou-li k dispozici nové relevantní informace. Inflační cíl, jak byl definován, by měl být prioritou. Případná změna definice cíle by měla přijít na pořad dne teprve při vhodné příležitosti, například v souvislosti s konvergencí k eurozóně, nikoli v situaci, kdy hrozí jeho podstřelení.

Vrchní ředitel Řežábek: To souvisí s úvahou, že cíl by měl být prioritou do té doby, než bude předefinován. Sazby ECB vidí spíše jako ukazatel, kam je možno sazby snížit, než jako vodítko pro vlastní rozhodování.

Guvernér Tůma: V minulosti byly měnově-politické sazby i pod sazbami ECB, hladina evropských sazeb již není vnímána jako psychologická bariéra, tak tomu bylo možná v předchozích letech. Lednová diskuse o snížení sazeb se hodně koncentrovala na komunikaci. Není třeba vždy dovést trh k tomu, aby očekával rozhodnutí centrální banky. Je-li potřeba sazby změnit, je nutné udělat to hned. Lednové rozhodnutí bylo adekvátní a ulehčilo pozici bankovní rady v únoru. Potřeba snížení není již tak akutní, a proto nebudou noví členové bankovní rady trhem automaticky vnímáni jako „holubice“, i když by třeba jejich hlas byl vysloven ve prospěch ponechání sazeb. Ať se dnes přikloní bankovní rada k jakémukoli ze dvou zvažovaných rozhodnutí, riziko chyby je minimální. Po přečtení SZ se nedomníval, že by SMS navrhla snížení sazeb, o tomto kroku začal uvažovat teprve po přečtení měnově-politického doporučení. Bankovní rada snížením sazeb naplnila předpoklady lednové prognózy. Doporučení SMS je založeno především na posilování kurzu. Argumenty pro snížení i pro ponechání nejsou dostatečně silné, aby bylo rozhodnutí robustní. Proto je třeba si pomoci jemnějšími argumenty. Z hlediska komunikace je možné objasnit obě rozhodnutí. Vzhledem k tomu, že není zcela zřejmé, že bude muset dojít ke snížení v příštích měsících, jeví se jako vhodnější varianta ponechat sazby na stávající úrovni. Rozhodování v březnu nebude v případě snížení problematické. Rozhoduje se při každé SZ, pokud se rizika ještě více naakumulují na protiinflační straně, bude snížení sazeb legitimní a dobře komunikovatelné. Otázka cíle je podstatná. Bude dobré k semináři na model přidat ještě další seminář na téma inflačního cíle. Je pravda, že stanovení inflačního cíle bylo v té době velmi rychlé a velmi konsensuální rozhodnutí. Volilo se ze dvou variant 2,5 a 3%. Ekonomický vývoj nás však oproti očekáváním tlačí s inflací více dolů, protože konvergenční proinflační cenové efekty jsou slabší, než byly vstupní úvahy, a naopak konvergenční protiinflační efekt kurzu je silnější, než se předpokládalo. To vede k úvaze, zda cíl skutečně nebyl stanoven příliš vysoko. Snížení sazeb asi nevygeneruje takový poptávkový impuls, aby tyto konvergenční efekty kompenzovalo. Souhlasí s p. Holmanem, že dopady nabídkových šoků jsou důvodem pro podstřelení cíle. Z toho důvodu byla nejprve

zavedena komunikační strategie založená na oznámení výjimek ex ante, později se ukázalo, že komunikace pomocí seznamu výjimek není snadná. Příkladem nabídkového šoku, který tlačí globální cenovou hladinu, je příliv zboží vyprodukovaného levnou pracovní silou v Číně. Komunikace se nyní opírá o popis aktuálních faktorů, které tlačí inflaci pod cíl, a tato komunikační strategie je kredibilní. Přiklání se k odložení snížení, až se potvrdí kumulace rizik na protiinflační straně.

Vrchní ředitel Frait: Inflační cíl byl stanoven na hladině 3% proto, že nebylo vhodné signalizovat, že ČNB očekává silný konvergenční efekt kurzu. To by posílilo očekávání zhodnocení a koruna by byla silnější, než za současného cíle. Bodový cíl byl zvolen z důvodu zdůraznění symetrického chápání cíle. Osobně považoval za rizikovou politiku oportunistické desinflatione. Zároveň považoval za suboptimální situaci, kdy byla za bezproblémovou považována situace, kdy se inflace pohybovala u dolní hranice inflačního cíle definovaného jako pásmo. To podle něj vytvářelo riziko příliš nízké inflace či deflace. Souhlasí s p. Holmanem, že není dobré měnit nominální sazby příliš často. Pro ekonomický vývoj jsou ale důležité reálné sazby a ty se při klesající inflaci zvyšují. Obává se toho, že inflace klesne na poměrně dlouhou dobu pod 2% a v regionu může dojít k podobnému vývoji. Proto podporuje snížení sazeb.

Viceguvernér Singer: Pokud dojde k debatě o cíli, za optimální z hlediska konfliktů zájmů centrální banky, byť asi ne z hlediska českých zákonů, považuje situaci, kdy cíl určuje exekutiva a centrální banka se ho snaží naplnit.

Vrchní ředitelka Erbenová: Zákon o ČNB formálně takový postup neumožňuje, ale v praxi byl cíl vždy konzultován s MFČR a dán na vědomí vládě.

Viceguvernér Niedermayer: Cíl byl vždy projednán s vládou.

Guvernér Tůma: Materiály o inflačních cílech se dávají vládě k informaci. Vláda schvalovala cíle pro roky 2002-2004, na vládě byl pak ale materiál odsouhlasen, žádná debata na téma podoby cíle však neproběhla.

Viceguvernér Singer: Debata o podobě cíle se dnes objevila v kontextu hrozby podstřelení cíle jako výraz frustrace z jeho očekávaného nenaplnění. To považuje za nezdravé. Snahou by však mělo být stanovený cíl splnit.

Guvernér Tůma: Definice inflačního cíle mohla být založena na chybných předpokladech a s tím je třeba se vypořádat. V budoucnu se výše cíle stejně otevře, až přijde na pořad dne konvergence k evropské hladině inflace.

Viceguvernér Singer: To bude spíše otázka kurzového režimu.

Vrchní ředitel Holman: Z hlediska důvěryhodnosti měnové politiky by bylo výhodnější mít pásmo. Česká ekonomika je ekonomikou konvergující a velmi otevřenou, proto jsou vlivy exogenních a nabídkových šoků poměrně velké a měnová politika je nemůže plně neutralizovat. Interval inflačního cíle by mohl být z tohoto důvodu i širší než $\pm 1\%$, např. $\pm 1,5\%$.

Guvernér Tůma: Přesně toto je důvod, proč se přiklonit k bodovému cíli. Cíl by při zohlednění však volatilních faktorů byl příliš široký. Mnohem výhodnější je komunikovat, že výkyvy od cíle jsou standardním jevem.

Vrchní ředitel Holman: Pak ale nejde o kredibilní cíl.

Vrchní ředitelka Erbenová: Otázka podoby cíle byla otevřena v kontextu dnešního rozhodnutí, nikoli se záměrem otevřít diskusi o změně hladiny cíle. Účelem bylo sjednotit interpretaci stávajícího cíle. Změna cíle by měla proběhnout, až se vláda rozhodne o časování přijetí eura, a měla by reflektovat konvergenční kritéria.

Guvernér Tůma: Inflační cíl nyní slouží k ukotvení inflačních očekávání, proto je výhodné mít bodový cíl.

Viceguvernér Niedermayer: Diskuse o cíli má dvě roviny. První, kterou nechce otevírat, se týká toho, zda byl cíl stanoven na základě správného odhadu ekonomického vývoje v období konvergence. Druhá, která je relevantním tématem pro dnešek, se týká nastavení předpokladů prognózy. Model vždy dosáhne 3% inflace a sazby vždy konvergují ke 4%. To je komunikační past, protože při každém snížení komunikujeme, že snížení je pouze dočasné a bude s určitým odstupem následováno opětovným zvýšením. V této situaci se velmi obtížně dosahuje uvolněných měnových podmínek. To je důvod k analytickému zamyšlení. Rétorika konvergence sazeb ke 4% není vhodná.

Vrchní ředitel Frajt: Technicky lze daný problém řešit jednodušeji - snížením rovnovážných sazeb v modelu, hladina rovnovážných sazeb je stejně pouze vstupním předpokladem založeným na kalibraci. Na to pouze upozorňuje, nelze to chápat jako návrh.

Viceguvernér Niedermayer: Tuto diskusi je třeba si odpracovat. Je třeba udělat případovou studii a ukázat prognózu založenou na předpokladu nižších rovnovážných sazeb, než jsou sazby evropské.

Vrchní ředitel Řežábek: Stanovení inflačního cíle proběhlo za určitých podmínek a předpokladů. Bylo asi obtížně předvídatelné, že deregulace cen bude postupovat tak pomalu a že v Německu bude tak vysoká nezaměstnanost. Bude-li inflace i nadále pod cílem, lze při komunikaci poukázat na konvergenční kritéria?

Viceguvernér Niedermayer: Navrhuje organizovat diskusi s experty na téma optimálního inflačního cíle a nad výše zmíněnou případovou studii.

Guvernér Tůma: Diskuse s experty by měly být zorganizovány ve dvou krocích. Nejprve nad případovou studií věnující se nastavení rovnovážných podmínek, ve druhém kroku nad podkladovým materiálem o optimalitě cíle. Komunikační strategii prodiskutujeme zvláště 15.3. t.r.

III. Závěrečné hlasování:

| | |
|--------------------------|---|
| Guvernér Tůma | hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni |
| Viceguvernér Niedermayer | hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni |
| Viceguvernér Singer | hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b. |
| Vrch. řed. Erbenová | hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni |
| Vrch. řed. Frait | hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b. |
| Vrch. řed. Holman | hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni |
| Vrch. řed. Řežábek | hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b. |

IV. Úkoly

SMS uspořádá v průběhu března 2005 pro nové členy bankovní rady seminář o prognostickém aparátu SMS.

SMS připraví dvě na sebe navazující porady s experty s tím, že diskuse o komunikaci proběhne na bankovní radě 15.3. t.r. nezávisle na těchto poradách:

- První bude věnována diskusi nad případovou studií o nastavení rovnovážných podmínek modelu a výsledkům alternativních simulací, které zachytí souvislost mezi zhodnocováním koruny, snížením hodnoty inflačního cíle v měnovém pravidle a snížením rovnovážných úrokových sazeb.
- Druhá bude věnována diskusi nad doprovodným materiálem o optimalitě inflačního cíle ČNB.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na stávající úrovni 2,25%. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, tři členové hlasovali pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady