

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 31. března 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 3. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Chválí obě přílohy situační zprávy (dále jen SZ): Konkurenceschopnost a vývoj v zahraničním obchodě a Statistické vlastnosti kurzu a volba modelu pro predikci prvního kvartálu prognózy. V případě analýzy zahraničního obchodu se však chce ujistit, že ve skupině SITC 7 jsou zahrnuty finální výrobky i komponenty a dotazuje se na jejich váhu v rámci skupiny. Diskuse o bilanci rizik prognózy a jejím vyznění pro měnově politické opatření se jeví jako poměrně jednoduchá. Ptá se nicméně, zda existují ekonomické argumenty pro to, nesnížit úrokové sazby a čeho dosáhneme jejich snížením o 0,25 p.b. Konstatuje snižování růstu peněžní zásoby. V jaké její složce k tomu dochází a co je příčinou?

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále SMS): Skupina SITC 7 zahrnuje dvě základní zbožové kategorie: stroje pro výrobu a dopravní zařízení. Součástí jsou finální výrobky i komponenty, které po následné finalizaci mohou sloužit jako stroje. Přesnější strukturu je možno dohledat ve statistice zahraničního obchodu. Informace bude případně podána v příští SZ. Argumentem proč nesnížit sazby mohou být nejistoty o vývoji veřejných rozpočtů, kdy expanzivnímu scénáři lze přiřadit určitou nezanedbatelnou pravděpodobnost. Dále je to vyšší růst HDP, ne snad proto, že by to vytvářelo výraznější proinflační tlak, ale jako důkaz, že faktory, které tlačí inflaci dolů jsou do značné míry nákladového charakteru. Patří mezi ně ceny zemědělských výrobců, primární efekt posilujícího kurzu a regulované ceny. Lze přitom diskutovat, do jaké míry má měnová politika na tyto vlivy reagovat, když ekonomika z hlediska růstu se vyvíjí slušně. Argumentem, který zazněl při diskusi se sekci 620, byla rovněž korekce vývoje devizového kurzu a menší pravděpodobnost jeho posilování v nejbližší době. Snížení sazeb může mírně podpořit růst domácí poptávky. Nelze očekávat, že pokles sazeb vykompenzuje kurzový šok. Snížení sazeb bude spíše jen působit správným směrem a dojde k částečnému ztlumení dopadu kurzu na ekonomiku. Zpomalení tempa růstu peněžní zásoby může zčásti odrážet kurzový vývoj snižující korunovou hodnotu cizoměnových vkladů u bank.

Viceguvernér Singer: Podle určitého názoru, pokud forwardový trh ropy signalizuje její vyšší cenu, než je její dnešní úroveň, je to třeba vnímat jako signifikantnější indikátor ve srovnání s finančními trhy. Souvisí to s náklady držení forwardových kontraktů ropy. Požaduje analýzu vývoje forwardových a aktuálních cen ropy, zejména toho, zda forwardové ceny jsou významným leading indikátorem cen na trhu ropy a pokud ano, co by aktuální forwardové ceny ropy mohly znamenat pro budoucí vývoj. Ptá se, zda tříprocentní deficit veřejných rozpočtů představuje záklopku pro získání zdrojů z EU. To by mohlo značně ovlivnit rozpočtové možnosti v příštím roce. Co by mohlo v této souvislosti znamenat rozvolnění paktu růstu a stability? U cen potravin je otázkou, jakou roli v jejich vývoji sehrává loňská dobrá úroda a jaký vliv může mít konkurence na trhu zemědělských produktů a potravin. Poukazuje na to, že měřítko os v grafu inflačních rizik je ve srovnání s minulou SZ opět odlišné. Má výhrady k příloze o vývoji zahraničního obchodu. Její závěry jsou příliš obecné. Bylo by třeba přesněji v čase kvantifikovat možné dopady kurzového vývoje na ekonomiku. Podmíněná obecně platná tvrzení nejsou pro

rozhodování o měnové politice zajímavá. Žádoucí je ukázat, zda rizika zmíněná v příloze jsou relevantní v horizontu měnové politiky nebo alespoň naznačit časový horizont, v němž se jich obáváme.

Odpověď SMS: Jedna z minulých SZ obsahovala analýzu vývoje cen ropy na forwardovém trhu a cen v Consensus Forecasts. Většinou byl v minulosti cenový vývoj obdobný. V loňském roce se však ceny od sebe odtrhly. ECB začala v poslední době spíše sledovat spotové ceny než ceny futures na ropu. Aktuální notifikace veřejných rozpočtů předpokládá na rok 2005 deficit ve výši 5 % HDP. MF zjevně dosud na skutečnost roku 2004 nereagovalo a nepromítlo ji do budoucí trajektorie deficitů veřejných rozpočtů. O budoucím vývoji deficitů tak existuje značná nejistota. Samotný deficit není zcela určující pro čerpání zdrojů EU. Kodaňský summit zemí EU v roce 2003 stanovil závazky vůči přistupujícím zemím. V horizontu do roku 2006 je tak čerpání fondů EU dáno především Kodaňskými ujednáními. Otázkou je spíše, zda budou připraveny projekty k financování ze zdrojů EU. V loňském roce se nepodařilo profinancovat ani jeden projekt. U kohezních fondů se sice hovoří o podmíněnosti vývojem deficitů veřejných financí, ale tato podmíněnost je značně neurčitá. Navíc poslední vývoj okolo paktu růstu a stability tuto neurčitost, speciálně právě u kohezních fondů, které by měly financovat náročnější infrastrukturní projekty, dále zvyšuje. Změna měřítka os v GRIPu je již poslední, dále se nebude měnit. Úroveň měnového kurzu není v současnosti příliš vzdálena od odhadovaného rovnovážného kurzu. V horizontu nejučinnější transmise by kurz neměl představovat výrazný problém. Neměl by znamenat pro ekonomiku významný problém ani pokud jde např. o riziko odlivu investic směrem na východ. V příloze SZ o zahraničním obchodu jde spíše o varování pro dlouhodobý horizont. Pokud by posilování kurzu pokračovalo tempem z konce loňského a začátku letošního roku, mohli bychom se dostat na výrazněji nadhodnocenou úroveň kurzu. Záměrem přílohy SZ o zahraničním obchodu bylo ukázat, že dopad kurzové apreciacie na ekonomiku se neprojevuje pouze v saldu obchodní bilance, ale může ovlivnit investiční aktivitu zahraničních investorů. Nové investice i reinvestice zisků se mohou stát méně atraktivní. Nemuselo by dojít přímo k odlivu investic, ale pouze ke zbrzdění jejich přílivu. V takovém případě by se kurzová apreciacie mohla projevit ve zpomalení investiční aktivity v ekonomice. To je i zkušenost z let 2001 a 2002, kdy došlo k poklesu tempa růstu tvorby fixního kapitálu, což bylo hlavním důvodem zpomalení ekonomického růstu. Podrobnější analýzy provedené po apreciační epizodě let 2001-2002 kvantifikovaly rozdílný dopad kurzového zhodnocení na exportující a ostatní podniky. Analýzy byly průkazné, protože tehdejší kurzová apreciacie znamenala výraznou odchylku od rovnovážného kurzu. V současnosti tato odchylka není tak velká, proto by i výsledky obdobných analýz provedených nyní byly zřejmě méně průkazné.

Viceguvernér Niedermayer: Reakce ECB, pokud jde o sledování cen ropy, mohla být dána tím, že trh futures na ropu v USA začali využívat krátkodobí investoři/spekulanti, což zvýšilo jeho volatilitu. Ptá se, zda deficit veřejných rozpočtů ve výši 3 % HDP znamená, že se s ČR ukončí procedura nadměrného deficitu. Pokud by na ČR byla následně opět procedura uplatněna, poté co by došlo ke zhoršení veřejných financí, jak předpokládá jarní notifikace, jak by se to projevilo v požadovaném přizpůsobení veřejných rozpočtů a jeho časovém rozvrhu ve srovnání s tím, který byl dojednaný při projednání platného konvergenčního programu? Bylo by dobré toto vyjasnit. Možný postup je takový, že ČR bude nyní vyřazena z procedury, současně bude s ohledem na prognózu v notifikaci formulováno varování, příští rok bude ČR opět do procedury zařazena a to s přísnějšími podmínkami, protože minulý vývoj ukázal, že rychlé snížení deficitu je možné.

Odpověď SMS: To je jeden z možných scénářů, bude záviset na rozhodnutí institucí EU. Bude třeba vyjasnit, jak velkou míru diskrece jim dávají fiskální pravidla EU z procedury nadměrného deficitu ČR nevyloučit s poukazem na dočasnost splnění 3% hranice schodku.

Guvernér Tůma: Vyjadřuje skepsi ohledně možnosti provést přesnější kvantifikace dopadu kurzové aprece na ekonomiku. Srovnání s obdobím 2001 – 2002 je obtížné, protože současné odhadované nadhodnocení kurzu je méně drastické, finanční i podnikový sektor jsou v jiném stavu a ekonomika se tak přes tranzitorní kurzový šok může dostat snadněji. Dále je obtížné odlišit, zda kurzový šok bude přechodný nebo déletrvajícím. Je potřeba rovněž brát v úvahu rozdílný dopad na různé kategorie podniků, dle jejich výkonnosti. Pro některé firmy může být fatální tříprocentní aprece, jiné skupiny podniků se snadno vyrovnají i s výraznou aprecií. Signály zhoršování situace v podnikové sféře by měly být znát v oblasti finančního zprostředkování, v bankách, ve vývoji jejich rezerv. Ke zhoršování těchto ukazatelů však zatím nedochází. Dopad na finanční sektor by přitom měl být znát již při poměrně malém posílení, které dopadne na skupinu podniků s nejhorsími finančními parametry. To však nemusí být systémový problém pro ekonomiku jako celek. Část ekonomiky se dostane pod tlak a čím větší kurzové zhodnocení, tím větší část ekonomiky je ovlivněna. Kvantifikovat tento vliv v situaci, kdy finanční situace podniků je dána řadou dalších skutečností, je však nesnadné a nelze čekat jednoznačné závěry. Nesdílí nadměrný pesimismus vyjádřený v příloze SZ o tom, že příznivý vývoj obchodní bilance je záležitostí pouze jedné zbožové skupiny – SITC 7 a že to představuje riziko. Je normální, že v různých obdobích se vyvíjí obchod v jednotlivých zbožových skupinách různě. V příštím období může docházet k přesunu vybraných průmyslových výrob na východ, ale je možné, že současně bude docházet k přílivu kapacit v oblasti služeb. V rámci predikčního aparátu je možno pro ocenění dopadu kurzové aprece využít simulace alternativního kurzového vývoje, tak jak to bylo provedeno v lednové SZ. Oproti jiným typům analýz, zaměřených na dílčí transmisi dopadu kurzu do ekonomiky, je výhodou modelového přístupu jeho komplexnost. Simulace ukáže dopad do inflace, ekonomického růstu i reakci měnové politiky.

Odpověď SMS: Modelová simulace založená na alternativním kurzovém vývoji poskytuje určité ohodnocení rizika kurzové aprece. Model je však lineární. Neukáže tedy hranici, kdy kurz začne být problémem. Veličiny se pohybují spojitě: čím pevnější kurz, tím pomalejší ekonomický růst a pomalejší uzavírání mezery výstupu. Model nekvantifikuje dopady na nabídkovou stranu ekonomiky. Ukazuje dopad na poptávku, nikoliv to, že by aprece mohla mít vliv na strukturu ekonomiky, zavírání výrob a potenciální růst.

Viceguvernér Niedermayer: Je nerealistické očekávat, že analýza by umožnila jasně identifikovat sektory a odvětví ekonomiky, které budou s narůstající kurzovou aprecií postupně eliminovány. Analýza by se měla zaměřit především na vývoj ziskovosti pod vlivem kurzového vývoje. V loňském roce došlo k významnému zvýšení ziskovosti, částečně i díky faktorům, jež nesouvisí s vlastním hospodařením podniků. Je otázkou, jak se bude dále vyvíjet rentabilita. To bude mít dopad na investiční rozhodování firem, na to, zda zisky budou reinvestovány, nebo dojde k přesunu investic do zahraničí. Dále je otázkou, jak rychle a na jakých indikátorech může být patrný dopad zhodnocení kurzu. Bude to na vývoji zmíněných zisků nebo např. v pravidelných šetřeních investiční důvěry ve firmách? Nelze ale zřejmě očekávat, že vliv kurzu bude vidět na datech během jednoho čtvrtletí.

Vrchní ředitel Holman: Ptá se na zpoždění, s jakým se apreciací měnového kurzu promítá do inflace a do zhoršování čistého exportu.

Odpoověď SMS: V jádrovém predikčním modelu jsou dopady kurzu zachyceny v první řadě přímým kurzovým kanálem, který je velmi rychlý. Okamžitá odezva v inflaci nastává v tomtéž čtvrtletí. Tento prvotní impuls je pak dále propagován v modelové struktuře. Zpoždění u dopadu na netto vývoz a ekonomickou aktivitu je delší. Po zohlednění kumulací a dynamických efektů dosahuje zpoždění 2 -4 čtvrtletí, i déle. Při apreciační epizodě z let 2001,2002 se zhodnocení kurzu v polovině roku 2001 odrazilo ve zhoršení netto vývozu v dalším roce. Po půl roce se k tomu přidal vývoj podnikových investic. Apreciace současně vedla ke zhoršení finančních výsledků podniků, což rovněž tlumilo investiční aktivitu. Zpomalení ekonomického růstu bylo následně doprovázeno zhoršením zaměstnanosti a nezaměstnanosti. Je tedy evidentní, že transmise kurzového šoku do ekonomiky je rozložena v čase a není jednoduché ji zachytit jednorázovou simulací. Kvantifikace však existují a predikční model je schopen ukázat kurzové odezvy, tj. reakce vybraných endogenních veličin na pohyb kurzu. U inflace je maximální dopad patrný během dvou čtvrtletí, u netto vývozu jsou to čtyři čtvrtletí. Pokud tedy zaznávají komentáře, že příznivý vývoj obchodní bilance ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku a v lednu letošního roku signalizuje, že ekonomika je odolná vůči zhodnocení kurzu, tak jsou ignorována uvedená zpoždění. Kurzový vývoj se v netto vývozu dosud nemohl projevit. Jeho případné efekty by bylo možné očekávat až v polovině, či spíše v druhé polovině roku.

Vrchní ředitelka Erbenová: Opakuje otázku R. Holmana: Jakými kanály a s jakým zpožděním se promítá kurz do inflace?

Odpoověď SMS: Silné je promítání kurzu do dovozních cen. Ty představují přibližně čtvrtinu spotřebního koše. Promítnutí je dokonalé a velmi rychlé. Během čtvrtletí by měly ceny zareagovat téměř jedna ku jedné. S ohledem na váhu dovozních cen je promítnutí do inflace poměrně velké, v řádu 20 – 25 %. Prostřednictvím nepřímých kanálů, např. přes pomalejší růst, je přenos kurzu do inflace výrazně slabší.

Vrchní ředitelka Erbenová: Tyto výsledky vyplývají ze zkušenosti let 2001,2002?

Odpoověď SMS: V predikcích z tohoto období se předpokládalo, že při nízké inflaci a nepružnosti cen směrem dolů nebude inflace reagovat na zpevnění kurzu tak citlivě, jak předpokládá model. To se však nepotvrdilo a inflace klesla až do mírně záporných hodnot, výrazně pod prognózu. Uvedený předpoklad není v současnosti použit. Při ověřování modelových transmisí se prozatím potvrdila adekvátnost stávající kalibrace modelu, pokud jde o přenos kurzu do dovozních cen a do inflace.

Vrchní ředitelka Erbenová: Ptá se, jak předpokládané zpoždění mezi kurzem a ekonomickým růstem koresponduje s tím, že začátkem roku 2003 došlo ke zrychlení ekonomického růstu? Existuje nadále hádanka, proč HDP zrychlil i přes přísné kumulované měnové podmínky?

Odpoověď SMS: Hádanka dále existuje. Z konzultací s ČSÚ však vyplynulo, že v případě obtížně vysvětlitelného zrychlení ekonomického růstu v prvním čtvrtletí 2003 by mohlo jít o statistickou iluzi, danou např. způsobem řetězení cenových indexů. Z konzultací rovněž vyplynulo doporučení zatím nedělat zásadnější zásahy do modelového aparátu. S ohledem na další předpokládané revize HDP by mohlo dojít k určitému vyhlazení poklesu z roku 2002. To by mohlo znamenat pomalejší oživení v roce 2003.

Vrchní ředitelka Erbenová: Potom ale postupně vymizí vliv kurzu na ekonomickou aktivitu v roce 2002. Vezmeme-li navíc vliv povodní, kde je dramatický dopad kurzu na ekonomiku, o kterém jsme hovořili? Na druhé straně, pokud předpokládáme, že kurz má významný vliv na ekonomickou aktivitu, kde se bere optimismus, že dle současné prognózy bude růst pokračovat okolo 4 % a bude tažen exportem a investicemi?

Odpoověď SMS: Zpomalení růstu pod 2 % v roce 2002 lze nadále považovat za významný pokles růstové dynamiky. Pokud byl potenciální růst 3 – 3,5 %, došlo k otevření mezery výstupu. Projevilo se to i ve struktuře růstu a nakonec i v číslech o inflaci, která již revidována nebudou. Je možné, že lednová prognóza mezery výstupu bude pod vlivem nových informací přehodnocena. Konečný dopad do růstu HDP však nelze předjímat, protože může dojít i k přehodnocení potenciálního růstu. Rozdíl proti období 2001,2002 spočívá v rozsahu nadhodnocení měnového kurzu. Současné nadhodnocení je pouze velmi mírné. Rizikem pro investiční činnost by byla pokračující výraznější apreciacie.

Viceguvernér Niedermayer: Poukazuje na to, že za zpomalením růstu ekonomiky v období 2001,2002 bylo i zpomalení růstu v západní Evropě. U posuzování perspektiv investiční činnosti by bylo třeba si všimnout nejen toků investic ale i stavů. Otázkou je, jaká je konkurenceschopnost ČR ve srovnání s ostatními příjemci zahraničních investic. Souhlasí s popisem promítání kurzu do cen obchodovatelných komodit. Upozorňuje na vývoj cen obchodovatelných komodit, jak jsou zachyceny v grafu v SZ, kde v jejich vývoji nejsou patrné výraznější výkyvy přesto, že kurz zdaleka nebyl stabilní. Zahrnují ceny obchodovatelných komodit i změny daní? Co je příčinou skokové změny v růstu cen obchodovatelných komodit v roce 2004?

Odpoověď SMS: Ceny obchodovatelných komodit jsou očistěny od vlivu daní. Zub v grafu je způsoben tím, že přes pokles daně z přidané hodnoty ceny neklesly. Jednou ze základních otázek při analýzách v minulosti bylo, že ačkoliv kurz byl stabilizovaný po delší dobu okolo hladiny 33 Kč za euro, nebylo patrné zrychlování inflace. To bylo vyhodnoceno jako důsledek tlumení cenového růstu pod vlivem záporné mezery výstupu, která kulminovala na úrovni 1,5 % HDP.

Viceguvernér Niedermayer: Mikroekonomická historika v SZ je ale jiná. Dovožní ceny jsou stlačovány apreciujícím kurzem a konkurencí. Výsledkem je nízká inflace. Je otázkou, jak se bude dále chovat inflace. Podaří se ji stabilizovat na úrovni, která bude pod cílem nebo současné podmínky znamenají, že bude pokračovat dezinflační tendence?

Guvernér Tůma: Predikční aparát předpokládá reakci centrální banky. ČNB by měla reagovat a stabilizovat cenový růst. Možná pod cílem, ale určitě by inflace neměla směřovat k nule. Lze provést simulaci, co by se stalo pokud by centrální banka nereagovala. Předpokládá, že by se cenový růst zpomalil.

Vrchní ředitelka Erbenová: Analýzy ukazují, že odchylka kurzu o 1 Kč znamená dopad do inflace a úrokových sazeb ve výši přibližně 1 p.b. Lze takovým závěrům věřit?

Odpoověď SMS: Simulace indikují v kurzové apreciační variantě snížení sazeb přibližně okolo 1.p.b., navíc v horizontu několika čtvrtletí. Pokud dnes snížíme o 0,25 p.b. velkou chybu neuděláme. Více budeme vědět po zpracování dubnové predikce. Pravděpodobný výsledek dubnové predikce bude tlak na další snížení sazeb.

Vrchní ředitelka Erbenová: Proč se navrhuje snížit sazby pouze o 0,25 p.b., jestliže takové snížení nebude mít velký efekt?

Odpověď SMS: Odchylka sazeb v simulaci oproti základní prognóze je rozložena do více než čtyř čtvrtletí. Predikční aparát je současně založen na tom, že nedochází měsíc po měsíci k velkým změnám sazeb, ale k jejich vyhlazování. V tomto smyslu snížení o 0,25 v současnosti je adekvátní. Je rovněž možno zvažovat institut výjimek, kdy měnová politika by neměla reagovat na velké kurzové šoky tak, že se bude snažit vracet inflaci do cíle v ročním nebo jeden a půl ročním horizontu, ale bude šoky pouze částečně tlumit.

Viceguvernér Niedermayer: Zdá se, že predikční aparát nadměrně vyhlazuje různé veličiny, včetně kurzu, kdy se pracuje s průměrnými hodnotami za delší období, reakční funkce, která vyhlazuje pohyb úrokových sazeb, potenciálního růstu, kdy nové informace promítáme do změn potenciálního růstu a změny mezery výstupu. Výsledkem by mohlo být to, že na pohyb kurzu začátkem roku budeme reagovat až na jeho konci.

Guvernér Tůma: Není účelem dnes probírat vlastnosti predikčního aparátu. To je téma na zvláštní diskusi.

Vrchní ředitel Frait: Březnová SZ snížila fiskální impuls v roce 2004 o 0,4 p.b. na -0,8 p.b. Není zcela jasné, jaký je důvod tohoto snížení. Jaký vliv má vývoj hospodaření mimorozpočtových fondů a jaký vývoj čerpání státních garancí? Předpokládá, že korekce fiskálního impulsu je odrazem hospodaření mimorozpočtových fondů. Chce tento názor potvrdit. Nepřeceňuje snížení tempa růstu měnového agregátu M2. Podílela se na něm aprece měnového kurzu, která snížila korunovou výši devizových rezerv centrální banky a prostřednictvím čistých zahraničních aktiv i výši agregátu M2. Při analýze kurzových dopadů na vývoj průmyslových podniků by bylo vhodné blíže kvantifikovat dopady na odvětví zpracování kovů a jejich výroby. Odvětví je poměrně závislé na vývoji kurzu. V minulém období došlo ke zhodnocení koruny, současně ale vzrostly ceny kovů na světových trzích. To mohlo mít vliv na finanční hospodaření firem v odvětví. Jaký byl v této souvislosti dopad tohoto odvětví na finanční výsledky podnikové sféry jako celku, které se v loňském roce zlepšovaly? Případné zhoršování finanční situace v odvětví zpracování a výroby kovů nemusí být až tak znepokojivé, s ohledem na to, že v delším období se očekává postupné zmenšování jeho váhy v ekonomice.

Odpověď SMS: Korekce fiskálního impulsu směrem dolů zohledňuje lepší hospodaření mimorozpočtových fondů. Garance do cash deficitu nevstupují, jsou součástí ESA deficitu. Garance nevstupují ani do poptávkově relevantního salda. Určité indikace o hospodaření mimorozpočtových fondů existovaly již dříve. Přetrvávala však nejistota o konečném výsledku. Proto byla korekce fiskálního impulsu provedena až poté, co byly k dispozici definitivnější údaje. Státní závěrečný účet bude schválen sice až v dubnu, ale lze předpokládat, že aktuální údaje jsou v zásadě konečné.

Vrchní ředitel Řežábek: Ptá se, do jaké míry zůstává pro aproximaci vývoje ve vnějším prostředí referenční ekonomikou SRN. Mezi zeměmi EU15 existují rozdíly v přijatých ekonomických reformách. To může mít vliv na jejich výkonnost. Je otázkou, zda se nezabývat našim exportem ve vztahu k různým zemím EU. Bylo by dobré zkusit predikovat vliv změn úrokových sazeb na inflaci v různých časových horizontech a kvantifikovat změny v prognóze pro alternativní případy změn úrokových sazeb či jejich ponechání na stávající úrovni.

V okolních nových členských zemích EU klesá inflace spotřebitelských cen a úrokové sazby. Na Slovensku jsou již referenční sazby pod úrovní cenového růstu. Bylo by možno predikovat postup asijských centrálních bank ve střednědobém horizontu, pokud jde o jejich devizové rezervy? To by mohlo být významné s ohledem na vývoj kurzu amerického dolaru a tedy pro světovou ekonomiku. Dopad cen ropy na ekonomiku není až tak velký. Je třeba brát v úvahu probíhající apreciaci koruny, jež růst cen ropy kompenzuje. Jakou část ekonomiky představují odvětví, kde dochází k poklesu zakázek vyjádřeno podílem na HDP a tedy jak významný je daný vývoj zakázek pro ekonomický růst? Pokud jde o menší část ekonomiky, nemusí být tento vliv významný. Poukazuje na to, že dlouhodobé úvěry nad 30 mil. Kč jsou poskytovány s nižšími sazbami než krátké a střední úvěry. Klesající růst cen potravin není dán pouze domácí nadprodukcí zemědělských produktů. Je třeba analyzovat zahraniční obchod se zemědělskými produkty a potravinami a dopad, který má na ceny potravin zahraniční konkurence. Domácí výrobci, podle informací, nebyli schopni na trhu prodat svou produkci. Bylo by dobré přesněji definovat vlastní názor na budoucí kurzový vývoj a konfrontovat jej s názorem analytiků, že koruna po krátkodobé korekci začne opět apreciovat.

Odpověď SMS: SRN jako proxy pro vnější prostředí je značné zjednodušení. Není to ideální. Box v minulé SZ porovnávající vývoj v SRN a v EU indikoval, že používání údajů o německé ekonomice by mohlo být zdrojem určitých chyb. Vývoj v posledním čtvrtletí r. 2004 byl v SRN a v dalších zemích EU diferencovaný. V SZ jsou uváděny vedle SRN i efektivní ukazatele vývoje v zahraničí. Zvýšení ceny ropy dle Consensus Forecasts na úroveň 40 – 45 USD za barel je kurzem přibližně kompenzováno a nepředstavuje tak inflační riziko. Ceny ropy ve výši 50 – 55 USD za barel však již aktuálním kurzovým vývojem kompenzovány nejsou. Dopad však není dramatický. Pohonné hmoty mají ve spotřebitelském koši váhu 3,5 %. Dopad ceny ropy může být navíc ztlumen maržemi prodejců. Výsledné riziko pro cenový růst je v řádu desetin p.b. Zpomalování růstu cen potravin je odrazem vývoje cen zemědělských výrobců. V minulých predikcích se zvažoval vliv, jaký může mít na ceny potravin přistoupení k EU, účast na společné zemědělské politice a vyšší intenzita zahraničního obchodu se zemědělskými produkty a potravinami. Předpoklad byl, že dopad bude spíše proinflační. Zahraničně obchodní výměna skutečně narostla, týká se to však pouze masa a cukru. Ceny zemědělských výrobců jsou ovšem tlačeny dolů zejména cenami obilovin. V tomto případě sehrává svou roli minulá dobrá úroda, která se promítá do cen obilovin a následně přes ceny krmných směsí i do cen masa. Pro nejbližší budoucnost lze očekávat pokračování dezinflačních tlaků. Komentáře analytiků vyhodnocují aktuální kurzový vývoj jako krátkodobou korekci, v delším období by měla pokračovat apreciacie kurzu. Kurz je ovšem obtížné předvídat a komentáře analytiků mají občas tendenci být zpěthledící. Do té doby než začal kurz posilovat, komentáře naznačovaly stabilitu kurzu. Poté, co kurz začal posilovat, začaly se množit komentáře, že koruna má potenciál dlouhodobě zhodnocovat. Další vývoj komentářů závisí na tom, jak dlouho bude přetrvávat současná kurzová korekce. Pokud by kurz začal opět posilovat, zintenzivní se zřejmě opět rétorika o potenciálu koruny ke zhodnocení. Současná míra nejistoty je ale velká. Koruna je ve vleku kurzového vývoje v regionu.

Odpověď sekce bankovních obchodů: Oslabení koruny, jehož jsme byli svědky, není dávano do souvislosti s fundamenty v ČR, ale je odrazem působení vnějších faktorů. Velcí investoři, kteří utrpěli ztráty v US treasuries, likvidují částečně své pozice v jiných částech světa a to ovlivnilo kurzový vývoj i v ČR. Existuje určitý optimismus, že apreciacie nebude pokračovat takovým tempem jako začátkem roku. Současně však lze očekávat, že repatriace dividend, jako faktor ovlivňující kurzový vývoj, nebude v letošním roce pokračovat v takovém rozsahu jako loni, i

přesto, že finanční výsledky podniků jsou nejlepší za posledních 8 let. Důvodem je to, že v loňském roce působila řada jednorázových vlivů v souvislosti s naším novým členstvím v EU. Šlo např. o snižování základního kapitálu nebo převod do zahraničí nerozdělených zisků z předchozích let. Příkladem mohou být Transgas a ČSOB. Existují rovněž informace o tom, že někteří významní plátcí dividend již své platby zahedgeovali. To vše by mohlo signalizovat, že tlaky na oslabení koruny by mohly být ve srovnání s minulým rokem menší.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Niedermayer: SZ nepřináší informace, které by znamenaly výraznější změnu ve vnímání vývoje ekonomiky oproti minulému jednání BR. Relevantní může být zlepšující se vývoj zaměstnanosti. To by mohlo vést k urychlení spotřeby. V loňském roce brzdily spotřebu klesající zaměstnanost a relativně nízký růst nominálních mezd. Obrat ve vývoji zaměstnanosti by mohl znamenat impuls, který v SZ není dostatečně zdůrazněn. S obezřetností vnímá vývoj měnového agregátu M2. Bude potřeba analyzovat příčiny zpomalování jeho růstu. 4 procentní růst není standardní situace. Vývoj peněžní zásoby může mít v delším období určitý vliv na ekonomiku. Hlavním rizikem je, že chybí přesnější informace o tom, při jakých úrovních kurzu by již byly patrné citelnější dopady do exportu a do ekonomického růstu. Problém dnešního měnově-politického rozhodování je následující: Prognóza inflace na úrovni 2 % by si vyžadovala poměrně razantní reakci měnové politiky. Příští SZ pravděpodobně takovouto měnově-politickou odezvu doporučí. Analýzy však současně ukazují, že ekonomika se vyvíjí uspokojivě. Růst HDP se pohybuje okolo potenciálního růstu. Měnový kurz je blízko své rovnovážné úrovně. Úroková složka měnových podmínek je stimulativní. Nebylo by vhodné naznačovat, že inflační cíl není pro ČNB relevantní. Současně však pravděpodobně nelze zajistit v dohledném horizontu návrat cenového růstu na 3 %. Snížit úrokové sazby dnes o 0,25 p.b. by bylo rozumné. Při přetrvávajícím očekávaném nízkém cenovém růstu by však bylo třeba úrokové sazby snižovat i v dalších měsících. Mohli bychom se tak ale dostat do situace, kdy už dále nebude možné sazby snižovat, i když by to logika měnově-politického režimu vyžadovala. Rozhodující je, zda za současných měnových podmínek bude inflace relativně stabilní okolo současné úrovně, v takovém případě necítí potřebu snižování úrokových sazeb tak akutní, nebo bude inflace dále klesat. V takovém případě by váhavost při snižování sazeb nebyla na místě.

Viceguvernér Singer: Nové informace v zásadě potvrzují hodnocení ekonomického vývoje, tak jak proběhlo již na minulém měnově-politickém jednání. Současně to však znamená, že se potvrdila setrvalost dezinflačních rizik. Rozhodování o měnově-politickém opatření je poměrně jednoduché. Minule navrhoval snížení sazeb a je pro jejich snížení i na dnešním jednání. Je pro to několik důvodů. I kdyby došlo ke korekci kurzu depreciačním směrem, což dle názoru expertů není příliš pravděpodobné, bylo by třeba takový vývoj přivítat. Lze si pouze obtížně představit vývoj měnového kurzu, který by vedl k nesplnění inflačního cíle shora. Solidní růst HDP není argumentem pro nesnížení sazeb. Již několik let je skutečný HDP pod potenciálním. Pokud lze ekonomický růst podpořit, je třeba sazby snížit. Růst HDP na úrovni 4 % je navíc odhadem, který může být ČSÚ následně revidován směrem dolů. Trhy očekávají snížení sazeb. Nebylo by dobré je překvapit a nesnížit. Pro jiné než očekávané opatření by musely být velmi dobré důvody, jako

tomu bylo např. při lednovém měnově-politickém jednání, kdy snížení sazeb bylo pro trhy překvapením. Snížení míry nezaměstnanosti považuje za poměrně malé.

Vrchní ředitel Frait: Od posledního jednání BR se v ekonomice příliš nového neudálo. Jediný významnější je údaj o HDP za poslední čtvrtletí roku 2004. Není ale jednoznačně interpretovatelný z hlediska budoucích inflačních tlaků. Vnímá ekonomický vývoj podobně jako při minulém jednání. Inflace je nízká, nízká jsou dlouhodobá inflační očekávání, existuje riziko, že inflace setrvá pod cílem, na relativně nízkých hodnotách, po dlouhou dobu. Rizikem je rovněž to, že reálný měnový kurz bude zhodnocovat rychleji, než co bychom považovali za rovnovážné zhodnocování. Při rozhodování o nastavení sazeb je třeba se zabývat tím, jaká je jejich optimální hladina, spíše než pouze tím, zda sazby zvýšit či snížit. Očekávání, že inflace bude střednědobě velmi nízká, vede k doporučení snížit sazby na 2 %. Tato úroveň sazeb by byla konzistentnější s dlouhodobými trendy v ekonomice. K argumentům pro nízké sazby patří solidní růst produktivity práce, to že navzdory růstu HDP, růstu cen surovin a nárůstu daňových sazeb přetrvává nízká inflace. Růst mezd je stabilizujícím prvkem, není excesivní. Riziko vyplývající z poklesu sazeb je nízké. I kdybychom udělali chybu směrem dolů, je dost času provést korekci směrem nahoru. Udržování relativně nízkých úrokových sazeb a podpora růstu domácí poptávky je obranou před případnými nepříznivými dopady korekcí nerovnováh ve světové ekonomice. Nedomnívá se, že příčina podstřelování inflačního cíle leží zcela mimo ČNB. Naše dlouhodobá politika vytvořila očekávání, jak se ČNB a následně ekonomika budou chovat. Ani vyšší inflační cíl by nebyl účinný. Je obtížné přijmout předpoklad, že naše nadhodnocování inflačních tlaků vedlo k permanentnímu nadhodnocování reálných mezd. Pokud by tomu tak bylo, musela by cenová hladina růst rychleji, než jak je implikováno inflačním cílem. Ze srovnání cenové hladiny implikované inflačním cílem a skutečným cenovým vývojem za posledních několik let vyplývá ale postupná kumulace značné mezery mezi oběma veličinami, v tomto smyslu se zřejmě vývoj mezd poměrně rychle přizpůsobil nízkoinflačnímu prostředí.

Vrchní ředitelka Erbenová: Snížení sazeb o 0,25 p.b. nevádí a riziko chyby směrem dolů je malé. Tuto argumentaci však lze obrátit: Pokud snížení sazeb nepřinese žádný efekt, tak proč to dělat? Snížení sazeb o 0,25 p.b. není ani dostatečnou prevencí budoucí apreceiace, pokud by se znovu objevily tlaky na zhodnocování měny, dané např. vývojem v okolních státech. Nepředstavuje ani kompenzaci kurzového vývoje, který již proběhl od lednové prognózy. Pokud platí současná prognóza, ovlivní snížení měnově-politické sazby pouze krátké sazby, protože prognóza počítá s opětovným nárůstem sazeb v delším období. Smysl by mělo snížení jako první v řadě několika kroků. Jinak by to spíše považovala za jakýsi fine tuning ve smyslu jemného vyladování ekonomiky. Udělali bychom sice pohyb správným směrem, dali ekonomice malý impuls, ale z hlediska cíle by asi nebylo dosaženo téměř ničeho. Věříme-li simulaci v alternativním scénáři, bylo by třeba pro alespoň přiblížení se k dolní hraně cíle mnohem většího snížení sazeb. Pokud bychom však byli na začátku několikakrokového pohybu sazeb směrem dolů, vede to k úvahám o finanční stabilitě a o důsledcích, jaké by takovýto vývoj úrokových sazeb mohl vyvolat. Nemáme sice přesné odhady možných dopadů, ale máme určité informace signalizující, že rostou ceny nemovitostí, že rostou rychle úvěry na bydlení, že úvěrové zatížení domácností začíná být signifikantní. Bylo by třeba aktivněji komunikovat, že cíl bude podstřelován, i přes dnešní pravděpodobné snížení sazeb. Komunikace závazku vracet inflaci ke 3 % může být za současných podmínek z hlediska naší kredibility kontraproduktivní. Navíc to vyvolává nesprávné chování ekonomických agentů, kteří závazku věří. U sofistikovanějších

subjektů to vyvolává otázky o tom, jakým kanálem bude určován budoucí cenový růst. Jestliže bude inflace udržována na nízké úrovni pod cílem, zbývá jako vysvětlení v podstatě pouze kurzová apreciacie. Komunikací, kdy se hlásíme k cíli, ale současně v prognózách indikujeme jeho podstřelování, je tak vlastně kurz tlačěn do apreciacie. Pokud jde o bilanci rizik, kumulují se celkově na protiinflační straně. Ke snadno identifikovatelným patří ceny potravin, ceny zemědělských výrobců, dovozní ceny, předpokládaný vývoj regulovaných cen v letošním roce, kdy se zřejmě nezrealizují původní záměry u regulovaného nájemného a televizních a rozhlasových poplatků. Dále jde o růst HDP v roce 2004, který byl neinflační a signalizuje tak spíše otevřenější zápornou mezeru výstupu. Nejvýznamnějším rizikem je však vývoj kurzu, kdy jeho průměrná hodnota za první čtvrtletí znamená v podstatě naplnění kurzové alternativy k lednové prognóze. Proinflačním rizikem je vývoj cen ropy. Argumentem proti snížení sazeb je rovněž předpoklad o pokračování solidního ekonomického růstu ve zdravé struktuře. Platí-li standardní ekonomické zákonitosti, měl by růst nakonec přece jen určité poptávkové inflační tlaky vygenerovat. Stejným směrem působí zvyšující se zaměstnanost a zlepšování situace na trhu práce. V tomto kontextu by měnový kurz nemusel nepříznivě ovlivnit exportní výkonnost a poškodit ekonomický růst.

Vrchní ředitel Holman: Není jasné do jaké míry lze spoléhat na předpoklady o tempu růstu potenciálního produktu odhadnutém na základě historických řad. Intuice nám říká, že odhad tempa růstu potenciálního produktu ve výši 3 – 3,5 % je zjevně nízký. Vlivem proběhnuvší restrukturalizace ekonomiky bude potenciální růst asi vyšší. Bylo by možné odhadnout nově úroveň potenciálního produktu a dále rovněž přirozenou úrokovou míru, která je konzistentní s potenciálním produktem? Pro BR by to bylo důležité vodítko. Stejně tak by bylo žádoucí odhadnout přirozenou míru inflace, konzistentní s potenciálním produktem, která by byla vodítkem pro ocenění správnosti inflačního cíle. Poznamenává, že měnová politika by neměla reagovat na nákladové faktory, jako např. ceny ropy. Ekonomika by se měla sama s těmito vlivy vyrovnat. Dále musíme brát v úvahu, že snižování úrokových sazeb nemá vliv pouze na inflaci, působí i na ceny aktiv, např. na akciových trzích. Bylo by žádoucí vědět, jak např. snížení sazeb o 0,25 p.b. ovlivní akciový trh. Rizikem razantnějšího snížení sazeb může být vznik bublin na trzích některých aktiv, jejichž následné splasknutí může mít pro ekonomiku závažné důsledky. Při rozhodování o sazbách by centrální banka neměla být ve vleku toho, co si myslí trhy, resp. analytici. Není rovněž dobré sazby měnit často, protože může docházet k znejistování investorů a rozkolísávání trhu. Ideální by bylo snížit měnově-politickou sazbu na 2 % a na této úrovni ji po delší dobu ponechat. K tomu možná dojde, protože nevěří, že by koncem roku došlo k významnějším poptávkovým tlakům. Budeme bojovat s problémem podstřelování cíle. Bylo by potřebné znovu otevřít debatu o jeho nastavení a charakteru. Z hlediska komunikace je problém říkat, že cíl je sice 3 %, ale že z určitých důvodů jej budeme podstřelovat. Veřejnost to bude vnímat jako neschopnost cíle dosáhnout. Diskuse o zpožděném dopadu kurzového vývoje na ekonomiku potvrdila, že kurzová apreciacie se promítá do snížení inflace rychleji, nežli se promítá snížení úrokových sazeb do zvýšení inflace. Problém je tedy, že v případě permanentně probíhající apreciacie nejsme schopni udržovat stabilní měnové podmínky a stále pouze doháníme důsledky apreciacie kurzu. Obavy, že apreciacie zhorší export a zpomalí ekonomický růst, nejsou příliš opodstatněné. Záleží na reálném kurzu. Jestliže koruna apreciuje a s určitým zpožděním se to projevuje v nízké inflaci, potom reálné kurzové podmínky nejsou zpříšňující. Nicméně se pohybujeme v určitém měnově-politickém režimu a jestliže koruna apreciuje, měli bychom snížit

úrokové sazby. Proto udělejme, co je v logice našeho režimu cílování inflace, snížíme sazby a doufejme, že je na nižší úrovni budeme moci ponechat po relativně dlouhou dobu.

Vrchní ředitel Řežábek: Při hodnocení vývoje na trhu práce je třeba vedle hodnocení úrovně nezaměstnanosti sledovat vývoj zaměstnanosti. To jsou dva poněkud různé pohledy, které mohou vést k poněkud odlišným závěrům. Bylo by možná vhodné do budoucna se více věnovat vývoji zaměstnanosti, která by naše vnímání ekonomického vývoje mohla obohatit o nové prvky. Snížili se nezaměstnanost, na první pohled to může vést k nárůstu objemu mezd. Je však třeba poukázat na růst hypotečních úvěrů v loňském roce, což může znamenat odliv části mezd na splátky, což je oblast, která nemůže působit na poptávku. Analýzy fiskálního vývoje v loňském roce rovněž ukazují nárůst příjmů státního rozpočtu ze spotřebních daní a z DPH, což znamená rovněž umrtvení značné části vyplacených mezd. Navíc je třeba poukázat na to, že úvěry domácnostem v loňském roce se promítly pouze částečně do tržeb. V souhrnu tak použitelné mzdy s potenciálním poptávkovým vlivem zřejmě nebyly významným faktorem, který by mohl vyvolat zrychlení inflace. Snížení úrokových sazeb by nemělo mít ve stávajících podmínkách za následek zvýšení inflace. Nedomnívá se, že by cena ropy, po přepočtení měnovým kurzem představovala výraznější proinflační riziko. V minulosti byl kurz USD/EUR 1 : 1. Minulá cena ropy byla 40 USD za barel. Došlo-li následně k jejímu nárůstu vyjádřeno v USD, je třeba rovněž poukázat na to, že kurz dolaru deprecioval řádově o 30 %. Upozorňuje na pokles podílu osobních nákladů na přidané hodnotě v ekonomice, což signalizuje, že podniky se chovají racionálně. Tento růst ekonomiky není nebezpečně expanzivní. Mzdová zdrženlivost je určitou zárukou podobného chování i v příštím období. Produktivita práce rostla rychleji, než činil růst mezd. Hovoříme-li o cílech centrální banky, zdá se, že cenová stabilita není ohrožena a je tedy možno se zaměřit na další úkoly. Pokud jde o možnosti ekonomiky, mohl by její růstový potenciál být vyšší, než jaký vykazuje v současnosti. S ohledem na zmíněnou mzdovou zdrženlivost není třeba se případného urychlení růstu bát. Protože nedochází ke změně inflačního cíle a vzhledem k tomu, že v rámci cenového pohybu byl jedinou odchylkou směrem nahoru od prognózy vývoj regulovaných cen, klade si otázku, zda snížení sazeb musí být pouze o 0,25 p.b. nebo si lze představit i jiný větší pohyb sazeb, resp. jiný pohyb než násobek 0,25 p.b. Neměli bychom se ale přiblížit až k hranici 1,7 %.

Guvernér Tůma: Chápe „fine tuning“ při úpravách úrokových sazeb nikoliv jako překvapování trhu ale jako jejich jemné doladování, to zda máme měnit sazby o 0,25 p.b. nebo třeba 0,30 p.b. a snažit se je zcela vyhlazovat. Souhlasí s tím, že zpoždění měnové politiky jsou dlouhá a „fine tuning“ není realistická strategie. K důvodům, proč nesnížit úrokové sazby by bylo možno přiřadit to, že nízká současná inflace nemusí být pouze výsledkem slabých poptávkových tlaků, ale může mít strukturální důvody. Měnová politika má ovšem velmi omezené možnosti ovlivnit strukturálně daný cenový pohyb a nemá tedy smysl měnit úrokové sazby. Od minulého měnově-politického jednání se příliš situace nezměnila. Důvodem, proč minule doporučoval sazby neměnit, bylo to, že sazby byly sníženy na předchozím jednání a nepociťoval akutní potřebu ve snižování pokračovat. Navíc se jednalo o první měnově-politické jednání BR v novém složení. Neměnnost situace spatřuje v tom, že kurz by mohl setrvat určitou dobu na své aktuální úrovni, případně by mohl posílit. Otázkou je, zda reagovat a v jaké míře. Rámec pro měnově-politické rozhodování je jasný. Cílem není řídit index měnových podmínek a tedy plně kompenzovat pohyby měnového kurzu. To však neznamená, že pokud kurz stlačuje významněji cenový růst, nebylo by adekvátní reagovat a snížit sazby. Významná je kredibilita režimu. Připomíná

zkušenost z období před třemi roky, kdy rovněž kurz působil výrazně deflačním směrem a vedl dokonce až k záporným hodnotám cenového růstu. Měnová politika na tento vývoj poměrně razantně zareagovala, i když bylo jasné, že není možné kurzový vývoj plně vykompenzovat a snížit sazby až např. na 1 %. Reakce však byla přesto výrazná a měnová politika si udržela svou kredibilitu. Kde je hranice snižování sazeb, není zcela jasné: zda jsou to 2 %, 1,75 % nebo 1,5 %. V minulosti byly určité hranice vnímány, ale následně byly prolomeny. Při dnešním rozhodování je rovněž zřejmé, že snížení sazeb o 0,25 p.b. nevykompenzuje plně tlak kurzu, což ale neznamená, že snížení nemá smysl. Mírně tím podpoříme poptávku a současně je to v souladu s našimi závazky vyplývajícími z měnově-politického režimu. Očekává, že nová prognóza bude znamenat opětovné odložení uzavírání mezery výstupu, budoucí cenový růst se posune směrem dolů a dolů se posune i trajektorie úrokových sazeb. Pokud dnes dojde ke snížení sazeb, nebude to chyba, ani to nebude znamenat, že by v nejbližší době mělo dojít ke zpětnému pohybu sazeb nahoru podél „u“ křivky. Není ani zřejmé, zda sazby setrvají delší dobu na nové úrovni nebo dojde k jejich zaparkování ještě na nižší úrovni. Jasnější názor vyplyne až z projednání dubnové prognózy. Pokud srovnáme současný vývoj s dubnovou prognózou z roku 2004, spočívá hlavní rozdíl v úrovni kurzu. Prognóza před rokem počítala s kurzem okolo 33 Kč za euro a to vedlo k velmi odlišným implikacím pro vývoj inflace a sazeb ve srovnání s tím, jaký byl následný vývoj.

Ředitel SMS Holub: Cena uralské ropy přepočtená na Kč se v současnosti pohybuje na úrovni relativně vysokých hodnot dosažených na podzim loňského roku, ale není vyšší. To indikuje, že nárůst dolarových cen ropy byl skutečně kurzovým vývojem částečně kompenzován. Při odvození přirozené úrokové míry je využívána metoda Kálmánova filtru. Ta dává do souvislosti informace o vývoji HDP, inflace po očištění od nákladových vlivů, úrokových sazeb a měnového kurzu. Simultánně jsou potom odhadnuty potenciální produkt, rovnovážný reálný kurz a rovnovážné úrokové sazby. Delší dobu se odhad reálných rovnovážných sazeb pohybuje okolo 1,5 % či nepatrně pod touto hranicí. Při v současnosti očekávané inflaci by se politicky neutrální nominální úrokové sazby pohybovaly mezi 3 – 3,5 %. Míra nejistoty spojená s úrovní potenciálního výstupu je velká. Je to spojeno i s datovými problémy. Odhad se postupně přehodnocoval směrem nahoru. Před rokem byl odhadovaný potenciální růst okolo 2,5 %, v současnosti se odhad pohybuje okolo 3,5 %. Částečně je posun dán revizemi dat, které zvýšily růst HDP v letech 2003 a 2004. Alternativní metoda založená na produkční funkci signalizuje růst potenciálního HDP v rozmezí 3 – 4 %. Mezera výstupu se jeví uzavřenější ve srovnání s metodou používanou v predikčním aparátu, která zohledňuje nízkou inflaci.

Guvernér Tůma: Metodu produkční funkce používá MF. V analýzách MF se předpokládá, že mezera výstupu je již uzavřená nebo dokonce mírně kladná. V tom je rozdíl ve srovnání s analýzami v ČNB, které předpokládají stále ještě otevřenou zápornou mezeru výstupu.

Ředitel SMS Holub: Problémem metody produkční funkce je nutnost odhadovat nepozorovatelnou veličinu souhrnnou produktivitu výrobních faktorů. Zpravidla se používají jednoduché filtry typu HP filtru, kde je ovšem problémem vychýlenost blízko krajních hodnot časové řady. SMS předpokládá používat metodu produkční funkce jako doplňkovou metodu. Z hlediska logiky využití však nadále bude preferováno využití stávající metody jako základního postupu odhadu vývoje rovnovážných veličin.

Vrchní ředitel Holman: Jaké sazby uvažujeme, když hovoříme o měnově-politicky neutrálních sazbách?

Ředitel SMS Holub: Jsou to krátkodobé sazby. V predikčním aparátu to je 3M Pribor.

Vrchní ředitel Holman: To znamená, že ekonomiku systematicky přehříváme.

Viceguvernér Niedermayer: Máme uvolněné měnové podmínky, protože se domníváme, že jsme výrazně pod potenciálem.

Guvernér Tůma: Díky tomu, že jsme pod potenciálem, můžeme si dovolit mít uvolněné podmínky v úrokové složce. Tím spíš, že kurzová složka měnových podmínek vede k jejich zpřísnění.

Ředitel SMS Holub: Modelový aparát nepracuje s přirozenou mírou inflace. Výchoziskem je stanovený inflační cíl. Tomu se přizpůsobí měnová politika, která by měla inflaci na stanovený cíl dotlačit. Je otázkou, zda cíl odpovídá optimální míře inflace, jež bere ohled na statistická zkreslení, rigidity cen směrem dolů a rovnovážnou reálnou apreciaci. Informace od doby stanovení cíle nás neopravňují k jeho přehodnocení. Vazba úrokových sazeb na akciový trh není systematicky sledována. Transmisní kanál přes cenu aktiv je v ČR slabý. Držba akcií domácnostmi je malá a efekt bohatství nevýznamný. Vliv na investiční činnost je malý s ohledem na velmi omezené primární emise akcií.

Vrchní ředitelka Erbenová: Rozumí argumentu, že sazby mají být co nejnižší, pokud to nezvýší inflaci. Otázkou je však dopad na finanční stabilitu. V souhrnu jsou rizika směrem dolů. Riziko cen ropy směrem nahoru je do značné míry kompenzováno vývojem měnového kurzu. Navíc váha cen ropy ve vztahu k spotřebitelské inflaci je malá. Na primární vliv nákladového šoku by se nemělo reagovat, sekundární efekty se v současných podmínkách při záporné mezeře výstupu zatím nematerializují. V dubnu bude pravděpodobně prognóza korigována směrem dolů, zřejmě včetně implikované trajektorie úrokových sazeb. Snížení sazeb je očekávané, přestože to inflaci v horizontu nejučinnější transmisi významně neovlivní. V logice měnově-politického režimu by se však mělo reagovat. Podnikům by se tak částečně mohl kompenzovat dopad kurzové apreciace. Je ale možné, že se pohybujeme v odlišném paradigmatu. Dosud bylo dilema, zda potenciální růst je 3 % nebo 3,5 %. Je otázkou, jestli není spíše 4 - 5 %. Diskuse o růstu potenciálního produktu je relevantní, stejně jako diskuse o transmisi kurzu do ekonomiky, zejména do obchodní bilance. K tomu se přidává otázka vnějších tlaků na ekonomiku v kontextu globalizace a např. v souvislosti s vývojem asijských ekonomik. Měnová politika by se neměla snažit zcela eliminovat tyto vnější vlivy, které mohou znamenat pro spotřebitele pozitivní přínos. To jsou vše otázky vyžadující podrobnější diskusi. Jejich zodpovězení je důležité pro budoucí měnovou politiku. Nepovažuje za uspokojivé řešení v izolovaném kroku snížit úrokové sazby a zaparkovat je na delší dobu s tím, že stejně cíl nebude splněn.

Vrchní ředitel Frait: Rovnovážné úrokové sazby lze odhadnout pouze v kontextu dané ekonomiky v daném čase. Reálná rovnovážná úroková sazba je potom značně závislá na skutečných reálných úrokových sazbách v posledním období. Nejde tedy o odhady nějaké obecně platné optimální úrokové sazby. Pokud centrální banky v situaci, kdy jsou reálné sazby nízké,

ještě tlačí dolů, umožňuje to realizaci projektů s nízkými výnosy a tím se nízké reálné výnosy stávají skutečností. Z toho vyplývá riziko, jak centrální banky mohou prohlubovat nerovnovážné tendence. Pro malou ekonomiku, kde podstatná část ekonomiky je ve vlastnictví zahraničních vlastníků a domácí ekonomika je silně ovlivňována zahraničním vývojem, toto riziko ale není velké. Při historickém pohledu relativně nízké nebo dokonce záporné reálné úrokové sazby byly v 70. letech, tudíž i odhadované rovnovážné reálné sazby byly nízké. V 80. a na začátku 90. let byly reálné sazby vysoké. Nyní jsou reálné úrokové sazby ve světě opět relativně nízké, z historického hlediska však nikoliv extrémně. Empirickou cestou je tak obtížné se dopracovat k nějaké optimální úrokové sazbě. U malé ekonomiky jako je ČR, je ještě další problém, který je obsažený v našem modelu. Reálná úroková sazba ve výši přibližně 1,5 % je umožněna tím, že v podmínce reálné úrokové parity je riziková prémie omezená na kladnou, maximálně nulovou hodnotu. Ex post může však být až negativní, což má významné konsekvence. Je-li součástí reálného výnosu také reálné zhodnocení měny, jako např. v případě českého producenta vyvázejícího do EU, který si půjčuje na domácím trhu za domácí sazby, je relevantní vývoj cen exportu vyjádřených v domácí měně, nikoliv domácí inflace. U malé rozvíjející se ekonomiky s aprecijícím kurzem je tak otázkou, jak stanovit optimální rovnovážnou reálnou úrokovou sazbu. Je rozdíl mezi subjekty, které podnikají a prodávají na domácím trhu a subjekty, které prodávají v zahraničí.

Viceguvernér Singer: Ve světle informací o dalších připravovaných revizích HDP za uplynulé období je třeba být opatrný při hodnocení akcelerace ekonomického růstu v minulém roce. Sdílí obavu o finanční stabilitu a obecně o ztrátu účinnosti úrokových sazeb při jejich nízkých úrovních. Nesnížení sazeb by bylo ovšem překvapením a pokud můžeme doufat, že nízké úrokové sazby někde mají vliv, tak je to devizový trh, který se zdá, že na pohyby sazeb reaguje i v delším časovém horizontu. Sdílí rovněž názor o tom, že by bylo vhodné komunikovat nižší úroveň úrokových sazeb na delším konci výnosové křivky, v předjímání toho, co zřejmě přinese dubnová prognóza.

Viceguvernér Niedermayer: Nepříjemné na dnešním rozhodování je to, do jaké míry ČNB jako dopředu hledící, inflaci cílující centrální banka bude vnímána jako banka snažící se ladit měnový kurz. Před několika týdny hrozilo, že kurz posílí ještě více, než se následně stalo. Toto nebezpečí nyní nehrozí. Nicméně dnešní diskuse je již třetí na téma reakce na změnu kurzových podmínek a zřejmě přinese již druhé snížení úrokových sazeb. Kdyby byl kurz na 30,80 Kč za euro, nedošlo by ani k prvnímu snížení. Nyní máme ale pochyby, zda dvě snížení budou dostatečná. To zvyšuje riziko politiky častějších změn sazeb oběma směry. Tento typ politiky nepovažuje za optimální. Je proto vhodné více sledovat úroveň úrokových sazeb než směr jejich pohybu. Spíše než nadměrný aktivismus by bylo třeba analyzovat, jaká úroveň sazeb je pro ekonomiku za daných okolností dostatečně nízká a která současně nepovede ke vzniku nerovnováh. Rizikem je vytvoření finanční nestability a vnější nerovnováhy. V komunikaci by bylo vhodné zdůraznit, že pokud za stávajících podmínek nedojde k nepředvídaným změnám, bude se inflace delší dobu pohybovat pod inflačním cílem. Přitom není k dispozici vhodný nástroj, jak toto změnit. I kdyby takový nástroj existoval, nebylo by dobré inflaci za každou cenu tlačit směrem nahoru. Jestliže se nicméně v delším horizontu vrátí cenový růst k inflačnímu cíli ve výši 3 % a nezpochybníme-li výši reálných rovnovážných úrokových sazeb na úrovni alespoň 1 %, potom po jisté době bude muset dojít ke korekci úrokových sazeb směrem nahoru.

Viceguvernér Singer: Obává se, že pokud nedojde ke snížení sazeb, bude to trhy vykládáno jako signál pro posílení kurzu. To je větší riziko, než to, že by korekce sazeb byla vykládána jako jejich fine tuning. Necítil by se komfortně, pokud by pouze v komunikaci zaznělo, že inflace delší dobu setrvá pod cílem a současně by při neplnění cíle nedošlo k reakci měnové politiky.

Guvernér Tůma: V komunikaci by mělo zaznít, že při silném kurzu je možné, že inflace bude delší dobu pod cílem a centrální banka není schopna dopad kurzu plně kompenzovat.

Viceguvernér Niedermayer: Není žádoucí dělat měnově-politická opatření jenom s ohledem na očekávání trhu, a na to, že se budeme obávat pohybů na devizovém trhu. Z dopředu hledící měnové politiky by se tak mohla stát spíše dozadu hledící politika, korigující minulé pohyby kurzu. Výraznější snížení úrokových sazeb by bylo vhodné si ponechat v rezervě pro situaci, kdy by skutečně k výraznějšímu pohybu kurzu došlo. Poukazuje na minulý příliv přímých zahraničních investic a na to, že by mohl zahraniční kapitál odplynout, respektive odplývat ve splácení jeho výnosů.. To představuje svého druhu vnější nerovnováhu ekonomiky ČR.

Viceguvernér Singer: Nesouhlasí s názorem, že zahraniční kapitál v ČR bude muset být splacen. Pokud jsou investice do průmyslu a bank v ČR výnosnější než v zemích původu zahraničních prostředků, není důvod, proč by vlastníci převáděli kapitál zpět do svých často stagnujících ekonomik, kde by přinášel nižší výnos. Naopak lze očekávat, že budou v rozvíjející se ekonomice s perspektivně dlouhodobě apreciujícím kurzem v investicích pokračovat. V každém případě však nejde o problém, jež by se měl projevit v pro nás nyní relevantním horizontu.

Viceguvernér Niedermayer: Jde o to, že by se investoři mohli přesouvat do jiných rostoucích ekonomik, např. v asijském regionu a využívat k tomu mimo jiné výnosů ze svých investic u nás.

Guvernér Tůma: Je možné, že časem bude ekonomika zahraničními investicemi saturovaná. Již v současnosti je celkový kumulovaný objem zahraničních investic značný. Následně může dojít k tomu, že reinvestovaná bude čím dál menší část zisku a dojde i k obratu v tocích investic. Tento fenomén je pro nás relativně nový, má značný vliv na strukturu běžného účtu platební bilance a je otázkou, jak se bude dále vyvíjet. Obrat v tocích investic asi není záležitost příštího roku. Jaký bude vývoj v horizontu příštích 5 – 10 let, však není zcela jasné.

Vrchní ředitel Řežábek: Není zcela jasné, jak se budou zahraniční vlastníci ke svým investicím chovat, zda budou stahovat zisky do svých mateřských společností, nebo je budou reinvestovat, což záleží mimo jiné i na úrovni zdanění. Pokud dojde v dubnu skutečně k většímu posunu prognózy směrem dolů a snížíme-li dnes sazby o 0,25 p.b., je otázkou jaká by měla být reakce měnové politiky za měsíc. Pokud bychom reagovali snížením sazeb menším než 0,25 p.b., bude to adekvátní reakce na tak velký posun prognózy? Nebylo by v této souvislosti vhodné dnes snížit sazby o více a komentovat to jako opatření předjímající budoucí vývoj? Sazby by potom mohly zůstat zafixované na této nižší úrovni po delší dobu. Upozorňuje na to, že daňové změny provedené v první polovině loňského roku mohly mít určitý dopad do struktury ekonomiky. Pro meziroční srovnání ekonomického vývoje tak budou relevantní až údaje od třetího čtvrtletí letošního roku. Vliv mohlo mít i otevírání trhu zahraniční konkurenci v souvislosti

s přistoupením k EU, jež mohlo strukturálně ovlivnit ekonomiku v ještě delším časovém horizontu. Toto považuje rovněž za témata vhodná k podrobnější diskusi.

III. Závěrečné hlasování:

Guvernér Tůma	hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Viceguvernér Niedermayer	hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Viceguvernér Singer	hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Vrch. řed. Erbenová	hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Vrch. řed. Frait	hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Vrch. řed. Holman	hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Vrch. řed. Řežábek	hlasuje pro snížení úrokových sazeb o 0,25 p.b.

IV. Úkoly

Nebyly uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada jednomyslně rozhodla snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu na úroveň 2 % s účinností od 1. dubna 2005. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu snížit diskontní a lombardní sazbu na 1 % respektive 3%. Pro toto rozhodnutí hlasovalo 7 členů bankovní rady.

Zapsal: Aleš Čapek, poradce bankovní rady