Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 28. července 2005

Přítomni: guvernér Z. Tůma (přítomen pouze na otevřeném jednání bankovní rady), viceguvernér L. Niedermayer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel P. Řežábek.

I. Diskuze navazující na prezentaci 7. situační zprávy

Vrchní ředitelka Erbenová: Ptá se na přesnou souvislost vývoje regulovaných cen a mezery produktu.

Viceguvernér Niedermayer: Navazuje dotazem, zda je skutečně pravda, že navržená reakce měnové politiky ovlivní očekávání a sníží inflaci. Domnívá se, že tomu tak je pouze v modelu, kde jsou sazby endogenní a reagují nárůstem na nabídkové šoky, zatímco v realitě tomu tak dnes nebude, protože SMS navrhuje sazby nezměnit.
Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Doporučení SMS je v souladu s modelem. Vyšší inflace vlivem regulovaných cen v modelu způsobuje, že jsou sazby nejprve v nejbližším období výše než v minulé prognóze. To vede k otevřenější mezeře výstupu a omezuje sekundární dopady regulovaných cen z titulu vyšších inflačních očekávání.

Vrchní ředitelka Erbenová: Dotazuje se, zda v logice modelu bude třeba zvyšovat sazby ihned, jakmile se negativní mezera produktu uzavře – a přes to, že inflace bude pod cílem.
Odpověď SMS: Ano, model je lineární a je třeba stabilizovat trajektorie všech klíčových veličin v potřebném horizontu.

Viceguvernér Niedermayer: Ptá se, proč jsou ve všech třech alternativách hodnoty mezery produktu shodné, chápal by, kdyby tomu tak bylo u inflace, kterou cílíme.
Odpověď SMS: To způsobuje reakce měnové politiky, která zaručuje, že se všechny tři "gapy" protnou v rovnováze v jednom bodě. Vzhledem k délce transmise je mezera produktu stabilizována dříve než inflace.

Guvernér Tůma: Vznáší technickou otázku k prognóze. V základním scénáři akceleruje tempo růstu na 4,8 % a zároveň se odkládá uzavírání mezery produktu. Jak jsou tyto dva jevy konzistentní? Dále se ptá, zda úrokové diferenciály mohu být rizikovým faktorem. V poslední době se zvýšila nejistota ohledně sazeb ECB, v grafech je vidět strukturální zlom. Může se stát, že korekce očekávání snížení sazeb ECB a následný růst očekávaných sazeb v eurozóně přinese pro ČNB nutnost v horizontu tří měsíců zvýšit sazby?
Odpověď SMS: Růst a mezera produktu jsou konzistentní, protože k urychlení růstu dochází v období uzavírání mezery, tj. ve 2.-3. čtvrtletí 2006. Úrokové diferenciály jsou významným faktorem pro trajektorii sazeb, protože v modelu spoluurčují vývoj kurzu. Nižší výhled sazeb EURIBOR byl důležitým faktorem, který utlumil nutnost zvyšovat sazby v situaci zvýšení prognózy inflace. Opětovný posun tohoto výhledu nahoru by působil opačným směrem. Prozatím však neočekáváme, že by to hrálo roli v tomto roce.

Viceguvernér Niedermayer: (Pročítá poznámky viceguvernéra Singera. Poukazuje na to, že dolar nemusí oslabit a fiskál může být více expanzivní, než uvádí SZ. Chválí informace v SZ o úvěrech a maloobchodě v Německu jako užitečné a dává námět k analýze spolehlivosti dat o fondech z EU). Dále se ptá, zda jsou či nejsou sazby eurozóny pro nás významný faktor prognózy, SZ uvádí rozporuplné informace na stranách 7 a 41. Zajímalo by ho, kam jsou směřovány peníze z privatizace Telecomu. Žádá vyjasnění informace o zaměstnanosti v oblasti školství a zdravotnictví. SZ neuvádí numerický odhad dopadů a také neudává, zda to je trvalý či dočasný jev. Ptá se, proč se liší údaje o reálném čistém vývozu od nominálních údajů z části o platební bilanci. Ptá se, co znamená věta „nikdy nebyla investice do nemovitostí tak výhodná jako nyní". Poukazuje na to, že SZ je velmi objemný dokument, kde se opakují celé odstavce (někdy i třikrát), a žádá, aby došlo k zestručnění a dokument nebyl psán metodou „copy-paste" z minulé verze.
Odpověď SMS: SZ je mnohem kratší než v minulosti. Vlastní text SZ má necelých 50 stran, dokument je delší, protože bankovní rada si vyžádala některé přílohy navíc. Ohledně opakujících se pasáží bude posouzena možnost nápravy. Prostředky z privatizace Telecomu budou určeny pro FNM a Fond dopravní infrastruktury. Delegace EU se snažila MF ČR upozornit, že rychlé utracení prostředků na infrastrukturu zvýší příliš srovnávací základnu pro rok 2007, kdy bude třeba čerpat fondy EU. Změna zaměstnanosti ve školství a zdravotnictví je dočasným úrovňovým šokem, nikoli trvalým růstovým šokem, s vlivem v řádu kolem 1 procentního bodu. Údaje o reálném čistém vývozu a nominálních tocích se liší z důvodu jiné metodologie predikce. Reziduální položkou jsou deflátory dovozu a vývozu. Rozdílnost predikcí znamená, že prognóza předpokládá trendové vylepšování směnných relací. To bylo v minulosti často pozorováno.

Vrchní ředitel Frait: Ptá se, zda je v alternativním scénáři předpokládán dopad nárůstu cen ropy nejen do mezery produktu, ale také do potenciálního produktu. Předpoklad o růstu mezd na příští rok je poměrně vysoký. ČNB v minulosti svůj předpoklad o růstu mezd citovala při jednání s odbory a z tohoto úhlu pohledu by mohl být předpoklad vnímán jako určitý návod ze strany centrální banky k růstu mezd. Podíl mezd na přidané hodnotě klesl, přitom ve střednědobém horizontu lze očekávat spíše nárůst tohoto podílu, s jakou rychlostí lze tedy očekávat reverzi? Překvapivé byly údaje o výši sazeb z nově poskytnutých úvěrů, může SMS podat bližší vysvětlení?
Odpověď SMS: Prognóza počítá v nepodnikatelské sféře s 6% nominálním růstem mezd příští rok, což je údaj vycházející z vládního plánu. Podíl mezd na přidané hodnotě prochází cyklickým vývojem. Vzhledem k momentální fázi cyklu lze reverzi skutečně očekávat. Dopad ropného šoku do potenciálu není SMS analyzován, znamenal by proinflační riziko. Údaje o sazbách z nových úvěrů zahrnují v sobě i údaje o kontokorentních úvěrech, které mají vzhledem ke svému rychlému obratu velkou váhu na nových úvěrech, a jejichž úrokové sazby se v poslední době zvýšily.

Vrchní ředitel Řežábek: Ptá se, zda je možné blíže vysvětlit případný vliv dotací z EU na vývoj kurzu koruny a následně na měnovou politiku. Bude třeba připravit určitou strategii na zvýšený příliv eur z EU do české ekonomiky? Fiskál má v porovnání s předpoklady vyšší příjmy. Je možné popsat, v jakých sektorech se tvoří vyšší než očekávané příjmy? Dále se ptá, do jaké míry je pro nás prognóza Consensus Forecasts (CF) věrohodná. CF pracuje s předpokladem oslabování dolaru. Pokud je to věrohodný předpoklad, není na místě změnit strukturu devizových rezerv, aby nedošlo k prohloubení ztráty ČNB?

Odpověď SMS: Prostředky z EU budou vysílat poptávkový impuls do ekonomiky, především v letech 2007–2008, což je dle platné Euro-strategie období zavedení ERMII. Kurz by pak nemohl tlumit inflační tlaky tak dobře, jako prozatím předpokládá model. Tato úvaha bude součástí podkladu pro vládu o připravenosti na zavedení eura. Údaje o tom, z jakých sektorů především pramení zvýšené příjmy nejsou k dispozici, SMS se pokusí nějaké informace získat. Struktura devizových rezerv není předmětem projednávání SZ.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Niedermayer: (Seznámil přítomné s písemným stanoviskem viceguvernéra Singera, který doporučuje sazby neměnit. Vnímá rizika prognózy jako spíše inflační, kromě kurzu, ale inflace je prozatím stále pod cílem, šoky v podobě změny telekomunikačních tarifů není dobré přeceňovat).

Vrchní ředitel Frait: Navazuje na prezentaci SMS, kde bylo v souvislosti se stanoviskem poradce řečeno, že vývoj mezery produktu, resp. odklady jejího uzavírání, připomínají „Čekání na Godota“. Situaci s opakovaným podstřelováním inflačního cíle by s názvem zmíněné hry raději nespojoval, koneckonců v původním českém překladu se vyskytuje věta „Do téže stoky dvakrát nevstoupíš“. Vyjadřuje spokojenost s tím, jak byly nově dostupné informace promítnuty do červencové prognózy. V souvislosti s diskusí o změnách cen Telecomu upozorňuje, že ČSÚ sice možná technicky korektně započítal změny cen, ale není zcela jasné, zda byly ekonomicky správně zohledněny potenciální přesuny z tarifu do tarifu. Významný vliv vývoje sazeb v eurozóně na prognózu je dán charakteristikami modelu, v realitě by ale jejich vliv na domácí ekonomiku nemusel být tak velký. Dále upozorňuje, že nárůst inflačních očekávání v modelu, který je vyvolán nákladovým šokem a strukturou modelu, vede k nárůstu měnově neutrálních sazeb. Přitom některé nákladové šoky by takový vliv v realitě mít nemusely, protože mohou být pouze dočasné. Do formace inflačních očekávání by bylo dobré zahrnovat především permanentní změny. Navíc minulá zkušenost ukázala, že očekávání a následně inflace nereagují na nákladové šoky tolik, jak předpokládá modelová prognóza. V současnosti je inflace nízká i přes nákladové šoky, protože část nákladových faktorů absorboval trh práce a část tlumilo posílení koruny. S tlumením dopadů nákladových šoků pomohl také fiskál, který vyslal menší poptávkový impuls, než bylo původně očekáváno. Jeden z problémů prognózy je poměrně vysoké očekávání růstu mezd v podnikové sféře v příštím roce (7%). Prognóza ČNB o růstu mezd vstupovala jako významný faktor do jednání s odbory a byla často vnímána jako doporučení ČNB o udržitelném růstu mezd. K nejistotám prognózy patří mezinárodní vývoj. Při minulé prognóze viděl jako riziko zpomalení růstu české ekonomiky, především kvůli zpomalení exportů. Toto riziko se nyní zdá trochu menší. Oživení německé ekonomiky může nastat dříve. Kurz euro-dolar se predikuje velmi obtížně. Pokud jde o krátkodobé tlaky, zdá se, že nominální jednotkové mzdové náklady rostly, zejména v průmyslu, poměrně pomalu, proto si myslí, že ani z této strany tlaky nepřijdou. Nárůst delších sazeb je dán také velkou čitelností měnové politiky ČNB. Trhy si všimly, že ČNB reaguje s jistým zpožděním na nárůst inflace růstem sazeb, takže ke zpřísnění úrokové složky měnových podmínek dochází autonomně, což je pro centrální banku docela příjemné. Až bude ČNB diskutovat otázku ERMII je třeba v této souvislosti diskutovat také vliv přílivu fondů EU, který nastane v letech 2007 a 2008, a případnou strategii intervencí.

Vrchní ředitelka Erbenová: Motto dnešní diskuse by mohlo být „nikdy nebylo lépe s tak příznivým výhledem, že to vydrží“. Ve srovnání s uplynulou dekádou je současná ekonomická situace skutečně velmi dobrá a to by nemělo být opomenuto během debaty o drobných korekcích prognózy v řádu desetinek. Rizika prognózy jsou nevýrazná, symetrická. Pokud existuje mírné vychýlení rizik, tak je to spíše inflačním směrem, ale toto vychýlení je opravdu velmi mírné. Jako i v předchozích případech je podstatným faktorem prognózy kurz. V této souvislosti se připojuje ke komentáři vrchního ředitele Fraita. V etapě posilování kurzu pomáhají vlastně nákladové šoky dovést inflaci blíže k cíli. Souhlasí s měnově-politickým doporučením SMS. Hlavním argumentem pro stabilitu sazeb je stabilní vývoj ekonomiky a prognóza, která ukazuje, že tento vývoj bude pokračovat v horizontu měnové transmise. Otazníkem je vývoj fiskální politiky. ČNB se posunula v interpretaci fiskálního vývoje od obav, že fiskální impuls ohrožuje inflační cíl a bude důvodem ke zvýšení sazeb, k označování fiskálu za hlavní nejistotu predikce, která se – vzhledem k neplnění fiskálních plánů - spolupodílí na podstřelování inflačního cíle. I kdyby došlo k navýšení fiskálních výdajů v roce 2006, tak to není možné vnímat jako výrazné inflační riziko, protože letos výdaje naplněny pravděpodobně nebudou. Poněkud překvapivé je zpomalení spotřeby, které bylo vyvoláno zpomalením reálných příjmů na konci roku 2004. Souhlasí s interpretací SMS, že toto zpomalení spotřeby je zřejmě dočasné, neboť reálné příjmy rostou nyní rychleji. Navíc lze skutečně očekávat mzdovou konvergenci, podíl mezd na přidané hodnotě by měl postupně narůstat. Akademicky zajímavý je problém zaměstnanosti. Bylo by zajímavé vědět, zda změny v zaměstnanosti vědeckých a pedagogických pracovníků jsou spíše reakcí na změnu tarifních struktur či spíše strukturální změnou. Osobně se domnívá, že nejde o významnou strukturální změnu. Po očištění vlivu dočasných faktorů na zaměstnanost by se mohlo ukázat, že neroste tak rychle, jak ukazuje SZ, což by mělo implikace pro správnou identifikaci růstové fáze cyklu. Neinflační mzdový vývoj není ohrožen, na to je nezaměstnanost příliš vysoká. Problém zmíněný ve stanovisku poradce o možném konfliktu inflačního cíle a inflačního konvergenčního kritéria je tématem k diskusi. Podle výsledků debaty s ministrem financí lze soudit, že rok 2007 – relevantní z pohledu měnové transmise – nebude ještě rokem, kdy tento problém nastane.

Vrchní ředitel Řežábek: Zvýšení regulovaných cen, které není doprovázeno nárůstem mezd, vede ve své podstatě k omezení poptávky v jiných oblastech, proto není zvýšení regulovaných cen významným inflačním rizikem. Souhlasí s hodnocením, že česká ekonomika prochází příznivým obdobím. Této příznivé situace je třeba využít k vyprofilování podkladů pro vládu, které se budou týkat zavedení eura, vlivu EU fondů na českou ekonomiku a kurz koruny, a eventuální přípravě strategie ČNB jako reakce na zvýšený příliv eur z EU od roku 2007. V současné situaci nejsou patrná výrazná rizika prognózy. Pozornost zasluhuje působení fiskální politiky na ekonomiku. To je ale spíše vhodné označit jako nejistotu, než jako riziko prognózy. Diskusi na téma časování zavedení ERMII nemá opravdu smysl odkládat, začne počátkem září. Přiklání se k tomu, aby všechny podkladové materiály pro tuto diskusi byly spíše veřejné, než - jako v minulých letech – neveřejné.

Viceguvernér Niedermayer: Ekonomický vývoj je stabilní. Změny v prognóze odrážejí především působení nákladových šoků (ropa, fiskál). Jejich dopad do prognózy je ale poměrně velký, což je důsledek toho, že inflace je velmi nízká. SZ ukazuje, že v domácí ekonomice se nic fundamentálního neodehrává. Pokud by se prognóza naplnila bude inflace o jeden procentní bod

vyšší. Nové informace z oblasti vnějšího prostředí mají pozitivně neutrální nádech. Jeden měsíc přináší pesimistické informace, druhý optimistické. Červenec přinesl spíše optimistické informace především z USA. Domácí data jsou spíše neutrální. Špatné zprávy se nepotvrdily. Nedochází ke zpomalení ekonomiky, o kterém se hovořilo minule. Rizika kolem prognózy jsou symetrická. Zkušenost ale ukazuje, že inflace může být vždy nižší, než čekáme. Na druhou stranu ale některý z nabídkových šoků (např. ceny potravin) může inflaci vychýlit nahoru. Proto hodnotí rizika v oblasti inflace jako striktně symetrická. Rizika v oblasti sazeb ale již tak symetricky nevnímá. Důvody ke snížení se hledají obtížně, data spíše naznačují, že zvýšení je otázkou času a potvrzení informací. Kurz korigoval nepříjemné posílení a nyní osciluje kolem rovnováhy. Je dle jeho názoru částečně ovlivněn poměrně rozsáhlými prodeji ČNB, které byly na jeho vkus poněkud oportunistické. Rok 2005 asi již žádné překvapení nepřinese. V roce 2006 je dle tabulek také stabilní, ale tabulky neřeší otázku, jak je česká ekonomika konkurenceschopná, zaměřují se především na poptávkovou transmisi. Proto považuje udržitelnost tempa investic za téma důležité k diskusi. Fondy z EU by mohly pomoci tempo růstu ekonomiky udržet, ale zvýšený příliv těchto fondů nemusí mít na ekonomiku, i přes dosažení krátkodobě srovnatelného tempa růstu, stejně příznivý dopad jako efektivní soukromé investice.

Vrchní ředitel Řežábek: Podotýká, že prodeje ČNB nemohly být tak rozsáhlé, protože trh je nezaregistroval.

Viceguvernér Niedermayer: Reaguje tím, že měsíční data jsou k dispozici až se zpožděním. (Dále seznamuje se stanoviskem guvernéra Tůmy, který vidí proinflační rizika na konci roku 2005, čímž se liší od ostatních členů bankovní rady přítomných na jednání, ale přesto nevidí momentálně důvod ke zvýšení sazeb.)

III. Hlasování

Viceguvernér Niedermayer	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Erbenová	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Frait	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Řežábek	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni

IV. Úkoly

Nebyly uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 1,75 %.

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady