Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 22. prosince 2004

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

I. Diskuse navazující na prezentaci 12. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Dotazuje se, jakým způsobem ovlivní nově dostupné údaje o HDP za 3. čtvrtletí a revize údajů o HDP za předchozí období interpretaci ekonomického vývoje v uplynulých dvou letech, resp. interpretaci mezery produktu a potenciálního produktu v prognóze. Oceňuje přílohu věnovanou faktorům vývoje cen potravin. Poukazuje na to, že z ní lze vyvodit i jiný závěr, než jaký vyvodila sekce měnová a statistiky. A to, že dynamika cen potravin není rozhodujícím faktorem. Tím je spíše rozdílnost cenových hladin, která vytváří po vstupu do EU prostor pro arbitráž. Dotazuje se, jak sekce měnová a statistiky vyhodnocuje dopad informace o vytvoření prostoru pro odpis pohledávek do fiskální oblasti. Ptá se na souvislost mezi pomalým růstem spotřeby, mírou úspor a poměrně rychlým růstem příjmů domácností.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Mezera produktu je odhadnuta z údajů o HDP ve vazbě na pozorovatelný vývoj inflace (po odfiltrování nabídkových šoků) a měnových podmínek. Údaje o inflaci a měnových veličinách se nezměnily, proto pravděpodobně zůstane interpretace minulého vývoje mezery produktu v zásadě nezměněna a změní se zejména minulé hodnoty potenciálu. Pro strukturu HDP prozatím SMS ještě nemá k dispozici analýzu dopadů revize. Odpis pohledávek nebude mít pro fiskální výhled nijak dramatický dopad, ale navýší dluh i deficit. U spotřeby byl obrázek přepsán fundamentálněji než u růstu. Důvodem diskrepance mezi růstem spotřeby a mzdových příjmů je změna růstu disponibilních nemzdových příjmů. Po zohlednění tohoto faktoru rostly celkové příjmy domácností pomaleji než spotřební výdaje, takže došlo k poklesu míry úspor. Rozdíly v cenových hladinách jsou významné a arbitráž bude hladiny postupně srovnávat. Lze očekávat, že společná zemědělská politika EU omezí fluktuace cen.

Viceguvernér Dědek: Oceňuje přílohu věnovanou faktorům vývoje cen potravin. Zajímavá byla zvláště pasáž o dopadech vstupu do EU, ve které ale chybí ocenění, zda prostor pro arbitráž vytváří latentní inflační potenciál. Příloha spíše naznačuje, že tento potenciál není velký. V rámci lednové SZ bude třeba interpretovat nově dostupné údaje o HDP a také revizi údajů o HDP. Ptá se, zda vývoj kurzu v poslední době je určován spíše specifickými šoky jako bylo oznámení privatizace či spíše jde o vývoj celého regionu. Ptá se na souvislost mezi informacemi v SZ o tom, že očekávání nárůstu sazeb má vliv na rostoucí podíl kontraktů s pohyblivými sazbami.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Trh s korunou má spíše tendenci k posilování, ale současná situace na trhu je křehká. Pokud přijde impuls v podobě informace o blížící se privatizaci, koruna začne posilovat. Impulsem k oslabení se naopak mohou stát jednorázové akce typu rozsáhlého převodu zisků z investic do zahraničí. Současný vývoj koruny je v souladu s vývojem většiny měn v regionu, avšak důvody posilování domácích měn v jednotlivých zemích regionu jsou odlišné.

Vrchní ředitel Frait: Před jednáním porovnal prognózy SMS z roku 2003 se stávajícími údaji o ekonomickém vývoji. Toto srovnání ukazuje, že prognózy SMS jsou kvalitní. V roce 2003 byla prognóza blízko stávajícím údajům. Revize dat HDP nepřepsala jen data z předchozích dvou let, ale dokonce i data z roku 2000 a 2001. Dotazuje se, jak se v důsledku revize změnil pohled SMS na inflační tlaky v roce 2001, kdy byla dynamika růstu HDP vyšší.

Odpověď SMS: Co se týče dat za předchozí dva roky, nová data (po revizi) ukazují urychlení HDP v roce 2003 a následnou stagnaci tempa růstu, zatímco stará data (před revizí) ukazovala plynulé urychlování tempa růstu. Data za období 2000-2002 byla rovněž revidována v průběhu roku 2004. V této souvislosti lze připomenout diskusi z července 2001, zda byl tehdy pozorovaný vývoj inflace důsledkem rychlého uzavírání produkční mezery, které tehdejší data a analýzy naznačovaly, nebo zda šlo o dopad některých nákladových faktorů a statistických vlivů. Nová data mohou poskytnout další příspěvek do této diskuse, až na nich podrobněji vyhodnotíme vývoj mezery výstupu.

Viceguvernér Niedermayer: Připsat celý dopad revize potenciálu je příliš jednoduché. Je nový odhad potenciálu v souladu s nastavením měnových podmínek pro minulé období a s naší představou o transmisi?

Odpověď SMS: Interpretaci mezery produktu nelze zásadně změnit, pokud nejsou revidována data o inflaci.

Vrchní ředitelka Erbenová: Tato úvaha je ovšem podmíněna tím, že se nezměnil náhled SMS na transmisi. Doporučuje provést v návaznosti na revizi dat o HDP také revizi náhledu SMS na transmisi měnové politiky.

Odpověď SMS: Ano, stávající interpretace revize HDP je založena na předpokladu, že model používaný SMS pro prognózu je správný a že chyby vznikající při prognóze nejsou systémové. Fungování transmise bude ověřeno při zpracování nové prognózy v lednu.

Vrchní ředitel Frait: Ptá se v této souvislosti na to, zda stále platí odpověď SMS z června 2003 na jeho dotaz ohledně měnových podmínek – tedy zda uvolněné měnové podmínky znamenají rostoucí inflaci z důvodu uzavírající se mezery produktu. Připomíná svou reakci na červnovou diskusi, ve které uvedl, že neočekává tak rychlé promítnutí uvolněných měnových podmínek do inflace, jaké naznačuje výše popsaná logika modelu, neboť změna měnových podmínek se promítá i do mezery produktu i do potenciálu. Proto model v roce 2001 inflaci nadhodnotil.

Odpověď SMS: Inflace je nízká proto, že jsme již několik let pod potenciálem.

Vrchní ředitel Frait: K tomu právě směřoval dotaz. V logice odhadů měnové transmise používaných SMS jsme pod potenciálem, protože je nízká inflace.

Odpověď SMS: SMS vyhodnotí, zda chyby modelu nejsou systematické a zda z tohoto pohledu model poskytuje kvalitní prognózu.

Viceguvernér Niedermayer: Je třeba se podívat i na to, zda se období akcelerace růstu v modelu neshoduje s obdobím decelerace růstu v datech.

Odpověd SMS: To se může změnit, až budou v budoucnu revidována dataza rok 2004.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Při projednávání prosincové situační zprávy nebylo mnoho dotazů, což naznačuje, že bankovní rada má zřejmě celkem jasno.

Viceguvernér Dědek: Situační zpráva je kvalitní, ukazuje se, že malé situační zprávy umí SMS napsat dobře, obsahují dostatek informací o ekonomice. Vyznění zprávy připomíná citát z filmu Vůně cibule „ to je všechno dočasné, já jsem na cestě do Austrálie“ v tom smyslu, že zvyšování sazeb se odkládá na neurčito. Diskuse ukázala, že ekonomickou argumentací model doběhnout nelze. Všechny nesrovnalosti jsou vysvětleny pomocí reziduální veličiny potenciálního produktu. Za protiinflační riziko lze považovat fakt, že inflace půjde technicky dolů. Pokles dynamiky ovlivní inflační očekávání a ani celkové klima nebude vhodné pro zvyšování sazeb. V dubnu jsme přišli s představou razantního zvyšování sazeb, stávající výhled svědčí spíše pro stabilní nízké sazby. Pro SMS vznikají dva typy otázek: (i) lze tak výraznou změnu názoru vysvětlit plně nově dostupnými informacemi a (ii) je model používaný pro prognózu plně funkční? Novým údajem je posilující koruna, mění se také vývoj cen ropy, i když ty jsou stále nad referenčním scénářem. Souhlasí s měnověpolitickým doporučením SMS a předpokládá, že lednová situační zpráva přinese nový pohled na ekonomický vývoj.

Viceguvernér Niedermayer: Situační zpráva přinesla dostatek nových informací, které se nepříliš snadno interpretují. Nová data o HDP snížila komfort pro rozhodování. Implikují pro budoucnost spíše nižší růst a také příznivý inflační vývoj. Podstatný je vývoj kurzu a pokles spotřeby. Přesto ale není pravda, že všechny inflační faktory směřují dolů. Ceny zemědělských výrobců se odchýlily od prognózy směrem nahoru výrazným způsobem. Konvergence cen v této oblasti bude možná rychlejší, než jsme si původně mysleli. Svou roli sehrává arbitráž a příhraniční obchod. Trh práce prochází příznivým vývojem a nesignalizuje zmírnění inflačních tlaků. Ceny neregulovaných non-tradables si udržují svou dynamiku. Bankovní rada by měla pozornost věnovat cenám energií, kde dochází k netriviálnímu vývoji. Bylo by vhodné zpracovat na toto téma obdobnou přílohu, jaká byla v prosincové situační zprávě věnována cenám potravin. Inflační rizika jsou tedy, pokud nezohledníme rizika vývoje kurzu, minimálně vyrovnaná. Vychýlit je protiinflačním směrem může jedině kurz koruny. Nemáme dobře okomentováno, co se na trhu s korunou děje. Podařilo se sice oslabit či eliminovat vliv privatizačních očekávání, ale podstatný bude vývoj ve druhé dekádě ledna, kdy se většinou otevírají investiční a financující pozice. Problémem zůstává zapracování kurzu do prognózy, vhodnou strategií je proto nyní „wait and see“. Silný kurz nás však může tlačit k suboptimálnímu mixu měnové politiky a opět zkomplikovat udržení inflace blízko cíle.

Vrchní ředitel Štěpánek: Souhlasí s navržením úkolu SMS zpracovat přílohu na téma ceny energií, která by popsala nejen dynamiku vývoje cen, ale také strukturu cenového vývoje a celkovou situaci na trhu s energií.

Vrchní ředitel Frait: Prostudování situačních zpráv a interních protokolů z roku 2003 ukazuje, že schopnost SMS vysledovat střednědobé trendy je dobrá, i když je tam značná volatilita. Ale na dlouhém konci prognózy reaguje ekonomika dost agresivně. Tento rys prognózy by bylo dobré opravit. Velkou předvídavost prokázala SMS definováním alternativních scénářů (oslabení dolaru, pomalejší oživení v SRN), které se s výhodou zpětného pohledu jeví jako relevantní. Škoda, že v létě SMS nevytvořila také scénář dalšího oslabení dolaru, který navrhoval spolu s kolegou Dědkem. Publikace tohoto alternativního scénáře by byla dobrá pro posílení věrohodnosti ČNB. Potvrzuje se, že fiskální reforma má dopad na poptávku. To je konsistentní s jeho interpretací situace z roku 2003, že po vyprchání krátkodobých efektů klesne inflace zpět pod cílové pásmo. Krátkodobá rizika z předchozích zpráv začínají mizet, zůstávají střednědobá, která mířila směrem dolů. Může ale docházet ke strukturálnímu zlomu v ekonomice související s úvěrovou kreací. To je argument proti dalšímu snižování sazeb, nízké sazby by přes růst peněžních agregátů příliš tlačily na inflaci. Skutečným problémem je přílišná reakce inflace na změnu měnových podmínek v modelu. Vysvětlení SMS z prezentace pro něj není přijatelné. Při měnově-politickém rozhodování nejde o technické řešení, ale o ekonomickou logiku. Podstatné je také chápání stávající úrovně kurzu, která je endogenní. Závisí mimo jiné také na věrohodnosti centrální banky a inflačním cíli. Ta zaručuje nízkou inflaci. Trhy v takové situaci promítnou rychlejší hospodářský růst spíše do zhodnocení koruny než do nárůstu inflace.

Vrchní ředitel Racocha: Jako velmi pozitivní vidí vývoj v podnikové sféře. SMS prezentovala, že historka o oživení se zatím příliš nemění. Tomu, že oživení bude nadále pokračovat, nasvědčuje vysoký přírůstek úvěrů podnikové sféře pokračující již několik měsíců a také dobré hospodaření podniků, které se projevuje v jejich hospodářských výsledcích. Čísla o úvěrové emisi jsou pozitivní a na rozdíl od situace minulých let reflektují skutečné zdravé úvěry. Jedná se o pozitivní návrat k normálu. Ohledně kurzu zaznělo během prezentace, že kurzy měn v regionu se často vyvíjí protisměrně a že posilování koruny je dáno také endogenními faktory. Z porovnání vývoje kurzů měn v regionu ale vyplývá, že tyto měny se vyvíjejí obdobným způsobem a sdílí trend k posilování. S tímto trednem je třeba naučit se žít a brát ho v úvahu při měnověpolitických rozhodováních. Vývoj kurzu bude výrazně ovlivňovat měnověpolitické diskuse v několika příštích čtvrtletích.

Vrchní ředitelka Erbenová: Skutečnost se odchýlila od predikce působením exogenních faktorů (vývoj kurzu dolaru, dovozní ceny). Dezinflační rizika vůči predikci jsou spíše krátkodobá, nepřehodnocují střednědobý růstový výhled. To je dobrý důvod pro ponechání sazeb na stávající výši. Inflační tlaky jsou malé, klasická poptávková inflace ekonomice nehrozí, což může být dáno jak negativní mezerou produktu, tak i strukturálními faktory (zvyšování konkurence). Relativní vliv těchto dvou faktorů je ale třeba studovat, protože rostoucí vliv strukturálních faktorů by mohl znamenat nutnost přehodnotit náhled na transmisi tak, jak je zachycena ve stávajícím modelu. Interpretace ekonomického vývoje v prezentaci situační zprávy je podmíněna absencí poptávkových inflačních tlaků, problémem jsou v této souvislosti ceny potravin. Jejich vývoj bude záviset na tempu konvergence cenových hladin. Původní hypotéza, že toto tempo bude určováno především postupně narůstající kupní silou domácího obyvatelstva, může být

nahrazena scénářem mnohem rychlejší konvergence vyvolané arbitráží. V obou případech však není vhodné, aby měnová politika na konvergenční proces v segmentu potravin přímo reagovala, protože se jedná o exogenní šok. V současnosti se obtížně hledají inflační rizika. Hospodářský růst pokračuje ve struktuře založené na investicích. Je třeba více času na analýzu revize dat HDP. Souhlasí s návrhem ponechat sazby na stávající hladině. Doporučuje se soustředit na analýzy transmisního mechanismu spíše než mechanicky připisovat dopad revize dat změně potenciálu.

Vrchní ředitel Štěpánek: Pro nastavení měnověpolitických sazeb bude podstatná lednová prognóza. Zajímavá bude především implikovaná trajektorie úrokových sazeb, která se bude možná odlišovat od rovnovážné hladiny úrokových sazeb v modelu. Na počátku roku ČNB použila argument, že takováto odchylka není udržitelná po delší dobu. Nyní se zdá, že tato odchylka bude možná přetrvávat dva až tři kvartály. Je třeba mít k dispozici analýzu, zda takováto dlouhodobější odchylka nezakládá rizika nerovnováh v ekonomice.

Guvernér Tůma: Je pravda, že lednová prognóza bude zajímavá. Lze zřejmě očekávat jistou korekci prognózy. Podstatnou odlišností oproti referenčnímu scénáři říjnové prognózy je vývoj kurzu, který je ale zároveň nyní blíže své rovnovážné hladině. V lednu se může stát, že kurz bude blízko své rovnovážné hodnoty, a přesto zůstane úroková složka měnových podmínek relativně uvolněná. Souběh těchto dvou skutečností bude velmi obtížné interpretovat. Nad interpretací je třeba se zamyslet. Doporučuje do situačních zpráv dávat informaci o tempu zhodnocování kurzu, zatím je k dispozici pouze odchylka od referenčního scénáře.

Vrchní ředitel Štěpánek: Efektivní kurz se zhodnotil o 7-8%.

Guvernér Tůma: Bereme-li v úvahu efektivní kurz, je důležité vědět, zda se odlišuje transmise kurzu vůči euru a vůči dolaru. Transmise vůči dolaru může být specifická, není tedy zřejmé, zda máme v prognóze pracovat s efektivním kurzem či pouze s kurzem vůči euru. Tempo zhodnocování je zajímavým problémem. Výchozí úvaha, že tempo rovnovážného zhodnocování se bude v čase postupně snižovat, není zcela v souladu s údaji za letošní rok. Zdá se, že ekonomika může dobře růst i při neklesajícím tempu zhodnocování. Zhodnocování kurzu se do ekonomiky promítá dvojím způsobem: přes dovozní ceny a pře mezeru produktu. V prvním případě povede silná koruna k podstřelení cíle bez větších nákladů pro ekonomiku, ve druhém případě bude mít vliv na fundamentální vývoj ekonomiky. Toto téma by mělo být v příští situační zprávě rozpracováno. Oba faktory vyžadují jinou reakci měnové politiky. Podporuje návrh uložit SMS vytvoření přílohy o energiích. Podle údajů ze situační zprávy vypadá lépe finanční zprostředkování. Banky začínají půjčovat středně velkým podnikům. Bylo by dobré se zaměřit na přesnější rozlišení malých a velkých půjček, není jasné, zda stávající definice určuje dobře, co vlastně je malá půjčka.

Viceguvernér Niedermayer: Vliv současného posílení bude možno analyzovat až s odstupem jednoho až dvou kvartálů. V situační zprávě by bylo dobré ukázat, kam jdou úvěry dle sektorů. Pokud sektorová statistika neexistuje, je třeba udělat výběrové šetření. Nesouhlasí s popisem současné situace termínem „odložení zvýšení sazeb na neurčito“. To by znamenalo komunikovat, že rezignujeme na inflační cíl a na snahu udržet ekonomiku blízko potenciálu. Tyto dva cíle jsou v modelu konzistentní se sazbami 4,5 %. Osobně má pochyby, zda je tato vize udržitelná a

nezpůsobí nadměrnou apreciaci koruny. Nepovažuje za vhodné signalizovat, že sazby mají zůstat na hladině 2,5 % a inflace na hladině 1-2,5 %, před tím by bylo třeba o takové situaci diskutovat.

Viceguvernér Dědek: „Odklad na neurčito" není komunikační teze. Jde o odkaz na nesrovnalosti mezi výhledem na vývoj sazeb a mezi trajektorií implikovanou modelem. Je to skutečně námět k analýzám, proč ekonomika funguje velmi dobře se sazbami na hladině 2,5 % a zda existují rizika nerovnováh způsobená odklonem sazeb od implikované trajektorie. Situační zprávy zatím žádné takové riziko neidentifikovaly, proto není důvod sazby zvyšovat.

Vrchní ředitelka Erbenová: Je pravda, že sazby by se měly blížit rovnovážné hladině, to ale platí pro dlouhodobý horizont. Ohledně neutrální hladiny sazeb navíc panuje značná nejistota. V nízkoinflačním prostředí, kde jediným zdrojem inflace je sektor služeb a kde zvyšování konkurenčního prostředí a posilování měny působí proti inflačním tlakům, může být neutrální hladina sazeb poměrně nízká. Je třeba zamyslet se nad komunikací, abychom uměli vysvětlit, proč se začínáme odchylovat od implikované trajektorie sazeb.

Vrchní ředitel Frait: Podporuje politiku nízkých sazeb. Poslední zvýšení nepodpořil. Jediným nástrojem, který může přispět k udržitelnosti mixu nastavení měnových podmínek, je fiskální politika. Po volbách může dojít ke kombinaci poklesu daní a zvýšení restrikce fiskálu, a to bude mít na měnové podmínky vliv. Nízkoinflační prostředí může skutečně zafixovat očekávání na nízké hladině a to spolu s kombinací nákladových šoků může vést k podstřelení cíle, které ale nemusí být nežádoucí.

Vrchní ředitel Štěpánek: Za jisté riziko lze považovat zvýšenou dynamiku úvěrů nefinančním podnikům. Růst je nyní dvojciferný. Není zřejmé, zda tento vývoj odráží nárůst kvalitních projektů, proto nedoporučuje komunikovat, že dynamika úvěrů je příznivým jevem.

Vrchní ředitel Racocha: Růst úvěrů je třeba vnímat pozitivně z několika důvodů. Základna z minulých let je nízká. Zlepšuje se pozice ekonomiky v rámci hospodářského cyklu a následně finanční situace podniků. Sazby jsou velmi nízké. Samozřejmě je třeba se tomuto tématu věnovat také v referátu finanční stability a v bankovním dohledu, aby bylo zřejmé, jak jsou banky připraveny na reverzi cyklu a méně příznivé podmínky.

Guvernér Tůma: Vývoj bank je vždy cyklický.

Vrchní ředitel Štěpánek: Pro sektor domácích nefinančních podniků je růst 12 %, jednociferný 9% růst vykazují pouze zahraniční podniky.

Vrchní ředitel Racocha: Faktory těchto temp byly identifikovány i ve Zprávě o finanční stabilitě. Zahraniční podniky se financují také z jiných zdrojů než jsou domácí úvěry, proto je udávané tempo růstu nižší.

Guvernér Tůma: Vývoj odráží také proces dohánění, kterým český bankovní sektor stále ještě prochází. Podíl úvěrů na HDP je v ČR nižší než v EU.

Viceguvernér Niedermayer: Bylo by dobré znát podíl nemovitostí na úvěrech. Je-li podíl financování nemovitostí na dynamice úvěrů kolem 50 %, jedná se o riskantní vývoj s dopadem do finanční stability.

Vrchní ředitel Štěpánek: Tak by vznikal dvojí dluh stavebních firem a klientů.

Vrchní ředitel Racocha: Výhled v sektoru stavebnictví je dle situační zprávy nejpesimističtější.

Viceguvernér Niedermayer: To zřejmě odráží riziko, zda stát udrží dynamiku investic do infrastruktury.

III. Závěrečné hlasování:

Guvernér Tůma: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Viceguvernér Dědek: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Viceguvernér Niedermayer: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitelka Erbenová: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Frait: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Racocha: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Štěpánek: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

IV. Úkoly

Sekce měnová a statistiky zpracuje v podobě přílohy k lednové situační zprávě analýzu vývoje cen energií, která popíše dynamiku vývoje cen, strukturu cenového vývoje a situaci na trhu s energií.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,5 %.

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady