

Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 27. května 2004

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

I. Diskuse navazující na prezentaci 5. situační zprávy

Vrchní ředitel Frait: Doporučuje obezřetnost při hodnocení ropy jako proinflačního nebo protiinflačního faktoru, neboť jde o složitou a neujasněnou záležitost. Zhodnocení kursu koruny po zveřejnění poslední prognózy nepovažuje za autonomní faktor, nýbrž za čistě měnověpolitickou záležitost, plynoucí z překvapivé predikce vyššího hospodářského růstu. Model samotný sice tento kanál kursové reakce neobsahuje, ale obecně se s tím muselo počítat. Ohledně úvěrové emise upozorňuje, že i meziročně nižší dynamika růstu hypotečních úvěrů může stále představovat jejich značný absolutní přírůstek a dotazuje se v této souvislosti na přesnější číselnou představu sekce měnové a statistiky. Polemizuje s tezí v SZ ohledně ožívování poptávky po úvěrech u podnikové sféry. Zde úvěrová emise přechází z výrazně záporné meziroční dynamiky na hodnoty blízké nule, avšak stále záporné. Jde opravdu o známky ožívování efektivní poptávky po úvěrech nebo se dosáhlo spíše jistého dna, pod které objem úvěrů již dále neklesne? Obě hypotézy by přinášely rozdílné vnímání budoucího vývoje celkové úvěrové kreace a domácí poptávky. Polemizuje s vysvětlením zpomalení dynamiky spotřebitelských úvěrů pomocí zpřísnění měnových podmínek na přelomu let 2002 a 2003, tento závěr považuje za spekulativní. Jako nejasný vnímá vývoj platů v nepodnikatelské sféře ve vazbě na situaci kolem 14. platu, není si jist závěrem, že celkový objem mezd v nepodnikatelském sektoru může být nominálně nižší než loni. V situační zprávě postrádá vysvětlení značně vysokého růstu mezd v průmyslu v 1.Q 2004. Brzdí velký optimismus ohledně promítnutí vysokého tempa růstu průmyslové výroby do HDP. V Polsku či Maďarsku roste průmysl ještě rychleji, aniž by se očekávalo výraznější urychlení jejich hospodářského růstu. Obratové indikátory mohou zkreslovat situaci.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Pohyb kursu, který nastal po zveřejnění nové prognózy, není plně vysvětlitelný pouze změnou úrokového diferenciálu v logice nepokryté úrokové parity. Je možné, že prognóza mohla být jistým spouštěcím mechanismem, který uvolnil již existující sentiment trhu k posilování. Analytici pak v komentářích samozřejmě zdůrazňují vliv zvýšení úrokového diferenciálu, protože to je ten viditelný faktor. Byl-li však pohyb kursu spoluzpůsoben ještě jinými vlivy, v modelu na rozdíl od nepokryté úrokové parity nezachycenými, představuje tento „nemodelový“ faktor pro prognózu určité riziko. V této souvislosti bylo ale také zmíněno, že z hlediska okamžitého zvýšení diferenciálu mezi domácími a zahraničními výnosy instrumentů delších splatností, ke kterému došlo po zveřejnění prognózy, je posilování kurzu více pochopitelné. Pokud by se měla nyní skutečná korunová výnosová křivka přizpůsobit křivce implikované modelem, znamenalo by to dodatečné zvýšení výnosových diferenciálů ve výši srovnatelné s tím, k čemu již došlo. S ohledem na to, že není zcela jasné, jak velká je nyní citlivost kurzu na velké neočekávané změny výnosových diferenciálů, to představuje riziko přestřelení kurzu apreciačním směrem.

Pokles tempa růstu spotřebitelských úvěrů je dáván do souvislosti s vývojem měnových podmínek na přelomu let 2002 a 2003. Mezi čerpáním spotřebitelského úvěru a spotřebou je minimální zpoždění a mezi spotřebou a změnou měnových podmínek je zpoždění přibližně 1 rok. Stávající

dynamika spotřebitelských úvěrů je konzistentní s očekávaným zbržděním spotřeby domácností i s nastavením měnových podmínek před 1-1,5 rokem.

Viceguvernér Niedermayer: Pakliže jde o vliv na spotřebu, nemělo by se pracovat s dynamikou objemu, ale s objemem nově poskytnutých spotřebitelských úvěrů. Pokud by se měnila průměrná splatnost úvěrů, může se krátkodobě dynamika nově poskytnutých úvěrů lišit od dynamiky celkového objemu spotřebitelských úvěrů.

Odpoověď SMS: Tento faktor by jistě hrál roli při vysvětlení případné odchylky aktuální spotřeby od normální spotřeby, ale pro vysvětlení celého objemu spotřeby je relevantnější celkový objem spotřebitelských úvěrů.

Ke 14. platům ve veřejné sféře: pokud by hypoteticky nebyly vyplaceny v té výši, s jakou se počítá v rozpočtových dokumentech, pak by objem mezd ve veřejném sektoru mohl být o něco nižší než je předpokládáno v prognóze.

Ohledně interpretace poptávky po úvěrech nefinančních podniků je pravdou, že tempa růstu jsou stále ještě záporná, byť již pouze velmi málo. Úvaha o možném oživení je postavena na tom, že se zlepšují výkony nefinančních podniků, což by mělo zvýšit možnosti jejich efektivní poptávky po úvěrech.

Podíl hypotečních úvěrů na HDP je v ČR nízký a z toho se odvozuje očekávání jejich dlouhodobého růstu. Nicméně krátkodobě SZ předpokládá, že se meziroční dynamika tohoto růstu oproti minulému roku poněkud zpomalí. Prognózování růstu hypotečních úvěrů je poměrně obtížné, roli tam hrají dva faktory. Jednak jde o nabídkový efekt ze strany bank, které tento produkt poměrně intenzivně v posledních letech nabízejí, a pouze část vývoje lze přičíst na vrub oscilace kolem trendu způsobenou změnami úrokových podmínek.

Vrchní ředitel Frait: Kvantitativně je relevantní nikoliv meziroční procentní dynamika, nýbrž meziroční změna nominálního přírůstku poskytnutých úvěrů. Doporučuje kontaktovat hypoteční banky a zjistit jejich očekávání ohledně objemu poskytnutých úvěrů.

Viceguvernér Dědek: Vrací se k diskusi o charakteru měnověpolitického doporučení. SMS není bankovní rada. Za návrh měnověpolitického doporučení je zodpovědný ředitel SMS. Hlasování uvnitř sekce může, ale nemusí při formulaci doporučení vzít v potaz, hlasování má pouze podpůrnou roli. Připojuje se k vrchnímu řediteli Fraitovi ohledně hodnocení posílení kursu koruny – to bylo jednoznačně vnímáno jako důsledek publikace nové prognózy. Upozorňuje na výrazné zvýšení predikce ekonomického růstu za 1.Q 2004 (1.SZ +2,3 %; 5.SZ + 3,5 %), které se však odehrává při stále velmi nízké měnověpolitické inflaci. Neměl by tedy výskyt výrazně vyššího růstu při nezměněné nízké inflaci vést k přehodnocení počátečních podmínek ekonomické predikce – např. k hlubší mezeře výstupu, což by samozřejmě mělo konsekvence i do prognózy? SZ indikuje, že se může naplnit dynamika predikce růstu HDP, avšak při poněkud odlišné struktuře (nižší spotřeba domácností oproti predikci, horší netto export, avšak vyšší investiční dynamika). Tato struktura by mohla být „přátelštější“ vůči inflaci. Dotazuje se proto na případný číselný vliv odlišné struktury naplnění predikce HDP na vývoj inflace. Zaujala ho informace o tom, že při neplnění závazků ČR plynoucích z konvergenčního programu by nehrozila sankce v podobě zastavení finančních toků z kohezních fondů. Doposud se předpokládalo riziko takovéto sankce. Větu hovořící o tom, že cíle fiskální reformy (deficit 4 %

HDP) bylo dosaženo již v roce zahájení reformy, považuje spíše za zdravou ironii než-li za vyjádření oficiální platformy ČNB vůči vládě v této věci.

Odpoověď SMS: Růst tažený čistými exporty a investicemi může být na první pohled přátelštější vůči inflaci. Na druhé straně je ekonomický boom, se kterým souvisí i vyšší inflace, vždy tažen v průměru vyšším růstem investic. Zajímavá je i zkušenost minulého roku, kdy velmi rychlá dynamika spotřeby domácností nebyla provázána vyššími inflačními tlaky, protože se ekonomika nacházela v poměrně velké záporné mezeře výstupu. Letos se mezera výstupu bude uzavírat, což je konzistentní s vyššími inflačními tlaky, na druhé straně ovšem nejsou ještě dostatečně uchopeny prvky jako je odlišná struktura růstu a dopad na inflaci. Proto se na tyto aspekty zaměří příští velká SZ.

Aktuálně vyšší odhad ekonomického růstu v 1.Q 2004 může znamenat buď méně zápornou mezeru výstupu nebo ho lze považovat za znamení zrychlení potenciálního ekonomického růstu. SMS to prozatím interpretuje arbitrárně ve směru uzavřenější mezery výstupu. Tato otázka bude podrobněji analyzována v příští velké SZ a nelze vyloučit, že interpretace může být upravena ve prospěch vyšší dynamiky potenciálu. Takové interpretaci by skutečně nahrávala skutečnost, že inflace za 1. čtvrtletí je již známa, ale HDP ještě ne. Tato interpretace by samozřejmě obnášela i nižší inflační tlaky.

Vztah konvergenčního programu a čerpání kohezních fondů. Existovala úvaha o tom, že pokud by země neplnila fiskální cíle v konvergenčním programu, mohlo by jí být zastaveno čerpání kohezních fondů. Tato úvaha pocházela od Evropské komise a měla sloužit jako jistý tlak na ministerstva financí, aby země plnily své fiskální plány. Stávající legislativa je taková, že země nemůže čerpat kohezní fondy, pokud neplní cíle stanovené v konvergenční zprávě, kterou vypracovává Evropská komise na základě členskou zemí odevzdaného konvergenčního programu. Hrozba pro ČR v tomto smyslu by mohla nastat, pokud by, v rámci zahájené procedury nadměrného deficitu, byly cíle stanovené v konvergenční zprávě nerealistické – např. odstranit nadměrný deficit do jednoho roku apod. Zatím se zdá, že vůči novým členským zemím nacházejícím se v pozici nadměrného deficitu nebude Evropská komise postupovat v konvergenční zprávě takto striktně.

Viceguvernér Niedermayer: Toto je zatím pouze hypotéza. Např. na půdě EFC jsou konsolidační strategie nových členů hodnoceny jako málo ambiciózní, což by mohlo nasvědčovat tomu, že se může zvolit přísnější strategie. Definitivní názor na tuto věc však v EFC ještě nebyl učiněn. Technicky ovšem nepříznivý vliv na čerpání kohezních fondů možný je a například ministerstvo financí se toho dost obává, byť to Evropská komise doposud v praxi nikdy neudělala.

Vrchní ředitel Štěpánek: Při čtení SZ nabyl dojmu, že SMS příliš ostentativním zdůrazňováním důvěry v ekonomickou historiku prognózy z dubna spíše maskuje vlastní pochybnosti o ní. I návrh aktuálního měnověpolitického doporučení nasvědčuje tomu, že pochyby uvnitř SMS existují. Odkazuje na stanovisko poradce, zdá se, že argumentace SZ místy přechází do „wishfull thinking“ podoby. Návrh měnověpolitického doporučení je v příkrém rozporu s prezentací SZ. Jsou-li rizika vnímána SMS jako vyrovnaná, což je odlišné od názoru bankovní rady v dubnu, pak SMS měla navrhnout zvýšení úrokových sazeb. Obává se, že SMS překročila Rubikon: návrhem měnopolitického doporučení se SMS snažila vyhovět tušenému přání bankovní rady sazby nezvyšovat. Je-li tomu tak, pak bankovní rada ovlivnila autonomii rozhodování SMS. To

jistě nebylo záměrem bankovní rady, iniciativa k překročení Rubikonu přišla ze strany SMS. Tuto situaci považuje za problém. U úvěrové emise podnikům se nedá hovořit o stagnaci, protože meziroční dynamika úvěrů je ještě stále záporná, byť méně než v minulosti. SZ to však nepovažuje za problém, protože tvrdí, že podniky mají dostatek vlastních zdrojů pro financování investic. Lze tuto hypotézu číselně doložit?

Odpověď SMS: Otázka charakteru měnověpolitického doporučení se debatovala i v SMS. Hlasování o měnověpolitickém doporučení (4:2 pro nezměněné sazby) neodráželo rozdílný pohled na rizika uvnitř sekce, ale právě rozdílný pohled na charakter doporučení SMS. Hlasy ve prospěch zvýšení sazeb vycházely především z hodnocení prognózy a jejích rizik. Zbytek vedení sekce bral do větší míry v potaz i další aspekty (komunikace, blízkost zveřejnění klíčových dat apod.). Tomuto rozložení odpovídal i zvolený způsob prezentace měnověpolitického doporučení, kdy se s ohledem na komunikační faktory a vědomí toho, že za měsíc budou k dispozici nové důležité údaje, zvolilo doporučení tento měsíc sazby ještě nezvyšovat. Zdůraznění termínu „tento měsíc“ však naznačuje, že SMS v žádném případě nerezignovala na svou prognózu, její ekonomickou historiku a vnímání rizik jako zhruba vyrovnaných. Souhlasí s tím, že je nutné do budoucna vzájemně (uvnitř SMS i s bankovní radou) si vyjasnit charakter měnověpolitického doporučení. SMS si nenechala ovlivnit autonomii svého měnověpolitického doporučení. Neformulovala své doporučení tak, aby se jím trefila do anticipovaného přání bankovní rady, to by bylo velmi špatně. Jinou věcí ovšem je, zda při formulaci doporučení přihlížet či nepřihlížet k tomu, co bankovní rada udělala nebo neudělala v minulosti. To SMS nyní udělala. Důvod je takový, že bankovní rada, alias ČNB, je důležitým hráčem v ekonomice a její rozhodnutí mají na ekonomiku vliv. Proto je třeba toto brát v úvahu.

Nesouhlasí s názorem, že SZ brání historiku prognózy tak ostentativně, až je to podezřelé. Smyslem malé SZ je hodnotit nově dostupné informace ve vztahu k prognóze, avšak nikoliv překlápat důkazní břemeno do té polohy, že pokud nová data historiku výrazně nepotvrzují, tak se na ni bude v malé SZ rezignovat. Nová data působí ve vztahu k prognóze oběma směry, což SZ i prezentace otevřeně sdělovala. Není to však tak, že by nové údaje silně zpochybňovaly historiku prognózy.

K úvěrové emisi podnikům: úvěry podnikům pod zahraniční kontrolou klesají (-4 %), ale jejich výkony rychle rostou, z čehož se odvozuje rostoucí význam vlastních zdrojů na financování těchto podniků. Podrobnější analýza bude provedena ve velké SZ.

Viceguvernér Niedermayer: Ocenil zestručnění SZ a změny, kterými prošla. Přivítal nové grafické pojetí rizik prognózy, jakkoliv se ani od nového grafu nedají očekávat zázraky. Umožní však, mimo jiné, dobře nahlédnout do vlastní konstrukce modelového aparátu. K diskusi měnověpolitického doporučení: nepovažuje za nutné, aby měnověpolitická úvaha přesně kopírovala prognózu v SZ a aby návrh měnověpolitického doporučení byl „technicky“ přesně v souladu s prognózou. Jestliže však již k rozdílu dojde, měl by být velmi silně vyargumentován. V 5.SZ se dá najít pouze jeden vysvětlující faktor – kurs, ale ČNB asi nechce dělat politiku derivovanou krátkodobou volatilitou kursu. Snahu SMS ztotožnit se se strategickým rozhodnutím bankovní rady o tom, jak se dostat s úrokovými sazbami z nízkých na normální úroveň, vnímá mimo rámec práce očekávané od SMS. Nekomfort cítí ne ze samotného návrhu měnověpolitického doporučení, ale z nedostatku argumentů na jeho podporu. Upozorňuje na stanovisko poradce, který ovšem zase záměrně vytvořil extrémní „proti-historiku“. Dále se ptá na důvody odchylky 50 b.p. mezi implikovanými sazbami a FRA v grafu na str. 10. Doporučuje

změnit práci s úrokovými sazbami v modelu. Nyní pracujeme se třemi sazbami: 2T, 3M (proxy pro 2T v modelu) a 1R. Tyto sazby jsou však téměř stejné. Měli bychom používat jednu krátkodobou sazbu, přičemž není podstatné, zda-li jde o 2T nebo 6M. Stejně tak bychom měli používat jednu opravdu dlouhodobou sazbu, např. 5R, která má vazbu na hypotéky či swapové obchody. Ve vztahu k obchodní bilanci se dotazuje na to, zda data opravdu potvrzují, že zrychlená dynamika importu souvisí s investičními dovozy. Ohledně fiskální politiky žádá (případně i mimo okruh situačních zpráv) o podrobnější vysvětlení rozdílných čísel v závislosti na použité metodologii. Upozorňuje, že v ČNB používaná „simulace Maastrichtu“ je pro rok 2003 výrazně odlišná od předložených údajů dle ESA95 metodiky. Další dotaz směřuje na techniku plateb příspěvků ČR do rozpočtu EU – platí se v korunách nebo v eurech? V části SZ o úrokových sazbách upozorňuje, že kategorie průměrná úroková sazba z nově poskytnutých úvěrů má nízkou vypovídací schopnost, neboť jde o průměr z různých dob splatnosti a účelově různých úvěrů. Mění-li se v čase tyto charakteristiky, je průměr naprosto nereprezentativní veličina. Polemizuje se závěrem v SZ, že nástroje aktivní politiky zaměstnanosti vytvořily v dubnu téměř 7 tisíc nových pracovních míst. U mezd ve veřejném sektoru by tzv. minimální vývoj měl být zcela jasně patrný ze schváleného státního rozpočtu na tento rok. Jedinou nejistotou může být, zda vláda přidá do celkového balíku na mzdy něco více či nikoliv. 10% dynamiku průměrné mzdy v průmyslu považuje za alarmující číslo, zejména přihlédne-li se k velmi nízké inflaci. Žádá podrobnější komentář tohoto ukazatele.

Odpoověď SMS: Model zachycuje úrokové sazby ve dvou rovinách – časová struktura a rozdílnost trhu. Z hlediska časové roviny model pracuje s 3M a 1R sazbou. Spread za horizontem jednoho roku již přestává mít číselný význam. Obecně by délka sazby v modelu měla odpovídat průměrné délce úvěrových kontraktů, které jsou v ekonomice uzavírány. Průměrná délka těchto kontraktů je na základě v minulosti provedeného výzkumu odhadnuta na 1-1,5 roku. Stálo by za úvahu tento výzkum zopakovat, neboť za dva či tři roky, co uplynuly od jeho posledního provedení, se podmínky a celková situace na finančním trhu a v bankovním sektoru zvláště značně změnily. U sazby nově poskytnutých úvěrů se jedná opravdu o ukazatel bez časového rozlišení. Největší nejistota v této oblasti aktuálně pramení ze změny metodologie (od 1.1.2004) sledování sazeb nově poskytnutých úvěrů, neboť došlo k přerušování konzistentnosti časové řady. Nová metodika je rozhodně lepší, avšak větší vypovídací schopnost si získá až po určité době, cca za rok či rok a půl.

Viceguvernér Niedermayer: Stávající údaj průměrné sazby z nově poskytovaných úvěrů bez časového či jiného rozlišení nedává ekonomicky žádný smysl. Navrhuje na toto téma samostatnou debatu.

Odpoověď SMS: Absence časového rozlišení je nesporně problém. Tímto údajem nedisponovala stará metodika a neposkytuje ho ani nově používaný přístup ke sledování nově poskytnutých úvěrů.

Odchylnka mezi úrokovými sazbami z FRA kontraktů a sazbami vypočtenými z tvaru výnosové křivky může odrážet transakční náklady, rostoucí rizikovou prémii, jiné nedokonalosti trhu (omezení účasti na jednom z trhů) nebo chybu ve výpočtu. Bude prověřeno do další SZ.

K problematice platů v průmyslu v 1.Q /2004. Dynamika je opravdu vysoká, vyšší než očekávání ČNB. Nicméně ještě rychleji roste produktivita práce a počet odpracovaných hodin na zaměstnance.

K obchodní bilanci: není to hypotéza, je to ověřený fakt. Růst investičních dovozů v 1. čtvrtletí je dvojnásobný oproti růstu dovozů pro spotřebu. Horší vývoj salda obchodní bilance proti predikci jde zhruba ze třetiny na úkor vyšších dovozů, přibližně dvě třetiny jsou na úkor horšího vývoje exportů. Ovšem poslední dubnová čísla byla například v kategorii exportu strojů velmi dobrá, export těchto zařízení převážil očekávané dovozy související s automobilkou v Kolině. K nejvýznamnějším komponentám zhoršení schodku v dubnu patří zhoršení ve skupině chemických výrobků a v nich pak léčiv. Vývoj v těchto kategoriích nelze přičíst zhoršení obchodu s nečlenskými zeměmi EU, takže zde asi nejde o efekt předzásobení se v souvislosti s ukončením platnosti výhodnějších celních tarifů, který v jiných komoditách svou roli hrál.

K aktivní politice zaměstnanosti. Sdílí podobnou míru skepse ohledně její efektivity, nicméně ukazatel o 6,8 tisíci nových míst vychází z dostupných dat. Polovina jsou veřejně prospěšné práce a polovina tzv. společensky užitečná místa. Na obě složky existuje ve státním rozpočtu meziročně více peněz, takže se i více využívají.

Viceguvernér Niedermayer: Veřejně prospěšné práce doposud vnímal jako program pro nezaměstnané, nikoliv jako nástroj ke zvýšení zaměstnanosti. Pokud by se každý měsíc vytvořilo aktivní politikou zaměstnanosti sedm tisíc míst, tak ročně jde o 80 tisíc nových pracovních pozic.

Poradce Flek: Pokud SMS nesleduje aktivní politiku zaměstnanosti systematicky v čase, neměla by tato data a závěry z nich vyvozené figurovat v SZ. Nejzajímavější složkou nově vytvořených pracovních míst jsou rekvalifikace a vstup těchto lidí na trh práce, nikoliv veřejně prospěšné práce či společensky užitečná místa. Navíc dubnová data mohou být pravidelný sezónní výkyv. Místa vytvořená těmito nástroji bývají většinou krátkodobá. Pokud by se aktivní politika zaměstnanosti měla vyhodnocovat systematicky, je nutné sledovat čistý efekt těchto nástrojů. I kdyby aktivní politika zaměstnanosti měsíčně vytvořila 50 tisíc nových míst a dokázala perfektně anticipovat potřeby trhu, celkový efekt na zaměstnanost může být klidně záporný. Tento čistý efekt je pak relevantní pro makroekonomické úvahy.

Odpověď SMS: Ambicí malých SZ není hodnotit efektivnost aktivní politiky zaměstnanosti. Nicméně uvedený údaj je jedním z mála dohledatelných údajů z oblasti aktivní politiky zaměstnanosti, proto je v malé SZ uveden. Jde samozřejmě o údaj ceteris paribus.

Guvernér Tůma: Vrací se k otázce, zda byl pohyb kursu koruny reakcí na zveřejněnou prognózu nebo autonomně daný faktor. Reakce na prognózu v tom zcela jistě byla, na druhé straně však nedávné úrovně kursu (32,50 – 33 Kč/euro) vnímal jako křehké a fundamentálně nepodložené, čemuž nasvědčoval i rozbor situace provedený sekci bankovních obchodů. Upozorňuje dále na nepřesný popis vnímání rizik dubnové prognózy ze strany bankovní rady, který je podán na konci shrnutí 5.SZ. V minutes lze opravdu najít větu o tom, že bankovní rada považovala za riziko možnost pomalejšího zahraničního ekonomického oživení. Při jednání bankovní rady v dubnu však tomuto předcházela debata o slabém kursu koruny. Na jedné straně je evidentní, že by přispíval k vyššímu ekonomickému růstu, na straně druhé by však možná rychlejší aprece představovala „downside“ riziko. Tento aspekt se však z důvodu obtížné komunikovatelnosti do minutes nedostal. Polemizoval také s dalším vyzněním SZ, že bankovní rada se při absenci relevantních údajů o vývoji české ekonomiky v 1. čtvrtletí rozhodla čekat na tvrdá data. V minutes totiž ihned poté následuje věta hovořící o tom, že vpředhledící měnová politika je založená na sledování úrokových trendů a že ex-post reakce na dodatečné informace

by znamenala opožděné rozhodování. Navíc předložené analýzy ukazovaly, že riziko chyby z „opožděné“ reakce měnové politiky na novou prognózu není příliš velké a sama SMS v minulé SZ naznačovala, že relativně brzy budou k dispozici údaje potvrzující správnost nastavení prognózy. Je mimo veškerou pochybnost, že měnová politika je vpředhledící a založená na predikci vývoje v horizontu nejúčinnější transmise. Vrací se také k debatě o charakteru měnověpolitického doporučení SMS. Nemá zatím jasný názor na to, má-li sekční doporučení být založeno „pouze“ čistě na logice prognózy, nebo může-li SMS, podobně jako bankovní rada při měnověpolitickém rozhodnutí, zvážit při debatě o finální podobě doporučení i další rizika či informace, které nejsou modelově podchyceny v prognóze. Mezi tyto nové informace mohou patřit například i komunikační aspekty apod. Na straně jedné je jistě logické, co zmiňoval vrchní ředitel Štěpánek, na straně druhé má ovšem logiku i stávající měnověpolitické doporučení SMS. Charakter měnověpolitického doporučení je vhodné téma pro budoucí interní debatu v ČNB.

Vrchní ředitel Štěpánek: Vrací se k debatě o rizicích. Podotýká, že rizika mají různý charakter, což může mít, při kvantitativně stejné velikosti rizik, samozřejmě různý význam pro měnověpolitické rozhodování. Upozorňuje, že stávající způsob práce s riziky v SZ, a to jak „starý“ graf, tak i „nový“ graf, tento rozdíl nezachycuje, což považuje za problém. Uvítal by proto lepší strukturalizaci charakteru rizik a možných dopadů pro měnověpolitické rozhodování.

Odpověď SMS: Souhlas s tím, že rizika nelze jednoduše sčítat. Směrem nahoru vůči prognóze míří především nákladové faktory, které mohou být výjimečně. Naopak směrem dolů působí zejména kurs, který výjimečně není a souvisí s nastavením měnových podmínek. Toto rozlišení sehrálo jistou roli tvorbě měnověpolitického doporučení, zřejmě to mělo být více akcentováno.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Niedermayer: Situační zpráva je slušně zpracovaná. Na druhé straně souhlasí s tím, že SZ je až příliš vyladěná do podpory minulé prognózy. Čísla potvrzují, že v ekonomice dochází k předpokládanému oživení. Nicméně pokud bude struktura růstu výrazně odlišná, velmi to ohrožuje základní příběh naší prognózy ve smyslu kursem taženého oživení. Základní otázka je, zda kurs měl a bude mít na ekonomiku tak zásadní vliv. Daně nepovažuje za významné inflační riziko, v tomto smyslu bychom se měli dívat více dopředu. Při pohledu dopředu si není jist dynamikou růstu i jeho strukturou, a tudíž stojí na poněkud obezřetnější straně než je naše prognóza. Na druhé straně vnímá celou řadu indikátorů, které do prognózy přímo nevstupují a které vypadají pro-inflačně (peněžní zásoba se urychluje a dochází i ke změnám ve struktuře; rizikem může být i vývoj mezd v průmyslu). Celkově tak má smíšené pocity: na jedné straně rezervovanost k příběhu prognózy, na straně druhé však lze nalézt indikátory ekonomického oživení. Otázkou je, co to vše znamená pro měnovou politiku a taktiku rozhodování o měnové politice. Z hlediska růstu se domnívá, že ekonomika již prošla obratem a že bude následovat období s rychlejším než potenciálním růstem. Z toho plyne, že k nárůstu inflace, zejména v sektoru neobchodovatelného zboží, dojde a to bez ohledu na daňové úpravy. Rizikem růstu je nízká flexibilita domácí nabídkové strany a také stále ještě nejisté růstové perspektivy v Evropě. Při rozhodování bere v úvahu to, že ekonomika bude v takové fázi, že dlouhodobé pokračování záporných úrokových sazeb má stěžítě nějakou oporu, jsme na hladině sazeb, která není úplně

konzistentní s ekonomickým vývojem. Nicméně existují i dobré důvody počkat se zvyšováním sazeb. Nové údaje, které budou příště k dispozici, nebudou pravděpodobně nijak super silné. Květnová inflace bude zajímavá spíše v menších položkách než-li ve větších kategoriích (cigarety, alkohol apod.), kde lze čekat, že změny budou rozloženy do delšího období. Na druhé straně může být květnová inflace ovlivněna vyšší dovozní konkurencí po vstupu ČR do EU. Pokud se rozhodneme počkat, což považuje za dobře zdůvodněné, přikloníme se tím hodně ke zpěthledící měnové politice. To není žádná tragédie, dělá to fakticky většina vpředhledících centrálních bank. Druhou věcí, o které hodně uvažoval, je, zda-li je pro naši měnovou politiku lepší dělat raději větší kroky, nebo menší, ale častěji. Je lepší dostat se s měnovou politikou do širšího souladu s trhem nebo trh raději překvapit? Osobně byl vždy zastáncem větších kroků při měnověpolitickém rozhodování, ale nynější situace není přesně ten případ. Nyní nejde o to vysílat na trh signály o změně měnové politiky, nýbrž přizpůsobit úroveň sazeb změněné situaci v ekonomice, pakliže se potvrdí prognóza ekonomického vývoje. Tento problém řeší celá řada centrálních bank. Hledanou strategii by nyní mělo být postupné zvyšování úrokových sazeb a ne výrazné překvapování trhu. V tomto smyslu je lepší být raději těsně před trhem než zásadně za ním a dělat to menšími postupnými kroky, protože přece nechceme indikovat nějakou změnu měnové politiky. Rozhodnutí se ovšem potom hledá dost obtížně.

Viceguvernér Dědek: Prezentace dnešní SZ nás nutí opět se zamyslet nad historikou prognózy. Její poselství v dubnu bylo, že se poměrně rychle bude uzavírat mezera výstupu, a to důsledkem uvolněných měnových podmínek, zejména jejich kursové složky. To implikuje nárůst poptávkových tlaků, kterým musí měnová politika (již v dubnu) razantně předejít s tím, že další zvyšování sazeb budou celkem rychle následovat. S takovým vyzněním prognózy nemohl souhlasit, neboť to podle jeho názoru ignoruje nevalné vyhlídky na oživení v zahraničí (zejména pak v SRN) a také to nebere v úvahu, že případné zvýšení domácích úrokových sazeb, provedené nadto v situaci možného snížení ECB sazeb, by zvýšilo úrokový diferenciál, z čehož by rezultovaly apreciační tlaky. Proto požadoval ponechání sazeb na nezměněné úrovni, ovšem za legitimní považoval podrobnější zkoumání nákladových inflačních tlaků. Nové informace, které přišly po zveřejnění prognózy, nepotvrdily náznaky poptávkových inflačních tlaků, kterým by měnová politika musela již v zárodku předejít. Existuje sice rychlejší reálná ekonomická dynamika, ta je však doprovázena nulovým meziměsíčním růstem inflace. Chápe, že ocenit inflační souvislosti odlišné struktury ekonomického růstu je obtížné, nedomnívá se však, že by odlišná struktura nasvědčovala riziku poptávkových inflačních tlaků. Dubnová prognóza nasměrovala diskusi špatným směrem: čekali jsme „poptávkového“ nepřítel, avšak nepřítel přichází spíše z „nákladové“ strany. Reakce měnové politiky na poptávkovou a nákladovou inflaci je rozdílná, tato rizika nelze sčítat či vzájemně kompenzovat. Více pozornosti by se mělo věnovat nákladovým tlakům. V tomto směru SZ konstatuje, že z impulsu v cenách zemědělských výrobců jsme bezradní, protože se stále nepřelévá do inflace potravin. Obdobně ropa, byť uznává, že jde o složitý problém a pravděpodobně ani po týdnu diskusí bychom nedospěli k závěru, zda jde o tranzitivní nebo permanentní šok. V souvislosti s nákladovými faktory je důležitá otázka, zda hrozí riziko jejich prosakování do inflačních očekávání, do růstu mezd. Tomu by se měla SZ více věnovat. Zatím se domnívá, že výraznější prosakování nehrozí. Dynamika mezd je sice vysoká, ale je pokryta nárůstem produktivity a jednotkové mzdové náklady nesignalizují nebezpečí. Debatu vidí zejména v tom, jak by měla měnová politika reagovat na tyto nákladové tlaky. Osobně se domnívá, že by ve stávající situaci reagovat neměla. Od SZ očekával odpověď na to, zda opravdu hrozí prognózou avizované poptávkové tlaky.

Pokud by se tyto tlaky potvrzovaly, byl ochoten přehodnotit názor na správnost prognózy. Také se potvrdila skutečnost, že stačilo pouze komunikovat, že se zvýší úrokové sazby, a už to ovlivnilo kurs. V případě skutečného zvýšení sazeb by očekával ještě výraznější kursovou reakci. Celkově souhlasí s návrhem měnověpolitického doporučení SMS, ale jeho interpretaci vnímá odlišně. Nikoliv tak, že prognóza je v pořádku a počkáme si ještě jeden měsíc na data, preferuje naopak více strukturovaný, shora popsáný, způsob. Vrací se dále k debatě o charakteru měnověpolitického doporučení SMS. V této věci zastává jasný názor v tom smyslu, že doporučení SMS nemůže být pouze modelově-technokratické. Model je vždy zjednodušením složité reality a při formování měnověpolitického doporučení by SMS měla vzít v úvahu všechny faktory, i ty v modelu nezachycené. Problém vidí v jiné oblasti. V dubnu byla prezentována prognóza, vůči níž si bankovní rada vytvořila určitý odstup, neboť nebyla plně přesvědčena o správnosti jejího příběhu. Není si jist, zda-li tento problém může vyřešit diskuse otázky „vlastnictví“ prognózy. Veřejnost bude vždy vnímat poněkud divně, když se něco publikuje a současně se bude tvrdit, že to tak úplně být nemusí. Skutečnost, že prognóza je dílem aparátu, a je pouze jedním ze vstupů, které bankovní rada vnímá při svém měnověpolitickém rozhodování, chápe jen hrstka analytiků a několik erudovanějších novinářů. Obává se, že pokud by se měla dubnová situace opakovat vícekrát, mohlo by to mít negativní konsekvence pro kredibilitu ČNB a její měnové politiky.

Vrchní ředitel Štěpánek: Oproti minulému zasedání se toho mnoho nezměnilo. Opět konstatujeme, že ekonomika roste, ale o bodu obratu nemůže být řeč, stav oživení růstu trvá již delší dobu (viz stanovisko poradce). Ve stanovisku poradce ovšem zazněly i údaje, které vyvolávají otazníky – např. snížení zaměstnanosti v prvním čtvrtletí, největší za poslední tři roky. Opakovaně již zaznělo, že máme jisté dilema. Úrokové sazby jsou nastavené při nějakém růstu a nějaké inflaci a trajektorie neutrálních sazeb míří nahoru. Otázkou je, zda ji máme sledovat, jak moc a jak rychle. Ve shodě s předřečníky se nedomnívá, že jsme nyní v situaci, kdy bychom se na tuto cestu mohli vydat. Celkově chválí SZ, považuje ji za dobře napsanou. Problematická je ovšem pasáž o rizicích, která je hodně vágní. Osobně vnímá strukturu rizik podobně jako dříve, zvýšil se však jejich rozptyl. To je problém, zejména v situaci, kdy rizika mají různý charakter z hlediska dopadů pro měnovou politiku. Například nákladové tlaky lze interpretovat i tak, že krátkodobě jsou proinflační, v dlouhodobějším horizontu však mohou vést k utlumení poptávky a působit tudíž protiinflačně. Domnívá se, že nazrál čas ke sdělení, že pokud jde o stabilitu prostředí, měnová politika není jediný faktor, který ji ovlivňuje. Je tu ještě minimálně jeden nástroj, kterým je fiskální politika. Fiskál se nyní zdá ještě nepřehlednější, než býval v minulosti. Dále máme obrovskou nejistotu o dopadu finančních toků mezi EU a ČR. Je zřejmé, že z hlediska salda veřejných rozpočtů dojde v příštích třech letech ke zhoršení, a to dokonce i o 1 % HDP ročně. Na druhé straně nedávná informace SMS argumentuje, že přínos pro celou českou ekonomiku bude kladný. To nemusí být nutně nekompatibilní, ale informace SMS není v tomto příliš přesvědčivá. Každopádně se lze ovšem domnívat, vzhledem k uvedeným číselným řádům, že kvazifiskální toky mezi EU a ČR mohou mít na domácí ekonomiku velký dopad, počínaje již letošním rokem. Nejistota fiskálu se tak netýká jen minulosti a přítomnosti, ale i budoucnosti. Nejistota související s budoucím vývojem fiskálu je ještě dále posílena nejasným osudem fiskální reformy, zejména pak v kontextu rychlejšího oživení ekonomiky. Není jasné, bude-li vyšší fiskální výtěžnost ekonomiky využita k urychlení tempa fiskální konsolidace, nebo naopak, povede-li k realizaci vyšších dodatečných výdajů s následným dopadem do celkové poptávky. Doporučuje formulovat apel na fiskální politiku v tom smyslu, že v situaci rychleji se

uzavírající mezery výstupu musí kromě měnové politiky i politika fiskální přispět k tomu, aby se poptávkové tlaky nepromítaly nadměrně do inflace a zůstalo tak zachováno stabilní ekonomické prostředí. Celkově souhlasí s návrhem nyní sazby neměnit.

Vrchní ředitelka Erbenová: Pochyby o prognóze, které byly vysloveny již v dubnu, i nadále trvají a souhlasí s tím, že jen málokteré z nich se podaří vyvrátit novými daty. Problémem je, že jen málo z pochyb bylo vyvráceno přesvědčivější argumentací nad stávajícími daty. Minule se podrobně diskutovaly důvody stojící za změnou prognózy (posun z ledna 2004 na dubnovou prognózu). Ty spočívaly v jedné „tvrdé“ úvaze a dvou „měkkých“ argumentech. Tvrdá úvaha obsahovala vyšší a dlouhodobější inflační dopady plynoucí ze změn DPH. Měkčí faktory zahrnovaly vyšší vliv nefiskální poptávky na HDP a uvolněnější měnové podmínky. Tyto faktory vyústily ve zvýšení predikce ekonomického růstu a inflace. S touto argumentací má problém kvantitativní, spíše než kvalitativní, povahy. Prognózu vnímá jako vychýlenou směrem nahoru v agregátní poptávce. Prezentace SMS potvrdila její pochyby o struktuře zdrojů hospodářského růstu. K tomu se dále načítá kursový vývoj, který nás posouvá téměř do alternativního scénáře, ve kterém zachování úrokových sazeb je menším problémem, ať už ekonomicky nebo komunikačně. Navíc stále platí minule přednesená úvaha plynoucí z měnověpolitických experimentů ve smyslu, že riziko prodlevy se zvýšením sazeb není nijak velké. Je pravdou, že takovým rozhodnutím bychom se přihlásili ke zpěthledící měnové politice, ale fakticky v našem rozhodování stále zůstává značná váha vpředhledivosti. V situaci, kdy stále není zřejmé, zda-li se již ekonomika nachází v bodě, kdy má začít docházet k normalizaci vývoje reálných úrokových sazeb, nepovažuje pomalejší a postupnější tempo úrokových změn za problém. Co se nákladových inflačních faktorů týká, nevidí v oblasti cen zemědělských výrobců riziko jejich další akcelerace. Z hlediska bazických indexů vyrovnává stávající vzestup těchto cen pouze propady v předchozích letech, s výjimkou cen rostlinné výroby v posledních třech měsících. I tam však není jasné, jde-li o vliv dočasných faktorů nebo změnu trendu. Navíc propagace cen zemědělských výrobců do cen potravin je, jak již delší dobu konzistentně tvrdíme, nízká. Z tohoto hlediska nevnímá současný vývoj cen potravin jako překvapivý a nečeká odtud ani budoucí rizika. U ropy je velkou otázkou, zda-li bude opravdu působit jako dlouhodobě proinflační faktor. Jedna věc je čistě účetní dopad, druhou věcí mohou být vlivy cen ropy na inflační očekávání, avšak vysoká cena ropy může ovlivnit taktéž hospodářský růst a zejména zahraniční poptávku, což by významně ovlivnilo předpoklady naší prognózy, založené na akceleraci čistých exportů a investiční dynamice. Nebude-li ropa pouze tranzitorní šok, je její středně a dlouhodobý dopad na inflaci značně nejistý. Celkově nově dostupné informace prognózu silně nepodporují, avšak ani silně nerozporují. Není si jista tím, zda-li riziko zahraniční poptávky je opravdu nižší. Na jedné straně jsou lepší výsledky růstu za první čtvrtletí, na druhé straně stojí vpředhledící ukazatele sentimentu spotřebitelské poptávky apod. Nákladové tlaky jsou smíšeného rázu. Podporuje doporučení SMS zachovat sazby nezměněné, navíc to bude možné i konzistentně komunikovat.

Vrchní ředitel Frait: Vrací se k diskusi na minulém měnověpolitickém zasedání bankovní rady, kdy argumentoval, že zveřejnění prognózy vyššího ekonomického růstu povede k apreciaci kursu, a že zvýšení úrokových sazeb by mohlo tuto apreciaci ještě dále zvýraznit, neboť tržní účastníci by se domnívali, že bankovní rada považuje novou prognózu za silně robustní. Je překvapen tím, že se debata o kursu vede stále prostřednictvím nepokryté úrokové parity. Tuto linii bychom neměli v ČNB příliš přeceňovat. Apreciace kursu, která nastala, nesouvisí podle

jeho názoru se zvýšením úrokového diferenciálu, nýbrž s rolí ekonomického růstu (a jeho zvýšením v poslední predikci) v logice monetárních či „portfolio-approach“ modelů. V logice těchto modelů vede vyšší hospodářský růst ke zhodnocení domácí měny. Obchodníci na devizových trzích nerozlišují příliš mezi skutečným a potenciálním ekonomickým růstem, a proto publikace vyšší růstové prognózy automaticky vede k posílení měny. Tento mechanismus se asi těžko podaří včlenit do modelu, ale v myšlení o měnové politice bychom asi měli s tímto faktorem pracovat. Modelový a prognostický přístup ČNB začíná být ukázkou extremistické aplikace nové keynesiánské makroekonomie, kdy je veškerý inflační pohyb v ekonomice asociován s mezerou výstupu. V realitě existuje přirozená míra inflace v určitém období determinovaná strukturálními vlivy, čímž se rozumí inflace při nulové mezeře výstupu. My však asociujeme veškeré pohyby inflace s output gapem. Potom jedinou možností, jak dosáhnout vyšší predikce inflace, je zvýšit predikci ekonomického růstu při daném potenciálu. Po publikaci takové prognózy automaticky zhodnotí kurs koruny. Riziko takového přístupu spočívá v tom, že budeme pravděpodobně permanentně bojovat s inflačními tlaky přes zhodnocování koruny, což, pokud je tato úvaha pravdivá, není optimální situace. Po publikaci poslední prognózy se nám opravdu zpřísnily měnové podmínky, a to nepříliš vítaným způsobem – asi bychom preferovali větší zpřísnění úrokové složky a zachování kursové složky beze změny. SMS by se měla zamyslet nad tím, zda-li nová keynesiánská makroekonomie je opravdu jediný způsob uvažování. Existují silné důvody pro posun inflačního prostředí směrem vzhůru, tyto důvody však nemají cyklický, nýbrž strukturální charakter. Může se jednat například o měnovou transmisi – jak peněžní zásoba, tak i tvorba úvěrů se posouvá jinam než kde byly v minulosti, což může vytvářet prostředí pro poněkud vyšší inflaci. Potom je samozřejmě přirozené, abychom neutrální úroveň sazeb posunuli výše. Velkou nejistotou samozřejmě je, zda to nastane a kdy to nastane. Pokud jde o cyklické faktory, stále vnímá nejistoty ve světové ekonomice, hlavně pak v Evropě, ohledně hospodářského růstu. Sdílí nejistoty kolegů ohledně délky trvání a významu nákladových tlaků. Poté, co již došlo k určitému zpřísnění měnových podmínek se kloní k přijetí vyčkávací strategie na další data. Měnová politika ve světě se stává značně nekooperativní hrou a asi bychom neměli být těmi prvními hráči, kteří půjdou se sazbami nahoru.

Guvernér Tůma: V dosavadní diskusi padla některá témata, která patrně do minutes nepatří. Je pravdou, že reakce kursu na zveřejnění prognózy (postavené na gapovém modelu) není ovlivněna ani tak naším uvažováním shrnutém v modelu, jako tím, jak trh samotný uvažuje a reaguje. Je otázkou, nakolik kurs reagoval na novou prognózu a nakolik byl na trhu již akumulován potenciál na nějakou korekci. Připomíná hodnocení trhu od sekce bankovních obchodů, která kursové úrovně vnímala jako dočasné a i z tohoto důvodu nedoporučovala v dané chvíli odprodej částí devizových rezerv. Osobně ho proto korekce kursu nepřekvapila a nespojoval by ji tak silně s novou prognózou. Jakékoliv rozhodnutí bankovní rady, tedy i minulé rozhodnutí o ponechání sazeb, je měnověpolitickým rozhodnutím. Prognózou vyslala ČNB určitý signál o tom, že sazby půjdou v budoucnu určitým směrem. Ohodnocení rizik prognózy ze strany bankovní rady směrem dolů pouze řeklo, že se tento pohyb nenastartuje ihned. Trh na to skutečně reagoval a došlo ke zpřísnění měnových podmínek. Z hlediska vpřed/vzad hledičnosti je také názoru, že počkání se zvýšením sazeb neznamená, že jsme vzad hledící. Interpretace je taková, že v tom vpředhledícím pohledu ještě nevidíme, že by ke zvýšení sazeb mělo nyní dojít. Obecně je to nesporně zajímavá otázka pro výzkum, při jejímž uchopení by hodně záleželo i na použité metodologii. Pokud by se kupříkladu posuzovala činnost ČNB pouze podle repo sazby, pak se zdá, že se v dubnu nic nestalo. Pokud se ovšem vezmou v úvahu sazby na trhu, pak se v dubnu

použitou komunikací vyslal signál, na který trh reagoval. Na druhé straně není centrální banka jediným subjektem, který ovlivňuje inflační očekávání. Obecně však ČNB považuje za vpředhledící instituci a to, že nyní se zvýšením sazeb počkáme, neznamena přihlášení se ke zpěthledivosti. Otázka vlastnictví prognózy se již částečně debatovala na post-mortem mítinku, nicméně bude se muset debatovat i nadále. Domnívá se však, že se nedá nikdy úplně čistě vyřešit. Dříve zastával pozici, že jde o prognózu instituce, že se to oddělit nedá. Je pravdou, že pro širší veřejnost je obtížné pochopit jemnosti práce s rizikem při měnověpolitickém rozhodování, včetně toho, zda prognóza je či není „vlastnictvím“ bankovní rady a nakolik se bankovní rada při svém rozhodování o prognózu opírá. Konec konců i pro samotnou SMS je prognóza nástroj, s jehož pomocí formuluje měnověpolitické doporučení. Potom je to také hodně o způsobu komunikace. Na druhé straně je ovšem nutné vzít v úvahu, že i prognóza samotná má svůj nepopiratelný význam, protože kromě toho, že je to nástroj, tak má samozřejmě dopad i prostřednictvím ukotvování inflačních očekávání. Tím pádem je otázka „prognóza instituce vs. prognóza aparátu“ dost akademická. Podporuje komentář k fiskálu. Ukázalo se, že loni byl fiskál méně expanzivní, na druhé straně se nově objevuje nejistota o tom, jak bude rozpočet (alespoň z hlediska cash plnění) ovlivněn finančními vztahy ČR-EU. Pohyb cen zemědělských výrobců je vždy velmi volatilní, nepříjemné je, že většinou vykazuje dvoucifernou dynamiku. Nyní tam nově vstupuje i nejistota ohledně dopadů souvisejících se vstupem do EU a případné vlivy plynoucí ze společné zemědělské politiky patrně nemáme dosud zanalyzovány (viz např. ceny pšenice). Může jít jak o jednorázovou korekci minulých cenových propadů, tak i o jistý úrovnový posun cen. Přidává se k vnímání ropy jako velkého otazníku, a to nejen z hlediska dopadu do cen, ale také na světový ekonomický růst. Závislost ekonomik na ropě je jistě menší než v sedmdesátých a osmdesátých letech, struktura ekonomik je nyní více ve prospěch sektoru služeb. Rezistence ekonomiky proti případnému dlouhodobějšímu ropnému šoku by proto měla být snad vyšší než v minulosti. Zaujímá smířlivější postoj k argumentaci SMS v této SZ, byť je jistě kus pravdy na argumentaci poradce ve stanovisku, ke kterému se někteří kolegové přihlásili, upozorňující na až rigidní obhajobu pozice a prognózy předcházející SZ. Tak jako bankovní rada si drží svou pozici vůči prognóze směrem o trochu dolů, tak se zdá, že ani SMS nemá nové silné informace vedoucí k přehodnocení její prognózy. Nové informace nejsou dost silné, a proto jej nepřekvapuje, že obě strany drží svou pozici.

Viceguvernér Dědek: Nyní perfektně simulujeme žití v eurozóně, testujeme dopady politiky „one-size-fits-all“ pro českou ekonomiku.

Guvernér Tůma: Navazuje na pochyby ohledně modelu vyjádřené vrchním ředitelem Fraitem. Úvaha o sazbách nakonec může být hodně triviální. Všichni se shodují, byť třeba z různých důvodů, na tom, že inflace půjde nahoru. Stejně tak se shodujeme, že kolem tohoto trendu jsou nějaké odchylky, po odeznění některých z nich (např. daňové vlivy) může inflace poněkud klesnout, ale stále bude podstatně výše, než například loni. Proto i sazby budou muset jít nahoru. Rostoucí ekonomika a uzavírající se mezera výstupu pak celý obrázek jen doplňuje.

Viceguvernér Niedermayer: Vrací se ke komentáři guvernéra Tůmy v tom duchu, že v návaznosti na dubnovou prognózu došlo ke zpřísnění měnových podmínek, a to jak kursu, tak i úrokové složky, přičemž celková změna byla výrazná. Pokud dobře rozuměl kontextu výroku, guvernér tento posun považoval za adekvátní.

Guvernér Tůma: Tento vývoj jsme očekávali. Je to o tom, nakolik chceme trh překvapovat. To jsme sice nechtěli, ale věděli jsme, že publikace prognózy povede ke zpřísnění podmínek. Lze diskutovat o tom, zda-li jsme „leader“ nebo „follower.“ Nicméně nevnímá to tak fatálně v tom smyslu, že nesmíme trh nikdy překvapit. V minulosti jsme to několikrát, avšak ne mockrát, udělali a nakonec to trh vstřebal. Nebylo by však dobré překvapovat trhy často. Připomíná nedávnou debatu v BIS s Paulem Volckerem ohledně transparentnosti centrálních bank („...I used to like to surprise markets...“).

Viceguvernér Niedermayer: Má pochyby o tom, zda-li je ČNB schopná dlouhodobě ovlivňovat pohyb kursu.

Guvernér Tůma: Měl na mysli především vývoj úrokové složky měnových podmínek.

Viceguvernér Niedermayer: To ano. Pokud však považujeme tento pohyb za adekvátní a pokud v době, kdy trh od nás tento pohyb očekává, akci neuděláme, tak se tento efekt opět vytratí. Máme-li být kredibilní a chceme-li se vyhnout nadměrné volatilitě, je třeba očekávání naplnit. Každopádně, pokud bylo toto zvýšení tržních sazeb cílené, tak bylo rozhodně úspěšné.

Guvernér Tůma: Spíše než cílené jde prostě o vědomí toho, že když se signál vychýlení vyše, tak se zvyšuje pravděpodobnost, že trh zareaguje.

Vrchní ředitel Frait: Připomíná snídani s analytiky, kdy jsme dostali otázku na úroveň neutrálních úrokových sazeb a nechali jsme se poněkud dotlačit k odpovědi, že 4,5 % je hladina, která zhruba odpovídá. Posléze se to snažil zjemnit výrokem, že je to stěží výrazně pod 4 %. Faktem ovšem je, že ta úroveň zcela nesedí s diskusemi ohledně úrovně reálné úrokové parity. To je zajímavé téma na debatu v bance.

Viceguvernér Dědek: Přidává komentář post-mortem událostí a podotýká, že ČNB málo koho svojí prognózou a argumenty přesvědčila (viz např. komentáře pana Tomšíka a Marka). I toto vnímá jako jistý signál.

Guvernér Tůma: Vyjádřili vesměs stejné pochybnosti jako vyjádřila bankovní rada. To ovšem ještě neznamena, že prognóza SMS není svým způsobem konzistentní.

Viceguvernér Niedermayer: U HDP jsme možná nepřesvědčili v některých detailech, ale nepochybuje o tom, že v otázce zvýšení úrokových sazeb jsme přesvědčili celkem dost.

Vrchní ředitelka Erbenová: Vypadá to, že jsme přesvědčili o nutnosti zvyšovat sazby, ale nepřesvědčili jsme ohledně tak rychlého růstu HDP a o tom, že inflace bude o tolik vyšší.

III. Výsledek hlasování

Hlasuje se o návrhu SMS ponechat úrokové sazby beze změny.

Guvernér Tůma: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Viceguvernér Dědek: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Viceguvernér Niedermayer: Hlasuje pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 %.
Vrchní ředitelka Erbenová: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Frait: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.
Vrchní ředitel Štěpánek: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

IV. Úkoly

Nebyly explicitně uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu na stávající úrovni 2 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo 5 členů, 1 člen hlasoval pro zvýšení sazeb o 0,25 %.

Zapsal: Vladimír Bezděk, poradce bankovní rady