

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. ledna 2006

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

I. Diskuse navazující na prezentaci 1. situační zprávy

Vrchní ředitel Frait: Táže se přítomného ředitele sekce bankovních obchodů na názor ohledně možné výrazné korekce kurzu koruny na základě informací o vývoji platební bilance a finančních trhů.

Další dotaz směřuje na sekci měnovou a statistiky (SMS). Zajímá se, zda se v minulosti stalo, že v důsledku uvolnění reálných měnových podmínek došlo k nárůstu ekonomické aktivity a následnému zvýšení korigované inflace bez pohonných hmot.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): V letech 2004 a 2005 docházelo k určité sezónnosti ve vývoji kurzu v průběhu roku. Kolem poloviny roku kurz korigoval, což se vysvětluje fyzickou repatriací výnosů do zahraničí (odliv dividend a jejich konverze). Všechno nyní nasvědčuje tomu, že velká většina účastníků trhu, zejména z řad korporací, spoléhá na to, že i letos dojde k podobnému vývoji. Došlo však ke změně fundamentálních podmínek z hlediska reálných toků a to zejména díky loňskému překlopení obchodní bilance do významného přebytku. Tento jev bude pravděpodobně i v letošním roce pokračovat a více než vymaže vliv repatriace výnosů do zahraničí. Proto by ke korekci letos nemuselo dojít. Čím déle exportující podniky budou na tuto korekci čekat, tím více budou nuceny uskutečnit své prodeje deviz za cenu, která v tom okamžiku na trhu bude. Dále tak přispějí k tomu, že se korekce kurzu nebude realizovat. Je třeba zdůraznit, že se jedná jen o výhled na letošní rok.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Empirická zkušenost s vlivem kladné mezery výstupu na korigovanou inflaci zatím není, podle odhadů SMS se ekonomika posledních 10 let nacházela pod svým potenciálním produktem. Protiinflační šoky ze strany kurzu nebo šoky jiného druhu vždy přišly dříve, než se mohla poptávková inflace projevit.

Viceguvernér Singer: Ocenil by podrobnější komentář předpokladů a rizik predikce vývoje regulovaných cen. Například možnost budoucího zvyšování nájemného by mohla být zpochybněna v případě určitého volebního výsledku. Jsou zde rizika symetrická?

V souvislosti s materiálem o spolufinancování projektů EU se táže, kdy se očekává boom investic spojených s přílivem prostředků EU do české ekonomiky. Je oprávněný předpoklad, že v druhé polovině roku 2007 by měly již být patrné jeho efekty?

Dále se dotazuje, do jaké míry je kurz ovlivňován endogenním mechanismem popsaným v modelu a do jaké míry exogenními vlivy. Kvalifikuje však tento pojem, protože tyto „exogenní vlivy“ jsou v ekonomice přítomny dlouhodobě, nejsou však systematicky zohledňovány. Například v současné době je aktuální investice Hyundai, v budoucnosti může ovlivňovat očekávání trhu čerpání evropských fondů. Proto vyjadřuje pochybnost ohledně predikce kurzu.

Považuje za obtížné přijmout aktuální prognózu za východisko pro rozhodování. Považuje ji sice za vnitřně konzistentní, nicméně za málo odpovídající skutečnosti. Zejména její vyznění ohledně vývoje sazeb a kurzu považuje za nepravděpodobné. Poukazuje na to, že doporučení ke komunikaci o nefundamentálním vývoji kurzu je s prognózou v rozporu. Pokud by současný vývoj kurzu nebyl fundamentálně podložen, bylo by možné se držet prognózy a komunikovat

zvyšování sazeb. Pokud bychom se však domnívali, že kurz bude mít tendenci se na silných úrovních držet, k čemuž se přiklání, bylo by podložené uvažovat o nižších sazbách. Tento rozpor považuje za významný. Za možný zdroj identifikace problému považuje stanovisko člena SAOEV. Vysvětlení SMS proč díky změně parametrů inflace na konci sledovaného období stoupá, je po stránce matematické sice v pořádku, ale z hlediska reality tomu tak není. Na základě zkušeností s úspěšností minulých prognóz a s rolí exogenních veličin nepovažuje za dostatečné řešení předpoklad, že nakonec Balasa-Samuelsonův (BS) efekt převáží. To považuje za neintuitivní a domnívá se, že se měly provést jiné úpravy modelu. Připouští, že mohlo dojít při projednávání předpokladů prognózy k nedorozumění ohledně parametrů, které by bylo vhodné upravit. Nicméně vyznění prognózy je nakonec plně v rukou SMS a to nyní nepovažuje za realistické.

Odpoď SMS: K vývoji regulovaných cen: V případě cen elektřiny a plynu byl převzat pro I.čtvrtletí 2006 harmonogram Energetického regulačního úřadu a pro zbytek prognostického horizontu je predikce formulována na základě ekonometrických vztahů mezi regulovanými cenami a vývojem cen energetických surovin a kurzem dolaru. Ceny tepla jsou věcně usměrňované, tj. Ministerstvo financí pouze určuje vzorec, na jehož základě výrobci a distributoři stanovují cenu pro konečné spotřebitele. Tento vzorec obsahuje silnou vazbu na světové ceny plynu, tj. i na kurz dolaru. U cen nájemného se změnil mírnější původní vládní návrh v radikálnější koaliční návrh, který by mohl více vyhovovat pravicové části volebního spektra. Tento návrh je schválen oběma komorami parlamentu, ale není dosud podepsán. Z toho vychází predikce, rizikem zmírnění deregulace po volbách se nezabývá.

Odpoď SMS: Odhad výše čerpání EU fondů v druhé polovině roku 2007 vychází z předpokladu, že ČR nebude ve schopnosti čerpat tyto fondy horší než nejhörší ze států, které vstupovaly před ní. Dá se čekat, že to bude vidět i na nárůstu investic.

Odpoď SMS: K faktorům, které ovlivňují vývoj kurzu a k jejich relevanci pro modelový popis kurzu: SMS vnímá aktuální krátkodobé jevy typu investice Hyundai, a to že existuje optimistický sentiment, který pohání korunu vzhůru. Tyto faktory SMS považuje za obtížně předvídatelné a nedokáže s nimi v současnosti naložit jinak než v rámci citlivostní analýzy. Rezidua podobného druhu se ale nevkładají do prognózy, neboť by to mohl být krok k úplnému přizpůsobování predikce aktuálním dojmům a ztrátě výhody logicky uzavřeného a konzistentního systému. Citlivostní analýza je využitelná v procesu rozhodování o měnové politice. SMS se ztotožňuje s tím, že nyní bude kurz tlačen apreciačním směrem a že za tím budou stát faktory, které model QPM neobsahuje. Z tohoto důvodu se také SMS ve svém měnověpolitickém doporučení odchýlila od modelové prognózy.

SMS chápe pojem fundamentálních vlivů na kurz jinak než například sekce bankovních obchodů. Za fundamenty jsou považovány skutečně dlouhodobé jevy, které se prosazují v horizontu několika let. V případě faktorů, které ovlivňují kurz v kratším horizontu 1-2 roky, lze vždy najít ekonomické důvody, které je také možno považovat za jistém smyslu za fundamentální. Je zde tedy spíše problém terminologický.

Nicméně pokud by kurz posiloval aktuálním tempem, tak by to začalo vyvolávat v ekonomice problémy. Vedlo by to k pomalejšímu než potenciálnímu růstu a podstřelování cíle inflace. Proto by dříve nebo později musela přijít korekce, podpořená i reakcí měnové politiky.

Vrchní ředitel Holman: Přenastavení rovnovážných veličin považuje za krok správným směrem. Více odpovídá reálnému vývoji a intuici. Uvádí, že rovnovážná reálná úroková míra a rovnovážná reálná apreciace byly dříve nastaveny špatně a proto model nedával dobré výsledky.

Upozorňuje však na to, že není spokojen se způsobem, jak je tato změna rovnovážných veličin vyargumentována. Není jasné, zda se vycházelo jen z lepšího fitu modelu nebo zda je to nějak teoreticky podloženo. Dotazuje se, zda v souvislosti s kurzem se SMS přiklání k silnějšímu působení BS efektu. V tomto kontextu se zajímá o strukturu inflace. Předpokládá se tedy nyní vyšší inflace v sektoru neobchodovatelného zboží relativně ke zboží obchodovatelnému?

Guvernér Tůma: *(v diskuzi o nastavení rovnovážných veličin)* Připojuje se k dotazu ohledně zdůvodnění rychlejší rovnovážné reálné apreciaci. Poznává, že to sice odpovídá více pozorovaným datům, nicméně za předchozím nastavením bylo určité ekonomické zdůvodnění. Lépe to odpovídalo analýzám velikosti BS efektu, který pravděpodobně znamená jen poměrně malý tlak na apreciaci a předpokladům, že tranzitivní faktory, které způsobovaly rychlejší apreciaci postupně vymizí. Rychlé reálné apreciaci, která probíhala ve druhé polovině 90. let se daly přiřadit vysvětlující faktory. Táže se, zda existuje ekonomické zdůvodnění i pro toto předpokládané zrychlení.

Odpoověď SMS: *Na minulosti jsou rovnovážné veličiny odhadovány standardně pomocí filtrů. SMS si je vědoma, že tento postup má své problémy, zejména na konci vzorku pozorovaných dat, kdy filtr může mít přílišnou tendenci se přimykát k datům. V případě odhadu budoucího vývoje je to ještě více arbitrární. Za současným přehodnocením zatím není stoprocentně důvěryhodné teoretické vysvětlení. Tato problematika bude předmětem dalších analýz a diskuzí v průběhu celého následujícího čtvrtletí. Otevírá se možnost úprav nejen rovnovážných veličin a parametrů, ale i jistých úprav modelových rovnic.*

SMS se nepřiklonila k žádné nové teorii. Vždy se připouštěla možnost, že v malé otevřené ekonomice, která zaznamenává trend k reálnému zhodnocování kurzu, může být úroveň reálných rovnovážných sazeb podle CPI nižší než v zahraničních ekonomikách. Podmínkou je, že tato ekonomika musí mít dostatečně nízkou rizikovou prémii. Dříve možná existoval určitý mentální blok, který zabraňoval tvůrcům prognózy nechat klesnout naše rovnovážné reálné sazby pod německé, přestože bylo známo, že to je teoreticky možné. Nyní však na základě zkušeností nikdo tuto možnost již nezpochybňuje. Jedná se spíše o posun názorů v rámci jedné teorie, spíše o odbourání určité nedůvěry v reálnost takovéto situace.

Ohledně rovnovážné reálné apreciaci k zásadní změně také nedochází. Její trajektorie do budoucna zůstává klesající, takže se nemění názor, že během 90. let za zhodnocováním stály mimořádné vlivy, které postupně odezní a tempo rovnovážné apreciaci nebude moci být příliš vysoké. V minulosti, kdy zhodnocování bylo přibližně 5%, se odhadovalo, že BS efekt vysvětlí maximálně 1-2 %. Zbytek připadal na deregulace, daňové změny a zlepšující se směnné relace. Ohledně směnných relací lze pozorovat kvalitativní změny, zatímco v minulosti se směnné relace zlepšovaly, nyní se zhoršují, a to nejen kvůli vlivu ropy. To ukazuje, že tempo reálného zhodnocování se zmírňuje. Regulované ceny ve výhledu sice rostou, ale je to hodně spojeno s cenami energií, což je spíše standardní než transformační faktor. Odhad BS efektu v prognóze zesílil a způsobil, že i navzdory silnějšímu nominálnímu kurzu je možné mít mírně vyšší inflaci.

V modelu není černobílé rozdělení na ceny obchodovatelného a neobchodovatelného zboží. Předpokládá se, že ve všech cenových okruzích je v různé míře zastoupena neobchodovatelná složka. Rychlejší tempo rovnovážné apreciaci se vždy považovalo za argument pro vyšší inflaci a ani nyní to SMS nepovažuje za logicky nekonzistentní argumentaci. I na datech je patrné, že ceny neobchodovatelného zboží rostou rychleji než ceny obchodovatelného zboží, takže i zde je tento strukturální mechanismus patrný. Otázkou je, zda se to potvrdí i do budoucna.

SMS si je relativně jistá pokud se týká cyklického chování modelu na historii. Na relativně tenkém ledě však stojí odhady, jak se budou vyvíjet trendové veličiny nadále. Ani v budoucnu se nedají očekávat o mnoho robustnější odhady. Budou ale zpracovány citlivostní analýzy různých nastavení rovnovážných veličin a rozbor toho, kde existují mantinely těchto změn. Je nutno zachovat určitou disciplínu v tom, jak se podobné úpravy dělají, není možno do modelového rámce vkládat libovolná rezidua.

Vrchní ředitel Holman: *(v diskuzi o nastavení rovnovážných veličin)* Ohledně reálné rovnovážné úrokové míry obrací pozornost k příloze 4 v SZ, kde se uvádí, že se zvýšila dynamika měnových agregátů a že pokračuje nárůst ročních toků úvěrů a to zejména na bydlení. Významnou informací pro BR by bylo, pokud by byl více analyzován vztah mezi růstem peněžní zásoby (očistěné o položky čistého úvěru vládě) a růstem úvěrů soukromému sektoru. Osvětlo by to více, jaký je dopad měnové politiky na reálný sektor a do jaké míry je současný rychlý hospodářský růst výsledkem uvolněné měnové politiky. Lépe by z toho vyplynulo, jaká je vlastně rovnovážná reálná úroková míra.

Odpověď SMS: Mezi úvěry a agregátem M2 příliš silná vazba není. Úvěry již několik let po sobě zvyšují svůj meziroční růst. Na rozdíl od toho agregát M2 od roku 2004 zpomaluje. Až teprve v posledních měsících to vypadá na jistý návrat k vyšším hodnotám růstu. Vliv měnové politiky na vývoj úvěrů je obtížné vysledovat. Zadluženost domácností je v ČR stále velmi hluboko pod eurozónou. Proto dochází zřejmě ke smíšenému vlivu úrokových sazeb a postupné strukturální konvergence k určité úrovni rovnovážné zadluženosti, což analýzu ztěžuje.

Guvernér Tůma: *(v diskuzi o nastavení rovnovážných veličin)* Nedomnívá se, že by se dosud nastavení modelových parametrů měnilo nadměrně často. Připomíná nedávnou kalibraci rovnovážných hodnot, považuje dosavadní postup za víceméně adekvátní.

Viceguvernér Singer: *(v diskuzi o nastavení rovnovážných veličin)* Poznámává, že obecné snížení cen vstupů nemůže za jinak nezměněných okolností vést k vyšší inflaci. Vlivem posílení kurzu se sníží cena všech vstupů. Při nižší než očekávané inflaci a rychlejší než očekávané apreciaci změna předpokladu o reálné apreciaci zlepšila vyznění v případě kurzu, ale zvětšila rozpor v případě inflace.

Odpověď SMS: V predikci nominální zhodnocení není vykompenzováno BS efektem, vyšší inflaci způsobí ještě vliv reálné ekonomiky a to díky uzavřenější mezeře výstupu. Kdyby mezera výstupu byla stejně otevřená, inflace by nebyla tak vysoká.

Bylo také třeba zachovat konzistenci v tom, že pokud kurz nepůsobil v minulosti restriktivně, tak se to muselo projevit na uzavírání mezery výstupu. To bylo do značné míry, ale ne zcela, kompenzováno snížením předpokládaných rovnovážných sazeb. Větší snížení než bylo provedeno, by již bylo neintuitivní.

Viceguvernér Niedermayer: Považuje předložený materiál za dobrý pokus přinést prognózu, která není v evidentním rozporu s možným vývojem. Za základní problém má to, že inflační cíl sám je velmi obtížně splnitelný.

Táže se, zda je realistické, aby podíl investic na HDP se udržel kolem vysokých 30 % nebo se i dále zvyšoval. Zmiňuje v této souvislosti investici Hyundai. Navrhuje zpracovat analýzu dosavadního vlivu nové automobilky Toyota na ekonomiku.

Za velmi překvapivá považuje silná čísla o zaměstnanosti. Nicméně přílohu SZ o vývoji na trhu práce, která vysvětluje roli cizinců ve vysokém vývoji zaměstnanosti a nízkém růstu mezd nepovažuje za příliš dobře srozumitelnou. Domnívá se, že do ČR dochází také k přesunu výroby, které přitahují zaměstnance s vysokým podílem mezd. V souvislosti s cizinci považuje za nejdůležitější, jaký je mezi nimi podíl těch, kteří mají abnormálně vysoké úspory, které transferují domů a jaký je podíl lidí, kteří se zde eventuálně usadí a vytváří zde spotřebu. V tomto kontextu nepovažuje za intuitivní, že by měla významně zpomalit spotřeba domácností v roce 2007. Táže se, zda je správný odhad čtvrtletního přírůstku mezd pouze ve výši cca 12 mld., zdá se to být velmi nízké.

Odhad schodku fiskálu ve výši 2,2 % se nezdá být věrohodný. Táže se, kde je vykázáno cca 21 mld. korun, které přišly z EU a nebyly rozděleny. Je to součástí rezervních fondů ve výši cca 50 mld. korun nebo je to součástí jiné položky?

Vrchní ředitel Holman: Připojuje se k otázce viceguvernéra Niedermayera, proč podle odhadu spotřeba domácností v roce 2005 rostla pomalu a proč by tomu tak mělo být i do budoucna. Je to důsledek pomalého růstu disponibilního důchodu nebo je to důsledek vyšší míry úspor, případně investic do bytů atp.?

Odpoověď SMS: V roce 2005 byl za nižším růstem spotřeby především nízký růst disponibilního důchodu, který pramenil z nízké dynamiky mezd a platů v metodice národních účtů a současně rostla výdajová strana disponibilního důchodu, tj. běžné výdaje domácností, daně a odvody. Na počátku roku 2005 se k tomu přidal růst míry úspor, které ale v druhé polovině roku klesaly v reakci na zpožděné působení uvolněných reálných úrokových sazeb v roce 2004. V budoucnu se očekává, že spotřeba domácností bude akcelarovat s tím, jak se zrychlí dynamika mezd a platů a jak bude pokračovat pokles míry úspor. Zpomalení v roce 2007 souvisí jednak s vyprchávajícím efektem uvolněných reálných sazeb v předchozím období a také s tím, že poroste spotřebitelská inflace.

Prognóza také zohledňuje efekt zvýšeného zaměstnávání cizinců. Nárůst počtu cizinců za poslední rok byl poměrně výrazný, jednalo se cca o 50 tis. lidí, což téměř zcela koresponduje s celkovým přírůstkem zaměstnanosti. Z toho asi 40 tis. nových zaměstnanců tvoří Slováci a Ukrajinci. Předpokládá se, že většinou se jedná o cizince, kteří pobírají nízké platy v oblasti manuálních činností ve stavebnictví a zpracovatelském průmyslu. K přírůstku celkového balíku mezd cizinci přispívají zhruba jednou ¼. Tj. disponibilní zdroje pro spotřebu domácností rostou o to pomaleji. Metodicky jsou cizinci vykazováni v podnikové statistice mezd a zaměstnanosti na základě výběrového šetření. Jejich mzdy nejsou součástí příjmů a disponibilního důchodu domácností a tudíž nevstupují do spotřeby, jejich nákupy by měly být metodicky vykazány jako exporty. Dalším faktorem za pomalejší růstem disponibilních příjmů, který je cca 3-4 % v nominálním vyjádření, je i pomalejší růst nemzdových příjmů domácností. Celkový nárůst mezd mezičtvrtletně je cca 20 mld.

Fakticky rozpočtový schodek v loňském roce nebyl 2,8 % ale 1,7% HDP - což je de-facto úroveň střednědobého fiskálního cíle pro ČR v rámci Paktu růstu a stability. Ten 1 p.b. rozdílu odpovídá speciálním operacím (nákup stíhaček, oddlužení Sýrie), které letos nebudou. Poptávkově relevantní schodek se tedy v roce 2006 zvyšuje spíše cca z -1,7 % na -2,2 % HDP.

Guvernéř Tůma (v diskuzi o fiskálních otázkách): Táže se, jak bude za této situace probíhat procedura nadměrného deficitu. Nebude zrušena ?

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi o fiskálních otázkách): Při jednáních o této proceduře zástupci ČR stáli za původním odhadem schodku 4,8 % HDP, nicméně potvrdili, že je pravděpodobnější, že skutečný výsledek bude blíže odhadu EU, který je 3,2 %. Bude to projednáváno na příštím jednání Ecofinu. Procedura nadměrného deficitu nebude zrušena. Bude se pokračovat v intencích našeho konvergenčního programu. Pro letošní rok je konvergenční cíl ve schodku na úrovni 3,8 % HDP, pro rok 2007 ve výši 3,2 %. Konvergenční program uložil ČR odstranit nadměrné deficity po roce 2007, do té doby můžeme v nadměrných deficitech pokračovat, přestože i to bylo předmětem diskuzí.

Vrchní ředitel Řežábek: Jakoby se vždy hledal nějaký strašák, kterým se vysvětluje predikce budoucího nárůstu inflace. Na 10. SZ byl tématem strašák vysokých cen ropy a jejich sekundární dopady. Ve skutečnosti cena ropy od srpna do listopadu klesla, pak přibližně stagnovala a v polovině prosince začala stoupat a v současnosti se zase blíží vyšším údajům z konce srpna 2005. Nicméně v interpretaci došlo k obratu a nyní se to již za takový problém nepovažuje. Vyjadřuje pochybnost o míře, do jaké je matematický model schopen postihnout realitu. Uvádí, že v této situační zprávě bylo provedeno mnoho tzv. expertních zásahů do modelu, aby se lépe blížil realitě. Otázkou ale zůstává, je-li správný matematický model až tolik upravovat. Táže se, proč je predikce tolik citlivá na různé "signály budoucí inflace", které se pak často ukáží jako falešné, což je pak obtížné vysvětlit.

Poznamenává, že došlo k většímu odlivu investic z Eurozóny a podle komentáře dochází ke zrychlování tohoto jevu. Deficit na běžném účtu stoupl o 1 mld. na 8,5 mld. euro. Táže se, zda se jedná o trend. Pokud ano, klade otázku, jestli je předpověď Consensus Forecast pro Evropu správná.

Odpoověď SMS: Zmíněné hledání jakoby inflačních strašáků vyplývá z toho, že se měnová politika vždy snaží dosáhnout toho, aby se inflace blížila na konci horizontu k cíli. V predikci inflace se tak vždy nakonec objeví faktor, který k růstu inflace přispívá nejvíce. Tak například v původním základním scénáři, který se nakonec stal alternativou, tuto roli hrál nominální kurz. Ve scénáři nebyly zřejmé žádné inflační tlaky a tak centrální banka musela nominální kurz oslabit, aby se inflace vrátila na cíl. Neintuitivní bylo, že k tomu stačilo zvyšování úrokových sazeb zhruba stejné jako v eurozóně. Z toho pak pramenila úprava základního scénáře, kde je nižší růst sazeb a i stabilní kurz. Tlakem na inflaci je tady něco jiného, částečně je to BS efekt a částečně uzavřenější mezera výstupu.

Ohledně odlivu investic z EU je otázkou, jak je tento faktor relevantní pro předpovídání vnějších faktorů. Výhodou přebírání předpovědi Consensus Forecast je, že se jedná o průměr mnoha (cca 20) názorů různých analytiků a proto je možné jí považovat za určité přiblížení nevychýlenému odhadu. Skutečnost sice může být jiná, nicméně SMS pravděpodobně není schopna vytvořit lepší předpověď.

Guvernér Tůma: Poznamenává, že měl připravenou otázku ohledně citlivosti na zahraniční úrokové sazby, ale v prezentaci SMS byly představeny dostačující analýzy, co se stane, když tyto sazby budou ve skutečnosti níže, než je předpoklad. Navíc v měnověpolitickém doporučení se tento faktor, který významně podmiňuje vyznění prognózy v oblasti sazeb, zmiňuje. V této souvislosti poznamenává, že určitý otazník se vznáší nad rozhodováním ECB. Je možné si vůbec

představit, vzhledem ke způsobu jakým ECB rozhoduje, že by k tak rychlému zvyšování sazeb mohlo dojít ?

Odpoověď SMS: Určité pochybnosti o rychlosti zvyšování sazeb ECB panují, je zde i zkušenost z roku 2004, kdy to vypadalo podobně a ECB nakonec nezvyšovala. Proto byla také provedena zmíněná citlivostní analýza tohoto rizika, které je vnímáno asymetricky směrem dolů.

Viceguvernér Singer: Připomíná, že stále nebyl předložen od podzimu požadovaný materiál, který by analyzoval sekundární průsaky do inflačních indikátorů. Hlavním jeho účelem by mělo být kredibilní ověření vlastností modelu v oblasti sekundárních dopadů tím, že se potvrdí ex-ante předpovězené efekty. Připomíná, že podle předpokladů by touto dobou již měly být alespoň v některých údajích evidentní. Zdá se, že například jisté zhoršení finančních výsledků podniků je možná pozorovatelné. To by ale znamenalo průsaky spíše do snížené poptávky než do inflace. Také by uvítal co nejrychlejší předložení materiálu, který by podložil tvrzení o nefundamentálním charakteru současného posilování koruny, tj. na kterých datech se to bude projevat.

Odpoověď SMS: Již bylo avizováno, že analýza sekundárních dopadů nebude možná v nejbližších měsících, ale až s delším zpožděním. Momentálně žádné sekundární dopady nejsou pozorovány. Mohly by se projevat například na trhu práce, nicméně se zdá, že tam dojde spíše k jejich tlumení. Byly provedeny simulace QPM rozšířeného o trh práce a ukazuje se, že předpoklad 50% průsaku je správný. Dokonce upravený model generoval ještě o něco nižší inflaci než stávající prognóza. Dodatečným zdrojem informací bude lednová inflace. Dalším kanálem jsou inflační očekávání, která jsou ale obtížně empiricky analyzovatelná. Existují sice jejich šetření, ale ta podle dosavadních zkušeností nejsou příliš informativní. Zatím tedy průsaky nevidíme, ale to neznamená, že nenastanou v průběhu letošního roku. Z hlediska modelování sekundárních průsaků do budoucnosti je určitou komplikací i jejich vazba na měnící se předpoklady o vývoji exogenních veličin, hlavně cen ropy a pohonných hmot.

Viceguvernér Niedermayer: V prognóze není zahrnuta vyšší DPH na stavební práce, která bude muset být zavedena, pokud se na současném jednání ve Vídni nepodaří dohodnout prodloužení výjimky.

Odpoověď SMS: Ano, ale to by se týkalo spíše až roku 2008.

II. Uzavřené jednání bankovní rady (přítomen i ministr financí B. Sobotka)

Viceguvernér Niedermayer: Za nejdůležitější považuje vývoj na trhu práce, kde bylo dříve pozorováno zvyšování zaměstnanosti v řádu desetin procenta a nyní dochází k jejímu růstu v řádu 2 %, a v kategorii zaměstnanců je růst ještě rychlejší. Negativní ovšem je, že při tom nedochází k zaměstnávání registrovaných nezaměstnaných, což je pravděpodobně zapříčiněno faktory, na které ČNB upozorňuje.

Očekává pozitivní vývoj v zahraničí a domnívá se, že obavy ze zpomalení růstu v Německu v roce 2007 v důsledku zvýšení DPH jsou nadsazené. Atmosféru v Německu a v Evropě považuje za optimistickou stejně tak jako ve světě. To potvrzuje i pozitivní vývoj předstihových indikátorů.

Uvádí, že mohou sice být různé názory na to, je-li z dlouhodobého hlediska vhodné stimulovat přílivu investic typu Hyundai, ale v bližším horizontu bude vliv těchto investic na ekonomiku příznivý. Domnívá se, že by se měl podrobně analyzovat dopad automobilky v Kolíně. Zmiňuje velký podíl domácích subdodavatelů na její produkci. Investice Hyundai pravděpodobně vytvoří nejen poptávku po stavebních pracích, ale následně to posílí nabídkovou stránku ekonomiky i jinak.

Poznamenává, že v loňském roce byla fiskální politika významně restriktivní. Vyjadřuje relativní optimismus ohledně letošního výsledku i přes možnost, kterou vláda má ve zvyšování fiskálního impulsu.

Zmiňuje rychlý růst úvěrů, který ale není zaznamenáván v peněžní zásobě, neboť se projevilo stahování peněz v sektoru vlády.

Vyjadřuje spokojenost s predikcí, která nabízí řešení současné komplikované situace. Problém nevidí v tom, že by říjnové prognóza nebyla adekvátní. V mezičase ale došlo k velmi významnému přehodnocení vnějšího očekávání o vývoji kurzu a v reakci na to bylo třeba změnit nastavení modelu.

Provedenou změnu považuje za úspěšnou, nová prognóza celkově dává smysl. Do budoucna se neobává, že zahraniční sazby nebo vývoj v Německu bude výrazněji ovlivňovat kurz koruny. Domnívá se, že změna očekávání hraje v determinaci kurzu mnohem větší úlohu.

Dosavadní vývoj inflace nepovažuje za překvapení, pro nejbližší měsíce očekává inflaci kolem 2 %. Připomíná, že pro konec roku 2006 budou k inflaci přispívat ze značné míry daně a regulované ceny. Považuje to za intuitivní a uvádí, že to neznamená, že ceny neporostou. Zda se ekonomika bude vyvíjet tak, jak předpovídá prognóza nebo jinak, záleží velmi na vývoji kurzu. Nicméně vyjadřuje skepsi ve schopnost centrální banky účinně kurz ovlivňovat. Domnívá se, že by to bylo nákladné a spíše neúspěšné.

Domnívá se, že v horizontu čtvrtletí dojde ke korekci kurzu minimálně v tom smyslu, že se posilování zastaví. Navíc většinou když se kurz zastaví, vydá se pak dalším směrem. Poznamenává, že by se nemělo příliš spoléhat na názory analytiků. Z rozboru jejich predikcí vyplývá, že své odhady většinou upraví pouze o změnu kurzu od okamžiku předchozího odhadu. Proto není divu, že nyní všichni přehodnocují své odhady kurzu eura směrem dolů.

Nedomnívá se, že by ČNB neměla na vývoj kurzu reagovat, otázkou je však časování a velikost této reakce. Nepovažoval by za adekvátní upravovat měnovou politiku na základě vývoje kurzu v posledních dvou týdnech.

Měnová politika ČNB je dobrá, problémem ale je její konsistence s inflačním cílem. Za problém však považuje nastavení cíle. Není náhodou, že obvykle když ČNB začne komunikovat očekávaný růst inflace směrem k cíli, kurz začne posilovat. Připomíná velkou citlivost prognózy ČNB na vývoj kurzu. Kdyby například byl kurz eura nyní nad 30 Kč, očekávalo by se rychlé zvyšování sazeb, když je kurz viditelně pod 29 Kč, uvažuje se o snižování.

Viceguvernér Singer: Současná situace mu připomíná jednání z února 2005. I tehdy se zmiňoval optimistický zahraniční vývoj a i tehdy se očekávala korekce kurzu. Také se argumentovalo ve smyslu, že ovlivňování kurzu nákladné a neúspěšné. Doufá, že pocit již viděného nebude posílen během 14 dní návrhem na mimořádné zasedání BR, k čemuž tehdy také došlo.

Poznamenává, že sekce nebyla vyzvána k tomu, aby změnila baseline za alternativu. Učinila tak zřejmě proto, že cítila rozpor ve vývoji kurzu a druhý rozpor ve vývoji inflace ve srovnání s tím

co původní model indikoval. Změnou parametrů SMS vyřešila rozpor u kurzu, ale zhoršila nesoulad u inflace, což považuje za nekorektní a neintuitivní. V důsledku vyjadřuje neochotu se projektovanými trajektoriemi ztotožnit. Domnívá se, že inflace bude spíše nižší a také, že kurz eura bude na konci roku 2007 na podstatně silnější úrovni než je projektovaných 28,70 Kč a to zejména v případě pokud by došlo k indikovanému zvyšování sazeb.

Klade si otázku, jak dál za těchto okolností postupovat. Pokud by aktuální kurz byl nejlepším odhadem jeho hodnoty na konci letošního roku, což by mohl být ještě poměrně umírněný předpoklad, adekvátní reakcí by ceteris paribus mohlo být snížení úrokových sazeb.

Nevidí signály zvyšování cen na žádném cenovém okruhu. Vnímá očekávání ochladnutí poptávky na trhu s nemovitostmi indikované v konjunkturálních ukazatelích i přímo účastníky trhu. Přitom vývoj na trhu nemovitostí byl jedním z tahounů ekonomiky. Vyjadřuje přesvědčení, že čas na změnu měnové politiky může nazrát brzy, vyjadřuje ochotu se nechat ovlivnit další diskuzí, zda by k tomu již mělo dojít nyní.

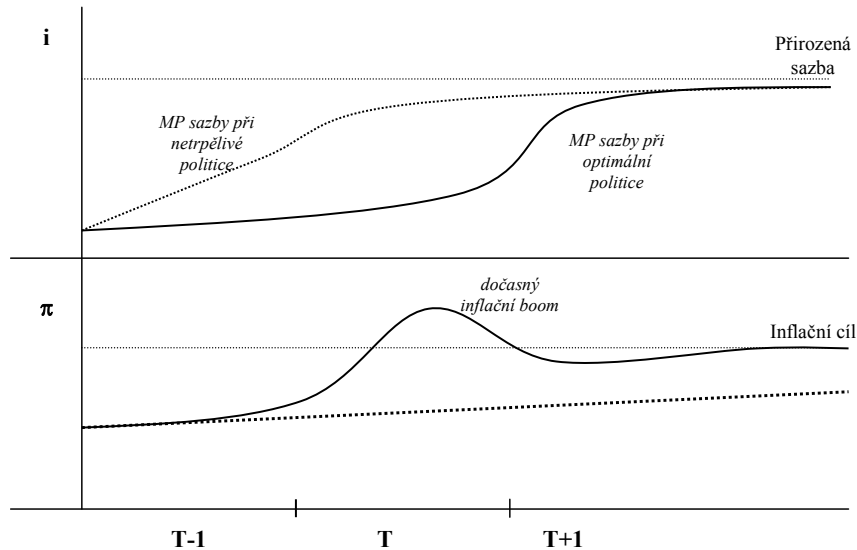
Vrchní ředitel Frait: SMS v poslední prognóze reagovala na poněkud překvapivý vývoj ekonomiky a snažila se zachovat konzistenci modelového aparátu v situaci, kdy se měnový kurz vyvíjí v rozporu s modelem. Zřejmě se to nemohlo zcela podařit a výsledkem je nutně prognóza, která má v daném případě rizika silně vychýlená směrem dolů, nebo která není zcela důvěryhodná.

Za dané situace však považuje za vhodné ponechat stranou technické aspekty prognózy a diskutovat adekvátní strategii měnové politiky a komunikace v situaci, kdy po řadě opakovaných šoků se vytvořil specifický track-record centrální banky. Z diskuzí na projednávání měnověpolitického doporučení i při jiných příležitostech v ČNB vplynulo, že se většina skutečně přiklání k ponechání sazeb na současné úrovni a to zejména s ohledem na zachování konzistence s minulým rozhodováním a komunikací. Tato snaha je ovšem zdůvodnitelná jenom v případě, že minulé rozhodování bylo konzistentní a že komunikace byla optimální.

Výrazným šokem bylo zhodnocení koruny v posledních měsících. Pokud nedojde k výrazné korekci, tak to bude mít negativní ekonomické dopady přes firemní finance. Rizika na apreciační straně považuje za značná, jsou podpořena i predikcí platební bilance. Je zde i riziko neadekvátně optimistických očekávání přílivu fondů z EU. Děkuje poradci za zpracování kvalitního stanoviska. Ve stanovisku je doporučováno ponechat původní trajektorii reálného zhodnocování s ohledem na to, že rychlejší neumíme vysvětlit. Poznává, že problémem je vysvětlení i té pomalejší trajektorie. Navrhuje proto nedávat pojmu rovnovážné zhodnocování normativní význam. Domnívá se, že jde spíše o pojmenování střednědobého trendu, který se projevuje v datech. Poznává, že dobrý výsledek základní platební bilance může být zdůvodněním nižší rizikové premie, jak je například diskutováno ve stanovisku; ale může to zrovna tak indikovat zrychlení rovnovážné reálné aprece. Proto zde existuje značná nejistota. Rychlé reálné zhodnocení představuje reálný šok, který má střednědobý dopad do reálných úrokových sazeb. Proto lze očekávat, dlouhou dobu budou nominální i reálné sazby v Česku velmi nízké.

Připomíná, že inflace bez primárních vlivů daní je projektována na dlouhou dobu pod středem inflačního cíle. Navíc se očekává významný příspěvek regulovaných cen, který je vyšší než bylo předpokládáno při přípravě inflačního cíle. Významným faktem je, že korigovaná inflace bez pohonných hmot je extrémně nízká a nerostla ani před obdobím rychlého zhodnocování koruny. Za riziko považuje velmi silnou reakci implicitních úrokových sazeb na růst regulovaných cen, domnívá se, že ta reakce by tak silná být nemusela. Dalším rizikem je to, že prognóza je také

založena na zatím historicky neověřeném mechanismu poptávkové inflace vyvolané uvolněnými měnovými podmínkami a zvýšenou ekonomickou aktivitou. Je možné tyto tlaky buď nenastanou nebo že budou převáženy kurzovým vývojem. V souhrnu považuje prognózu za nesymetrickou, rizika považuje za výrazně vychýlená směrem dolů.



Ve svých veřejných vystoupeních již od roku 2004 argumentoval pro zachování úrokových sazeb na nízkých úrovních po poměrně dlouhou dobu. Podporu pro tyto argumenty se snažil najít i v akademické literatuře. Domnívá se, že našel teoretický popis optimální měnové politiky v situaci podobné té české v práci Michaela Woodforda „Komunikace měnové politiky a její efektivnost“, přičemž zdůrazňuje, že Woodford dnes patří mezi špičkové autority v oblasti měnové teorie. V této práci je diskutována optimální měnová politika v situaci, kdy se inflace v důsledku šoků dostane na delší dobu pod inflační cíl a centrální banka udržuje své sazby na velmi nízkých hodnotách (období $T-1$). Optimální reakce měnové politiky by měla být taková, že i v období, kdy efekty šoku přestanou působit a situace se normalizuje (období T) by měly být úrokové sazby udržovány stále pod úrovní přirozených sazeb (což je koncept, který Woodford převzal částečně od Wicksella nebo dokonce Misesse). Tato politika pak způsobí dočasné přestřelení inflačního cíle (dočasný inflační boom), což je nutné z důvodu nutnosti stabilizovat inflační očekávání, která byla předchozím vývojem vychýlena k nízké inflaci. Teprve v dalším období ($T+1$) by mělo dojít k úplné normalizaci měnové politiky, jinak by mohlo být obtížné se kdykoli k plnění cíle dostat. Tuto teorii lze dobře aplikovat na situaci, ve které se nachází ČNB. Aby eliminovala očekávání, že její politika bude významně asymetricky protiinflační, měla by udržovat sazby dlouho na velmi nízké úrovni.

Vrchní ředitel Holman: S ohledem na to, že nakonec spíše dojde k zvýšení DPH na stavební práce, je riziko, že se bude na těchto trzích vytvářet bublina. Už jen s ohledem na to by z opatnostních důvodů nedoporučoval snižovat úrokové sazby.

Úpravy rovnovážných veličin, které v predikčním aparátu provedla SMS neimplikují nic pro změnu úrokových sazeb. Na jednu stranu došlo ke zvýšení reálné rovnovážné apreciacie, což

méně tlačí na snižování úrokových sazeb. Na druhou stranu se snížila rovnovážná úroková sazba, což naopak prostor pro snižování otevírá. Tyto vlivy se víceméně vyrovnávají. Mohlo by nastat poměrně dlouhé období stabilních úrokových sazeb. Nevidí zatím nic, co by mohlo na horizontu prognózy vést centrální banku k úpravě sazeb tím či oním směrem.

Naopak nedávné zvýšení sazeb ECB by nemělo být silným důvodem ke zvyšování sazeb ČNB. K tomu došlo zřejmě v důsledku inflačních tlaků v eurozóně a možná v důsledku oslabování eura vůči dolaru. To není situace ČNB a ta by proto neměla na tyto vlivy reagovat.

V souhrnu doporučuje ponechat sazby na současné úrovni.

Vrchní ředitel Řežábek: Odkazuje se na základní úkol ČNB, kterým je plnění inflačního cíle. ČNB by se měla vždy snažit toho cíle dosáhnout nebo případně inflační cíl změnit. Při tom za poslední čtyři roky se průměrná inflace vždy nacházela pod cílem. Připomíná, že je to tak, jakoby se vždy hledal nějaký strašák, kterým se vysvětluje budoucí nárůst inflace. Když se pak ukáže, že ten strašák nebyl tak velký, jen obtížně se to vysvětluje, proč se cíl nepodařilo naplnit. I na predikci ze říjnové situační zprávy lze toto přirovnání aplikovat.

Připomíná, že inflace očištěná o pohonné hmoty a regulované ceny se pohybuje prakticky na nule. Zdůrazňuje, že i podle teorie by se na zvyšování regulovaných cen mělo reagovat se zvýšenou opatrností.

Posledním strašákem byly ceny ropy. Ukazuje se ale, že ekonomika byla schopna se s tím vyrovnat. Průsaky do dalších cenových okruhů zatím nejsou patrné. Poptávkové tlaky se také neobjevují.

Ohledně vlivu kurzu a importované inflace doporučuje blíže analyzovat podíl exportu na HDP, podstatná část importů je používána jako vstup do výroby na export. Domnívá se, že vliv importované inflace není tak významný, že sama struktura české ekonomiky je nízkoinflační.

Vyjadřuje skepsi ohledně výrazného budoucího ekonomického oživení v Německu. Domnívá se, strukturální problémy jeho ekonomiky jej budou zbrždžovat. Podle podkladů to však představuje nové riziko do budoucna.

Aktuální kurz eura 28,30 Kč byl očekáván až pro konec roku 2006. Z tohoto pohledu se aktuální apreciacie jeví jako riziková, protože tak rychlé posílení kurzu může mít na ekonomiku velmi negativní dopad.

Podle zákona by měla ČNB podporovat hospodářskou politiku vlády, pokud to není v rozporu s plněním jejího základního cíle. Z tohoto pohledu existuje jediný strašák a tím je v predikci nárůst inflace na vrchol horní hranice v rámci inflačního cíle na konci příštího roku. To je ale za horizontem měnové politiky.

Poznamenává, že se tedy bude nadále spíše držet nižších sazeb. Do budoucna bude zvažovat zvyšování sazeb stejně tak opatrně, jako někteří zvažují jejich snižování, což považují za velké riziko a raději se drží pod inflačním cílem.

Připomíná reakci finančního trhu na měnovou politiku. V současnosti je rozdíl mezi jednoměsíčními a tříměsíčními úroky na peněžním trhu kolem 4 bazických bodů. Spread mezi ročními a měsíčními sazbami je 24 bodů, což je též relativně málo. Za poslední měsíce tedy trh rapidně zkorigoval výrazný nárůst vzniklý jako reakce na 10. SZ a zveřejněné minutes.

Klade si ale otázku jak reagovat. Ačkoliv má spíše tendenci se přiklánět obecně k nižším sazbám, není si jist, zda by ale snížení sazeb v daném okamžiku nebylo překotnou reakcí a spíše nežádoucí příliš aktivistickou politikou typu „fine tuning“.

Guvernér Tůma: V terminologii „strašáků“, které se později nerealizují, staví proti příkladu vysokých cen ropy a jejich zatím neexistujících sekundárních dopadů příklad měnového kurzu. Na okraj ale poznamenává, že pro něj argumentace cenami ropy a jejich sekundárními dopady byla pro poslední zvyšování sazeb až druhotná. Nicméně jak v případě ropy tak i kurzu se jedná o velmi volatilní položky, které je obtížné predikovat. Ke korekci dosavadního trendu kurzu může snadno dojít i přes to, že není zakomponována v očekáváních a málokdo ji připouští. Může tomu být podobně jako u cen ropy. Tam také málokdo očekával tak silnou korekci, k jaké nakonec došlo. Současný vývoj kurzu považuje spíše za ustřelování. Možné korekci kurzu sice neumí přiřadit žádnou hodnotu pravděpodobnosti, avšak dokáže si ji velmi dobře představit, protože k něčemu podobnému došlo již několikrát v minulosti. Nezpochybnuje argumentaci sekce bankovních obchodů, ale táže se, proč by měl kurz pokračovat v posilování spíše, než proč by posilovat neměl. Argumentace procesem „catching-up“ je sice kvalitativně správná, ten vede k jisté míře apreciaci, ale je to otázka realistické míry této apreciaci. Směrem k vyšší rovnovážné apreciaci byl upraven model. Domnívá se, že vyšší apreciaci už je jen obtížně vysvětlitelná ekonomickými faktory. Za poslední dva měsíce byl rozsah zhodnocování značný, navíc mu nepředcházela abnormálně pomalá apreciaci. Proto tento vývoj nemusí být udržitelný a ke korekci může snadno dojít. Poznamenává také, že očekávání apreciaci nejsou homogenní, na rozdíl od domácích zahraniční analytici mají předpověď kurzu pro konec roku 2006 podobnou jako ČNB.

Shrnuje, že kurz je velmi volatilní a měnová politika by neměla bojovat s aktuálními kurzovými pohyby. Na druhou stranu je kurz endogenní veličinou, kterou centrální banka ovlivňuje. Pokud by mělo dojít jistě apreciační bublině, bylo by legitimní, aby měnová politika zasáhla. Ostatně už tomu tak bylo v minulosti, kdy došlo k poměrně razantním snížením sazeb. Za hlavní nástroj v těchto případech považuje úrokové sazby. Je dilema, kdy zasáhnout, indikací je možný negativní vliv apreciaci na reálnou ekonomiku. Snížení sazeb je pak jistou kompenzací zpřísněných kurzových podmínek a také signálem pro trh.

Ohledně komunikace prognózy předpokládá, že se bude indikovat vymezení bankovní rady vzhledem k prognóze směrem dolů. Otázkou další diskuze bude míra této asymetrie. Souhlasí s návrhem SMS komunikovat podmíněnost prognózy vývojem zahraničních sazeb a vývojem kurzu. U zahraničních sazeb také vnímá spíše možnost jejich pomalejšího růstu. Situaci však nepovažuje nyní na zralou pro to, aby měnová politika reagovala.

K debatě o strategii měnové politiky uvádí, že naše reálné úrokové sazby jsou ve skutečnosti již velmi nízké. Například americká ekonomika také fungovala po jistou dobu se zápornými reálnými sazbami, nicméně vedlo to tam určitým nerovnováhám. I u nás mohou být po nějakou dobu záporné reálné sazby, nicméně to nepovažuje za dlouhodobě udržitelné.

Vrchní ředitel Holman: Uvádí, že i když možná došlo k jistému přestřelení nominálního kurzu směrem k apreciaci, předpokládá, že nejméně v horizontu měnové politiky existuje potenciál k posilování koruny. K fundamentálním faktorům toho patří hospodářský růst, růst exportních odvětví, přímé zahraniční investice. Na krátkodobé ustřelení není třeba reagovat, ke korekci dojde samočinně. Dlouhodobé posilování nepovažuje za problém pro ekonomiku, uvádí že existuje mzdový polštář a to, že výrobci a vývozci se s kurzem dobře vyrovnávají, což nakonec vidíme i z minulého vývoje. Domnívá se, že inflační cíl bude stejně splněn i při tom nominálním posilování i bez snižování sazeb. Bude docházet k růstu regulovaných cen, k růstu cen v důsledku zvyšování nepřímých daní a v důsledku BS efektu i k růstu cen neobchodovatelného zboží. I

kdyby cíl splněn nebyl a inflace byla 2 % a ne 3 % tak, nebyla by to žádná tragedie, veřejnost si na podstřelování cíle stejně již zvykla.

Guvernér Tůma: Zdůrazňuje, že souhlasí s tím, že existují důvody pro zhodnocování, ale jde o jeho míru. Například meziroční zhodnocování o 10 % ročně by již jistě bylo nadměrné a nefundamentální.

Viceguvernér Singer: Finanční výsledky podniků naznačují, že se s apreciací výrobci nevypořádávají tak hladce. Navíc tyto údaje dostáváme s větším časovým odstupem, takže aktuální skutečnost může být ještě horší.

Poznamenává, že BS efekt nemůže ceteris paribus kompenzovat nominální zhodnocení. To, že k tomu došlo v prognóze, bylo způsobeno uzavřenější mezerou výstupu.

Nesouhlasí s tím, aby se plnění cíle „zachraňovalo“ pomocí faktorů, které se dříve výjimkovaly. To přirovnává k tzv. kreativnímu účetnictví. Vyjadřuje přesvědčení, že při standardní aplikaci výjimek bude inflace hluboko pod cílem na horizontu měnové politiky i za ním a to bez ohledu na to, co předpovídá model.

Vrchní ředitel Frait: Vysvětluje, že „hříchem“ měnové politiky ČNB by podle woodfordovského výkladu byla netrpělivost. ČNB se v tomto smyslu chová tak, že ještě v období, než se ekonomika ocitne v normální situaci, se měnová politika snaží o normalizaci sazeb, i když by to měla dělat až v období následujícím.

Zdůrazňuje, že ohledně kurzu je klíčová komunikace, domnívá se, že by se mělo trhům indikovat, že ČNB nepovažuje míru aprece kurzu za fundamentální. Byla by to jistá pojistka proti dalšímu nadměrnému zhodnocování. Důležité je, že nadměrné zhodnocení představuje šok, u něhož k obratu a korekci většinou nedochází okamžitě. Na určitou dobu to pak ekonomiku odvádí od rovnovážné trajektorie. Je otázkou, zda a jak na takový šok reagovat. Vyjadřuje přesvědčení, že z hlediska bezpečnostních pojistek je lepší reagovat.

Poznamenává, že dalším rizikem je možnost oslabování dolaru, neboť schopnost asijských ekonomik akumulovat americká aktiva není neomezená. Také odkazuje na aktuálně probíhající diskuzi na téma, zda existuje deficit běžného účtu nebo zda se jedná o statistický artefakt. Tato diskuze vyznívá konvenčním způsobem, tj. že ukazatele platební bilance jsou důležité. Nerovnováha americké platební bilance je proto podstatná a riziko oslabení dolaru skutečné.

Viceguvernér Niedermayer: Domnívá se, že by byla chyba, kdyby se rozhodování o měnové politice redukovalo na diskuzi o názorech, jaká bude úroveň kurzu příští měsíc. Kurz je však nyní silný a z toho hlediska a pouze z toho hlediska považuje prognózu za vychýlenou směrem nahoru. Očekává, že inflace spíše než kolem 3 % se bude pohybovat kolem 2 %. To znamená, že většinu cenového nárůstu způsobí daně a regulované ceny. Ceny obchodovatelného zboží budou klesat a ceny neobchodovatelných statků vyplní zbývající prostor.

Ohledně platební bilance zdůrazňuje velký vliv odlivu na účtu výnosů a přílivu reinvestovaných zisků, roce 2004 se oba tyto ukazatele pohybovaly kolem 3 % HDP. Z toho pohledu je zlepšení obchodní bilance o 40 mld. méně významné.

Nesouhlasí s tím, že rétorika ČNB o měnové politice ovlivňuje chování kurzu. Trhy ví, že použitá rétorika je jediná možná a že může být změněna, pokud se změní okolnosti. Důležitější může být, že kredibilita inflačního cíle je paradoxně silnější než kredibilita měnové politiky. Trh

věří, že inflace se dostane na 3 % a že tudíž sazby budou na 4 %. Nejpřirozenějším vysvětlením toho, že se to zatím nepodařilo je rovnovážná apreciacie, která je někdy jen trochu utlumená. V atmosféře všeobecného optimismu by se proti pozitivnímu sentimentu vůči koruně mohlo bojovat pouze o mnoho nižšími sazbami. Tak nízkými, aby náklady krátkodobých carry trades byly opravdu významné. Kdyby pak bylo dosaženo oslabování kurzu, měnová politika by naopak zase musela bojovat proti rostoucí inflaci.

Vyjadřuje skepsi ohledně dříve diskutované možnosti stabilizace inflačních očekávání na úrovni cíle prostřednictvím dočasného inflačního boomu podle Woodforda. Klade otázku, jak je možné nakonec dostat inflaci zpět na cíl při nižších než rovnovážných sazbách.

Guvernér Tůma: Vrací se k diskuzi výjimkování a uvádí, že při krajním úhlu pohledu je právě ono svého druhu kreativním účetnictvím. Zdůrazňuje, že se cíluje celková inflace a nikoliv očištěná inflace. Také zmiňuje rozdíl mezi změnami regulovaných cen začátkem 90. let a současností. Dříve se ceny díky deregulacím měnily ve velkých skocích směrem k rovnovážným úrovním a mělo smysl tyto cenové okruhy vyjímát z cílované inflace. V současnosti je tomu podobné již jen nájemné. Jinak současné regulované ceny energií a tepla víceméně odpovídají tržním cenám a ty nemá smysl nějak výjimkovat. Navíc volatilitních položek je více, například mezi ně patří zemědělské ceny a ani ty se nemohou výjimkovat.

Viceguvernér Singer: Uvádí, že „cenové účetnictví“ by mělo být konzistentní a nemělo by být možné z něj jednou něco výjimkovat a jindy ne. Změna rámce ve smyslu odstranění výjimek by pak musela být komunikována dopředu a za horizontem měnové politiky a komunikována jako přitvrzení měnové politiky.

Viceguvernér Niedermayer: Připomíná, že výjimkování se týká toho, na co nereaguje měnová politika, součástí cílovaného agregátu výjimkované cenové okruhy zůstávají.

Viceguvernér Singer: Domnívá se, že kurz určitou citlivost na změny úrokových sazeb vykazuje a změny sazeb fungují primárně jako signál. Za příklad dává snížení a zvýšení úrokových sazeb v roce 2005, která byla následována standardní reakcí kurzu. Považuje to za poměrně dobrý a jednoduchý model vysvětlení kurzu. Připomíná situaci v roce 2002, kdy po apreciaci se zhoršovaly finanční ukazatele podniků, klesla poptávka a inflace klesla na velmi nízké hodnoty. Proto doporučuje snížit sazby spíše dříve než později.

Vrchní ředitel Řežábek: Z důvodu opatrnosti a snahy o konzistentní a důvěryhodnou politiku spíše doporučuje nejprve vyslat signál o znepokojení nad současným vývojem a se změnou počkat na další měsíc až bude více informací včetně výsledků za leden 2006.

Viceguvernér Niedermayer: Domnívá se, že měnová politika by na vývoj kurzu by měla reagovat, ale otázkou je časování a intenzita skutečné reakce. Z jeho hlediska má reakce na vývoj kurzu má jiné zákonitosti než reakce na vývoj poptávkové situace.

III. Závěrečné hlasování:

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

IV. Úkoly

Nebyly zadány.

V. Rozhodnutí

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

Zapsal: M. Cincibuch, poradce bankovní rady