

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 7. 5. 2009

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér M. Hampl, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Řežábek, vrchní ředitel V. Tomšík, vrchní ředitelka E. Zamrazilová.

I. Diskuze navazující na prezentaci 3. situační zprávy

Viceguvernér Singer (v diskuzi o strukturálním deficitu): Pasáže pojednávající o strukturálním saldu veřejných financí je nutné ozřejmit. V textu není vysvětlena změna hodnocení fiskálního vývoje od minulé prognózy a nezdá se, že by byl konzistentně zachycen vliv stimulací. Velmi neintuitivní se zdá odhad hodnoty cyklické složky salda, která se odhaduje na rok 2008 kladná, na rok 2009 přibližně nulová a teprve na rok 2010 záporná. Jak je to možné, když v roce 2008 byl růst ve srovnání s původními prognózami významně pomalejší? Jak může být cyklická složka v roce 2009 nulová, když se na toto období čeká skutečný hospodářský růst 7-8 pb. pod potenciálním růstem?

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o strukturálním deficitu): Odhad vývoje strukturálního deficitu si žádá vysvětlení. Nezdá se pravděpodobné, že by se z roku na rok mohl zvýšit o více než 2 procentní body.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o strukturálním deficitu): Z úvah na stránkách 15 a 27 o strukturálním a cyklickém deficitu by bylo možné vyvodit, že v roce 2009 je česká ekonomika na svém potenciálu, protože se uvádí, že cyklická složka salda je nulová. To se může stát pouze v případě, když ekonomika je na potenciálu.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Pro rozklad salda na cyklickou a strukturální se nepoužívá obvyklý postup založený na Cobb-Douglasově produkční funkci, ale používá se tzv. metoda dezagregovaná, kterou vyžaduje reportování v rámci pracovní skupiny pro veřejné finance ESCB. Podle tradičního způsobu by výsledky skutečně znamenaly, že se ekonomika nachází na potenciálu. Metoda ESCB naproti tomu rozkládá cyklickou složku veřejných financí na jednotlivé vazby. Konkrétně na základě makroekonomické prognózy ČNB a na základě příslušných nominálních daňovýchází se prognózuje daňové příjmy a výdaje. Zpracovuje se diskrece a vliv inflace. Od toho se metodou ESCB odečítá cyklická složka a výsledkem je strukturální saldo. Strukturální saldo obsahuje čtyři komponenty: tzv. fiscal drag (studená daňová progresse), decoupling (vliv změny struktury růstu HDP, například windfalls, což byly specifické příjmy plynoucí z vývoje na trhu nemovitostí), klasickou diskreci (legislativní úpravy) a reziduum (nedokonalé očištění nominální efekty). Bude připraveno vysvětlení toho, v čem tato metoda spočívá.

Změna strukturálního deficitu z roku 2008 na 2009 je opravdu velká, nicméně jedná se o důsledek zapracování prvního balíčku rozpočtových opatření, který vláda schválila na konci loňského roku. Ten prohloubil strukturální deficit o 0,5 p.b. Zohledňuje i nově plánovaná rozpočtová opatření, která přidávají 1,1 p.b. Zbylá 0,1 p.b. je reziduální část z nominálních efektů. Interpretace cyklické složky je problematictější. U ní je vhodné se dívat zejména na její dynamiku. Ta prudce padá z 1,2 % v roce 2008 na 0 v letošním roce a na -0,9 % v roce 2010. Toto dodatečné prohloubení pochází ze zhoršení na trhu práce.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o strukturálním deficitu): Alespoň by měly být tedy výsledky prezentovány ve změnách. Tímto způsobem mluvit o cyklickém a strukturálním deficitu je absurdní. Ekonomické termíny, co je cyklické a strukturální, by měly mít pevný význam. Jak by vypadala na

podzim debata s vládou o přijetí eura, když by se vedla na základě těchto údajů o strukturálním deficitu, přičemž v té době by byl ekonomický růst kolem -2 %?

Odpoověď SMS: Ano, z hlediska změn se ve výsledcích absurdity nevyskytují. V roce 2007 mohl být strukturální schodek kolem 2 %, vlády pak schválily přibližně 2% fiskální impulsy, což dostává strukturální schodek přibližně ke 4 %.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o strukturálním deficitu) Proč používáme tuto metodiku?

Odpoověď SMS: Pomocí této metody reportujeme do ESCB. V minulosti se prezentovaly obě metodiky, tj. i metodika EK pomocí produkční funkce. Vedlo to k rozdílným výsledkům a mátló to debatu. Nicméně také v poslední predikci EK, která aplikuje více agregovaný přístup, dochází k tomu, že strukturální schodek bude kolem 4,1 % při celkovém schodku 4,3 %. Takže i oni mají velmi malou cyklickou složku schodku. Je to důsledkem filtrace a prudké změny ve vývoji řad.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o strukturálním deficitu): Nemí správné argumentovat tím, že se jedná o důsledek filtrace. Výsledek výpočtu nemůže být v rozporu s ekonomickým smyslem těchto indikátorů.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o strukturálním deficitu): Pokud jsou výsledky nerealistické, nemá smysl tyto metody používat. Pokud vaše metody nejsou schopny zachytit prudké změny, nepoužívejte je. Bude pak možné propustit některé zaměstnance.

Odpoověď SMS: Kromě filtrování tyto výsledky odráží to, že se pracuje s dílčími daňovými bázemi.

Guvernér Tůma (v diskuzi o strukturálním deficitu): Neztrácejme nyní čas. Nebudeme teď diskutovat tuto metodologii. Víme o tom příliš málo, abychom na to mohli mít takto silný názor. SMS připraví podkladový text pro příslušnou diskuzi o výhodách a nevýhodách obou metod. Odložme rozhodnutí na její výsledek. Je možné, že bude nutné mít výsledky obou metod.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o schodku státního rozpočtu): Jak jsou v prognóze zohledněny prohlášené záměry nové vlády, že by schodek státního rozpočtu neměl být v roce 2008 vyšší než 150 mld. Kč?

Odpoověď SMS: Informace o proklamovaných daňových škrtech v době sestavování prognózy nebyly k dispozici. Nicméně určitý předpoklad o tom, že ke škrtnání výdajů bude muset dojít, jsme do prognózy zapracovali, protože jsme tuto situaci antcipovali.

Guvernér Tůma (v diskuzi o schodku státního rozpočtu): Je překvapivé, že ačkoliv kromě spotřeby vlády všechny komponenty HDP padají q-o-q, celkové HDP po velkém poklesu v 1Q o téměř 9 % už příliš neklesá, v druhém čtvrtletí je nula, pak +0,6 % ve třetím čtvrtletí. Při tom spotřeba vlády je relativně velmi malá, přetlačí skutečně ostatní složky, které klesají? Překvapivé je i to, že k celkové stabilizaci dochází již nyní.

Odpoověď SMS: Kromě spotřeby vlády se jedná o pozitivní vliv čistého exportu. V prvním čtvrtletí export mezičtvrtletně klesá a import mírně roste, tam je situace dramaticky odlišná. Váha vládní spotřeby je malá. Dnes zveřejněné dobré výsledky obchodní bilance za březen jdou také tímhle směrem.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o nezaměstnanosti) Zdá se, že na prognóze nezaměstnanost začíná klesat po obnovení hospodářského růstu příliš pozdě. Prognóza by neměla být založena na symetrickém zpoždění nezaměstnanosti, protože podnikům trvá delší dobu snížit než zvýšit počty zaměstnanců.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o nezaměstnanosti) Prognózovaný růst nezaměstnanosti se zdá být v určitém rozporu s očekávanou dynamikou HDP. Například koncem roku 2010 již má ekonomika růst přibližně 3 % v meziročním vyjádření, ale nezaměstnanost by přitom měla dále růst.

Odpověď SMS: U zpoždění vývoje nezaměstnanosti za růstem HDP vycházíme z klasického Okunova zákona, ta zpoždění jsou realistická, v minulosti se ekonomika takto chovala. Tato krize může být nicméně poněkud atypická, neboť se o ní vědělo předem, takže podniky mohly propouštění připravit a urychlit. To by bylo možné případně zapracovat. Je důležité rozlišovat mezi zpožděním za meziročním růstem HDP a za mezerou výstupu. Pomalý růst ekonomiky ještě může znamenat otevírání implikované mezery výstupu s příslušnými důsledky pro nezaměstnanost.

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o šrotovném): Jak se bude vyvíjet poptávka v důsledku tzv. "šrotovného"? Až se efekt tohoto opatření v zahraniční vyčerpá, na českou ekonomiku to dopadne jako další nepříznivý šok. Lze tyto efekty kvantifikovat?

Odpověď SMS: Ano je tomu tak. Zkušenosti z Francie, kde se toto opatření již v letech 2005 -2006 použilo, jsou takové. Dodatečný efekt na poptávku je 20-25 %. Podobně vychází i informace o tom, jak šrotovné působí v Německu. Po ukončení šrotovného poptávka klesá a tento vliv odezněl ve Francii až po 7 letech.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o šrotovném): Při jakém růstu HDP to ve Francii trvalo 7 let, než se poptávka vzpamatovala?

Odpověď SMS: Růst HDP je relevantní faktor, ale nejsme schopni na to nyní odpovědět. Nicméně vliv obnovy vozového parku byl zásadní. Když se toto opatření opakovalo, muselo být vztaženo již na auta starší 8 let, kdežto poprvé byla hranice 10 let. Je pravděpodobné, že dojde k propadu poptávky po vyčerpání šrotovného i proto, že nyní se toto opatření zavádí ve více zemích najednou. Tímto způsobem je šrotovné zapracováno do prognózy. V roce 2009 bude zvyšovat poptávku a v roce 2010 ji bude stlačovat.

Vrchní ředitel Tomšík: Ještě nedávno se předpokládalo, že i soukromá spotřeba se bude zvyšovat. Co tedy stojí konkrétně za očekávaným poklesem spotřeby?

Odpověď SMS: Rozložili jsme celkový vývoj disponibilního důchodu na celém horizontu prognózy. Kladně budou přispívat sociální dávky a transfery, negativně pak pokles objemu vyplacených mezd. Kromě toho míra úspor bude přispívat negativně k vývoji spotřeby. Domácí spotřeba bude tedy klesat.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o peněžní zásobě): Uvádí se v SZ, že v roce 2010 může dojít k poklesu stavu M2. Je to skutečně možné? Dosud se to nestalo.

Guvernér Tůma (v diskuzi o peněžní zásobě): Na predikci se peníze a úvěry vyvíjejí podivným způsobem. Už na to poukázal vrchní ředitel Tomšík. Není v této části chyba? V těchto grafech bývala pouze skutečná čísla, začaly se tyto veličiny prognózovat?

Odpověď SMS: V příloze je správný graf. Očekávaný pokles M2 souvisí s tím, že čekáme pokles nominálního HDP v roce 2010. Aktuální stav M2 je vyšší, než by odpovídalo vývoji ekonomiky v rámci cyklu a tak narůstá peněžní převis. Toto reziduum by se mělo v čase rozpouštět a dynamika M2 klesá se zpožděním do záporných hodnot podobně jako nominální HDP.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o peněžní zásobě): Nestalo se to již v minulosti, že meziročně poklesl agregát M2 v české ekonomice?

Odpověď SMS: Dosud ne, pokud se naplní naše očekávání, bude to první epizoda.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o struktuře situační zprávy): V textu situační zprávy by neměly být nadměrně informace opakovány. V detailní závěrečné části by mělo být například zdůrazněno to, co je přidanou informací ve srovnání s úvodní částí. Neměly by být opakovány stejné věty ze shrnutí.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o struktuře situační zprávy): Je velký nepoměr mezi délkou shrnutí a délkou hlavní části v SZ.

Odpověď SMS: To souvisí s tím, že kapitola shrnutí v SZ se současně použije ve Zprávě o inflaci. To determinuje rozsah tohoto shrnutí, které je delší, než by mohlo být, kdyby se jednalo pouze o exekutivní shrnutí. To je vhodné kvůli provázanosti obou textů, kterou chceme zachovat nebo i zvyšovat.

Viceguvernér Singer: Bylo by účelné, aby byly napříště provázány analýzy, které se zabývají finanční situací podniků a vývojem úvěrů.

Odpověď SMS: Propojení analýz finanční situace podniků a vývoje úvěrů je užitečný námět.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o prezentaci časových řad): Lze souhlasit se stanoviskem poradce ohledně způsobu prezentace časových řad a struktury situační zprávy.

Guvernér Tůma (v diskuzi o prezentaci časových řad): Ačkoliv se příběh prognózy prezentuje na meziročních číslech, v současném období prudkých změn by bylo vhodné mít informaci o čtvrtletních a měsíčních změnách a ty také interpretovat.

Odpověď SMS: Prognóza vzniká na mezikvartálním základě. To neznamena, že to neimplikuje nějaký vývoj meziročních hodnot, které se dají popisovat. Ten aktuální příběh takový je, že došlo k výraznému poklesu pouze v prvním čtvrtletí.

Guvernér Tůma (v diskuzi o prezentaci časových řad): Komunikačně je to problematické. Tvrdíme, že ekonomika letos bude klesat, ale podstatou je, že k velkému poklesu již zřejmě došlo a nyní už by se ekonomika měla stabilizovat. Mezikvartální hodnoty dávají jiný obrázek o aktuálním vývoji než hodnoty meziroční.

Odpověď SMS: Může pomoci to, že navrhuje komunikovat klesající nejistotu. Jedním z argumentů může být právě to, že propad ekonomiky je už zřejmě za námi. Je nejisté, jak velký ten propad byl, ale do budoucna již předpokládáme stabilizaci, než se začne zahraniční poptávka oživovat.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o prezentaci časových řad): V některých grafech v situační zprávě je nevhodně zvolené měřítko svislé osy, nevyužívá se pak jejich celá plocha pro prezentaci dat a mají tím malou vypovídací schopnost.

Odpověď SMS: Bude upraveno podle tohoto doporučení.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o mzdových nákladech): Nejsou v textu situační zprávy nekonzistence ohledně jednotkových mzdových nákladů (JMN)? Vyskytují se tam hodnocení, že JMN mohou být zdrojem inflačních tlaků, z jiných vyjádření lze vyčíst, že se o problém nejedná. Také by mělo být vysvětleno, z jakých zdrojů by mohly podniky financovat vyšší mzdové náklady s ohledem na to, že objem úvěrů klesá a nezlepšuje se finanční situace podniků.

Guvernér Tůma (v diskuzi o mzdových nákladech): Dochází k poměrně rychlému růstu JMN, což je zřejmě jedním z vnímaných proinflačních rizik. Nicméně, jak poznamenal viceguvernér Singer, je otázka, kde by na růst mzdových nákladů mohly podniky brát zdroje. Není to tedy pouze

jednorázový efekt spojený s náklady na propouštění, který může vyprchat? Nejrychlejší nárůst JMN se udál právě v průmyslu, kde bylo propouštění nejintenzivnější.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o mzdových nákladech): Ohledně citlivostního scénáře vývoje mezd je zajímavé, že dopad odlišného mzdového vývoje do vývoje implikovaných sazeb je tak malý. To je zřejmě tlumeno předpoklady o dynamice práci zhodnocující technologie (tj. produktivity). Kdyby k jejímu růstu však nedošlo, dopad do úrokových sazeb by byl úplně jiný, zřejmě mnohem větší.

Odpoověď SMS: Na počátečních podmínkách došlo k růstu JMN, protože kvůli rigiditám na trhu práce nedošlo k přizpůsobení se k poklesu výstupu. Na prognóze by mělo dojít k bezprecedentnímu poklesu mezd. A měsíční data v průmyslu a stavebnictví skutečně ukazují na velmi pomalý růst mezd v 1Q 2009. Zdá se, že trh práce zareagoval relativně pružně.

Byly však názory, že tento pokles nebude nakonec tak rychlý a proto byl zpracován citlivostní scénář. V něm není zapracován nějaký výjimečně optimistický předpoklad ohledně produktivity. Podobně jako v základním scénáři v něm dochází k výraznému poklesu produktivity práce pod dlouhodobý trend, avšak v případě citlivostního scénáře tento pokles není tak výrazný. Alternativně by bylo možné nechat růst technologií na stejné úrovni jako v základním scénáři a vyšší růst mezd simulovat čistě jako mzdový nákladový šok. Implikace pro sazby a inflaci by v tomto případě byly větší. Nicméně technologie v základním scénáři tlačí sazby dolů.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o mzdových nákladech): S tím je také těžké se ztotožnit. Pokud klesá produktivita, pak rostou jednotkové mzdové náklady, což je inflační faktor. Jak to může být v souladu se snižováním sazeb?

Odpoověď SMS: Ano to platí, pokud je to neočekávaný krátkodobý šok. V naší simulaci se jedná o výhled nadlouho dopředu. Lidé v modelu vědí, že situace bude 2 roky nepříznivá a proto již nyní tomu přizpůsobují růst mezd. Takže to ty nákladové tlaky z oblasti mezd naopak tlumí.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o délce pracovního úvazku): Mnoho zaměstnanců nyní pracuje v omezeném režimu, například pouze čtyři dny v týdnu. Ve statistice zaměstnanosti bude takový pracovník veden jako plně zaměstnaný, projevit se to může ve statistice mezd. Kde jinde ve statistických datech to lze vysledovat a jak je to reflektováno v prognóze?

Odpoověď SMS: Sleduje se vývoj počtu odpracovaných hodin. Dochází tam k poklesu, v zemědělství a v průmyslu jsou poklesy největší, -1,9 % a -1,7 % meziročně. To má při kratším pracovním týdnu vliv i na průměrné měsíční mzdy.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o délce pracovního úvazku): Kratší pracovní úvazky podle VŠPS se do toho nezahrnují?

Odpoověď SMS: Ano, je to tak. Z VŠPS však vyplývá jiná zajímavá informace. Zaměstnanost ve zpracovatelském průmyslu klesla dramaticky, cca o 60 tis. lidí, v zemědělství také, cca o 11. tis. Celková zaměstnanost však klesla méně, cca o 11 tis. lidí. Zaměstnanost ve službách tedy rostla, například v dopravě a dokonce v maloobchodě.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o mzdách): Na čem je založen předpoklad spíše proinflačního působení mezd? Jak to může být v souladu s rostoucí nezaměstnaností a dosavadním vývojem mzdových nákladů?

Odpoověď SMS: Nejedná se o proinflační působení mezd absolutně, ale ve vztahu k základnímu scénáři, když je v citlivostním scénáři protiinflační působení zmírněno. Základem toho je předpoklad, že pružnost trhu práce by mohla být o něco slabší než v základním scénáři.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskusi o mzdách): Vliv mzdového vývoje na prognózu je velmi silný. Jednak tlumí poptávku domácností a současně by mzdy měly omezovat nákladové inflační tlaky. Týká se projektovaný mezičtvrtletní pokles průměrné mzdy? Terminologie není v textu přesná. Za relevantní považuje citlivostní scénář vyššího růstu nominálních mezd. Jak by se v případě jeho naplnění vyvíjel HDP, jak by rostla spotřeba domácností? Předložené údaje jsou v tomto ohledu neúplné.

Odpořed' SMS: Implikace citlivostního scénáře pro hospodářský růst a spotřebu jsou samozřejmě k dispozici, je možné je zaslat, dopady jsou ale malé. V situační zprávě to nebylo uvedeno s ohledem na úsporu místa, protože se nejedná o plnohodnotnou alternativu. Spotřeba v citlivostním scénáři reaguje směrem nahoru, ale pouze marginálně, opět z toho důvodu, že se jedná o vřředhledicí model.

Viceguvernér Singer: Jak by se změnila prognóza, kdyby nebyla v jejích předpokladech prognóza NBS, tzn. kdyby se použil standardní Consensus Forecast?

Odpořed' SMS: Vliv zapracování prognózy NBS na efektivní zahraniční poptávku je přibližně 0,3 p.b. Dopad do HDP může být maximálně 0,1 - 0,2 p.b.

Viceguvernér Hampl: Existuje nějaké přibližné pravidlo, které by dávalo do souvislosti růst v Německu s růstem české ekonomiky?*Odpořed' SMS: Někdy se říká, že český růst je německý + 3 p.b. Doplnění této odpovědi zašleme elektronicky.*

Viceguvernér Singer: Středoevropské země jsou našimi konkurenty na mnoha trzích. Jak se vyvíjí kurz koruny vřhledem jejich měnám přibližně od začátku krize? Vřči slovenským mohou mít naši výrobci nyní určitou konkurenční výhodu, jak je to vřhledem k Polsku a Mařarsku?

Odpořed' SMS: Efektivní posílení reálného kurzu vřči Polsku a Mařarsku od začátku roku bylo 5 %.

Vrchní ředitel Holman: Začíná se diskutovat o tom, že rozsáhlá opatření na podporu ekonomiky ve světě, včetně měnové stimulace povedou k růstu inflace v delším období. Je otázka, do jaké míry a v jakém horizontu se to týká nás. Česká ekonomika nebude od těchto vřlivů izolována. Odráží se tyto úvahy také v situační zprávě? Uvádí se v ní, že na nárůst výnosů na delším konci výnosové křivky působí očekávání větší nabídky vládních dluhopisů a také očekávání zvýšené inflace v dlouhém období.

Odpořed' SMS: Riziko vyšší globální inflace z příliš uvolněné měnové politiky lze považovat za relevantní, avšak může se projevit až později, například až po roce 2011. Důvodem je velmi velká záporná mezera výstupu. Nicméně zkušenost z Japonska, kde po skončení epizody kvantitativního uvolňování nenásledovala pádivá inflace, může naznačovat, že jsou tyto obavy přílišné. Kromě toho se někdy zmiňuje, že právě zvýšení inflačních očekávání může být možností, jak snížit reálné úrokové sazby a stimulovat ekonomiku v situaci, kdy nominální sazby jsou blízko nule.

Vrchní ředitel Holman: Není příliš optimistický odhad, že k obnovení meziročního růstu HDP dojde už začátkem roku 2010? Kdy podle předpokladu dojde k obnovení růstu v USA a v Evropě? Lze čekat, že u nás začne ekonomika růst až po zlepšení hospodářské situace v hlavních světových ekonomikách. S jakým zpožděním by k tomu mohlo dojít?

Odpořed' SMS: Čeká se, že oživení přijde dříve do USA a do Asie, již v roce 2010. Ve střední a západní Evropě se však i na tento rok čeká pokles. Částečné oživení ve 2010 může stimulovat růst cen ropy a dalších komodit, což může být nepřijemné pro evropské ekonomiky, které budou v té době ještě stále slabé.

Viceguvernér Singer: V příloze II, která se týká finančních výsledků podniků, není jasný význam některých hodnot v tabulkách. Jsou uvedeny aktuální hodnoty likvidity podniků nebo hodnoty z předchozího období?

Odpoověď SMS: V tabulce ilustrující mezikvartální zhoršení likvidity podniků jsou v závorkách uvedena aktuální čísla. Je pravda, že to není úplně přehledné.

Vrchní ředitel Tomšík: Co lze říci o ziscích podniků? V textu se uvádí pokles hrubého provozního přebytku, který zahrnuje i odpisy, o přibližně 20 %. Protože odpisy se v čase příliš nemění, bude pokles zisků mnohem větší, je možné čekat pokles o 30 až 35 %. To by mělo významné nepříznivé důsledky pro investice a hospodářský růst.

Odpoověď SMS: Lze očekávat, že zisky klesají v řádu desítek procent. Zisky podniků ČSÚ nepublikuje. Data přichází se zpožděním po datech o HDP.

Viceguvernér Singer: V této souvislosti by bylo naopak vhodné na ČSÚ požadovat, aby data poskytovali dříve a ve větším rozsahu. Není nutné čekat na zpracování dat o HDP, zdrojová data z podniků jistě mají o mnoho dříve.

Odpoověď SMS: Schůzka s ČSÚ na vysoké úrovni bude začátkem června. Bude tam tato otázka otevřena.

Viceguvernér Singer: Jak si lze vysvětlit, že zahraniční obchod se vyvíjí tak příznivě? Situační zpráva to příliš nereflektuje, přitom by bylo možné čekat mnohem větší zhoršení bilance.

Odpoověď SMS: Dnes zveřejněné výsledky zahraničního obchodu za březen zohledněny nejsou. Bylo sice k dispozici avízo z ČSÚ týden předem, že ta čísla budou dobrá. Týden není dostatečný, aby to bylo zohledněno v prognóze.

Za dobrým výsledkem bilance může být šrotovné, významně se zmírnil pokles vývozu strojů a dopravních prostředků i u meziproduktů. Podle informací z ČSÚ byla situace dobrá zejména u menších podniků, mezi kterými je mnoho subdodavatelů evropských automobilek. Nečekaně dobrý výsledek je jedním z krátkodobých faktorů, které by mohly spíše vést k posilování koruny.

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o zahraničním obchodu): Jak lze kvantifikovat souvislost depreciace koruny koncem minulého a začátkem letošního roku a vývoje zahraničního obchodu? Znehodnocení by se mělo projevit pozitivně v obchodě, na druhou stranu je zde vliv propadu zahraniční poptávky. Jaká je relativní váha těchto dvou vlivů?

Odpoověď SMS: Dosavadní vliv kurzu se zdá být malý. Významnou roli ve zlepšení obchodní bilance hrají celkové směnné relace, které se zlepšují. Prognóza však počítá s tím, že oslabení kurzu pomůže zmírnit propad obchodu. Ten vliv však není tak silný, že by mohl přetlačit propad zahraniční poptávky. Export na prognóze klesá přibližně o 10 %, což je méně, než je předpokládaný pokles zahraniční poptávky. To je důsledek stimulační role kurzu.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o zahraničním obchodu) Co je tedy konkrétní příčinou, že se zahraniční obchod vyvíjí lépe, než jsme čekali?

Odpoověď SMS: Z meziročního zlepšení obchodní bilance o 14 mld. připadá na obchod s minerálními palivy 5 mld. Kč, zde půjde primárně o vliv směnných relací. Zbylých 9 mld. reálného zlepšení se evidentně koncentruje do oblasti strojů a polotovarů.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o zahraničním obchodu): To, že se vyvíjí dobře směnné relace, předznamenává zhoršení reálného vývozu a příspěvku netto vývozu k HDP.

Odpoověď SMS: Tato úvaha platí ceteris paribus pro daný nominální výsledek zahraničního obchodu. Nicméně ve skutečnosti dochází ke zlepšení nominálního salda o 5 mld. na měsíční bázi, které pochází ze směnných relací. To by znamenalo v ročním vyjádření až 60 mld.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o měnověpolitickém doporučení): Vyznění měnověpolitického doporučení (MPD) se zdá být poněkud matoucí, zejména s ohledem na to, co by mělo být komunikováno o budoucím vývoji sazeb. Na jedné straně implikovaná trajektorie tržních sazeb (3M Pribor) naznačuje jejich další pokles. Návrh však je zachovat stabilitu sazeb a MPD se nezmiňuje o možnosti komunikovat vývoj sazeb v budoucnu. Zřejmě to je postaveno na předpokladu, že rozpětí mezi měnověpolitickými a tržními sazbami (kreditní prémie) bude autonomně klesat. MPD však tento předpoklad relativizuje, zmiňuje dobré důvody pro to, že by zmiňované rozpětí klesnout nemuselo. Zástupce Sekce bankovních obchodů nechť se k této otázce také vyjádří.

Odpověď SMS: Vzhledem k tomu, že se jedná o rozdíl až v dalším čtvrtletí, nemusí být chybou tuto záležitost nekomunikovat vůbec. V tom případě by měl trh k dispozici pouze úrokovou větu, která říká, že s prognózou je konzistentní pokles tržních úrokových sazeb v letošním roce. To vyznívá spíše tak, že v dalších kvartálech může být prostor pro snížení sazeb ČNB.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o měnověpolitickém doporučení): Lze plně souhlasit s rozbohem, který prezentoval viceguvernér Hampl. Měnověpolitické doporučení měnové sekce skutečně stojí a padá s tím, jestli dostatečně poklesne kreditní prémie na peněžním trhu. V prezentaci nezaznělo, jak velký pokles kreditní prémie se očekává. Pravděpodobnost předpokládaného poklesu je důležitým faktorem pro dnešní rozhodování.

Odpověď SMS: Předpoklad o klesající kreditní prémii je potenciálně slabým místem prognózy a MPD. Jako v minulé prognóze očekáváme, že vývoj kreditní prémie bude navázán na analogické indikátory v zahraničí. Byl proveden test robustnosti, který naznačuje, že i kdyby k poklesu nedocházelo, nemělo by to mít větší vliv na nastavení dvoutýdenní repo sazby ve 2Q 2009. Nicméně od dalšího čtvrtletí by byl již rozdíl výraznější, repo sazba by měla být níže ve srovnání se základním scénářem.

Odpověď Sekce bankovních obchodů: Kreditní prémie se příliš v posledním období nevyvíjí. Změny v rozpětí jsou spíše spojeny s očekáváním změn v měnověpolitických sazbách než se změnami v prémii. Nezdá se, že by existovala tendence k poklesu této prémie.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o rizikové prémii): Pokud dojde k poklesu rizikové prémie, je pravděpodobné, že současně posílí kurz koruny. Je vhodné diskutovat tyto jevy současně.

Odpověď SMS: Pro kurz je důležité, zda dochází k symetrickému vývoji u nás a v zahraničí, což předpokládáme.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o rizikové prémii): O to nejde. Podstatné je, že když by se uklidnila situace na finančním trhu, mělo by dojít jednak ke zmenšení spreadu mezi repo sazbou a trhem a současně k poklesu rizikové prémie a následnému posílení kurzu.

Guvernér Tůma (v diskuzi o rizikové prémii): Z čeho vlastně plyne tak výrazný pokles trajektorie úrokových sazeb ve srovnání s minulou prognózou? V reálné ekonomice došlo v větším poklesům; došlo ale také k oslabení kurzu. To by odpovídalo přibližně alternativnímu scénáři minulé prognózy. Tento alternativní scénář ale neimplikoval tak nízké sazby.

Odpověď SMS: Změna trajektorie úrokových sazeb ve srovnání s alternativním scénářem minulé prognózy byla způsobena zhoršením vývoje v zahraničí, pomalejším očekávaným růstem regulovaných cen a zejména pomalejším růstem mezd, než byl očekáván v minulé prognóze.

Vrchní ředitel Holman: Co bylo důvodem odchylky predikce cen potravin a pohonných hmot od skutečnosti? Velikost této chyby je překvapivá. Dosud byly krátkodobé prognózy v této oblasti velmi přesné.

Odpověď SMS: U potravin jde o vliv slabšího kurzu, menšího než očekávaného poklesu maloobchodních tržeb ve skupině potravin a také částečně vyšší světové ceny některých komodit (káva, čaj). U pohonných hmot (PHM) šlo především o slabší kurz vůči dolaru. Kromě toho světové ceny benzínu byly výše, neboť vzrostly rafinérské marže. Týdenní šetření naznačují, že ceny PHM budou výše, než jsme čekali. Naopak u potravin očekáváme, že se předchozí pokles cen zemědělských výrobců ještě alespoň částečně projeví.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskusi o platební bilanci): Z prognózy platební bilance se zdá, že v roce 2009 by mohlo dojít i k situaci, kdy by na výplatu dividend bylo třeba použít dluhové financování. Je tomu skutečně tak? To nemá přímou vazbu na dnešní rozhodování, ale může to být důležité pro celkový obrázek a pro hodnocení makroekonomické stability.

Odpověď SMS: Je možné, že by k tomu mohlo dojít. Navíc je dobré připomenout, že dividendy se nemusí vázat k zisku běžného roku. Mohou být vyplaceny z nerozděleného zisku minulých let, který byl reinvestován.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskusi o platební bilanci): Znamená to, že bychom museli revidovat statistiku reinvestovaných zisků?

Odpověď SMS: Ano, dochází k výrazným revizím.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Jaká jsou rizika, že letos budou reinvestované zisky menší ve srovnání s Vaší prognózou? Je možné, že zisky firem budou letos velmi nízké.

Odpověď SMS: V naší predikci s propadem poptávky a nižšími zisky počítáme. Například v letošním roce očekáváme, že výplaty zahraničním pracovníkům a zahraničním investorům klesnou o přibližně 100 mld. To je dáno především očekávaným poklesem zisků firem. V příští SZ bude příloha o způsobu predikce platební bilance.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Singer: Pokud je situace taková, že by se měly snížit sazby, učinme to hned. Odkládat to pouze na základě implikované trajektorie by bylo jen zahledění se do modelu, který je jen přibližným odrazem reality.

Je zajímavé, že nyní se rizika navzájem vyvažují. Nižší agregátní poptávka a nižší HDP může současně znamenat slabší kurz a naopak. Podobně pokles kreditní prémie, tj. více uvolněné úrokové podmínky, půjde pravděpodobně s poklesem rizikové prémie a posílením kurzu.

Není třeba mít obavy z nákladových mzdově inflačních tlaků. Podniky nebudou mít dostatečné zdroje na zvyšování mezd.

Je možné čekat, že domácnosti budou na nepříznivé zprávy o vývoji ekonomiky reagovat zvýšením míry úspor, což dále oslabí domácí poptávku.

Ohledně budoucího oživení očekává, že k obratu dojde spíše později, než se všeobecně čeká. V souhrnu není mnoho důvodů k odkladu snížení sazeb.

Viceguvernér Hampl: To, že není zpracován žádný alternativní scénář, neznamená, že nejistoty o ekonomice pominuly. Spíše narostly nejistoty na všechny strany a do jisté míry se skutečně kompenzují. Zřejmě však není možné z nich vydestilovat jednu základní a podstatnou nejistotu.

Přetrvává a možná i narůstá nejistota vyššího řádu, tj. nejistota o modelu. Proto je důležitá anekdotická evidence. Doporučení založené na modelu může být v pořádku, ale dodatečná anekdotická evidence spíše vede k úvahám o snížení sazeb.

Za prvé jde o rozpětí mezi měnovými a tržními sazbami, u kterého je velká nejistota, že bude klesat podle předpokladu prognózy. Za druhé může dojít k autonomnímu zpřísnění podmínek kvůli horšímu vývoji fiskální situace. To je realistická možnost, protože daňové příjmy se mohou vyvíjet velice nepříznivě v podmínkách ekonomické krize. Z toho vyplývající větší potřeba dluhového financování výdajů by snadno mohla způsobit růst výnosů, tj. zpřísnění úrokových podmínek. To současně může být argument pro okamžitou reakci. Za třetí je zde realistická možnost, že pokles ekonomiky neskončil s prvním čtvrtletím. Anekdotická evidence naznačuje, že některé podniky inkasují nepříznivý šok se zpožděním až v průběhu druhého čtvrtletí.

A navíc skutečně není třeba mít obavy z mzdovénákladových tlaků, protože letošní pomalý růst mezd bude základním scénářem pro vyjednávání v příštím roce. V souhrnu se zdá být nejistota na straně protiinflační.

Vrchní ředitel Řežábek: Je vhodné si připomenout základní úkoly ČNB. Primární je stabilizace inflace. Pokud ta není ohrožena, měla by ČNB podporovat hospodářskou politiku vlády. V prognóze je deklarováno, že není ohroženo plnění ani na 2 % sníženého inflačního cíle. Mluví se o tom, že by se situace v reálné ekonomice mohla začít zlepšovat, ale to je spíše jen přání. Ve skutečnosti stále dochází k poklesu zakázek a růstu nezaměstnanosti, a dojde zřejmě ke škrtnům ve státním rozpočtu. To vše může znamenat, že inflace by nakonec mohla být ještě níže, než je prognózováno. Kurz koruny se nachází na přiměřené výši a negeneruje inflační tlaky, lze konstatovat podstatně horší výhled ve vnějším prostředí ve srovnání s minulou prognózou. Navíc dochází k růstu sazeb z úvěrů poskytovaných komerčními bankami, což zpřísnuje měnové podmínky. To vše naznačuje, že by mělo dojít ke snížení sazeb.

Vrchní ředitel Holman: Reálná ekonomika působí a bude působit protiinflačně. S ohledem na naši navázanost na západoevropské ekonomiky je možné, že prognózované oživení nenastane. Evropské ekonomiky jsou málo pružné a SMS uvádí, že oživení v Evropě se v horizontu měnové politiky spíše nedá očekávat. V roce 2010 by tedy mohla být naše inflace pod 2% cílem. Mzdové inflační tlaky budou zřejmě až do roku 2010 oslabovat spolu s dopady recese a s nárůstem nezaměstnanosti a její délkou. Na druhé straně existuje riziko depreciace, protože nárůst rozpočtových deficitů může způsobit ztrátu důvěry investorů. Snižování sazeb by mohlo dát impuls k další vlně oslabování. To představuje velkou nejistotu a významné inflační riziko.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Inflace se nachází po dlouhé době těsně pod cílem. Nová prognóza pro rok 2009 očekává nižší růst a vyšší inflaci. Na horizontu prognózy naopak vyšší růst a nižší inflaci. Rozdíly jsou důsledkem změn v prognóze vývoje regulovaných cen. S novou prognózou je konzistentní pokles úrokových sazeb. Pro rozhodnutí je klíčová relativní váha poprávkové deflace a nákladové inflace. Jedná se o intenzitu těchto faktorů i o jejich rozložení v čase. Lze vnímat velkou nejistotu. V souhrnu to zřejmě znamená, že inflační cíl není ohrožen. Otázkou ale je, zda došlo k renesanci transmisního mechanismu a zda další snížení sazeb by vedlo k podpoře hospodářského růstu. V tomto ohledu nejsou k dispozici informace, které by to potvrdily. V součtu není dost argumentů pro změnu sazeb.

Vrchní ředitel Tomšík: S prognózou je konzistentní pokles tržních sazeb, ve 4Q 2009 by měl být 3M Pribor na 1,7 % ze současných 2,1 %. SMS se domnívá, že to bude zajištěno pouze poklesem kreditní prémie. Proti tomu stojí informace z bankovních obchodů, podle které se větší pokles kreditní prémie nečeká. Protože dostatečně velký pokles kreditní prémie není možné považovat za vysoce pravděpodobný, měl by impuls k poklesu vyjít od ČNB. Pokud prostor pro pokles sazeb

existuje, mělo by se ke snížení přistoupit. A to i za cenu, že se situace během 6 týdnů může změnit a příště se bude diskutovat o změně sazeb opačným směrem.

Je pozoruhodné, že zatím není v inflačních číslech příliš zřejmý vliv depreciace kurzu. Pass-through se většinou odhaduje na 3 měsíce, proto by mělo být určité zvyšování cen patrné. Za současné situace však mají prodejci zřejmě málo možností ceny zvedat.

Lze čekat, že inflační očekávání budou spíše nižší. Poprvé bude měnověpolitická inflace vyšší než celková inflace. To bude mít vliv na očekávání a bude to brzdit inflaci. Důležitý je také vývoj cen elektřiny, která se obchoduje na historických minimech. Přitom elektřina je významnou položkou, kterou sledují všechny domácnosti, a proto nízké ceny elektřiny budou mít zřejmě také tlumící vliv na inflační očekávání.

Důležitým faktorem je vývoj zisků. Meziroční pokles o 30-35 % je bezprecedentní. Přes tlumící vliv na mzdy bude finanční situace podniků představovat spíše protiinflační riziko.

Dalším protiinflačním rizikem je očekávaný pokles spotřeby domácností.

Závěrem je dobré připomenout, že prognóza inflace směřuje k inflačnímu cíli zespodu a inflace se na inflační cíl dostane podle prognózy až koncem roku 2010, což je za horizontem měnové politiky.

Guvernér Tůma: S vyzněním prognózy lze souhlasit. Zdá se, že se v ekonomice něco děje, že se mění spíše k lepšímu. Je otázka, zda ve druhém kvartále již bude nula nebo zda ještě bude růst záporný, nicméně nacházíme se pravděpodobně již blízko obratu.

Anekdotickou evidenci je možné najít v obou směrech. Byl zmíněn rychlý pokles zisků podniků. Ale bylo by dobré, kdyby podniky zůstávaly při všem, co se děje, ještě v ziscích a ty by poklesly pouze o 30 %. Je ale pravda, že řada firem v důsledku krize skončí a o tom, které přežijí, se bude zřejmě rozhodovat v průběhu letošního roku. Zdá se však, že největší část šoku již česká ekonomika inkasovala. Na finančních trzích došlo k uklidnění a transmisní mechanismus začíná fungovat zejména ve srovnání se situací na podzim, kdy byly trhy zamrzlé. Tržní sazby více reagují na měnovou politiku, banky již restrukturalizovaly své bilance a začínají opět poskytovat úvěry.

Přes toto pozitivní hodnocení je třeba souhlasit se SZ, že rizika existují na obě strany. Jedním rizikem je depreciace, která by mohla být vyvolána snižováním sazeb. Toto riziko je zmírněno tím, že aktuální inflace je nízko, takže okamžité inflační důsledky znehodnocení kurzu by nemusely být tak citelné. Na druhé straně je riziko, že obrat bude velmi pozvolný a že ekonomika bude šok vstřebávat po delší dobu. Je představitelné ponechání i snížení sazeb. Je těžké říci, co může znamenat menší chybu.

Nicméně jestli by ke snížení sazeb mělo dojít, nemá smysl čekat. Rozhodování je pouze mezi tím, zda snížit sazby nyní nebo zda je s ohledem na zlepšující se výhled neponechat. Lze souhlasit s tím, že doporučení oddálit snížení sazeb působí v současném kontextu příliš uměle.

Viceguvernér Singer: Evidentním argumentem proti snížení sazeb je riziko oslabení kurzu. Ale pass-through kurzu může být nyní skutečně slabší než obvykle, prodejci se mohou obávat důsledků zvyšování cen pro poptávku po svém zboží.

Aktuální finanční situace v podnicích může být horší, než naznačují čísla o ziscích ze 4Q 2008. V roce 2009 se mohly podniky v mnohem větší míře dostat do ztráty. Navíc se objevuje mnoho signálů, že se prohlubuje platební neschopnost, často i na exportních trzích, což je zcela nový nepříznivý jev. Účetně vykázané provozní zisky jsou pro běžný chod firem málo relevantní, pokud firmy nemají dostatečný tok hotovosti. Finanční situace firem může být dosti špatná.

Předpokládané uklidnění finančních trhů, které by mělo uvolňovat úrokové podmínky, bude pravděpodobně doprovázeno a kompenzováno posílením kurzu. Navíc rozpočtový deficit nebude vypadat ve srovnání s ostatními zeměmi příliš hrozivě.

Není úplně jisté, že celkově dochází k obnovení úvěrové emise. Zdá se, že dochází k rozdílnému vývoji v šesti velkých bankách, u kterých je situace relativně lepší a zbytku bankovního sektoru, který to více než kompenzuje v negativním smyslu. Měsíční data o úvěrech ukazují na pokles.

Viceguvernér Hampl: Podobná diskuze o tom, zda se tempo poklesu mění, se zřejmě vede i v dalších centrálních bankách, ale zatím nikdo nezná na tuto otázku odpověď. Zdá se, že okamžité zprávy přicházející z relevantních trhů, jsou pořád spíše špatné. Náznaky zlepšení (tzv. zelené výhonky) se objevují v sektorech, ve kterých mohou být data infikována jednorázovými a přechodnými vlivy. Takže tato data možná ukazují jen zdánlivě dobrou realitu. Příkladem je „šrotovné“. To bude znamenat jenom předzásobení. Lze pochybovat o tom, že již dochází k obratu. Pokud ne, pak argumentů pro snížení sazeb existuje poměrně dost, přestože se vždy nedají vždy vyčíst z měnověpolitického doporučení. Situace je však velmi nepřehledná.

Guvernér Tůma: Ohledně zisků podniků se anekdotická evidence dá najít na obě strany. Faktem je, že firmy zisky vykazují a není to něco virtuálního. Je pravda, že platební neschopnost se sice prohlubuje, ale faktem zároveň je, že anekdotická evidence ze zpracovatelského průmyslu naznačuje i schopnost firem snižovat náklady, získávat zakázky a generovat zisk. Je ale také fakt, že data o hospodaření podniků jsou bohužel k dispozici se zpožděním. A také by nebylo rozumné dělat silné závěry z jednoho příznivého údaje o zahraničním obchodě, je potřeba počkat na vývoj v příštích měsících.

Vrchní ředitel Řežábek: Je třeba vzít v úvahu, že úvěry se splatnostmi nad 1 rok rostou, ale úvěry do jednoho roku drasticky klesají. Od září loňského roku do konce března letošního roku o 20 %. To je o provozním financování podniků.

Je neobvyklé, že v současné době pozorujeme slevové akce v maloobchodě, i když nejsou Vánoce ani jiné významné dny, či letní doprodeje. To naznačuje, že poptávka není dost vysoká, aby byla schopna držet ceny nadále nahoře. Slevové akce statistický úřad do svých šetření plně nezahrnuje a vylučuje je, takže se ani nepromítají do indexu cen.

Pokud jde o obavy z kurzu, vpřed hledící měnová politika by se měla zajímat o budoucí vývoj kurzu. Lze čekat spíše posilování kurzu s ohledem na očekávaný rychlejší ekonomický růst nebo pomalejší pokles u nás než v Německu nebo jiných státech.

Nynější situace je nesrovnatelně horší než před několika lety, kdy byly sazby na podobně nízké úrovni.

Vrchní ředitel Holman: Klientské bankovní sazby i dlouhodobé sazby bude čím dál víc ovlivňovat fiskální než měnová politika. Státní dluh bude tlačit na růst dlouhých sazeb. Tím pádem úrokový kanál měnové transmise na dlouhé sazby bude fungovat hůře než v minulosti. Můžeme čekat, že začne fungovat a zprůchodní se až po odeznění recese. V důsledku toho budou sazby ČNB ovlivňovat inflaci především přes kurz. Ovšem kurz je nyní volatilní a nepředvídatelný, proto ovlivňování inflace přes kurzový kanál je riskantní. S ohledem na možnou destabilizaci kurzového vývoje po potenciálním snížení sazeb se jeví vhodnější ponechání sazeb.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Anekdotická evidence o transmissi měnové politiky je rozporuplná. To platí o sazbách i o objemech. Podle zprávy o vývoji úvěrů a úrokových sazeb se v únoru snížily úrokové sazby pro podniky, nicméně v březnu se naopak zvýšily. Zatímco rostly objemy dlouhodobých úvěrů, především pro podniky se zahraniční kontrolou, objemy úvěrů krátkodobých, jak poznamenal vrchní ředitel Řežábek, klesají.

Protože se nezdá, že by banky a trh adekvátně reagovaly na opatření ČNB, není zřejmý důvod pro změnu sazeb. Zásadní je, že současná hladina repo sazby není pro růst ekonomiky brzdou, ani zvýšení sazby na 2 % by se jí nestalo.

Vrchní ředitel Tomšík: Ambicí ČNB by nemělo být ovlivňovat inflaci přes kurzový kanál. Vždy jsme komunikovali, že inflaci ovlivňujeme přímo pomocí inflačních očekávání. Vzhledem k výrazné nejistotě o budoucím kurzovém vývoji by měl z využití kurzového kanálu velké obavy. Existuje riziko, že vývoj na euro-dluhopisovém trhu (emise eurových dluhopisů) povede k apreciaci kurzu. Na druhé straně je riziko vývoje regionu, kdy by mohla zvýšená riziková prémie vést k depreciaci kurzu. Inflační vývoj by se proto přes kurz nesnažil ovlivňovat. Vyjadřuje spokojenost s tím, že kurz je za posledních pět týdnů stabilní. Tento vývoj odpovídá technické analýze i prognóze ČNB. To zaznělo i na makro-panelu. Aktuální číslo o zahraničním obchodě vypadá velmi dobře, ale opravdu se jedná pouze o jedno jediné číslo. Vzhledem k tomu, že existuje prostor pro snížení sazeb, není třeba se bát jejich okamžitého snížení. I za cenu toho, že by se uvažovalo i o zvýšení sazeb za 6 týdnů nebo za 3 měsíce. Buď rozkmitáme úrokové sazby a budeme mít stabilní inflaci a možná stabilní růst, a nebo budeme držet politiku stabilních sazeb a odrazí se to v reálné ekonomice.

Guvernér Tůma: Pokud bychom sazby snížili a za šest týdnů zvyšovali, tak by to nebyla dobrá situace. Interpretovalo by se to jako chyba a pokus o její nápravu. Ke stabilní inflaci nemusí vést rozkmitání sazeb.

Z toho, že transmise sazeb dobře nefunguje, lze spíše vyvodit nutnost agresivnější měnové politiky. Příkladem je podzim loňského roku, kdy transmisní mechanismus nefungoval nikde, a na což reagovaly centrální banky včetně ČNB o to agresivnějšími kroky.

Výrazný pokles krátkodobých úvěrů není šokující. Průmyslová výroba totiž klesala v některých měsících i přes 20 %. V současnosti ovlivňuje situaci na trhu existence přebytečných kapacit, které se redukuje. Toto bude víc než jiné faktory za poklesem poptávky po úvěrech.

Zajímavá je úvaha o tom, že deficit veřejných financí může vytlačovat měnovou politiku. Může se stát, že na dlouhé sazby bude přes tento deficit působit více Ministerstvo financí. K tomu může docházet v nejbližších měsících i letech. Navzdory tomu, že neřídíme inflaci přes kurz, tak by se nakonec mohlo při takovém vývoji stát, že k tomu budeme nakonec nuceni. Není to ovšem jen problém české ekonomiky. Pokud by se to výrazně projevilo i v jiných zemích, tak by měnová politika mohla nabýt velmi zajímavých kontur. Nicméně tyto úvahy jdou nad rámec dnešního rozhodování o nastavení měnové politiky.

Viceguvernér Singer: Tento vývoj by znamenal, že by se rozpětí mezi krátkými a dlouhými sazbami rozšířilo. V důsledku toho by byly upřednostňovány termínované a dlouhodobější produkty a banky by pak měly mít více prostředků na dlouhou dobu, pro které by hledaly zhodnocení. Takže by se nastolila rovnováha a proto by takový vývoj nemusel znamenat velký problém. Pokud ovšem nebudou deficity velmi velké, například 12% ve srovnání s HDP, což je situace v některých civilizovaných zemích, které donedávna představovaly vzory v měnové politice. Nicméně tak extrémní vývoj zřejmě nehrozí.

Vztah mezi špatně fungujícím transmisním mechanismem a měnovou politikou lze přirovnat k reakci řidiče v autě, které nereaguje dostatečně na přidání plynu. Adekvátní reakcí je více stlačit plynový pedál, nikoli šlápnout na brzdu. To by k rozjetí nevedlo.

Bankovní rada má provádět měnovou politiku a nediskutovat o tom, zda by tato politika měla existovat nebo že možná neexistuje. Kromě toho transmise měnové politiky není zcela zablokovaná. Alternativou snížení sazeb by mohly být nákupy vládních dluhopisů, což by však bylo mimořádné opatření.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: V případě poruchy auta je adekvátní zastavit a zjistit závadu. Měnová politika by se měla chovat podobně. Razantní snižování úrokových sazeb, které se teď děje ve světě, je chyba, kterou dělá mnoho centrálních bank. Jednou z mála deviz, kterou ČR má, je

dobrá finanční stabilita. A příliš dlouhá éra příliš nízkých sazeb tuto stabilitu narušuje. To je lekce, kterou je možné si vzít ze současné krize. Pokud by byla větší naděje, že snížení sazeb by ekonomice aspoň trochu pomohlo, hlasovala bych pro snížení. Nicméně tomu tak asi není, a příliš nízké sazby by vedly dlouhodobě k větším problémům.

Viceguvernér Singer: Centrální banka nemá možnost zastavit a cokoliv opravovat. Možnosti jsou buď dělat měnovou politiku, nebo ji nedělat. Obavy z příliš nízkých sazeb jsou legitimní. Nicméně pro Japonsko, které bylo dlouhou dobu v recesi při nízkých sazbách, by vysoké úrokové sazby dobré nebyly.

Viceguvernér Hampl: Paralele s autem lze rozumět i tak, že při poruše nemá smysl zbytečně šlapat na plyn, když to nevede k rozjetí vozu. Znamenalo by to jen vytáčet motor a marně pálit benzín. Fundamentální diskuse je o tom, jak dlouhodobě stabilizovat ekonomiku nástroji měnové politiky. To je mimo rámec dnešní diskuse.

K diskusi o možném obratu ke zvyšování sazeb: Kdyby začal kurz výrazně depreciovat, tak ke zvyšování sazeb by zřejmě došlo ještě dříve než za šest týdnů.

Slevy statistický úřad bere do úvahy do té míry, do jaké se sleva týká variety, která je v koši a do jaké se daná slevová akce koná v místě, v němž statistický úřad provádí šetření. Může SMS potvrdit tento popis reality?

Ředitel SMS Holub: Ano slevové akce jsou zahrnuty zhruba tímto způsobem. Není ale zřejmé, jakým způsobem ČSÚ zapracovává sofistikované akce, ve kterých například kupující dostane dva kusy, když si koupí jeden. Zde se jednotková cena nemění, ale jednotková cena za dva kusy je poloviční.

Vrchní ředitel Holman: Transmisní mechanismus měnové politiky v současné situaci funguje hůře než za běžných podmínek. Na dlouhý úrokový kanál bude možná nyní působit fiskální politika více než to, jak se bude chovat centrální banka. Také kurz je více než jindy určován sentimentem a fundamentální situací české ekonomiky než úrovní měnověpolitických sazeb. Ani snížení sazeb například o 1 p.b. by možná kurz příliš neovlivnilo. Nelze čekat, že by změna sazeb významněji ekonomiku ovlivnila přes standardní transmisní mechanismy. Naopak stabilita sazeb by mohla mít pozitivní psychologický efekt na veřejnost.

Viceguvernér Hampl: Obava, že kvůli chování fiskálu měnová politika ztratí schopnost ovlivňovat nejen dlouhé ale i střední sazby, je relevantní. Z toho ale plyne, že by neškodilo, kdyby byly krátké sazby níže.

Viceguvernér Singer: Dosud v diskusi nepadlo, že ECB se dnes také chystá ke snížení sazeb. Neměla by se proto zanedbávat možnost, že by nyní koruna začala posilovat z poměrně přijatelné úrovně. Důvodem by mohla být například zvýšená atraktivita českých vládních dluhopisů, které se nyní obchodují s výnosem 4,5 %. Existuje asymetrické riziko pro kurzový vývoj. Zatímco kurz eura mezi 26 a 27 korunami je přijatelný, z hlediska budoucí inflace by bylo velmi nepříznivé, kdyby koruna posílila až pod 24,50 Kč za euro. Při takovém vývoji by hrozilo riziko výrazného podstřelení cíle.

Vrchní ředitel Řežábek: Pomineme-li rok 2008, ve kterém proběhly daňové změny, je dlouhodobou zkušeností, že kurz a inflace velmi často pozitivně překvapovaly. Je pravda, že dlouhodobě příliš nízké sazby nejsou pro zdravý vývoj ekonomiky dobré. Nyní ale nízké sazby ve stávající ekonomické situaci zřejmě nepovedou k nadměrné úvěrové expanzi. Banky nebudou ochotny půjčovat a podniky a ani veřejnost si nebudou ochotny půjčovat. Důvodem budou na obou

stranách obavy. Chování centrální banky má i signalizační funkci. Pokud by skutečně měly být úroky v ekonomice nižší, centrální banka by měla snížit své sazby.

III. Úkoly

Nebyly uloženy.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu na úroveň 1,50 % s účinností od 11. května 2009. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu snížit diskontní a lombardní sazbu na 0,50 %, respektive 2,50 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady: guvernér Tůma, viceguvernér Hampl, viceguvernér Singer, vrchní ředitel Tomšík a vrchní ředitel Řežábek, dva členové hlasovali pro ponechání úrokových sazeb beze změny: vrchní ředitel Holman a vrchní ředitelka Zamrazilová.

Zapsal: Martin Cincibuch, poradce bankovní rady