

Protokol z jednání bankovní rady ČNB ze dne 29. července 2004

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

I. Diskuse navazující na prezentaci 7. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Bankovní rada dostala tři velmi odlišné dokumenty: vlastní SZ, doporučení a přílohy zaměřené na mikroekonomické analýzy. SZ je možno charakterizovat slovy „dobrá, ale možná až moc“. Sofistikovaný technický aparát, který je aplikován na relativně měkká data, není dobře vysvětlen. „Gapové“ indikátory nemají takovou vypovídací schopnost, jakou by měly podílové indikátory ukazující například podíl spotřeby na HDP. Obtížně se také interpretuje indikátor kumulativních reálných měnových podmínek (RMCI). Je třeba ocenit přílohy, které jsou částečně použity v textu SZ. Přejít na modelové vidění světa optikou pěti rovnic a na práci s nepozorovatelnými veličinami, které není možno verifikovat, není pro BR komfortní. Oslí můstky použité v SZ k překlenutí mezery mezi tímto technickým viděním a potřebnou ekonomickou interpretací nejsou dostatečné. Použití prognózy se stalo téměř otázkou „víry“, ačkoli pluralita názorů zajištěná přílohami rozhodování poněkud usnadňuje. Dotazuje se na souvislost mezi vývojem cen zemědělských výrobců, opatřeními v oblasti zemědělských cen souvisejících se vstupem do EU a dopadů vstupu na vývoj cen.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Bankovní radě bude dodatečně zaslána informace o způsobu výpočtu „gapových“ indikátorů a jejich interpretaci. Určité dopady mělo přijetí společné zemědělské a celní politiky, což naznačuje vývoj cen některých komodit. Pro systémové vyhodnocení není zatím k dispozici delší časová řada.

Viceguvernér Dědek: Dlouhodobě zastává názor, že měnová politika se nemůže řídit pouze veličinami zachycenými modelem, které nejsou často ani měřitelné, a ostatní ekonomické údaje odsunout do příloh. Shrnutí SZ, o které se opírá měnově-politické doporučení, by mělo obsahovat především popis ekonomického zdůvodnění doporučení. Namísto toho obsahuje popis vnějšího prostředí, fiskálu, počátečních podmínek, rovnovážných veličin a gapů. Shrnutí neobsahuje informace o trhu práce či reálné ekonomice. Obrázek tak není plnohodnotný. Dotazuje se, zda kumulativní efekt RMCI nerelativizuje pojem horizontu nejúčinnější transmise (HNT) a jak interpretovat měnově-politické doporučení zvýšit sazby a zároveň zajistit, aby se dlouhý konec výnosové křivky neposunul nahoru.

Odpoověď SMS: RMCI předbíhá cyklus, zatímco kumulativní RMCI již v sobě zohledňuje existenci zpoždění v měnové transmisi, a měl by proto být s cyklem souběžný. Je používán jako prezentační nástroj, nepředstavuje změnu modelu či pohledu na rychlost transmise. Kumulativní RMCI je konzistentní s prognózou i odhady HNT. Měnově-politické doporučení a snaha udržet dlouhý konec výnosové křivky na stávající úrovni mohou být opravdu obtížně slučitelné, což byl také důvod těsného hlasování ředitelů sekce a odborů při projednávání doporučení.

Vrchní ředitel Štěpánek: Sdílí komentáře předřečníků. Prognostický aparát se ocitl na rozcestí, zatím ne na scestí. Po ukončení prací by bylo dobré vyhodnotit rezervy aparátu a v klidu se zamyslet nad tím, jak aparát doplnit. V textu SZ je někdy setřen rozdíl mezi příčinou a následkem i přes to, že na tento problém bylo upozorněno během prací na prognóze. Například ekonomická

intuice napovídá, že urychlení růstu HDP vede k uzavírání gapu, zatímco SZ se opírá o opačnou logiku (uzavírání gapu vede k urychlení růstu). Dotazuje se, zda by bylo možno poskytnout BR informaci o tom, jak by vypadala prognóza inflace při podmíněné prognóze, tedy při nezměněných sazbách.

Odpoověď SMS: Podmíněná prognóza nebyla tentokrát provedena, protože by – vzhledem k diskutovaným problémům s komunikací a posunem dlouhého konce výnosové křivky – nedala jednoznačnou odpověď, zda by inflace byla vyšší či nižší.

Vrchní ředitelka Erbenová: Chválí SMS za předložený materiál, ale podmíněně. Současná SZ znamená příliš rychlý posun k technice. Pro koncového uživatele chybí kuchařka, jak s novými nástroji zacházet. Situaci pro uživatele ztěžuje i skutečnost, že v grafech chybí popisky nebo jsou chybné a technické termíny nejsou vysvětleny. Je pravda, že se obtížně zohledňují požadavky na SZ. Má jít o dokument podložený analytickým aparátem, obsahující ekonomickou intuici a zároveň krátký. Gapové/cyklické indikátory jsou krok správným směrem, ale není zřejmé, zda je jejich kredibilita dostatečná, aby o ně byl text SZ opřen. Úvaha o gapech je podložena specifikací trendů veličin, které nejsou pozorovatelné. Intuice za specifikací trendů není dobře vysvětlena. Například návaznost vývoje investic na úvahu o potenciálu není zřejmá. Dotazuje se, zda by nezahrnutí dopadů administrativních opatření do prognózy znamenalo, že inflace bude v HNT pod cílem. Obává se, že BR by mohla být v komunikaci příliš sofistikovaná, pokud by sledovala doporučení SMS a snažila se zároveň zvýšit sazby a zároveň posunout výnosovou křivku tak, aby kompenzovala vliv očekávání utvořený dubnovou prognózou.

Odpoověď SMS: Pokud by dopady nebyly zahrnuty, byla by prognóza dvě desetiny nad dolní hranou cíle. Tempo neinflačního růstu ekonomiky 2,7 % není přímo odhadnuto na základě vývoje investic, neinflační růst produktu je proměnná použitá k zajištění konzistence prognózy. Tempo 2,7 % však spadá do realistického intervalu, který je konzistentní s vývojem investic v minulosti. Během debat v SMS zaznělo, že růst v roce 2005 by mohl být ještě vyšší, než udává prognóza. Již nyní má ale ČNB nejvyšší prognózu růstu.

Vrchní ředitel Racoča: V SZ je uvedeno, že SMS připravuje pro BR informaci o gapových indikátorech. Doporučuje příště nejprve podat tak závažnou informaci, pak indikátory pokusně využívat několik měsíců a pak teprve o ně opřít SZ. Přílohy byly velmi přínosné. Totéž platí o boxech v textu SMS, ale – vzhledem k jejich velkému počtu – doporučuje vložit do SZ jejich seznam pro snazší orientaci. Dotazuje se, zda revize dat neměla výraznější vliv na interpretaci ekonomického vývoje a zda nedošlo z tohoto důvodu k určitému zkreslení prognózy.

Odpoověď SMS: Revize dat ukazuje pouze na úroňový efekt a změnu temp růstu u složek, jejich cyklus se však významně nezměnil. I to je jeden z důvodů, proč používat cyklické ukazatele. Revize ukazuje, že data o HDP nelze brát jinak než jako indikátory v rámci další analýzy.

Vrchní ředitel Fraité: Považuje strukturu SZ za velmi dobrou a také přílohy poskytují řadu kvalitních informací. Kumulovaný RMCI není novinkou, byl použit již v dubnové SZ. Jako nástroj komunikace SMS směrem k BR byl ale použit poprvé. Je třeba dát větší důraz na konzistenci kumulovaných RMCI s prognózou. Dotazuje se, zda je možno stanovit, jak dlouho se mají RMCI kumulovat, aby došlo ke zpřísnění měnové politiky, a zda může tato úvaha vést k závěru, že zpoždění měnové politiky je delší, než je stávající HNT. Komunikační strategie je založena na dvou složkách – grafu prognózy inflace a (implicitním) grafu trajektorie úrokových sazeb. ČNB prozatím zveřejňuje pouze jednu ze složek. Informační hodnota samotného grafu

prognózy inflace je velmi nízká. Pokud dnes nebudeme komunikovat budoucí trajektorii sazeb relativně ve vztahu k dubnu, bude mít zveřejnění červencové prognózy inflace hodnotu zápornou.

Odpověď SMS: Kumulativní RMCI je konzistentní s prognózou i a odpovídá i odhadům HNT. Délka transmise nicméně bude znovu otevřena jako jedno z diskusních témat pro následující prognózu.

Guvernér Tůma: Červencová SZ dává podobný obrázek ekonomického vývoje jako dubnová SZ. Oceňuje informační hodnotu příloh. Riziko doporučení zvýšit sazby a zároveň se komunikací snažit udržet dlouhý konec výnosové křivky dole vidí jako značné. Doporučuje věnovat debatu měnověpolitickému rozhodnutí a všechny otázky týkající se prognostického aparátu a gapových indikátorů ponechat na pozdější příležitost. Navrhuje proto, aby SMS zodpověděla pouze konkrétní dotazy, kterých bylo pouze několik.

Odpověď SMS: Nechceme kopírovat trh, ale musíme trh sledovat a vyhodnocovat kvůli efektivní komunikaci. Rizikem nezvýšení sazeb - pokud věříme prognóze a rozložení nejistot - je propad dlouhých sazeb více než bychom chtěli a následné překvapení trhu v srpnu/září růstem sazeb. Rizikem zvýšení je, že se nepodaří komunikovat neutrální výhled a dlouhodobé sazby dále vzrostou. Doporučením SMS je zvýšit sazby dle prognózy a komunikovat neutrální výhled na nejbližší měsíce.

Vrchní ředitelka Erbenová: Ptá se, zda SMS může objasnit intuici za přehodnocením růstu pro rok 2005.

Odpověď SMS: Přehodnocení nebylo nijak dramatické, jde o souběh řady faktorů jako např. základnového efektu poklesu predikce růstu v roce 2004. Mimo jiné byl zvýšen odhad růstu investic.

Vrchní ředitel Štěpánek: Dotazuje se, jak interpretovat odhady fiskálního impulsu, který je hodnocen jako neutrální, a údaje o příspěvku vládní spotřeby k růstu HDP.

Odpověď SMS: Pro prognózu je důležitější odhad impulsu, jedná se rovněž o rozdíl mezi nominálními veličinami a reálnými přírůstky jednotlivých poptávkových komponent. Vládní spotřeba zachycuje jen část vlivu fiskální politiky na ekonomiku.

Vrchní ředitelka Erbenová: Ptá se, zda v tabulce s údaji HDP je změna spotřeby vlády dána vyšším deflátorem a zda změna investic souvisí s kumulativním RMCI.

Odpověď SMS: Pro rok 2004 je tomu tak, pro rok 2005 hraje svou roli nižší základna. RMCI nemají vliv na změnu pohledu na investice, protože se od dubna nezměnily.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Červencová SZ dává podobný obrázek ekonomického vývoje jako dubnová SZ. Diskuse by se měla soustředit především na přehodnocení rizik prognózy.

Viceguvernér Dědek: Po přečtení SZ a předchozích debatách by současné období charakterizoval jako etapu mírného ekonomického neinflačního růstu, kdy rychlejší růst investic je částečně automaticky korigován čistými vývozy v důsledku importní náročnosti investic. Čísla o HDP neukazují na bod obratu. Česká ekonomika roste pomaleji než středoevropský region. Připomíná debatu FEDu o nutnosti redukovat měnový stimul přiměřeným tempem. Jak uváděl již

při projednávání předchozích SZ, inflace neakceleruje. Inflace očištěná od exogenních faktorů je velmi nízká po dobu pěti měsíců, to je významná informace. Do této situace přišla v dubnu ČNB se svou prognózou, která ukazovala na nutnost preventivně zvýšit sazby na hladinu 4,5 % a byl dokonce zvažován návrh začít ihned s krokem 0,5 p.b.. Dubnová prognóza tak vyslala trochu zkreslený signál, v červenci se dostáváme zpět k lednovému vidění situace. Trhy byly předchozí prognózou překvapeny. Tím vznikla stávající komunikačně složitá situace. Je tu samozřejmě řada „záhad“, které nelze bagatelizovat. Průsak nákladových faktorů do inflace je skutečně nižší než v minulosti, ale možná právě proto, že poptávkové tlaky jsou tak nízké. Není zřejmé, že máme preventivně reagovat se sazbami na takové faktory, jako je současný nárůst cen ropy či vývoj v Číně. Rozumnější by bylo počkat a ověřit si, zda se nákladové šoky do inflace promítnou. Prostředí je nízkoinflační, zkreslené jednorázovými administrativními zásahy v lednu a květnu. Riziko, že by uvolněné měnové podmínky mohly vyvolat mzdovou náказu a roztočit mzdově-inflační smyčku, není dle dostupných údajů zatím reálné. Nepovažuje za vhodné řídit se dle sklonu výnosové křivky. Ta jen odráží skutečnost, že v dubnu vyhodnotily trhy ekonomickou situaci odlišně než ČNB.

Viceguvernér Niedermayer: V měnověpolitickém doporučení si SMS odehrála debatu, kterou si BR odbyla již v dubnu. To, že bod obratu již nastal, lze usuzovat z urychlujícího se růstu HDP, jak jej ukazuje prognóza. Také NIGEM ukazuje bod obratu v inflaci. Interpretaci ekonomického vývoje v podání SMS nelze ani potvrdit ani vyvrátit, je to skutečně otázka víry v aparát. Pokud věříme aparátu, pak zakládáme rozhodování na úvaze o 3% růstu potenciálu, 3% zhodnocování a rovnovážných sazbách na hladině 4,5 %. Prognóza z dubna ukazovala na rychlé zvyšování sazeb, zatímco červencová prognóza ukazuje na zvyšování pomalejší. V tom je jediný rozdíl mezi prognózami, to, že sazby je třeba zvyšovat, není zpochybněno. Zvyšování sazeb by bylo zpochybněno pouze, pokud bychom aparátu nevěřili. Důležité budou mzdy, které žene nahoru ani ne tak produktivita, jako spíše strukturální rozdílnost mezi poptávkou a nabídkou, která způsobuje napětí na trhu práce a požene mzdy nahoru. Přestože nevidí žádný důvod sazby nezvyšovat, klade si otázku, zda je nakládání s aparátem správné. Prognóza je korigována tak, aby se dostala do souladu s nově dostupnými údaji. Tím se dostáváme opět do situace, kterou před dvěma lety silně kritizoval. Krátký konec prognózy je upravován bez toho, aby se změnilo střednědobé vyznění prognózy. Jediným rozdílem je, že nyní není upravována krátkodobá expertní prognóza, ale jsou korigovány scénáře veličin, které nejsou verifikovatelné.

Vrchní ředitel Frait: Během projednávání červnové situační zprávy bylo za jeho nepřítomnosti přečteno stanovisko, ve kterém navrhoval počkat na červenec a zvýšit sazby o 0,25-0,5 procentního bodu. Kvalitativně mu prognóza konvenuje, ale způsob jejího vytvoření je kontroverzní. V podstatě je to odraz skutečné inflace a skutečného vývoje nominálního kurzu mezi oběma prognózami - tedy vývoj přirozeně volatilních měsíčních veličin. Jinými slovy, samotná celková prognóza tak zůstává příliš závislá na krátkodobých změnách inflace a udržuje si značnou volatilitu. Má velkou skepsi k empirické analýze mimo model- stávající transmisní mechanismus vznikl až po privatizaci bank a stále se mění (má na mysli úvěrový kanál), kurz se poměrně dlouho choval "nemodelově". Při prognóze s horizontem 4-6 Q je HNT velmi ovlivněn krátkodobou prognózou, chyby v ní se výrazně promítají do chyb v celé prognóze. Při hodnocení plnění inflačního cíle za 2Q04 bylo právě toto označeno za klíčovou chybu 1SZ03. Bez ohledu na změny v prognostickém rámci a jeho organizaci, riziko takové chyby zůstává. Podobně došlo k výrazné změně mezi 4. a 7. SZ 2004 - důvod byla nízká inflace mezi 4. a 7. SZ 2004, opět dominovaly efekty krátkodobé prognózy. Prodloužení horizontu by toto riziko zmírnilo.

Prognóza je příliš závislá na datech z posledních měsíců a jeden ze způsobů, jak se tomu vyhnout je protáhnout HNT. K tomuto problému se SMS možná dostala přes zavedení kumulovaného RMCI. SMS má délku transmise ověřenu v rámci modelu, ale mimo model není takové ověření možné. SMS vždy argumentovala tím, že transmise změn úrokových sazeb je sama o sobě relativně pomalá, ale sazby ovlivňují přes nepokrytou úrokovou paritu měnový kurz, jehož transmise je naopak relativně rychlá. Proto je HNT stanoven na 4-6 Q. Problém je nicméně v tom, že to platí pouze tehdy, pokud se měnový kurz chová jako v modelu, tj. podle nepokryté úrokové parity. Jelikož se ale v období 2001-2002 měnový kurz choval nelogicky, a toto nelogické chování vyústilo v nadhodnocení kurzu, jehož důsledky teprve doznívají, promítne se snižování úrokových sazeb do poptávky až se značným zpožděním. Jinými slovy, horizont měnové politiky z hlediska účinnosti změn úrokových sazeb, je v současnosti poměrně dlouhý. Proto je třeba se zamyslet nad HNT a to nejen v rámci modelu. Za podstatné považuje, že dosud nikdy nebyla diskutována výše měnově neutrálních sazeb. Zatím je počítána mechanicky jako $1,5+3$ – a to odpovídá propočtu FEDu, který s nižším (implicitním) inflačním cílem užívá odhad 2,5-3,5 %, jak uvádí i SZ. Je tu ale problém biasu, který nadhodnocuje inflaci nezohledněním všech kvalitativních změn. Tento bias může být v podmínkách české ekonomiky nepochybně větší. Takže měnově neutrální sazby by mohly být u nás nižší než uváděných 4,5 %. Je to samozřejmě pouze jeden z argumentů, našly by se i jiné, které by mohly mířit opačným směrem. Tento problém je třeba analyzovat. Vývoj peněžních indikátorů po zohlednění trendů ve výstupu a rychlosti oběhu peněz indikuje malé inflační tlaky, i když nižší než v SZ. Úvěrová dynamika indikuje, že bez urychlení tempa růstu potenciálu by se tyto inflační tlaky začaly kumulovat. Pokud jde o kurzovou složku, je situace české ekonomiky obdobná jako v celém regionu, který prochází etapou mírně uvolněných kurzových podmínek, kromě Polska, které má velmi slabou měnu. Reálné měnové kurzy založené na mzdových indikátorech naopak ukazují spíše na silnou kurzovou složku měnových podmínek. Vyjadřuje, že stále více cítí rizika spočívající v tom, že prognostický model dostatečně nerozlišuje mezi cyklickými a strukturálními složkami, gapové indikátory vysvětlují vše cyklicky. Proto by se mohlo stát, že v budoucnosti – až začnou působit na inflaci strukturální faktory – by model doporučoval příliš velké zpřísnění měnové politiky. Toto riziko je značné, protože používáme model rozvinuté ekonomiky, kde je váha strukturálních faktorů nižší, než v české ekonomice. Cíl komunikační strategie by měl být neposílit měnu a neposunout sazby na delším konci výnosové křivky nahoru. Komunikace by se měla odehrát ve vztahu k dubnové prognóze, aby odrážela debatu, která není vedena o absolutní hladině sazeb, ale je vedena o změnách sazeb. Z hlediska transparentnosti a schopnosti veřejnosti vnímat rozdíl mezi dubnovou a červencovou prognózou je významné, aby byla kromě trajektorie inflace podána informace o trajektorii konzistentních úrokových sazeb. Jednou z možností je komunikovat o repo sazbě a nikoli o delším konci výnosové křivky.

Viceguvernér Niedermayer: Dotazuje se, zda se tato úvaha o komunikaci vztahuje k případu zvýšení sazeb.

Vrchní ředitel Frait: Jedná se o obecnou úvahu.

Guvernér Tůma: Komunikační problém vzniká pouze v případě, že ke zvýšení sazeb nedojde.

Vrchní ředitel Frait: Předpokládá, že ke zvýšení sazeb nedojde.

Viceguvernér Niedermayer: Tato pozice nebyla zřejmá, proto došlo k nejasnostem.

Vrchní ředitel Racoča: Při hodnocení situace vychází z analýzy SMS, přitom posun vyznění prognózy v červenci oproti dubnu vnímá jako posun realističtější směrem. SZ obsahuje optimistické informace z podnikové sféry. Roste úvěrová emise, oživila se investiční aktivita. Podniky se stávají tahounem růstu. Komunikace bude velmi důležitá, jak ukázala červnová zkušenost. Debata byla tehdy vedena v podobném duchu a byl učiněn závěr, že komunikace rozhodnutí zvýšit sazby nebude problémem. Později se ukázalo, že trhy byly rozhodnutím překvapeny.

Guvernér Tůma: S touto interpretací nesouhlasí, červnové rozhodnutí bylo akceptováno velmi dobře.

Vrchní ředitel Racoča: Upozornil na problém s komunikací, aby zdůraznil, že ČNB musí být ve svých krocích čitelnější. Navrhuje hlasovat kromě návrhu SMS sazby zvýšit také o ponechání sazeb na stávající výši.

Vrchní ředitel Štěpánek: Dosud nic nezaznělo o tom, co nová prognóza přináší. Prognóza působí věrohodně, potvrzuje se, že jsme došli k bodu obratu. Pro měnověpolitické rozhodování je to komfortní situace, protože interpretace ekonomického vývoje je obdobná jako v dubnu i ve světle nových dat a je tak potvrzena i určitá trajektorie úrokových sazeb. Jedinou změnou je menší důraz na nutnost zvyšovat sazby již nyní. Nevýhodou současné situace je dopad komunikace dubnového rozhodnutí. Komunikace neovlivnila inflační očekávání žádoucím směrem, spíše urychlila jejich růst. Dobrá zpráva je, že tento posun v očekáváních svědčí o vysoké kredibilitě ČNB, která dokáže očekávání ovlivnit tak výrazným způsobem. Metodologie úprav prognózy připomíná „harmoniku“. Krátký konec prognózy je často měněn pod vlivem nových informací, zatímco ve střednědobém horizontu se prognóza téměř nemění. V HNT je stále v cíli. Dubnovou prognózu je možno hodnotit jako příliš optimistickou, červencová prognóza přinesla návrat na správnou trajektorii. Velkým problémem je trajektorie sazeb. Během debat při tvorbě prognózy SMS tuto trajektorii v podkladech neuvádí. Je třeba zvážit, zda by BR neměla mít přístup k trajektorii sazeb již během prací na prognóze, aby se mohla k této podstatné složce prognózy vyjádřit. Také je třeba uvážit, zda trajektorii sazeb neuvěřovat, finanční trhy tuto informaci požadují. I když je zřejmé, že zveřejnění trajektorie sazeb má své výhody i nevýhody. Znepokojivá je prognóza za HNT, kde dochází dle prognózy k přehřívání ekonomiky. Je otázkou, zda SMS je vůbec schopna vyprodukovat prognózu za tímto horizontem, resp. zda má být prognóza za HNT součástí SZ. V SZ není uvedeno, co by se stalo, pokud by sazby zůstaly nezměněny. Přitom by bylo dobré znát rozsah nerovnováh, které by v případě nereagování či opožděné reakce měnové politiky vznikly.

Vrchní ředitelka Erbenová: Prognóza je věrohodná, ačkoli existují pochybnosti týkající se způsobu podání vyznění prognózy pomocí gapových indikátorů. Došlo ke zrealizování prognózy na krátkém konci, ale v HNT ke změně nedošlo, což se obtížně interpretuje. Znamená to, že aktuální údaje mají na prognózu velký vliv. Další novinkou je zohlednění dopadu očekávaných daňových změn. Bez jejich zohlednění by prognóza měnověrelevantní inflace byla na dolní hraně cíle. Trhy přijaly červnové rozhodnutí; dobře, názvy článků v médiích byly poněkud zavádějící, ale to lze vysvětlit snahou médií přitáhnout čtenáře lákavými titulky. Rozhodnutí bylo konzistentní s dubnovou prognózou a s tou je konzistentní i navrhované zvýšení. Za klíčovou považuje otázku, na které hladině se zastavit. Rozhodnutí neovlivnilo inflační očekávání, ta jsou dobře ukotvena inflačním cílem. Trhy považují inflační cíl za kredibilní. Jedinou změnou je nová trajektorie sazeb očekávaná trhy. Červencová prognóza je věrohodná, rizika prognózy nejsou

kumulována na jedné straně a nejsou výrazná. Na inflační straně existují rizika nákladového charakteru (cena ropy, obnovení průsaku nákladových faktorů do inflace) a na deflační straně je riziko pomalejšího oživování růstu v zahraničí. Nejistota panuje ohledně dopadů daňových změn do inflace. Komunikace červencového rozhodnutí by měla být jednoduchá a srozumitelná. Zvýšení sazeb by bylo snadněji komunikovatelné s oznámením nové prognózy než například v září a umožnilo by lépe stabilizovat dlouhý konec výnosové křivky. Není jasné, proč modus očekávání trhů ukazuje zvýšení právě v září.

Guvernér Tůma: Přiklonit se k názoru, že je třeba zvýšit sazby, je v červenci snadnější než v červnu. Analytici červnové rozhodnutí nezpochybnili. Riziko, že výchozí předpoklady prognózy jsou zcela chybné, je minimální. I přes příliš technické zaměření SZ obsahuje dokument řadu relevantních informací. Prognóza je korektní a robustní a je možno podle ní rozhodovat. Změna inflačních očekávání je vysvětlitelná i změnou inflačního cíle, nemusela tedy být vůbec způsobena dubnovou prognózou. Debata o hladině rovnovážných sazeb je důležitá, je ale třeba mít na paměti, že česká ekonomika je velmi otevřená a že kurzová složka měnových podmínek hraje podstatnou roli. Výrazný pokles sazeb uskutečněný v minulosti, kterým se měnověpolitické sazby dostaly na velmi nízkou hladinu, byl mimo jiné motivován snahou neutralizovat zpřísnění kurzové složky. To je důvod, proč je stávající nízká hladina sazeb neudržitelná v situaci, kdy se ekonomika dostává do normální situace, a kurzové podmínky jsou uvolněnější. Bod obratu je patrný především ze změny struktury růstu a inflace. Růst je tažen investicemi a ne spotřebou jako v předchozí fázi cyklu. Informace o tvorbě úvěrů a růstu peněžní zásoby hypotézu o bodu obratu podporují. Červencová SZ podporuje dubnovou analýzu ekonomického vývoje, ačkoli došlo k mírné korekci směrem dolů. Zde je třeba ocenit práci BR, která v dubnu korigovala předloženou prognózu pomocí vyhodnocení rizik směrem dolů a rozhodla správně sazby neměnit. Ať již BR rozhodne sazby zvýšit či ponechat na stávající úrovni, červnové rozhodnutí nebude zpochybněno. Komunikace nebude mít negativní vliv na kredibilitu ČNB.

Vrchní ředitel Racoča: Upozorňuje na graf zobrazující dvě varianty inflační prognózy- se zahrnutím vlivu očekávané změny daní na cigarety a bez ní. Tento graf ukazuje, že jediným podstatným inflačním rizikem je právě zvýšení této daně. BR až dosud uznávala pravidlo, že není-li ohrožen inflační cíl, bude ekonomice ponechán komfort nízkých sazeb. Cíl dle předložené analýzy ohrožen není, proto je na místě uvažovat o ponechání sazeb na stávající výši.

Guvernér Tůma: Prognóza očištěná o vliv daní je uváděna pouze pro informaci novinářům a analytikům, kteří se o tento typ informace zajímali, aby viděli rozsah administrativních změn. S tímto problémem souvisí i dotaz vrchního ředitele Štěpánka, který poukazoval na nutnost znát výsledek podmíněné prognózy a porovnat jej s výsledkem prognózy nepodmíněné. SMS nezpochybnila, že v nejbližší době bude ekonomika operovat na nízké hladině sazeb.

Viceguvernér Dědek: Prognóza je věrohodná pouze pokud je postupně potvrzována nově přicházejícími údaji. To se zatím neděje. Pokud BR dvakrát po sobě zvýší sazby, vyšle signál, že začala bojovat s inflací. Přitom inflace, se kterou bojujeme, je tvořena dopady administrativních změn a očekávanými změnami daní. Měnová politika by na takového impulsu neměla reagovat.

Guvernér Tůma: Souhlasí s tímto názorem, pokud se týká údajů dostupných v současnosti. Měnová politika musí být ale vpřed hledící. Pokud věříme prognóze, lze očekávat akceleraci růstu na hladinu 4 % a s tím související inflační poptávkové tlaky. Dnešní debata je věnována ročnímu výhledu vpřed a ne zdrojům momentálních inflačních tlaků.

Viceguvernér Dědek: Z toho pramení problémy s komunikací, horizont analytiků není tak dlouhý, takže žádné inflační tlaky nevidí, a proto ČNB svou prognózou vlastně zhoršuje inflační očekávání.

Guvernér Tůma: Je pravda, že analytici mají jiný časový horizont než centrální banky.

Viceguvernér Niedermayer: I když se názory liší, základní vyznění prognózy zůstává nezpochybněno. V budoucnosti bude třeba mít vyšší sazby, debata je jen o tom, kdy je zvýšit. Nedokáže si představit soubor informací, který by toto základní vyznění zpochybnil. Optimální by bylo zvýšit sazby v červenci a vyhlásit, že po zvýšení jsou sazby na neutrální hladině. Ekonomika roste slušným tempem a není pravda, že inflace je formována pouze administrativními a daňovými opatřeními. Čistá inflace je 2 %. SMS se při korekci dubnové prognózy pustila do výrazně protiinflačních předpokladů, celkový obrázek ekonomiky může přinést i vyšší než očekávané inflační tlaky. Text SZ nesměruje k návrhu zvýšit sazby, proto byl také návrh opatření SMS tak překvapivý.

Viceguvernér Dědek: Čistá inflace je na 2 % pouze díky vlivu lednových a květnových šoků, v ostatních měsících jsou její hodnoty blízko nule.

Viceguvernér Niedermayer: Je třeba se dívat na roční a ne měsíční data.

Guvernér Tůma: Korigovaná inflace jde nahoru, trendová analýza inflace ukazuje také na zrychlování inflace.

Vrchní ředitel Frait: Souhlasí s prognózou, ale upozorňuje, že hlasování SMS o návrhu doporučení bylo poměrně rozpolcené. Dubnová prognóza vytvořila očekávání rychlého růstu sazeb, červencová prognóza korigovala pohled na rychlost zvyšování směrem dolů. Na protiinflační straně jsou významná rizika. Především si ale není jist, zda poptávka roste rychleji než nabídková strana ekonomiky. Existuje nejistota ohledně hladiny neutrálních sazeb, která je možná níže, než hodnota uvažovaná SMS. Není zcela zřejmé, zda se nemýlíme ve struktuře modelu.

Guvernér Tůma: Nízké sazby by přispěly ke vzniku nerovnováh, míra zadlužení je již poměrně velká.

Viceguvernér Niedermayer: Také deficit obchodní bilance je značný.

Vrchní ředitel Frait: Rychlý růst úvěrů může být strukturální povahy, nemusí být vyvolán nízkými sazbami. Obchodní bilance se vyvíjí relativně dobře. O pozitivním vývoji na nabídkové straně hovoří např. analýza SMS o směnných relacích a jejich vlivu na vývoj HDP.

III. Hlasování

Guvernér Tůma: Hlasuje pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Viceguvernér Dědek: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Viceguvernér Niedermayer: Hlasuje pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Hlasuje pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

Vrchní ředitel Frait: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Racoča: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Štěpánek: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

IV. Úkoly

Nebyly uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,25 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, tři členové hlasovali pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady