

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 27.10. 2004

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér O. Dědek, viceguvernér L. Niedermayer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel P. Racoča (byl přítomen pouze na prezentaci a části diskuse, neúčastnil se rozhodování bankovní rady), vrchní ředitel P. Štěpánek

1. Diskuse navazující na prezentaci 10. situační zprávy

Vrchní ředitel Racoča: Chválí SZ. Doporučuje vzít na vědomí a komunikovat v minutes zlepšující se situaci podnikové sféry. Uvažovaný potenciální růst je na úrovni 3,5 %. Zůstává otázkou, zda je to správná hodnota, zvláště v situaci, kdy některé pozorované veličiny mají vyšší dynamiku. Táže se SMS na názor na výši potenciálního růstu.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Odhad potenciálního růstu je dán metodologií prognózy. 3,5 procentní růst je momentálně nejlepším odhadem. Oproti minulosti došlo k posunu tohoto odhadu směrem nahoru. Je však třeba varovat před dalším unáhleným zvyšováním tohoto čísla.

Viceguvernér Dědek: Odvolává se na diskusi s podnikateli, ze které vyplynulo, že podnikatelská sféra vnímá intenzivně působení nákladových šoků. Jejich promítání do inflace dosud nevidíme proto, že ceny jsou nastaveny v platných kontraktech uzavřených v minulosti. V momentě, kdy dojde k renegociaci kontraktů, dojde k promítnutí šoků i do inflace. Ptá se, zda naše vnímání vlivu nákladových šoků na inflaci není ovlivněno pohledem do minulosti a zda by pohled do budoucnosti nákladovým faktorům v jejich vlivu na inflaci nepřisoudil větší váhu. Potenciální růst zůstává nejistotou. Přehodnocení mezery výstupu od červencové prognózy, jež přepisuje historii minulého vývoje, tuto nejistotu nesnižuje. Z prezentace SMS není zcela jasné, jakými kanály působí měnové podmínky na spotřebu. Chybí mu převodní můstek mezi měnovými podmínkami a spotřebou. Jaká je úloha hypoték, případně dalších způsobů vypůjčování si domácnostmi? Má pochybnosti o tom, zda by měnovou politiku prováděnou dle Taylorova pravidla bylo možno označit za sofistikovanou, jak bylo naznačeno v prezentaci SMS. Nová prognóza posunuje měnově politicky relevantní inflaci směrem dolů. Z příloh SZ a jejich srovnání s minulou predikcí to však nevyplývá. Žádá o vyjasnění.

Odpověď SMS: Možnost pozdějšího promítnutí nákladových šoků do inflace je skutečně určitým rizikem predikce a jako takové bylo v SZ prezentováno. Nelze jej ale přeceňovat. Skutečný dopad vyšších cen kovů na inflaci nemusí být velký. Např. pro ceny potravin představující okolo 30 % spotřebního koše jsou důležité jiné faktory než ceny kovů. Promítnutí nákladových šoků do spotřebitelských cen může být rovněž modifikováno působením maloobchodního trhu. Změna mezery výstupu na minulém vývoji je dána zveřejněnými revidovanými daty o ekonomickém růstu. Vzhledem k rozsahu změn však přehodnocení cyklické pozice ekonomiky nebylo velké. Ekonomický příběh minulého vývoje odpovídá intuici. Spotřeba je ovlivňována vývojem disponibilních příjmů, jež závisí na mzdovém vývoji, a úrokovými sazbami. Logika je taková, že např. při nárůstu úrokových sazeb se vyplatí redukovat současnou spotřebu ve prospěch budoucí spotřeby. Simulace měnové politiky s využitím Taylorova pravidla má za cíl spíše odstrašující ilustraci, co by znamenalo vycházet pouze z aktuálních dat a nikoliv z pohledu do budoucnosti. Jeho využití může být více relevantní pro velké uzavřené ekonomiky s menším významem vnějších šoků. Přehodnocení měnově politické inflace směrem dolů je dáno dopřehledící perspektivou

predikce, kdy roli hraje poněkud větší mezera výstupu a snížení inflace cen potravin s dopadem na celkovou inflaci, což se odrazí i v nižším cenovém tlaku díky perzistenci inflace.

Viceguvernér Niedermayer: SZ je srozumitelně a přímočaře napsaná. Popsaný příběh dává smysl. Je ale otázka, zda se ztotožníme s předpoklady a závěry. SZ obsahuje řadu indikátorů o vývoji fiskální politiky, které se ale vyvíjejí rozdílně. Není zcela jasná hierarchie těchto indikátorů, co je relevantní a co ne. Spojovat růst jednodenních vkladů v podnikové sféře pouze s jejich kumulací před použitím v souvislosti s očekávaným rychlejším ekonomickým růstem není zcela adekvátní. Důvodem může být i spekulace na budoucí růst úrokových sazeb. Požaduje vyjasnit k jaké strukturální změně dochází na trhu práce v souvislosti s nižšími počty absolventů škol. Ptá se na interpretaci údajů v příloze SZ o příjmech a platbách mezi SR a rozpočtem EU. Znamenají uvedené údaje, že do konce roku ČR ještě doplatí 10 mld Kč a dočerpá 16 mld Kč? Nebo k některým transferům nedojde? Má výhrady k části prezentace pracující s kumulativními měnovými podmínkami a nepozorovatelnými gapovými veličinami. Dochází se např. k závěru, že budoucí námi predikovaný vývoj není typický pro normální cyklus. Znamená to snad, že modelová predikce prognózuje dané veličiny v rozporu s normální logikou cyklu?

Odpověď SMS: Pro predikční účely se používají fiskální údaje na bázi cash. Údaje v metodice ESA jsou pro reportovací účely vůči evropským institucím. Z údajů vyplývá poněkud restriktivnější působení fiskálního vývoje ve srovnání s předchozí predikcí. Ve srovnání s 9.SZ naopak došlo k úpravě fiskálního impulsu více expanzivním směrem. Důvody jsou metodologické: přehodnocení klasifikace poptávkově relevantních příjmových položek SR v souvislosti s transfery z EU. Ve vztahu k EU budou zřejmě do konce roku naplněny odvody ČR do rozpočtu EU. Na straně transferů do ČR je situace nejasná. Objemy za první měsíce jsou dosud velmi malé. V současnosti ale nelze kvalifikovaně odhadnout, jaký objem transferů se do konce roku skutečně zrealizuje. Aktuální vývoj na trhu práce signalizuje s určitým zpožděním obrát v cyklu HDP. To tlačí úroveň míry nezaměstnanosti směrem dolů. Současně však působí i další necyklické faktory, jako zmiňovaný počet absolventů škol. Výsledný vývoj nezaměstnanosti je tak výsledkem cyklických i strukturálních faktorů. Modelová predikce negeneruje gapy spotřeby, investic a dalších veličin v oblasti reálné ekonomiky. Predikce těchto veličin je záležitostí krátkodobé predikce. Následně je nicméně krátkodobá predikce konfrontována s cyklickou pozicí ekonomiky danou modelovou predikcí a jsou odvozeny gapové charakteristiky. Jejich více či méně normální cyklický průběh je potom analyzován ve spojitosti s dalšími vysvětlujícími proměnnými. Konkrétně je např. analyzován vliv předpokládaného výrazného zvýšení mezd v nepodnikatelské sféře na soukromou spotřebu a na její odchýlení se od normálního cyklického vývoje. Na vývoj spotřeby mají vliv i měnové podmínky. Z analýz je patrné, že obraty ve vývoji úrokové složky měnových podmínek předbíhají cyklické obraty ve vývoji spotřeby.

Vrchní ředitelka Erbenová: Žádá o srozumitelné vysvětlení argumentů pro udržení dynamické spotřeby. Co jsou faktory proti zpomalení cyklické spotřeby domácností? Jsou to měnové podmínky, mzdová náhaza nebo jiné skutečnosti? Poukazuje na podivné údaje o podílu čistých finančních aktiv na disponibilním příjmu, který v některých obdobích klesá až pod 1 %. Jak to interpretovat? V minulých prezentacích SMS bylo uváděno, že za normálních podmínek je ve mzdové oblasti podnikatelská sféra leaderem a nepodnikatelská sféra followerem. Mzdová náhaza tedy působí směrem od podnikatelské k nepodnikatelské sféře. V SZ se ale naopak hovoří o mzdové náhaze v opačném směru. Jaké je vysvětlení? Jaký je mechanismus mzdové náhazy? Jde pouze o dohánění mzdového vývoje mezi odvětvími nebo hraje roli změna inflačních

očekávání? Jak rozumět snížené citlivosti CPI na dovozní ceny, která je uplatněna v predikci? Znamená to, že tyto cenové vlivy např. v souvislosti s růstem cen kovů, se do inflace nepromítnou vůbec nebo až později, po tom co dojde k určité kumulaci cenového impulsu? Jak je to v případě dlouhodobějšího trvání cenového šoku? Za překvapující považuje to, že 11 procentní růst ceny plynu by měl mít stejný příspěvek k růstu inflace jako úprava televizních a rozhlasových poplatků s nižší vahou v cenovém koši. Není rovněž zcela jasné, co se rozumí pod pozitivním působením snižujícího se poklesu zaměstnanosti na vývoj mzdových příjmů domácností. Ptá se na přidanou hodnotu simulace měnové politiky s využitím Taylorova pravidla. Doporučuje znovu zvážit používání tříměsíčních sazeb při odvozování implikované trajektorie měnově politických sazeb. Rizikem je že bychom mohli reagovat na změnu spreadu těchto dvou splatností.

Odpověď SMS: V dlouhém období funguje mzdová náказа směrem od podnikatelské k nepodnikatelské sféře. V krátkém období, kdy dojde k výraznějšímu pohybu mezd v nepodnikatelské sféře však může být působení obrácené. To je i očekávaný vývoj v příštím roce. Celkový efekt byl v predikci vyčíslen jako zvýšení růstu mezd o 0,6 p.b. V mechanismu mzdové náказы hraje na jedné straně roli inflačně mzdová spirála. V rámci mzdových vyjednávání to vede k uplatňování požadavků na mzdový nárůst i na základě inflačního výhledu. Současně působí princip homogenity mzdového vývoje mezi odvětvími. Zpravidla jsou leadry odvětví s vysokou produktivitou práce, která určují mzdový vývoj v ekonomice. Pokud však přijde výraznější impuls z jiných odvětví, což je případ nepodnikatelské sféry v roce 2005, princip homogenity se uplatní rovněž. Pokles zaměstnanosti i nadále působí na mzdový vývoj restriktivním směrem. Protože se však pokles zaměstnanosti zpomaluje, zmenšuje se postupně i jeho restriktivní působení. V minulosti byly 3M sazby dobrou aproximací měnově politických sazeb. K odchylce dochází v posledním čtvrtletí. Možností, jak se s tímto problémem vypořádat je sofistikovanější modelování výnosové křivky. Bylo by ale třeba provést cost-benefit analýzu tohoto kroku, aby nedošlo k nadměrné komplikaci predikčního modelu s malými praktickými přínosy.

Vrchní ředitel Štěpánek: Chválí přehlednost SZ. Ze srovnání letošních predikcí od začátku roku však má dojem, že v průběhu roku došlo k totální změně pohledu na budoucnost. V predikcích ze začátku roku byl obsažen optimismus, pokud jde o ekonomický růst. Výsledný růst inflace se potom odrážel v poměrně velkém nárůstu budoucích úrokových sazeb. Po tom, co skutečné údaje potvrdily růstový optimismus, dochází ke změně pohledu. Změna je velká i mezi 7. a 10. SZ. Změna samotné predikce inflace není velká. Současně ale dochází ke změně dalších veličin, včetně potenciálního růstu, mezery výstupu, skutečného růstu, trajektorie implikovaných a rovnovážných sazeb, takže výsledné vyznění predikce je odlišné. Domnívá se, že data neumožňují takovéto změny. Navíc většina změn predikce se týká jejího kratšího konce. V horizontu nejučinnější transmise se opakovaně dostáváme do cíle. To by mohlo indikovat nějaké problémy prognostického aparátu. Možná, že predikční model nebere dostatečně v úvahu existující setrvačnost ekonomiky a perzistenci ekonomických mechanismů nebo se do něj něco špatně vkládá. Problém se ještě umocňuje tím, že říkáme, že se prognóza naplňuje a poté se udělá velká změna. Žádoucí by proto byla analýza minulého vývoje ekonomiky s cílem posouzení, zda se vyvíjí skutečně podle předpokladů, na nichž je vystaven prognostický aparát.

Odpověď SMS: Řada podstatných veličin v prognóze se nemění. Týká se to např. rovnovážných reálných sazeb, které zůstávají stejné i ve výhledu do budoucnosti. Rovněž základní historka prognózy je již několik čtvrtletí neměnná. Ekonomika prochází, resp. již prošla bodem obratu, je

v růstové fázi, aniž by byly zřejmé poptávkové cenové tlaky. Proto se poněkud přehodnotila mezera výstupu. Na měnově politické rozhodování to však nemělo podstatný dopad. Změny prognózy mezi čtvrtletími jsou možné. V aktuální změně predikce hrají důležitou roli nové informace o administrativních opatřeních zahrnujících daňové úpravy a změna predikce potravin. V prvním případě jde o diskreční opatření, jejichž přesné časování není možné předvídat. V případě cen potravin sice existovaly již dříve signály o dobré letošní úrodě, současně však panovala nejistota o konkrétním dopadu na cenový vývoj a o tom, jaký bude vliv protisměrně působících nákladových šoků a vstupu do EU. Prognóza se vrací v horizontu nejučinnější transmise do cíle proto, že většina krátkodobých šoků ovlivňuje cenový vývoj v horizontu do jednoho roku. Proto také zpravidla krátký konec predikce doznává mezi jednotlivými predikcemi největších změn. V delším horizontu působí měnová politika vracející inflaci k cíli.

Vrchní ředitel Frait: Konstatuje, že po změnách v predikci provedených v první polovině letošního roku se současná prognóza v podstatě vrací k predikci z října 2003. Měnové podmínky v současné predikci jsou uvolněné. Kurzová složka je počítána s využitím reálného kurzu na základě CPI. Doporučuje však současně nepodceňovat reálný kurz na základě PPI. Tento kurz se v ČR vyvíjí odlišně než např. na Slovensku i dalších zemích. Při jeho použití by mohlo být vyznění měnových podmínek odlišné. Na druhé straně by o uvolněných měnových podmínkách svědčil reálný kurz na základě jednotkových mzdových nákladů. Ptá se, zda předpoklady o administrativních cenových úpravách zahrnutých do prognózy obsahují všechny položky, s nimiž se v současnosti uvažuje, včetně cen plynu, vodného a stočného, případně dalších položek. Jaká jsou v tomto směru rizika? Má výhradu k měnově politickému doporučení a nedoporučuje v komunikaci uplatnit větu o nutnosti zvyšování sazeb v budoucnu, protože to s jistotou nevíme a z hlediska dosavadní komunikace je to nestandardní. Víme pouze to, že v krátkém horizontu se inflace dostane zřejmě pod cíl a v horizontu nejučinnější transmise předpokládáme, že se vrátí zpět k cíli.

Odpověď SMS: Reálné kurzy spočtené na základě CPI a PPI se skutečně v současnosti rozcházejí. Argumentem pro CPI může být to, že ceny výrobců se v ČR a v zahraničí odchylně spíše díky rozdílům v koších, na jejichž základě jsou tyto ceny spočteny, než rozdílům v reálných faktorech ovlivňujících cenový vývoj. Tyto faktory, tj. růst cen ropy a dalších komodit představují symetrický šok. Prognóza zahrnuje všechny v současnosti zvažované administrativní cenové úpravy. Přesto jako obvykle existuje nejistota o přesném časování a definitivní výši administrativních cenových úprav. Návrh na komunikaci předpokládaného budoucího zvyšování úrokových sazeb odráží snahu transparentním způsobem obdobně jako v minulosti informovat o trajektorii sazeb konzistentních s prognózou. Cílem je také naznačit trhům, že ČNB zcela nezměnila svůj náhled na budoucí měnovou politiku a neopustila úvahu o růstu sazeb.

Guvernér Tůma: Ptá se, jaké je citlivost fiskálního vývoje na ekonomický růst a provedené daňové změny. Dokážeme tyto vlivy odlišit? Poukazuje na diskusi na jednání Vlády ČR, kde Ministerstvo financí argumentovalo, že vliv ekonomického růstu není velký.

Odpověď SMS: Na rozdíl od Ministerstva financí naše analýzy ukazují, že za zlepšeným fiskálním vývojem je vedle daňových změn i urychlení růstu HDP. Dřívější propočty naznačovaly, že zvýšení tempa růstu HDP o 1. p.b. vede k poklesu vládního deficitu o 0,4 – 0,6 p.b. Nová predikce ministerstva financí sice zvyšuje predikci ekonomického růstu ale nemění výši příjmů rozpočtu. Má to zřejmě vazbu i na schválenou rozpočtovou dokumentaci.

Viceguvernér Niedermayer: Vrací se k otázce o potenciálním růstu. S jakými tempy potenciálního růstu v horizontu nejučinnější transmise pracovaly minulé predikce? Postupné přehodnocování potenciálního růstu nahoru by mělo ovlivnit cenový vývoj.

Odpověď SMS: Predikce vždy pracovaly s dlouhodobým potenciálním růstem ve výši 3,5 %. V horizontu do 1 – 1,5 roku, kde predikce růstu vzniká integrací modelové a krátkodobé prognózy se v posledních třech prognózách potenciální růst postupně zvyšoval od hodnot mírně pod 3 % na 3,5 %. Toto přehodnocení potenciálního růstu však nemělo vliv na cenový růst. Směrodatná je totiž mezera výstupu a ta byla ovlivněna rovněž rychlejším než očekávaným skutečným ekonomickým růstem.

Viceguvernér Dědek: Je možné využít k analýzám cyklického vývoje spotřeby údaje o míře úspor?

Odpověď SMS: Je to problém, protože míra úspor, tak jak je počítána ČSÚ, je reziduální položkou obsahující i vlivy, jež nesouvisí s ekonomickým cyklem.

Vrchní ředitelka Erbenová: Bylo by možné nalézt alespoň nějaké proxy pro míru úspor?

Odpověď SMS: Možným směrem je využití agregátní míry úspor. Dílčím indikátorem by mohl být i vývoj měnového indikátoru M1 v rámci M2. Interpretaci ale ztěžuje to, že motivy preference likvidních prostředků mohou vyplývat z různých motivů, vedle cyklických důvodů to mohou být i spekulativní úvahy.

Vrchní ředitel Štěpánek: Opakuje otázku, zda jsou oprávněné tak velké změny v prognóze, když se vlastně základní příběh minulých predikcí naplňuje.

Odpověď SMS: V korekci predikce inflace hrála významnou roli změna cen potravin. Přes vnitřní odpor ke skokovým změnám byly argumenty pro úpravu predikce cen potravin tak významné, že ke změně došlo. Ceny potravin představují zhruba 30 % spotřebního koše a jejich dopad do celkové inflace je tak podstatný. Ekonomický příběh o cyklickém vývoji ekonomiky to však významně nemění.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Bankovní rada by se měla v diskusi zaměřit na to, do jaké míry se mění náš náhled na ekonomiku a její budoucí vývoj. Druhou otázkou jsou rizika prognózy a jak je bankovní rada vnímá.

Viceguvernér Dědek: V porovnání s dubnovou predikcí dochází k významné změně. Dubnová prognóza signalizovala urychlení ekonomického růstu, zvýšení poptávkových inflačních tlaků a doporučovalo se razantní zvýšení úrokových sazeb. Dnes navrhované rozhodnutí vychází z předpokládané stability úrokových sazeb v nejbližším období. To je značný obrat ve vyznění měnové politiky. Klade si otázku, co se změnilo v ekonomice, ve vstupech do prognózy. Vývoj reálné ekonomiky byl v zásadě v souladu s minulými predikcemi. Růst HDP byl možná trochu lepší než naznačovala dubnová prognóza. Ve vnějším prostředí se žádné velké překvapení neodehrálo. Většina veličin se pohybovala v zásadě v souladu s předpokládanými scénáři. K určitým posunům došlo v případě administrativních cenových opatření. Určitým problémem by mohla být současná volatilita cen zemědělských výrobců, které však zpomalením růstu

v posledním období pouze korigovaly svůj předchozí růst. Toto vše je doprovázeno zásadním posunem v názoru na měnovou politiku. Vzniká tak otázka, zda predikční aparát dokáže měnovou politiku dobře simulovat, zda ve vazbě mezi reálnou ekonomikou a měnovou politikou v modelu neexistuje systematická chyba. Červencová predikce korigovala extrémní vyznění dubnové predikce. Aktuální predikce odpovídá jeho vnímání ekonomického vývoje a souhlasí s jejím vyzněním. Problémem je komunikace měnově politického rozhodnutí. Je určitým rizikem komunikovat přibližnou stabilitu úrokových sazeb v nejbližším období v situaci, kdy ekonomika je vystavena proinflačním nákladovým šokům, jež jsou naštěstí korigovány současným vývojem cen zemědělských výrobců. Ceny průmyslových výrobců nebo dovozní ceny se odchyľují od prognóz směrem nahoru. Kumulace těchto cenových tlaků se může s určitým zpožděním projevit i ve spotřebitelské inflaci. Alternativní scénář pracující s přetrvávajícími vysokými cenami ropy je v této souvislosti ztělesněním relevantního rizika. Je otázkou jak reagovat při naplnění tohoto scénáře? Diskuse nemusí být jednoduchá, protože proti nákladovým tlakům na růst cen může působit faktor zpomalení světové ekonomiky. Může vznikat dilema, zda zvyšovat sazby nebo hodnotit daný vývoj jako výjimečnatelný faktor. Za těchto okolností je třeba určitá zdrženlivost, pokud jde o vyslání nějakého jednoznačnějšího signálu o stabilitě úrokových sazeb. Z pohledu komunikace je rovněž významné to, že nyní poprvé bude graficky prezentován nový inflační cíl. Doporučuje doplnit bodovou hodnotu cíle tolerančním pásmem ± 1 p.b.

Viceguvernér Niedermayer: Konstatuje, že SZ je dobře napsaná a obsahuje jasné poselství: dochází k mírnému zvýšení ekonomického růstu v roce 2005, ke snížení predikce inflace a snížení implikovaných úrokových sazeb, mírně v kratším časovém horizontu, výrazně v delším horizontu. To je doprovázeno nejistotami. Menší nejistoty jsou spojené s konjunkturou v EU. Dochází k významnému růstu cen energetických zdrojů. Vývoj kurzu dolaru sice působí do jisté míry kompenzačně, současně však u části exportu snižuje cenovou konkurenceschopnost. U nákladových faktorů lze rozlišit dvojí odlišný vývoj. Směrem nahoru působí růst cen kovů a ropy, včetně dopadu na ceny výrobků z plastických hmot, což může dále zvyšovat nákladové cenové tlaky. Naproti tomu došlo k razantnějšímu než očekávanému obratu ve vývoji cen zemědělských výrobců. Rizikem je vývoj mezd v příštím roce. Nová prognóza není pouze výsledkem promítnutí změněných předpokladů o některých exogenních veličinách, jako např. rozsahu a časování administrativních cenových úprav. Došlo i k zásahům do ekonomických mechanismů. Týká se to predikce cen potravin. Ceny potravin mají vazbu na poptávku v ekonomice a jakkoliv jsou volatilní, neměly by v predikci v takovém rozsahu fluktuovat. To představuje určitý diskomfort prognózy. Došlo rovněž ke zvýšení záporné mezery výstupu. Při současném zvýšení potenciálního růstu je výsledkem vysoký predikovaný růst HDP, aniž by docházelo k výrazným poptávkovým tlakům. Třetím použitým principem je pokračující snížené promítání dovozních cen do inflace. Je otázkou, zda predikce sestavená s využitím těchto principů znamená posun na kvalitativně vyšší úroveň a jak snadno je nová predikce prezentovatelná. V souhrnu dochází k výrazným změnám v pohledu na ekonomiku. Je tudíž obtížné říci, že se ekonomický příběh nemění. Výsledkem je mnohem méně inflační vývoj ve srovnání s předchozími predikcemi i s predikcemi dalších subjektů. Analýza komponent cenového růstu ukazuje přetrvávající pokles cen obchodovatelných komodit v souvislosti s kurzovým vývojem, obvyklou volatilitu regulovaných cen a především postupnou akceleraci růstu cen neobchodovatelných neregulovaných položek. Je to právě tato cenová skupina, která by měla nejlépe odrážet poptávkové cenové tlaky v ekonomice. Z těchto důvodů má určitou nedůvěru ve vyznění nové prognózy. Bližší je mu pohled červencové predikce. Preferoval by

některá proinflační rizika zapracovat do prognózy, neboť se domnívá, že se budou materializovat. Rizikem by naopak bylo, že se nenaplní. Konkrétně jde o průsaky dovozních cen do domácího cenového růstu a o predikci cen potravin v závislosti na pokračující poměrně slušné dynamice spotřebitelské poptávky. To by lépe odpovídalo i předpokladu, že ceny potravin by v delším časovém horizontu měly růst v důsledku konvergenčních procesů. Možnou krátkodobou volatilitu, což je zřejmě případ očekávaného zpomalení cenového růstu u potravin v nejbližších čtvrtletích, by bylo vhodnější zapracovat jako riziko směrem dolů.

Vrchní ředitel Štěpánek: Historii letošních makroekonomických prognóz vnímá tak, že dubnová predikce přinesla velkou změnu proinflačním směrem a následující predikce znamenají postupné korekce směrem dolů. Pokud jde o trajektorii implikovaných úrokových sazeb nová prognóza možná zašla v těchto korekcích až příliš daleko. Výraznější rizika existují na proinflační straně. Významná je v této souvislosti alternativa vyšších cen ropy. Přesto je nová prognóza vnitřně provázaná a naznačený ekonomický příběh kredibilní.

Vrchní ředitel Frait: Z analýz obsažených v materiálech „Hodnocení plnění inflačního cíle“ vyplývá, že inflace byla v predikcích z období relevantních pro horizont nejučinnější transmise v letošním roce, tj. z období přibližně do poloviny roku 2003 opakovaně nadhodnocována a chyba byla v prognóze. Následující prognóza z října 2003 byla nicméně téměř identická s aktuální predikcí, a to včetně implikované trajektorie úrokových sazeb. V ní obsažená predikce ekonomického růstu se prakticky naplnila. Predikce byla rovněž neinflační a předpokládala, že po odeznění daňových změn se inflace vrátí na nízké hodnoty. V souladu s tím se navrhovalo snížení úrokových sazeb, ke kterému však nedošlo návrh podpořil pouze jeden člen bankovní rady. Dubnová predikce z letošního roku poté vycházela opět z podobné růstové historiky, ovšem s velmi odlišným dopadem do inflace. Protože se následně vazba mezi ekonomickým růstem a růstem cen nepotvrdila, docházelo v dalších predikcích ke korekcím mezery výstupu a postupně se rovněž oddaloval okamžik protnutí skutečného s potenciálním výstupem. Od dubnové prognózy se toto protnutí posunulo celkem o 3 čtvrtletí do budoucnosti. To by mohlo signalizovat nějaký systematický problém v predikčním aparátu. Příčinou by mohla být chybná interpretace makroekonomického vývoje v roce 2001, kdy růst cen byl spojován s uzavíráním záporné mezery výstupu, přestože se na něm mohly podílet jiné necyklické faktory. Výsledkem by mohlo být nadhodnocení skutečného vlivu mezery výstupu na inflaci. Doporučuje proto znovu analyzovat minulý makroekonomický vývoj, zejména působení faktorů cenového vývoje. Aktuální predikce je sice realistická, riziko možného opětovného budoucího nadhodnocování inflace však zůstává. Prognostický model by neměl být určen pro ex post stanovování mezery výstupu, ale pro prognózování inflace. Se současnou predikcí a její historikou lze v zásadě souhlasit. Ve srovnání s dubnovou predikcí však možná příliš akcentuje protiinflační faktory. Je skutečně otázkou, zda by měnová politika měla výrazně reagovat na fluktuaci cen zemědělských výrobců promítající se do vývoje cen potravin. Rizika mohou souviset s tím, že ekonomický růst a tedy i vývoj potenciálního výstupu je výrazně ovlivňován výkonem exportních odvětví ekonomiky. Tato odvětví mohou být současně ovlivněna růstem cen surovin a energetických zdrojů. Případná další depreciace dolaru může ovlivnit ekonomický růst v Evropě i v Asii a tedy i exportní možnosti české ekonomiky. To představuje protiinflační riziko. Růst cen surovin však současně představuje nákladový proinflační faktor. Pouze časování těchto různých efektů je odlišné, což ztěžuje rozhodování o adekvátní reakci měnové politiky. Pokles implikované trajektorie úrokových sazeb ve srovnání s předchozími prognózami je výrazný. Výrazné jsou i změny

v inflaci. V případě sazeb docházelo ve srovnání několika minulých prognóz k pohybům v řádu až 1.p.b. u inflace dokonce až 1,5 p.b. To je znakem nadměrné volatility prognóz. Při snaze o vyhlazování prognóz sice existuje riziko, že nová prognóza nezachytí změnu trendu, nadměrná volatilita je ovšem rovněž problémem.

Vrchní ředitelka Erbenová: Nová prognóza je vnitřně konzistentní. Problémem je ale věrohodnost přehodnocení ekonomické historiky vzhledem ke zveřejněným datům a rizikům, zejména pokud jde o inflaci a trajektorii implikovaných úrokových sazeb. Rizika predikce vnímá odlišně než SMS. Některá z těchto rizik by bylo adekvátní zahrnout přímo do prognózy spíše než je ponechat stranou, jak tomu je v SZ. Změna ekonomického příběhu je výrazná, nejde o držení minulé historiky. Implikované sazby jsou v horizontu nejučinnější transmise řádově o 1 p.b. níže ve srovnání s předchozí predikcí a jejich trajektorie předpokládá jejich stabilitu zhruba na rok dopředu při urychlení hospodářského růstu. Přestože se k této změně pohledu na ekonomiku dospívalo postupně, znamená to velkou změnu názoru. Z bilance faktorů působících nahoru a dolů vyplývá: měnové podmínky jsou uvolněné, do uvolněné fáze se posouvají i kumulativní měnové podmínky. Relevantní a výrazné je riziko vyplývající z růstu cen ropy. Následně je významné riziko nárůstu cen energií, zejména pro domácnosti. Existuje riziko odloženého promítnutí do inflace i dalších složek dovozních cen, zejména kovů, které je v prognóze expertně potlačeno na základě snížené citlivosti vývoje spotřebitelských cen na dovozní ceny. Není jasné proč by tato snížená citlivost měla mít trvalý charakter. Původním důvodem byl předpoklad, že pohyb cen kovů představuje idiosynkratický šok, který se zřejmě do inflace nepromítne. V situaci, kdy růst těchto cen přetrvává a nejsou zřetelné faktory, které by mohly jejich vývoj obrátit, však uvedená úvaha pozbývá na platnosti. Výrazné je dále riziko vyplývající z mzdového vývoje. Nejde přitom ani tak o dopad do mzdového vývoje v roce 2005 ve výši 0,3 – 0,6 p.b., což je pod rozlišovací schopností, ale o možný dlouhodobější efekt. Pokud skutečně v roce 2005 dojde k nárůstu mezd v nepodnikatelském sektoru o 14 %, jak se předpokládá v návrhu státního rozpočtu, může to ovlivnit v delším časovém horizontu i mzdy v podnikatelském sektoru. To by se mohlo odrazit ve vývoji soukromé spotřeby a v nárůstu poptávkových i mzdově nákladových cenových tlaků. Tento efekt sice nelze spolehlivě kvantifikovat, ale mohl by převýšit krátkodobý efekt zmiňovaný v SZ. Rizikem je návazně to, že pokračující růst spotřeby by mohl dále urychlit růst HDP a dále tak zvýšit proinflační cenové tlaky. Na opačné straně je nejvýraznějším faktorem tlumícím cenový růst vývoj cen zemědělských výrobců v důsledku dobré úrody. To je ovšem krátkodobý vliv. Je otázkou, zda tento protiinflační efekt nemůže být vyvážen působením společné zemědělské politiky. Toto stabilizující působení společné zemědělské politiky v případě živočišných komodit je indikováno i v SZ. Nejistotou je rovněž korelace mezi cenami zemědělských výrobců a cenami potravin. Zda v dlouhém horizontu jsou ceny potravin spjaty především s cenami zemědělských výrobců nebo spíše s jinými vlivy, včetně dalších nákladových a poptávkových faktorů, není zcela zřejmé. Některé analýzy použité i v komunikaci ČNB naznačovaly, že dlouhodobě dominují tyto jiné vlivy, které by mohly vysvětlovat až 80 % pohybu cen potravin. Proto nemusí být adekvátní dělat silné závěry o vývoji cen potravin na základě vývoje cen zemědělských výrobců v posledním období. Na protiinflační straně bilance rizik je dále zvýšení potenciálního výstupu, které zvětšuje mezeru výstupu. V predikčním aparátu je však kauzalita opačná: od mezery výstupu k potenciálnímu růstu. Empirická vazba mezi inflací a mezerou výstupu se používá spíše k verifikaci minulosti než k predikci budoucí inflace. Konečně je otázkou, zda kurz skutečně v logice úrokové parity reaguje na změnu předpokladu o vývoji euriboru - dříve nárůst, nyní stabilita – a kompenzuje tak proinflační tlak vyplývající

z růstu ceny ropy. V souhrnu vnímá rizika na proinflační straně výrazněji než na protiinflační straně.

Guvernér Tůma: Souhlasí v zásadě s ekonomickým příběhem v SZ a nepovažuje jej v průběhu roku za výrazně nestabilní. Jeho podstatu nevidí v měnově politickém doporučení. To je třeba odlišit od náhledu na vývoj ekonomiky. Dubnová prognóza znamenala velký obrat v tom, že signalizovala akceleraci ekonomického růstu vedoucí k uzavírání mezery výstupu. Výsledkem budou inflační tlaky, na které bude muset měnová politika reagovat. Rizika byla vnímána jako vybilancovaná, přestože existovaly určité obavy z růstu cen potravin. Ty se však následně ukázaly jako liché. Na jedné straně k určitému posunu v historice dochází a je třeba se ptát, kam se podělo uzavírání mezery výstupu, jež mělo generovat inflační tlaky. Na druhé straně jsou v prognóze zapracovány silné exogenní šoky, které v predikcích ze začátku roku nebyly obsaženy a které jdou naštěstí zčásti proti sobě. Cena ropy působí směrem nahoru, proti naopak vývoj kurzu dolaru a ceny zemědělských výrobců. Pochybnosti máme o dopadu mzdového vývoje. Riziko spočívá v tom, že uvedené veličiny jsou poměrně volatilní a uvedené protisměrné působení se může změnit v pohyb jedním směrem. Změny v ekonomickém příběhu však nejsou příliš velké. Předchozí prognózy naznačily, že ekonomika bude akcelerovat, že se změní struktura ekonomického růstu. V tomto náhledu na vývoj ekonomiky ke změně nedochází. Vývoj s tímto scénářem dobře koresponduje. Při hodnocení prognózy je třeba navíc vycházet z toho, že je pouze vodítkem pro diskusi vedoucí k měnově politickému rozhodnutí. Bankovní rada se vymezuje vůči predikci svým vnímáním rizik a výsledné rozhodnutí může být odlišné od implikovaných sazeb v predikčním modelu. Statistika ukazuje, že skutečné rozhodnutí se v minulosti až ve 40 % případů lišilo od modelově konzistentního doporučení. V tomto smyslu aktuální prognóza odráží dobře, co se děje v ekonomice. Jde pouze o to, že bankovní rada vnímá rizika nahoru intenzivněji než SMS. Pokud jde o komunikaci budoucího vývoje úrokových sazeb, je třeba vycházet z toho, že pro měnově politické rozhodování je využívána nepodmíněná prognóza, která obsahuje implikovanou trajektorii sazeb. O vývoji sazeb proto nelze úplně pomlčet. Otázka je pouze, zda naznačit modelově konzistentní vývoj kvalitativně, slovně nebo začít používat číselné údaje. To bude třeba znovu prodiskutovat. Aktuálně je rozumné pokračovat v současné praxi slovního naznačení vývoje sazeb s poukazem na to, že jde o modelově konzistentní trajektorii. Žádné řešení však není ideální. Při minulých podmíněných prognózách bylo problémem to, že v momentě přijetí měnově politického rozhodnutí by stávající predikce měla přestat platit. Při grafické komunikaci prognózy inflace zahrnující nově již období po 1.1.2006, kdy byl inflační cíl stanoven novým způsobem, by bylo vhodné vedle bodové hodnoty cíle na úrovni 3 % doplnit graf jemnou tečkovanou čarou na úrovni ± 1 p.b. od této hodnoty. To by adekvátně odrazilo deklarovanou snahu měnové politiky o to, aby se inflace neodchýlila za normálních okolností o více než 1 p.b. od cíle.

Vrchní ředitel Štěpánek: Je otázkou, jak by měla měnová politika reagovat v případě, kdy by se nákladové šoky skutečně promítly do cenového růstu. Nečinností, zvýšením nebo snížením sazeb?

Viceguvernér Niedermayer: Máme pouze alternativní scénář pro přetrvávající vysokou úroveň cen ropy. Ten ale nezachycuje problém nákladových šoků v celé komplexitě.

Guvernér Tůma: Šoky působí dosud protisměrně. Reakce měnové politiky by měla záviset na tom, jak se rizika vyvinou. Reagovat bychom měli na sekundární efekty šoků.

Vrchní ředitel Štěpánek: Problematická by byla zejména situace, kdy inflace roste a vyhodnocení sekundárních efektů signalizuje potřebu uvolnit měnovou politiku.

Viceguvernér Niedermayer: Ptá se, zda i v alternativě vyšších cen ropy je uplatněn předpoklad o omezeném promítání do spotřebitelských cen.

Ředitel SMS Holub: Předpoklad o omezeném průsaku je uplatněn pouze u cen kovů. Nejde však o 100 procentní omezení. Navíc zůstává zachován nepřímý kanál přes německé PPI. Za povšimnutí stojí, že německé PPI roste pouze o 3 % zatímco české o 8 % , přestože ekonomiky čelí podobným šokům. To by mohlo signalizovat relevantnější složení koše PPI v Německu.

Viceguvernér Niedermayer: Za adekvátní přístup k prognóze by považoval ignorovat krátkodobou fluktuaci cen potravin, uplatnit předpoklad o normálním promítání dovozních cen do inflace a využití forwardových cen ropy. Tak by se prognóza inflace podle odhadu mohla dostat ke 3,5 %. Existující prognóza je tak s ohledem na působící nákladové šoky spíše na dolní hraně možného budoucího cenového vývoje.

Guvernér Tůma: Domnívá se, že není problém komunikovat proinflační rizika prognózy. Navrhuje rovněž v komunikaci zmínit, že jednou z nejistot minulých prognóz byla výše potenciálního růstu. Na základě minulého vývoje došlo v predikci k úpravě tohoto růstu směrem nahoru, což znamená, že přehodnocení predikce růstu HDP nevedlo k nárůstu inflace.

Viceguvernér Niedermayer: V modelu je ovšem primárně vygenerována mezera výstupu. Její porovnání s potenciálním výstupem pak vede k predikci ekonomického růstu.

Vrchní ředitel Frait: Tak to je skutečně v modelu. Předchozí úvaha však vychází z nemodelové logiky, z klasického přístupu k odvození a úloze potenciálního růstu při určování cenových tlaků.

Vrchní ředitelka Erbenová: Je určitě třeba jasně vysvětlit kombinaci zvýšení predikce ekonomického růstu a snížení inflace. Jediné rozumné vysvětlení pro ekonomy musí být zvětšení mezery výstupu.

Viceguvernér Niedermayer: Ve skutečnosti je ale za snížením predikce inflace korekce vývoje cen potravin.

Guvernér Tůma: Nesouhlasí s tím, že za celým snížením predikce inflace od dubnové prognózy jsou pouze ceny potravin.

Vrchní ředitelka Erbenová: Z prezentace SMS skutečně vyplývá dominantní role cen potravin. Většina ostatních faktorů působila spíše proinflačně. V komunikaci je proto třeba zmínit váhu potravin ve spotřebním koši.

Guvernér Tůma: Připomíná, že v minulosti se prognózy často nenaplnily právě v položce potravin. Dokáže-li nyní prognóza včas zachytit změnu trendu, je to dobře, byť může jít o krátkodobý výkyv.

Vrchní ředitel Frajt: Inflačního cíle je dosaženo díky nárůstu potenciálního výstupu při nižších úrokových sazbách. Zrychlený potenciální růst působí protiinflačně, není to však vidět ani tak v inflaci jako spíše v úrokových sazbách. To se špatně komunikuje.

III. Závěrečné hlasování:

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

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

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

Vrchní ředitelka Erbenová: Hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Frajt: 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 10.situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,50 % poměrem hlasů 6:0.

Zapsal: Aleš Čapek, poradce bankovní rady