

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 25. srpna 2005

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér L. Niedermayer, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel P. Režábek.

I. Diskuze navazující na prezentaci 8. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Situační zpráva (dále jen SZ) je obsáhlá a ne všechny pasáže byly srozumitelné. Na některé nejasnosti je upozorněno i ve stanovisku poradce. Dotazuje se na problematiku „chybějícího“ zvýšení imputovaného nájemného v červenci. Upozorňuje na nekonzistenci SZ při hodnocení ekonomického růstu v EU. Proč je dynamika maloobchodních prodejů nízká ve srovnání s vysokým růstem inkasa DPH? Není vysoká dynamika celkového daňového inkasa způsobena nějakými mimořádnými vlivy, které se nebudou opakovat (např. změny zálohy DPPO apod.)? Existuje riziko, že vláda si uvědomí existenci vyšších příjmů, a využije je příští rok k výdajové expanzi při dodržení deficitu. Žádá bližší vysvětlení růstu zaměstnanosti (+1,1 %). Upozorňuje na rozdílné hodnocení finanční hodnoty nově povolených staveb v textu SZ, které neindikují zpomalení stavební výroby jak uvádí SZ. Dotazuje se na rizika vývoje investic v ekonomice. Na jedné straně dochází k poklesu investičních dovozů, na straně druhé je dynamika stavebnictví stále docela vysoká, dochází k velkému růstu úvěrů nefinančním podnikům v horizontu souvisejícím s investičním rozhodováním.¹ K odhadu HDP pomocí koincidenčních metod poznamenává, že některé z nich vedou k úrovni 3 %, což není zcela v souladu s tím, že oproti prognóze se názor na krátkodobou dynamiku růstu nemění – měla by se pohybovat blízko 4 %.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): V imputovaném nájemném a úhradách v družstevních bytech nedošlo v červenci k očekávanému typickému sezónnímu pohybu. Jde patrně o důsledek toho, že již delší dobu nedochází k růstu regulovaného nájemného. Úhrady v družstevních bytech mají tendenci na pohyb regulovaného nájemného přes „psychologickou náказu“ reagovat. Díky metodologii ČSÚ, pokud nedojde k pohybu cen úhrad v družstevních bytech, nemůže dojít k pohybu ani v imputovaném nájemném. Tzn., že do konce roku 2005 zpětnou kompenzaci nelze očekávat. Dalším měsícem, kdy dochází k sezónnímu růstu v této kategorii, je leden. Uvidíme tedy v lednu 2006, zda-li družstevníci zohlední očekávané zvyšování regulovaných cen nebo růst jiných cen souvisejících s bydlením. Tato chyba je technického rázu, prognostický aparát není schopen identifikovat, proč letos družstevníci úhrady nezvýšili.

Pozitivní zprávy, které přicházejí z eurozóny a SRN, jsou stále ještě pouze v rovině signálů a neprojeví se prozatím v předpovědích. Nicméně tyto signály jsou optimistické a očekává se, že se projeví v predikcích reálné ekonomiky.

Na inkaso DPH je třeba dívat se z delší perspektivy. V březnu a dubnu jsme naopak zaznamenávali výrazný meziroční pokles inkasa DPH. Situace v oblasti DPH není jednoduchá. Loni došlo k výrazným změnám v oblasti sazeb a přesunu zboží a služeb mezi sazbami s cílem vlády realizovat čistý výnos z této operace. Je možné, že vláda v realitě inkasuje výrazně více, než byly její předpoklady. Loni se navíc v souvislosti se vstupem do EU zcela změnilы podmínky odvodu DPH při dovozu, což dočasně rozkolísalo meziroční dynamiku inkasa DPH. Docházelo také ke změnám ve způsobu sdílení daní mezi centrální a místní vládou, kvůli kterým časové řady

¹ Související otázku zaměřenou na vývoj investic a možné implikace na růst a potenciál položila později také vrchní ředitelka M. Erbenová.

nejsou bez rekonstrukce zcela srovnatelné. Z těchto důvodů nelze v současnosti dávat do přímé souvislosti inkaso DPH a např. vývoj tržeb v maloobchodě. Celou problematiku je možné shrnout a detailněji popsat ve zvláštní příloze příští SZ.

Zaměstnanost ve veřejném sektoru: jde zatím o předběžné výsledky za druhé čtvrtletí, v další SZ budou již definitivní čísla. Meziroční růst zaměstnanosti byl 1,9 %. Příspěvek nepodnikatelské sféry činil 1,2 %, podnikatelské sféry 0,8 % (rozdíl je dán zaokrouhlováním). V rámci nepodnikatelské sféry jsou příspěvky následující: veřejná správa 0,3 %; vzdělávání 0,3 %; zdravotní a sociální péče 0,3 %; ostatní veřejné a sociální služby 0,2 %. Důvod tohoto růstu není jasný. Nikdo nezpochybnil závazek vlády snižovat každý rok stavy zaměstnanců o 2 %. Noví lidé ve veřejné správě by mohli souviset s EU agendou, která po vstupu do EU (zdánlivě) narostla. Celkově ale vývoj zaměstnanosti ve veřejné sféře zatím nejsme schopni vysvětlit.

Ve vazbě stávajícího vývoje investic na ekonomický růst a potenciál je třeba vzít v úvahu, že zatím máme k dispozici pouze předběžné ukazatele. ČSÚ upozorňuje, že rozdělení dovozů na investice, spotřebu a mezipotřebu nelze vnímat jako 100% spolehlivý indikátor. Prognóza očekávala pokles růstu investic v důsledku zpomalení exportní aktivity a vyprchávání efektu příznivých kurzových podmínek z minulého roku. Zpomalení soukromých investic může být vyšší než předpokládané, naopak veřejné investice se vyvíjejí rychleji. Předběžné, ne zcela spolehlivé indikátory naznačují, že růst investic může být oproti prognóze nižší, ale ne natolik, aby to ovlivnilo potenciální produkt. Kapitálová zásoba je pohybem investic na konci časové řady ovlivněna marginálně. Pro vývoj potenciálu je dlouhodobě relevantní souhrnná produktivita faktorů. Pro bližší analýzu je lépe vyčkat na publikaci údajů národních účtů za druhé čtvrtletí.

Koincidenční modely odhadu HDP jsou jedním z nástrojů krátkodobé prognózy a krátkodobá prognóza je jedním ze vstupů do integrované predikce. V minulé SZ byly vyhodnoceny faktory nasvědčující udržení růstu ve druhém čtvrtletí kolem 4 % jako poměrně silné a nedůvěřovali jsme trajektorii zpomalování růstu HDP naznačované některými krátkodobými přístupy. Výsledky těchto modelů se oproti minulým výpočtům nezměnily. Pokud tedy nezměníme jejich vyhodnocení, neměli bychom ani měnit naše očekávání o stávajícím ekonomickém růstu. Je tam poměrně široký vějíř metod. Ta neoptimističtější, s růstem kolem 4,6 %, byla zavedena relativně nedávno a zohledňuje údaje o obchodní bilanci, která dosahují v současnosti velmi pozitivních výsledků. Pokud bychom tedy této metodě přiřadili subjektivně vyšší váhu, pak není nekonzistentní očekávat, že se tempo růstu zachová nad 4 %. Důvod začlenění koincidenčních a předstihových metod do analýzy je ten, že je možné naplnit je novými měsíčními daty.

Růst objemu nově povolených staveb ve druhém čtvrtletí byl tažen veřejným sektorem (+25 %), v soukromém sektoru finanční objem i počet povolení klesl. Ve veřejném sektoru se jedná zejména o infrastrukturní projekty a stavby realizované v rámci ochrany životního prostředí. Investice veřejného sektoru tak mohou brzdit pokles soukromých investic.

Viceguvernér Niedermayer: A jak hodnotíte růst úvěrů nefinančním podnikům, realizovaný zejména v kategorii doby splatnosti 1-5 let?

Odpoověď SMS: Je pravdou, že tento vývoj do uvedeného obrázku zcela nezapadá. Teprve údaje z národních účtů mohou dále osvětlit vývoj i strukturu investic.

Viceguvernér Singer: Úvěry se splatností 1-5 let jsou „mírné investice v mezích zákona“. Mohou tam být navíc i časová zpoždění.

Viceguvernér Singer: Žádá bližší komentář k vysokému plnění daňového inkasa. Pro účely další prognózy by uvítal tvorbu scénáře, ve kterém ceny ropy (po dočasném růstu) neklesají na nižší úroveň, nýbrž zůstanou i nadále vysoké. V případě německé ekonomiky, resp. eurozóny: očekáváme neinflační růst ekonomiky nebo standardní vývoj, kdy vyšší růst je doprovázen vyšší inflací? Doporučuje, aby graf inflačních rizik měl stále stejné osy nejen v SZ, ale také v prezentaci SMS.

Odpoověď SMS: Vnímáme jako přání mít v prognóze zakomponovánu stabilitu ceny ropy na vyšších úrovních. V minulé SZ byl proveden alternativní scénář s vyšší cenou ropy. Alternativní scénář však není plnohodnotnou prognózou. Alternativní scénář není ekvivalentní tomu, jako kdybychom v referenčním scénáři ceny ropy nahradili hodnoty z Consensus Forecast úrovní např. 60 USD/b. SMS se pokusí navrhnout řešení tohoto požadavku.

Inflace v SRN se přehodnocuje směrem nahoru, ale spíše v důsledku průsaku vysokých cen ropy nežli jako důsledek vyššího ekonomického růstu. V tomto smyslu je vyšší inflace a růst spíše koincidencí.

Viceguvernér Singer: Pokud říkáme, že impulsem k vyššímu růstu v Německu jsou reformy, tak současně říkáme, že jde o neinflační růst daný nabídkovou stranou ekonomiky.

Odpoověď SMS: V podstatě očekáváme tento vývoj. Při vyšším růstu sice budeme pozorovat vyšší inflaci, ale ta bude důsledkem současné ceny ropy, nikoliv proinflačního růstu. Reformy, které byly dosud v Německu realizovány, měly za cíl snížit cenu práce a zpružnit trh práce. To by se mělo v růstu projevit. Další reformy mohou být v Německu realizovány po volbách.

Vrchní ředitelka Erbenová: SZ spekuluje o sekundárním dopadu vyšších regulovaných cen a cen pohonných hmot na inflaci v krátkodobém horizontu, postrádá se ovšem informace o dopadech v horizontu rok a více a o případném dopadu na domácí poptávku ve střednědobém horizontu. Nejasná je stále fiskální situace. Nedávno jsme korigovali výdajovou stranu o padesát miliard. Zdá se, že stát není schopen fakticky vydávat peníze. Na jedné straně existují ekonomické argumenty pro „upside“ rizika ve fiskále na příští rok (viz stanovisko poradce) a na straně druhé dochází zřejmě k rozpadu struktur na Ministerstvu financí, pakliže výdaje budou nižší o více než padesát miliard oproti schválenému rozpočtu na rok 2005. Je potřeba více analyzovat, co se ve fiskále skutečně děje. Nový způsob výpočtu fiskální pozice pracuje zřejmě s mezerou výstupu odvozenou jinak než v prognózovacím modelu. Není tedy ohrožena vnitřní konzistence SZ?² A proč novou metodu považujeme za lepší? Dále se připojuje k dotazu na vývoj zaměstnanosti ve veřejném sektoru.

Odpoověď SMS: Vliv vyšší inflace v důsledku cen pohonných hmot a plynu na poptávku ve střednědobém horizontu může být dvojitý. Vyšší inflace v případě pomalejší reakce nominálních úrokových sazeb může stimulovat domácí poptávku prostřednictvím uvolňování reálných úrokových sazeb. Na druhé straně může, zejména krátkodobě, vyšší inflace způsobit nižší hladinu reálného disponibilního důchodu a tudíž i nižší spotřebu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Inflace očekávaná domácnostmi je již nyní výrazně vyšší než u finančních trhů nebo podniků. Možná už tedy cenová očekávání domácností výrazněji neporostou.

² Otázku o rozdílných mezerách výstupu a z toho plynoucí nekonzistence fiskální analýzy se zbytkem SZ později položil i guvernér Tůma.

Odpověď SMS: To by znamenalo tendenci k urychlování spotřeby přes nižší vnímané reálné úrokové sazby. Predikce počítá s poměrně razantním urychlováním spotřeby.

K fiskální problematice: momentálně se sestavuje státní rozpočet na příští rok, který je opět založen na logice konvergenčních programů a nikoliv na očekávané skutečnosti let 2004-2005. Tento rozpor může pramenit z toho, že Ministerstvo financí musí realizovat fiskální konsolidaci v situaci vlády, která považuje deficity za prospěšnou věc. Na pracovní úrovni si je ministerstvo vědomo, že realita je příznivější než předpoklady v oficiálních dokumentech.

Vrchní ředitelka Erbenová: To by vysvětlilo, že se nenaplní imaginární deficit 5 %, ale nikoliv to, že v srpnu je rozpočet stále v přebytku.

Odpověď SMS: Přebytek je způsoben i jinými vlivy, např. inkasem daní. Poslední 2-3 roky se rozpočty sestavují nikoliv dle očekávané skutečnosti, ale podle předchozího rozpočtu, resp. výdajového limitu. Odchytky v nižším plnění výdajů se postupně kumulují a vzniká tak fatální chyba. Tato praxe vznikla v roce 2002 v souvislosti s reformou územní správy, kdy ministerstvo nebylo schopno při přípravě rozpočtu simulovat změny ve způsobu sdílení inkasa daní. Výdajové stropy tak nefungují a jsou mimo realitu. Kvalita rozpočtového procesu je velmi nízká. Jako doklad těchto obtíží lze uvést poslední makroekonomickou prognózu ministerstva, která v červenci překvapivě zvýšila odhad cash deficitu z 3,9 % na 4,6 % HDP v důsledku chybného zachycení privatizačních příjmů a způsobu jejich užití. Obdobně problematicky vystupovalo ministerstvo i ČSÚ při zachycení kauzy Gripeny, což se ukázalo při jednáních s Evropskou komisí. V důsledku těchto potíží se v čase kumulují odchytky od výdajových stropů a situace v roce 2006 se bude v tomto směru dále zhoršovat, navzdory volebnímu cyklu. Rozpočtový proces se vymkl z kontroly ministerstva. Ve volebním roce 2002 lze vysledovat jistý stimul do ekonomiky kolem 1 % HDP, nepovažujeme to ovšem za volební impuls, neboť v dalších letech se výdaje ani deficit nesnížily, na rozdíl od volebních fiskálních vlivů v jiných zemích, které po volbách vyprchávají. Základní volební úlitbou je snížení daně z příjmu fyzických osob. Výdajová strana je poměrně sešněrována přísnými pravidly. Případný volební impuls se tak může realizovat skrze daňovou politiku, anebo urychlením čerpání výdajů využívajícím prostor naddimenzovaných výdajových rámců.

Problematika fiskální pozice a konzistentnost prognózy - do modelu vstupuje fiskální impuls, nikoliv fiskální pozice. Prognóza tudíž není nekonzistentní.

Guvernér Tůma: Jde o to, že při analýze veřejných rozpočtů se používá jiná mezera výstupu (kvantitativně i z hlediska fáze cyklu), než zbytek SZ. Mezera výstupu na bázi Hodrick-PreScottova filtru je uzavřená, což by vedlo k hodnocení fiskální a zřejmě i měnové politiky jako uvolněné, na rozdíl od předpokladů prognózy.

Vrchní ředitelka Erbenová: Jak fiskální pozice tak i fiskální impuls jsou založeny na cyklicky očištěném saldu. Mezera výstupu tak vstupuje do obou veličin, což je problém, pokud je pokaždé odvozena jiným způsobem.

Odpověď SMS: fiskální impuls vychází z neočištěných dat, predikční model sám o sobě zohledňuje běžnou cykličnost. SMS měla snahu nezahltit BR příliš velkým počtem indikátorů fiskální politiky. Prvním krokem v tomto směru byl přechod na ESA95 data, jakkoliv ani tato metodika není dokonalá a vzhledem ke specifickým transformačním operacím nevystihuje plně ekonomickou realitu. Fiskální pozice obsahující jinou mezeru výstupu je samozřejmě nekonzistentní z hlediska vyjádření charakteru fiskální politiky, ve vazbě na predikční proces

nekonzistence není. Je možné rozšířit počet analytických indikátorů a vrátit se i k předchozímu způsobu výpočtu fiskální pozice.

Vrchní ředitelka Erbenová: Debata není o počtu indikátorů. ESA95 nevystihuje dobře ekonomickou realitu, indikátory na ní postavené slouží spíše k analýze dlouhodobé udržitelnosti fiskální politiky a jsou tudíž určeny pro jiné „policy makery“ než pro měnověpolitické rozhodování. Cash údaje o plnění rozpočtu naopak ukazují to, kolik v každém momentu přiteče peněz do ekonomiky, což je relevantní pro měnovou politiku. Jestliže se i SMS kloní spíše ke cash datům, bylo by vhodné počítat indikátory na cash bázi a jako informativní ukazatel uvést také údaje v ESA95. Je samozřejmě jasné, že i v cash rovině existuje řada různých způsobů vyjádření deficitu.

Odpoověď SMS: V zásadě je jedno, jestli se na počátku vyjde z cash nebo ESA95 údajů, protože obojí se pro účely zapracování do predikčního modelu musí očistovat o různé vlivy. Pro prognózu je důležitý fiskální impuls, což je naše aproximace vlivu fiskálu na ekonomiku a fiskální impuls je také těžištěm hodnocení veřejných rozpočtů v SZ. Fiskální pozice do prognózy nevstupuje, je to dílčí analytický ukazatel.

Vrchní ředitel Frait: Jak SMS hodnotí současný příliv přímých zahraničních investic očištěný o vliv privatizací a reinvestovaných zisků?

Odpoověď SMS: Rozklad údajů je standardně prováděn. Projevuje se dlouhodobá tendence poklesu takto očištěných investic. Po očištění o privatizaci dosahují reinvestované zisky více než 70% podílu na celkových investicích. Podíl „brown a greenfield“ investic je nízký. Czech-Invest je sice vždy optimistický, ale ve skutečnosti realizuje většinou pouze objemově malé projekty. Je nutné ovšem zdůraznit, že stávající vývoj není nečekaný. „Brown a greenfield“ investice nemohou přicházet stále v té výši, jako v dřívějších fázích transformace ekonomiky. Jejich místo budou stále více přebírat reinvestice. Předpokládáme, že zisk se bude rozdělovat z 50 % na reinvestice a z 50 % na výplatu dividend. Celou situaci hodnotíme jako přirozený dlouhodobý trend, nikoliv jako dramatický výkyv.

Viceguvernér Niedermayer: Rostou podnikům pod zahraniční kontrolou domácí úvěry? Při nízkých sazbách může být atraktivnější domácí úvěrové financování než zvyšování vlastního kapitálu nebo půjčování ze zahraničí.

Viceguvernér Singer: Nefinanční sektor začíná spekulovat na kurz, neboť dlouhodobý trend posilování koruny významně snižuje úrokové náklady cizoměnových půjček. Toto se odehrává například v realitních projektech a není to úplně bezpečný vývoj.

Poradce Hurník: Úvěrová emise u podniků pod zahraniční kontrolou bývala problematická, docházelo tam dokonce k poklesům.

Odpoověď SMS: Aktuální data ukazují naopak růst úvěrové emise podniků pod zahraniční kontrolou. Téma bude podrobněji analyzováno v příští SZ. Čistý příliv zdrojů ze zahraničí do podnikatelské sféry přesáhl za letošní první pololetí 12 mld. Kč.

Poradce Hurník: Při kalibraci G3 se nastavuje také úroveň kapitálu vůči HDP, neboť model obsahuje produkční funkci. Údaje pro ČR jsou v mezinárodním srovnání extrémně vysoké. To by indikovalo, že investice porostou dlouhodobě pomaleji než HDP. Ukazatel je jistě vychýlen tím,

že podniky v účetních výkazech drží stavy i takového investičního majetku, který v realitě není použitelný. Na druhé straně ekonomika měla již 15 let k dispozici na „vyčištění“ těchto záležitostí.

Vrchní ředitel Řežábek: Opakuje otázku položenou při projednávání minulé SZ: ze kterých ekonomických sektorů je generováno vysoké stávající daňové inkaso?

Odpoď SMS: Údaje jsou k dispozici v SZ na str. 17. U DPH odvětvová struktura inkasa není možná. V případě DPPO lze využít žebříček 100 největších plátců této daně v loňském roce. V rámci nich ovšem pouze 55 firem dalo souhlas se zveřejněním svých údajů. Při tomto omezení lze konstatovat, že se jedná o odvětví energetiky, bankovníctví, telekomunikací, stavebnictví a potravinářství.

Guvernér Tůma: Komentuje vyznění vnějších podmínek (růst v Německu, mírný pokles 1R Euribor) v grafu inflačních rizik prognózy. V grafu je vyznačeno mírně protiinflační působení tohoto rizika, avšak vyhlídky ekonomického růstu v Německu mohou být, jak zmiňoval VG Niedermayer, lepší. Vyznění grafu může být dáno modelovou logikou, ale ani ta by neměla vést ke kontraintuitivním závěrům. Vrací se k problematice nesouladu předpokladů o čistém exportu a obchodní bilanci, která byla diskutována již při projednávání minulé SZ. Na jedné straně neměníme pohled na ekonomický růst a příspěvek čistého exportu, ale na druhé straně se zlepšuje náhled na vývoj obchodní bilance. Tyto části SZ by měly být propojenější.

Odpoď SMS: Nominální obchodní bilance se dále zlepšuje, dokonce rychleji než naše prognóza. Lze také očekávat, že čistý export dopadne výrazně lépe než v prognóze a bude kompenzovat možné nižší investice. Na „post mortem“ meetingu byla dlouhá debata na téma konzistence prognózy HDP a prognózy nominální obchodní bilance a SMS bude tomuto věnovat v dalších prognózách zvýšenou pozornost.

Poradce Hurník: Vrací se k implikované trajektorii jednoročního Euriboru. Implikovaná trajektorie sazeb není statistika, nýbrž výsledek výpočtu. Při projednávání 7. SZ zaznělo, že pokles této trajektorie do značné míry „zachránil“ zachování stability sazeb. Nyní se implikovaná trajektorie jednoročního Euriboru ještě o nějakou desetinku snížila, zatímco skutečně pozorovaný jednoroční Euribor se zvýšil. SZ navíc konstatuje, že očekávání poklesu sazeb ECB je minulostí. Nakolik je SMS spokojena s vypočtenou implikovanou trajektorií sazeb Euribor?

Odpoď SMS: Výpočet implikované trajektorie Euriboru je založen na standardní metodologii odvozování z výnosové křivky úrokových swapů. Prognóza pracuje s ročním horizontem, který se od minulé SZ nezměnil. Výnosová křivka zaznamenala nárůst výnosů na delší i kratší maturitě, avšak na ročním horizontu se nic nezměnilo. V implikovaném ročním Euriboru nedošlo k nárůstu.

Viceguvernér Niedermayer: Takže se počítá implikovaný roční Euribor v horizontu 3 let? Pokud se změnil sklon výnosové křivky tak se musely změnit implikované sazby. Navíc se ukazuje, že pohyb implikované sazby Euribor jde opačným směrem, než byla diskuse při 7. SZ, která jej vnímala jako faktor, který může výrazně ovlivnit prognózu. Nyní graf inflačních rizik prognózy vyhodnocuje tento faktor jako protiinflační.

Odpoověď SMS: Výpočet je správný, určitého rozporu výsledku s debatou na minulé SZ si byla SMS vědoma. Může jít o důsledek vzájemně se kompenzujících faktorů. Na jedné straně se opustila očekávání na pokles sazeb, ale současně se prodloužila délka očekávané stability sazeb. To mohlo způsobit, že se implikovaný roční Euribor nemusel změnit.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Dnešní debata byla zajímavá, možná více technická. Nezdá se, že by zde byla velká témata kromě věcí, které si bankovní rada chtěla vyjasnit.

Viceguvernér Niedermayer: Nepřeceňoval by stávající odchylku inflace od prognózy ve smyslu rizika pro nižší budoucí inflaci. Za poslední 3 měsíce jsme zažili dvakrát překvapení nahoru a jednou směrem dolů. Směrem nahoru bude na inflaci krátkodobě působit vývoj regulovaných cen. Zvýší se ceny plynu a elektřiny pro domácnosti, možná i pro firmy. Vliv vývoje regulovaných cen může být výraznější než dopad vyšší ceny ropy. Na protiinflační straně jde o působení kurzu. Zdá se ovšem, že nedávné posílení bylo spíše výkyvem s tendencí k návratu zpět než k dalšímu prohloubení. Kurz proto nevnímá tak významně, jakkoliv do budoucna může kurz udělat cokoli. Mezi nejistotami budoucího vývoje ekonomiky vnímá nejsilněji otázku investic. Investice budou ovlivňovat nabídkovou stranu ekonomiky, zaměstnanost a pochopení jejich vývoje je důležité. Roli hraje i to, že investuje nejen soukromý sektor, který by měl investovat celkem efektivně, ale masivně investuje také stát do infrastruktury. Na pozadí stabilního agregátního vývoje může dojít k rozdílnému vývoji obou složek (ve směru vyšších veřejných investic), což by vnímal jako rizikový vývoj. Pokles investic by krátkodobě byl pozitivní pro HDP prostřednictvím vyšších čistých exportů, ale dlouhodobý dopad by byl spíše negativní. Situace je o to komplikovanější, že spolu s tím, jak se ekonomika posouvá do vyšší přidané hodnoty v důsledku postupné ztráty cenové konkurenceschopnosti, mohou probíhat investice, které nejsou natolik objemově významné, ale přitom mohou být zajímavé v přidané hodnotě, zaměstnanosti apod. Intuitivně by očekával jistý pokles soukromých investic v důsledku tužší konkurence a postupné, byť plánované, ztráty cenové konkurenceschopnosti naší ekonomiky. Druhou významnou otázkou do budoucna je vývoj platební bilance, a to jak ve vztahu na formování kurzových očekávání, tak i na samotný vývoj kurzu. Čísla vypadají docela dramaticky. Bude sice zřejmě docházet ke zlepšování obchodní bilance, ale běžný účet nevypadá příliš dobře a finanční účet naznačuje, že bude stále závislejší na reinvesticích a na privatizacích. V takové situaci mohou být očekávání na zpevnování kurzu dále oslabována. Koneckonců minulá období kurzového vývoje bez posilovacích tlaků naznačují souvislost s vývojem platební bilance. Obrázek o čerpání evropských fondů je neradostný. Svým způsobem to souvisí se situací kolem sestavování a plnění státního rozpočtu a naznačuje to, že tyto fondy zřejmě nejsme schopni administrovat, i když budou dostupné. Nárůst zaměstnanosti ve veřejném sektoru není dobrá zpráva a hovoří o tom, jak vláda působí na ekonomiku. Celkově lze konstatovat, že z ekonomiky jsou smíšené signály, ale jejich amplituda je v zásadě malá. Rizika nejsou

vyhraněná ani na jednu stranu, ale implicitně v situaci nulových reálných sazeb je cítí směrem nahoru, avšak ne dramaticky. Vyjadřuje podnět ke zpracování materiálu (ve spolupráci SBO a SMS) na téma administrace cizoměnových toků mezi ČR a EU. Částečně to bylo součástí materiálu o změnách devizových rezerv. Mohlo by to být relevantní téma pro rozhodování v případě nárůstu těchto toků.

Viceguvernér Singer: Vrací se k poznámce o grafu inflačních rizik prognózy z veřejné části projednávání SZ. Jeho připomínka byla motivována tím, že při použití škály 1x1 v prezentaci by se ukázalo, že rizika jsou velmi koncentrována u počátku grafu, což bylo také hlavní poselství nových informací ve vztahu k prognóze. Ve vztahu ke komentáři viceguvernéra Niedermayera je trochu optimističtější u obchodní bilance, byť možná vlivem většího snížení importu. Platební bilanci považuje také za dlouhodobě důležitý faktor. Ohledně čerpání peněz z fondů EU je nutné vzít v úvahu, že prostředky z fondů EU mohou být čerpány častokrát až v průběhu daného projektu, nikoliv na jeho počátku. Délku tohoto zpoždění neumí odhadnout. Velmi se přimlouvá za vznik materiálu mapujícího tuto problematiku. Analýza by umožnila vyhodnotit tezi premiéra Paroubka o tom, že do ČR přiteče výrazný objem finančních prostředků z EU, což by byla významná záležitost pro měnovou politiku.

Vrchní ředitel Frait: Situace naší ekonomiky je velmi podobná situaci ekonomiky světové. Aktuální výhled je stabilní, ale současně se akumulují nerovnováhy týkající se úspor, investic a běžných účtů. Stávající data jsou často protichůdná a je velice obtížné rozhodnout se, co to znamená pro budoucnost. Protichůdnost indikátorů byla viditelná i v dnešní prezentaci. Na nabídkové straně vnímá rizika jako mírně proinflační. Jsou slabé firemní investice a poměrně slabý příliv přímých zahraničních investic, což v současné době platí pro téměř všechny „emerging“ ekonomiky. Oproti tomu existují střednědobá rizika z přenosu nákladových tlaků z cen surovin přes mzdy do cen. Nákladové tlaky v kombinaci s možná pomalým růstem potenciálního produktu představují proinflační faktor. Na druhé straně, slabé firemní investice při daných úsporách ve světě i u nás indikují i do budoucna tlaky na poměrně nízké reálné úrokové sazby. Na poptávkové straně vnímá rizika možná překvapivě jako protiinflační. Šokující je vývoj spotřebitelských úvěrů. V minulosti jsme předpokládali, že dynamika těchto úvěrů poklesne. V realitě však neklesá navzdory tomu, že úrokové sazby z těchto úvěrů se příliš nesnížily. To by indikovalo, že časem může dojít k nelineární korekci směrem dolů a předlužené domácnosti, které takto financují svou spotřebu, budou muset začít splácet úvěry, resp. šetřit. Naopak ze sektoru hypoték a úvěrů se nezdá, že by rezultovaly nějaké tlaky na přehřívání stavební výroby. Za významné riziko považuje, že by se jádrová či korigovaná inflace bez pohonných hmot mohla, v případě dalšího posílení kurzu, dostat do záporných hodnot. To by nebylo příjemné a měnová politika by neměla příliš velký prostor na řešení tohoto problému. V souhrnu však nejsou rizika z nabídkové ani poptávkové strany příliš velká. Co se týká evropských fondů, SMS na tom pracuje, ale nebude jednoduché některá čísla získat. V diskusi o obchodní bilanci a vlivu na HDP hraje velkou roli otázka deflátorů. V prvním čtvrtletí přispěly čisté exporty významnou měrou k celkovému růstu HDP, ovšem zejména v důsledku poklesu deflátorů. Otázka je, zda nemůže dojít k nějaké kompenzaci. Ze samotného pozitivního vývoje obchodní bilance nelze automaticky dovodit, že ČSÚ to vykáže jako pozitivní příspěvek k růstu HDP. U fiskální pozice považuje za lepší použít Hodrick-Prescottův filtr než mezeru výstupu z predikčního modelu. Mezera výstupu z modelu je výsledkem měnového modelu, zatímco pro odhad fiskální pozice je lepší jiný model než model měnové politiky. Asi bude nejlépe, když SMS bude prezentovat více typů těchto

ukazatelů. Převládá pocit, že za nízkým čerpáním vládních výdajů je neschopnost čerpat investiční fondy. To již ale nějakou dobu neplatí. Primární příčinou nedočerpávání rozpočtovaných peněz jsou jiné než investiční výdaje. K názorům, že SMS tápe kolem rozpočtu: absolvoval také několik jednání s ministerstvem. Ještě na konci června byla ČNB ubezpečována, že je se svým odhadem nižšího deficitu úplně mimo. Koneckonců podobně mluvil i ministr před třemi týdny v ČNB. Postrádáme seriózní údaje, které by pomohly tyto diskrepance rozklíčovat. ČNB v tomto nemůže suplovat ministerstvo. Délka SZ je vždy velké dilema. Došlo k určitému zkrácení, ale na druhé straně bankovní rada opět požadovala další informace.

Vrchní ředitelka Erbenová: Debata o délce textu SZ, počtu indikátorů ve fiskále apod. ilustruje nedostatek meritorních metodologických témat k diskusi, který bude trvat zřejmě až do doby, než SMS dokončí G3 model. Ohledně různě odvozené mezery výstupu a její aplikaci při analýze veřejných rozpočtů je důležité, aby byl použit ten způsob, který je relevantní pro měnově-politické rozhodování. Sladěnost metody s ESCB apod. není rozhodující. Současně by SMS měla vysvětlit smysl nových ukazatelů a rozdíl oproti těm starým. Inflační rizika jsou malá, nevýznamná a víceméně vyrovnaná. Rozdíl oproti červenci je v tom, že je umíme lépe pojmenovat. Hlavní změnou proti červenci je ropa, kterou v daném okamžiku považuje více za růstové než inflační riziko, avšak obojí nepříliš významné. V krátkodobém horizontu je významnější udržení světové konjunktury, které determinuje domácí vývoj více než fiskální vlivy či změny nájemného. Jakkoliv jsou měnové podmínky ve většině z pro nás klíčových zemí hodnoceny jako uvolněné, tak kromě zvyšování sazeb v USA se v dohledné době nečeká změna sazeb v eurozóně. Alternativní scénář ze 7. SZ uvažoval vyšší cenu ropy a vyšší sazby v zahraničí. I když se tedy nepohybujeme plně v jeho rámci, přesto rozdíly v sazbách mezi základním scénářem prognózy a alternativním scénářem nejsou nijak ohromující a z hlediska inflace jde spíše o přichýlení inflace k cíli. Riziko ropy tak není příliš významné, navíc v delším období je dopad vyšších cen ropy na inflaci nejistý, neboť může dojít k oslabení vnější poptávky. Vnímá nejistotu ohledně počátečních podmínek v souvislosti s lepší obchodní bilancí, pokud by tento vývoj vedl v modelu ke zvýšení potenciálního produktu a zachování mezery výstupu. V tomto smyslu jde tedy o riziko směrem dolů. Za riziko směrem dolů považuje také aktuálně předpokládaný vývoj regulovaných cen. Riziko předlužení domácností je spíše latentní a není podstatné pro aktuální měnové rozhodování. Úrokové zatížení domácností ve vztahu k disponibilnímu příjmu je stále nízké. To byla rizika směrem dolů na poptávkové straně. Proti tomu stojí vývoj zaměstnanosti (jakkoliv se odehrává zejména ve veřejném sektoru), který povede k vyššímu disponibilnímu příjmu. Rizikem ve mzdovém vývoji může být i jeho ovlivnění očekávaným zvýšením nákladů na bydlení. Obvykle se regulované ceny zvyšovaly v lednu, kdy již mzdová vyjednávání byla v plném proudu nebo před koncem. Nyní oznámení o růstu cen plynu předchází mzdovým vyjednáváním a je otázkou jak se v nich odrazí. Fiskální oblast je nejasná. Důležitější než deficit jsou výdaje a jejich struktura, kde ovšem nemáme žádné informace. Výdajovou expanzi příští rok nepovažuje za příliš pravděpodobnou. Lze předpokládat, že v důsledku nevhodné struktury rozpočtovaných výdajů se, podobně jako v minulosti, nebude dařit dočerpávat výdajové limity. Celkově shrnuto lze konstatovat, že proti ropě stojí poptávková rizika směrem dolů a souhlasí s doporučením sazby neměnit.

Vrchní ředitel Řežábek: Z pohledu inflačního cíle lze považovat rizika za minimální. Nejistoty vnímá v oblasti veřejných rozpočtů a budoucího rozhodování státu o případných dalších úpravách regulovaných položek. S fiskálem může souviset i loni započatý, a letos dále akcelerující, trend státu inkasovat dividendy od státních podniků. S pokračující privatizací bude tento tok zdrojů odumírat.

Guvernér Tůma: Hlavní závěr debaty je, že od minule se nic výrazného nestalo. Rizika jsou vyvážená a na všechny strany poměrně mírná. Ve fiskále máme jiná čísla než ministerstvo, začínáme si postupně věřit, protože v posledních letech měla v odhadech pravdu spíše ČNB. Problém nám v minulosti vznikal s komunikací rozdílného odhadu oproti ministerstvu. Pro srovnání uvádí debatu ECB, která chtěla odhady centrálních bank za národní fiskál. Jedna z centrálních bank byla v tomto směru velmi zdrženlivá a nechtěla svoji prognózu fiskálu ventilovat navenek, neboť to považují za intervenci v oblasti, která jim nepřísluší. Máme obdobný komunikační problém. S ohledem na dnešní debatu je zřejmé, že není možné, aby lidé na ministerstvu neviděli reálný fiskální vývoj. Otázkou je, jakým způsobem a jaké informace předávají nahoru. Pokud ministr financí na vládě říká, že musíme šetřit, tak lze jen těžko přijít a říci, že veřejné finance dopadnou podstatně lépe. Musíme být proto velmi opatrní z hlediska komunikace, jakkoliv věříme našim vlastním odhadům. Doporučuje považovat naše odhady fiskálního hospodaření za interní ukazatele pro naši vlastní potřebu. Druhou věcí je, že debata se soustředí na výši deficitu. Bez ohledu na výsledek však obecně máme problém modelově s deficitem pracovat a ohodnotit jeho vliv na ekonomiku a rozhodování o měnové politice. Je otázkou, není-li vhodnější chápat fiskální vývoj jako neutrální, neboť stejně neumíme s tímto vlivem dostatečně správně pracovat. Kurz často zmiňujeme jako riziko, dnes ho tak ovšem nevnímám. Po dlouhé době jsme se přiblížili hranici, kterou vidí dlouhodobě jako hranici pro posílení. Probíhá vývoj v platební bilanci. Dříve se očekávání odvíjela z běžného účtu, nyní se zdá, že vývoj běžného účtu může být korigován situací ve finančním účtu. To je poměrně nový faktor v kurzovém vývoji. Ohledně mezd lze říci, že jsme na mzdová vyjednávání zvědaví, v minulosti jsme to několikrát komentovali. Výrok upozorňující na potenciální rizika velkého růstu mezd může být povinností centrální banky. Faktem však je, že doposud mzdová vyjednávání k žádné katastrofě nevedla.

Vrchní ředitelka Erbenová: Téma mezd zmínila jako důsledek "zoufalého" hledání témat v situaci, kdy debatě BR v posledním půlroce dominuje fiskál, ropa a občas regulované ceny. Letos budou mzdová vyjednávání probíhat v jiném rámci než doposud, neboť od letošního roku platí závaznost kolektivních smluv na odvětvové úrovni, což může odboráře trochu posílit. Lze upozornit na tuto změnu s tím, že to ČNB bude pečlivě sledovat. Kurz nevnímá tak, že bychom nyní měli silné argumenty pro to, proč by neměl dále posilovat. Okamžitý vývoj spíše natolik závisí na vnějších faktorech, že k tomu neumíme nic říci. Vnější faktory se mohou zhoupnout kterýmkoliv směrem. Faktory jako volby v Polsku, situace na Slovensku apod. krátkodobě ovlivňují kurz více než vývoj finančního účtu. Z hlediska komunikace i ekonomie však dává smysl argumentovat platební bilancí ve smyslu, že není fundamentální důvod pro apreciaci. Ohledně fiskálu je problém, že jsme před měsícem škrtili padesát miliard na výdajích, ale není vidět, že by to nějak zásadně ovlivnilo inflaci. V tomto smyslu jsou fiskální diskuse spíše interní než určené k ventilaci navenek. Nevíme mnoho o přímé vazbě fiskálu na vývoj cen.

Guvernér Tůma: Kurz samozřejmě nepřestal být volatilní. Na rozdíl od minulosti však nynější vývoj není trend, kterému bychom museli nějak čelit a není tam ani potenciál k nějakému dalšímu posílení.

Viceguvernér Singer: Dlouhodobě je určitě téma vývoj platební bilance z hlediska repatriace zisků, zejména v situaci, kdy stát začne vysílat signály, že po privatizaci dané odvětví utáhne, zreguluje, nedovolí mu prodávat pod cenou, uplatní na něj kolektivní dohody apod. Pak může ochota k reinvestování zisků a přílivu nových investic do české ekonomiky výrazně klesnout. Není to téma aktuální v horizontu měnové politiky, jde o dlouhodobou záležitost, jejíž význam vyvstal v souvislosti s nedávnými aktivitami ministerstva financí.

Vrchní ředitel Frait: S jakým nárůstem důchodů počítá původní návrh rozpočtu?

Poradce Bezděk: První návrh rozpočtu se týkal pouze agregátních výdajů, příjmů a salda a nebyl rozepsán na jednotlivé rezorty a jejich výdaje. Zprávy z tohoto týdne hovoří o záměru MPSV valorizovat penze o 5 %. Pokud by se valorizovalo pouze podle zákonného minima, stačil by růst nižší než 3 %.

Vrchní ředitel Frait: Toto může být jeden ze způsobů utrácení chybějících miliard. K efektu fiskálu na měnověpolitické rozhodování. Škrť 50 miliard vypadá samozřejmě brutálně, ale jde o poprávkově relevantní saldo, resp. výdaje. Již třetí rok se opakuje scénář, kdy na začátku roku vidíme ve fiskále rizika větší, než by bylo optimální. Je to problém, ale kvantitativně nemusí být, překvapivě, příliš dramatický. V souvislosti s přípravou G3 se bude muset fiskál vyjasnit, neboť vládní sektor bude explicitní součástí modelu a za účelem jeho kalibrace bude nutné strukturovat vládní výdaje na základní kategorie.

Vrchní ředitelka Erbenová: Zdá se, že na začátku roku příliš věříme rozpočtu a postupem roku, optikou lepších průběžných výsledků, začínáme provádět vlastní odhady. V tom případě by bylo vhodné mít vlastní predikci fiskálu již od počátku roku.

Guvernér Tůma: Naši lidé tomu pravděpodobně nevěřili ani v lednu, jen neměli odvahu nám to naplno říci. Ministerstvo trvale ignoruje systematickou chybu na výdajích, o které se hovořilo na veřejné části projednání SZ.

Ředitel SMS Holub: Proti minulosti je nyní větší posun k odvaze říci, že to bude jinak, než říká vláda. V tomto smyslu se SMS poučila z minulých lepších výsledků oproti vládním očekáváním. Lze předpokládat, že (počínaje 6. SZ) do budoucna asi převládne ve fiskále v SMS názor, že skutečné saldo bývá lepší než záměry rozpočtu.

Vrchní ředitel Frait: Zajímavé je, že zveřejnění červencové prognózy s předpokladem 3% fiskálního deficitu nezbudilo vůbec žádný mediální ohlas.

Vrchní ředitelka Erbenová: Rozumnější analytici nemohou vládou očekávanému deficitu věřit.

Viceguvernér Niedermayer: Nelze než nezávidět zemím, které mají nezávislé „think-tanky“ hodnotící výsledky fiskální politiky. To nám chybí. Je otázkou, zda-li to občas nezmínit. Problematika podnikatelského prostředí je velmi relevantní. Nemusí se přitom nutně pohlížet na repatriace, ale zejména na investice. Je otázkou, zda-li v české ekonomice neklesají „incentivy“ pro investice. Částečně může jít o důsledek našich domácích politik a částečně může jít o důsledek toho, že jiné země dělají své politiky lépe.

Viceguvernér Singer: Na druhé straně je třeba zmínit, že vnímání republiky jako místa pro investice nebylo nikdy lepší. Proto ovšem považuje negativní tendence v podnikatelském prostředí za varovné znamení.

Viceguvernér Niedermayer: Tato hodnocení ovšem často pocházejí od finančních investorů, kteří navíc mnohdy chtějí investovat do instrumentů, které jsou u nás téměř nerozvinuté (akciový trh).

Viceguvernér Singer: Proč pak ovšem rostou tak rychlým tempem úvěry na drobné zvyšování kapacit? Problém však nechce bagatelizovat, jakkoliv je za horizontem měnové politiky. Považuje danou problematiku za relevantnější než před půl rokem. Drobnými krůčky lze podnikatelské prostředí výrazně v čase zhoršit.

Viceguvernér Niedermayer: Jde o dlouhodobý problém. Drobnými krůčky lze dosáhnout ztráty konkurenceschopnosti o desítky procent, a obrat je pak nákladný a trvá velmi dlouho, jak nasvědčuje dnešní situace některých zemí v eurozóně (Německo vs. Itálie, Španělsko). To může být relevantní i pro nás.

III. Závěrečné hlasování

Guvernér Tůma	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Viceguvernér Niedermayer	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Viceguvernér Singer	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Erbenová	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Fraňt	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Řežábek	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni

IV. Úkoly

Nebyly uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 1,75 %.

Zapsal: Vladimír Bezděk, poradce bankovní rady