

## Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 29. září 2005

**Přítomni: guvernér Z. Tůma (přítomen pouze na uzavřeném jednání bankovní rady), viceguvernér L. Niedermayer, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Řežábek.**

### I. Diskuse navazující na prezentaci 9. situační zprávy

**Viceguvernér Niedermayer:** Chválí způsob napsání situační zprávy. Konstatuje existenci dvou druhů regulovaných cen. Některé ceny jsou regulované z titulu nějaké vládní nebo obecní politiky, tj. například různé poplatky, kolkovné atd. Vedle toho jsou ceny usměrňované tam, kde má trh oligopolní strukturu, příkladem jsou ceny některých energií. V těchto případech je regulována pouze marže, substance ceny je ovlivněna importními podmínkami. Při současném členění to vypadá, jakoby většina inflace byla způsobena deregulacemi, zatímco ve skutečnosti se jedná o běžnou importovanou inflaci. Táže se, zda by do budoucna nebylo užitečné tuto dichotomii analyticky více zohlednit a to zejména z komunikačních důvodů.

**Viceguvernér Singer** (v diskuzi o struktuře regulovaných cen): Připojuje se k názoru, že by bylo užitečné analyzovat strukturu inflace regulovaných cen i v delším historickém kontextu. Na základě tohoto rozboru pak případně zpracovat alternativní způsoby prezentace.

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): V predikci se standardně provádí rozdělení regulovaných cen na věcně usměrňované a na vyloženě regulované. Energie, plyn, elektřina a teplo jsou modelovány v závislosti na vývoji cen vstupních surovin, nicméně je třeba říci, že se předpokládané scénáře nenaplnují příliš dobře. U politicky motivovaných regulovaných cen, jako je nájemné, televizní a rozhlasové poplatky a místní poplatky, se vychází ze známých informací, které se získávají většinou z médií. Je možné toto rozdělení také prezentovat a uvádět vedle regulovaných cen jako celku.*

**Viceguvernér Niedermayer:** Žádá o bližší zdůvodnění tvrzení uvedeného v situační zprávě ohledně možná krátkodobého charakteru růstu investic v Německu. Podle informací z tisku se spíše zdá, že podniková sféra v Německu funguje dobře. Německo je také největším exportérem a roste jeho podíl na světovém obchodě.

Požaduje bližší vysvětlení tabulky shrnující konsolidované veřejné rozpočty, kde je uváděn velmi velký rozdíl mezi výdaji včetně čistých půjček a výdaji běžnými a kapitálovými, který odpovídá přibližně 3 p. b. HDP.

Děkuje za zpracování části SZ o zaměstnanosti. Táže se na podíly jednotlivých odvětví NH na celkové tvorbě HDP a zaměstnanosti. Tato informace by měla doplňovat údaje o příspěvcích jednotlivých odvětví k růstu HDP a zaměstnanosti. Táže se také na zmiňované změny ve způsobu vykazování volných pracovních míst vytvořených zahraničními firmami zaměstnávajícími cizince a jejich relevanci pro statistiky trhu práce.

Žádá bližší vysvětlení části pojednávající o finančních výsledcích podniků, zejména se zajímá o význam údajů o růstu počtu ztrátových podniků.

V diskuzi o slabém růstu investic se dotazuje na souvislost s nebyvalým růstem úvěrů nefinančním podnikům. Vysvětlením tohoto určitého rozporu by mohl být například pokles zadlužení ze zahraničí, není to indikováno ve statistice platební bilance?

*Odpověď SMS: Ohledně pochybnosti udržitelnosti růstu investic v Německu je možné se odvolat na volatilitu této časové řady, zkušenost ukazuje, že v minulosti docházelo ke zvrátům.*

*Velký rozdíl mezi výdaji včetně čistých půjček a výdaji běžnými a kapitálovými je dán položkou „čisté půjčky“. Ty souvisí především s privatizačními akcemi, při účtování privatizace dojde ke snížení čistých půjček. Jedná se o důsledek účtování v metodice ESA.*

*Je podána informace o výběru daní. Rostou dobře všechny daňové kategorie. Spotřební daně rostou o 30 % mzr., zde má vliv zvýšení spotřební daně na cigarety, ale také je možné, že dochází ke zvýšení tranzitní dopravy a s tím ke zvyšování prodeje pohonných hmot. Tempem cca 25 % roste DPH; na tento růst má vliv také změna daňových sazeb, kde podíl položek se sníženou daní klesl přibližně z 1/4 na přibližně 1/8. Zdá se, že MF podcenilo potenciál zvýšení daňového inkasa z těchto změn. Ani vliv příznivého ekonomického vývoje pravděpodobně není zanedbatelný, v minulosti se však zatím vztah mezi hospodářským cyklem a výběrem těchto daní nepodařilo prokázat. Daň z příjmu roste tempem kolem 20 %. Odhadem přibližně polovina dynamiky je sice vysvětlitelná jednorázovými změnami sazeb, ale fiskál signalizuje robustní ekonomický růst. Rozpočet je však stále plánován jako deficitní. Je tedy problém, že se příznivé části ekonomického cyklu nevyužívá k dostatečné konsolidaci veřejných financí.*

*Změna ve způsobu vykazování volných pracovních míst se týká novely zákona o zaměstnanosti, která vstoupila v platnost v říjnu 2004. Dříve cizinci, aby obešli povinnost žádat o pracovní povolení, zakládali obchodní společnosti ve kterých zaměstnávali sami sebe. Novela vyžaduje, aby tato nově vzniklá pracovní místa byla registrována na úřadech práce. To způsobuje v časové řadě nově vytvořených pracovních míst určitý zlom. Dalším efektem zmíněné novely je také přísnější zacházení s registrovanými nezaměstnanými, včetně snazšího sankčního vyřazování. To vede také ke zlomu v příslušné časové řadě.*

*Finanční výsledky nefinančních podniků jsou komentovány za celé první pololetí. SMS se omlouvá za nepřesnou formulaci. Text se vztahuje k meziročním změnám, kde skutečně došlo ke zlepšení pouze u veřejných podniků, nikoli k absolutní výši ziskovosti.*

*K dotazu, zda byl pokles úvěrů kompenzován sníženým financováním ze zahraničí se uvádí, že v prvním čtvrtletí byl evidován příliv investic do podnikové sféry přibližně cca 10 mld. Kč, ve druhém pak byla bilance přibližně vyrovnaná.*

**Viceguvernér Singer:** Také chválí text situační zprávy.

Poněkud rozporné vyznění nových statistických údajů by mohlo také znamenat, že velmi silný vykázaný hospodářský růst je částečně statistickým artefaktem. Mohl by například pocházet ze změn ve vykazování exportů menšími podniky po vstupu do EU, které mohou být motivovány daňovou optimalizací. S uváděným hospodářským růstem se nezdá být v souladu například významný indikátor, kterým jsou nové zakázky v průmyslu, ten vzrostl v prvním pololetí pouze o 1,7 %. Dále pak upozorňuje, že růst indexu cen výrobců pouze o 1,1 %, který je nízký zejména ve srovnání s EMU, kde tyto ceny rostly cca 4% tempem. Změny peněžního agregátu M2 se také odpovídají spíše nižšímu růstu. Požaduje, aby v příští situační zprávě byla analyzováno i toto možné vysvětlení uváděných temp hospodářského růstu. Dotazuje se na názor sekce na vztah mezi růstem mezd a spotřebou, domnívá se, že k významnější transmisi nedochází. V souhrnu se domnívá, že nízká pozorovaná inflace možná naznačuje nižší než vykazovaný růst spíše než vyšší potenciál ekonomiky. Jinými slovy, neměli bychom spíše než potenciál korigovat data? Zmiňuje významnou roli veřejného sektoru, který je důležitý zejména pro stavebnictví, které bylo jedním z hlavních faktorů růstu zaměstnanosti. Také připomíná roli přerozdělování na úrovni EU, ze kterého profitovalo české zemědělství.

Ohledně debaty o krátkodobém růstu investic v Německu uvádí neoficiální informace o finančních výsledcích významných německých exportérů. Vyplývá z nich, že Německo je sice velmi významným exportérem, ale finanční výsledky korporací se zlepšují překvapivě málo, což nevytváří předpoklady pro rychlý růst investic. Navíc v geografické struktuře je export orientován převážně do sousedních zemí, jedná se o dlouhodobé vazby v EU a ne například expanzi na asijské trhy. Požaduje prohloubení vlastního analytického názoru ČNB na tuto problematiku, protože vývoj v Německu je pro českou ekonomiku stále klíčový. Závěrem oceňuje stanovisko poradce, ve kterém se upozorňuje na strukturu růstu investic a na její vztah k interpretaci čísla o růstu HDP.

**Vrchní ředitelka Erbenová** (v diskuzi o spolehlivosti dat HDP): Souhlasí s určitými pochybnostmi o spolehlivosti vykázaného růstu. Odhad potenciálu není možné korigovat stále, zejména pokud se to neopírá o další podpůrnou evidenci.

**Viceguvernér Niedermayer** (v diskuzi o spolehlivosti dat HDP): Táže se, do jaké míry by mohl být s hypotézou o nadhodnoceném růstu v souladu potenciálně špatný odhad deflátorů vývozu a dovozu.

*Odpoověď SMS: Souhlasí s tím, že v souvislosti se změnami po vstupu do EU je datová nejistota zvýrazněná. S podobnými problémy se potýkají i například v Maďarsku. SMS se rozhodně bude těmito otázkami i nadále zabývat a v 10. SZ se pokusí předložit podrobnější rozbor spolehlivosti dat o HDP. Ohledně vlivu deflátorů a směnných relací uvádí, že skutečně v minulosti byly revize HDP většinou směrem nahoru a to často souviselo se směnnými relacemi. Nyní se směnné relace významně zhoršují a pokud dojde k revizi dat, tak by se dala spíš očekávat oprava směrem dolů.*

**Vrchní ředitel Holman:** Požaduje bližší vysvětlení zhoršení směnných relací. Jedná se pouze o vliv vyšší ceny energetických surovin nebo jsou za tím ještě další vlivy?

**Viceguvernér Singer** (v diskuzi o spolehlivosti dat HDP): Také žádá upřesnění, kolik ze zhoršení směnných relací připadá na energetické suroviny.

*Odpoověď SMS: Ke zhoršování směnných relací nedochází jenom u komodit navázaných na ropu. Je možné je pozorovat i u strojů a dalších komoditách s vyšší přidanou hodnotou. Zde zatím není k dispozici jednoznačné vysvětlení. Na energetické komodity připadají asi 3/4 zhoršení směnných relací.*

**Vrchní ředitel Frait:** Poukazuje na to, že již delší dobu máme nízké nominální a také reálné úrokové sazby aniž by se to projevovalo v rychlém růstu investic. Možným vysvětlením by mohlo být, že reálné rovnovážné sazby jsou nižší, než jsme předpokládali. Doporučuje blíže analyzovat tuto veličinu a její nastavení v predikčním modelu.

**Vrchní ředitel Holman:** Táže se na to, zda je riziko apreciacie nominálního kurzu zachyceno v grafu rizik GRIP. Kurz by měl být standardní součástí domácích měnových podmínek a požaduje vysvětlení komentáře, který se zdá být s tím v rozporu.

Táže se, zda je sekce měnová schopna kvantifikovat vliv ceny ropy na devizový kurz. Je to součástí obecnější otázky, zda a do jaké míry je kurz důležitý při absorbování různých makroekonomických šoků.

Všímá si tvrzení v situační zprávě o klesající dovozní náročnosti průmyslové produkce po vstupu do EU. Žádá bližší vysvětlení této problematiky, zda a proč je tomu tak.

Zpochybňuje tvrzení situační zprávy, že pouhý akt vstupu do EU vedl k lepšímu vnímání kvality českých výrobků na mezinárodních trzích.

*Odpoověď SMS: GRIP odráží silnější než predikovaný kurz v průměrné hodnotě za uplynulé čtvrtletí. Nicméně riziko ještě výraznějšího nenaplnění predikce v dalším období, které vyplývá z aktuálních hodnot kurzu, není GRIPem reflektováno.*

*Ohledně kvantifikace dopadu cen ropy do kurzu je možné vycházet z alternativy zpracované v rámci 7. SZ. Zde bylo předpokládáno zvýšení cen ropy o 30 % proti základnímu scénáři v horizontu jednoho roku. Alternativa brala v úvahu působení tohoto šoku i na zahraniční ekonomiku. Měnový kurz na to také reagoval a byl proti základnímu scénáři slabší a úrokové sazby byly naopak vyšší. To se týkalo zejména vzdálenějších čtvrtletí. V nejbližším období byl měnový kurz blízko základního scénáře. Z hlediska inflace tak kurz spíše propagoval dopad ropného šoku a naopak tlumil jeho protirůstový vliv na reálnou ekonomiku.*

*Klesající dovozní náročnost průmyslu je hypotézou, která vychází z představy ekonomiky rostoucí na základě předchozích investic do zpracovatelského průmyslu. Nejde jen o vytváření nových exportních kapacit, ale i o postupný vznik clusterů dodavatelů hlavních exportérů. Není to však zatím příliš podporováno daty o příspěvku průmyslu k tvorbě HDP a růstu průmyslové produkce. ČNB tuto hypotézu zatím nepovažuje za zcela ověřenou a věta uvedená v SZ pochází z přehledu predikcí ostatních institucí.*

*Tvrzení o zlepšené vnímání českých výrobců po vstupu do EU je založeno na podobně měkké evidenci. Může to být doplňkový faktor ke vlivu odstranění posledních obchodních bariér.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Táže se, jak velký dopad na letošní inflaci bude mít loňská harmonizace některých daní s EU.

Požaduje informaci o struktuře přílivu zahraničních investic, jakou část z nich tvoří investice do nových kapacit. Dále se táže na strukturu odlivu prostředků ve formě dividend podle typu původní investice a na to, jaký je výhled do budoucna.

**Viceguvernér Niedermayer** (v diskuzi o struktuře PZI): Táže se na míru odlivu investic, respektive na dezinvestice, rušení starších zahraničních investic. Také se dotazuje, jak je to účetně zachyceno, zda nemůže dojít ke zkreslení směrem dolů, například díky vysokým opravkám.

*Odpoověď SMS: Harmonizace daní již většinou bezprostředně z inflace vypadla. Nyní by měly nabíhat vlivy ze změn spotřební daně na tabákové výrobky, v prognóze jsou, v realitě se však opožďují. Aktuálně je tedy primární dopad daní na inflaci ve třetím čtvrtletí nulový.*

*Odlivem dividend se SMS nyní intenzivně zabývá, neboť je to zdrojem deficitu běžného účtu. Masa zisku vytvořená nerezidenty se rozkládá na transferovanou a reinvestovanou část. V PZI jsou nejdůležitější nyní vedle privatizačních investic tyto reinvestice. Z reinvestované částky se předpokládá, že 90 % jsou investice do nových produkčních kapacit. Zbytek PZI jsou nové investice do „brown a greenfield“. To je částka cca 20-30 mld. Kč, kterou považuje SMS za poměrně malou, navíc je trend k poklesu.*

*Dezinvestice účetně snižují položku přílivu zahraničních investic. Objemově se jedná pravděpodobně o relativně malé hodnoty, bližší informace budou zaslány elektronicky po jednání bankovní rady.*

**Vrchní ředitelka Erbenová** (v diskuzi o struktuře PZI): Poznává, že 20-30 mld. zcela nových „brown/green-field“ investic je řádově 1 % HDP, což není zanedbatelné.

## II. Uzavřené jednání bankovní rady

**Viceguvernér Singer:** Vyjadřuje přesvědčení, že dostupné informace, včetně nejistoty o charakteru ekonomického růstu a spolehlivosti dat, neopravňují ke změnám měnové politiky.

**Viceguvernér Niedermayer:** Poznává, že ve světě inflace roste a již není tak nízká jak bývala. Například ve Velké Británii je inflace nejvyšší za posledních devět let a při tom růst je tam nejnižší za posledních dvanáct let. V USA je inflace spíše 4 než 3 procenta a v Evropě je inflace stále nad cílem. Ohledně situace u nás je dobré si uvědomit, že velká část nárůstu regulovaných cen je důsledkem nárůstu cen dovážených „tradables“. Nicméně čistá a korigovaná inflace je stále velmi nízká. Existuje sice řada nejistot ohledně robustnosti růstu naší ekonomiky, je pravděpodobně obtížné rozlišit mezi 4% a 6% tempem růstu, ale jinak se nezdá, že by ekonomika vykazovala nějakou slabost. Vyjadřuje však nejistotu ohledně udržitelnosti růstu investic.

Možným vysvětlením toho, proč se hospodářský růst tak málo promítá do spotřeby, je umírněný růst mezd. To může vysvětlit, že ekonomika je schopna si poradit i s poměrně silným měnovým kurzem. Za zmínku stojí i absence obvyklých nesouhlasných reakcí na posílení koruny.

Odhady vlivu cen energií ukazují, že může dojít k výraznému zvýšení inflace. Pak se dostaneme do situace výrazně záporných úrokových sazeb. To v kombinaci s hospodářským růstem 4–5 %, růstem spotřebitelských úvěrů cca 30 %, růstem podnikových úvěrů na úrovni 13 % vzbuzuje obavy. Na tento problém klade velký důraz.

**Vrchní ředitel Holman:** Zveřejněný růst HDP ve výši 5,1 % meziročně znamená chybu prognózy 0,9 procentního bodu. Je to tím, že analytikové dovedou tak špatně předpovídat HDP nebo ČSÚ je dokáže tak špatně měřit? V druhém případě lze očekávat revizi směrem dolů.

Pro budoucí měnověpolitické rozhodování bude nabývat na významu, jaké bude ČNB schopna tvořit hypotézy o růstu cen ropy. Bude důležité vědět, jestli vysoké ceny ropy budou jen přechodným jevem nebo zda budou mít trvalejší charakter. Dlouhodobým faktorem je zejména růst poptávky po ropě ze strany otevírajících se ekonomik jako je Čína a Indie, krátkodobým pak nesoulad struktury těžby ropy a struktury rafinerií, což může být korigováno. Otázkou je do jaké míry jsou vysoké ceny ropy výsledkem spekulativních aktivit amerických fondů, do jaké míry je to spojeno s politikou Fedu, který dodává mnoho likvidity nebo jak to souvisí s tím, že americké krátké sazby rostou a dlouhé nerostou. Vyzývá, aby se této problematice věnovalo mnohem více pozornosti. Pokud růst cen je spíše dlouhodobá záležitost, měl by se upřednostnit alternativní scénář ze 7. SZ.

Připomíná, že podle údajů o struktuře tvorby HDP tahounem expanze asi není exportně orientovaný průmysl postavený na minulých PZI. Růst je založený spíše na službách. Přiklání se k vysvětlení, že slabá domácí poptávka je příčinou dynamického exportu.

Doporučuje se sazbami nehýbat, neboť pro to nejsou přesvědčivé fundamentální důvody.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Jeden údaj o HDP změnil vnímání ekonomiky, zdá se, že jí teď rozumíme méně než dříve, paradoxně však nedošlo ke změně pohledu na nastavení úrokových sazeb.

Ztotožňuje se s hodnocením SMS, že rizika jsou výraznější než před měsícem, ale že zůstávají přibližně vyrovnaná. Tato rizika, která umíme pojmenovat, jsou více či méně krátkodobá a tedy víceméně irelevantní pro měnověpolitické rozhodování. Je to ropa, plyn pro domácnosti, elektřina, další nákladové faktory. Proti tomu stojí aktuální inflace včetně její struktury a silnější kurz, tady ale z pohledu efektivního indexu není vývoj příliš dramatický. Reálné sazby jsou volnější než predikce, ale jsou kompenzovány silnějším kurzem.

Nicméně ve střednědobém horizontu vyjadřuje velkou nejistotu o vývoji ekonomiky. Primárně je otázkou promítání nákladových rizik do inflačních očekávání a mezd. Navíc fiskál je i přes příznivé saldo uvolněný díky vysokým daňovým inkasům. Otázkou je vliv fiskálního vývoje na ekonomiku – vzhledem k minulým zkušenostem vyslovuje skepsi o možnosti jej odhadnout.

Zdůrazňuje nejistoty o měření HDP, zejména čistých exportů a deflátorů a chybějící souvislost s děním na trhu práce, kde zlepšení odráží spíše institucionální změny než ekonomické faktory. Měnové agregáty také nenaznačují prudké zrychlení růstu, M2 zpomaluje. Koincidenční indikátory (maloobchodní prodeje, průmysl) také ukazují ke stabilní dynamice. V souhrnu inklinuje k názoru, že poslední číslo o růstu HDP je artefakt, který by neměl významně ovlivnit rozhodování. Kromě toho a kromě vyšších cen ropy se toho v ekonomice příliš mnoho nezměnilo, proto doporučuje neměnit původní celkový náhled na úrokovou politiku.

Doporučuje hlouběji se zamyslet nad potenciálním růstem, zda existují kromě Kálmánova filtru další věcné argumenty pro jeho zrychlení. A pokud zrychlil, pak zvážit náhled na úroveň rovnovážných sazeb a rovnovážné reálné apreceiace.

**Vrchní ředitel Frait:** Debata o zvláštním čísle HDP se vztahuje spíše již k příští prognóze, za hlavní faktor nyní považuje růst cen ropy, plynu a dalších surovin. Domnívá se, že to se stále poněkud podceňuje, očekává významné zvýšení inflace a významné negativní nabídkové i poptávkové efekty. Simulace v rámci alternativního scénáře v rámci 7. SZ považuje za izolované, které neberou v potaz veškeré dopady do ekonomických veličin. Přirovnává to k původně podobně podceňovaným efektům teroristického útoku na New York. Doporučuje proto pracovat i s poměrně nepříznivými scénáři.

Ohledně vývoje světové ekonomiky připomíná na jedné straně příznivé komentáře situace v Německu a Japonsku na druhé straně se zdá, že globální nerovnováhy mají tendenci se spíše prohlubovat. V tomto smyslu platí, že řada „emerging markets“ a nám podobných ekonomik trpí slabými investicemi navzdory relativně nízkým reálným sazbám. To podporuje hypotézu, že střednědobě jsou rovnovážné reálné sazby na velmi nízkých hodnotách. Vysvětlením může být velká konkurence na trhu průmyslových výrobků, strojů a zařízení což sráží ceny a výnos z kapitálu. Koresponduje to s vývojem v Německu, kde firmy sice hodně vyváží, ale málo vydělávají. To považuje za podstatné riziko, jemuž je naše velmi průmyslová ekonomika vystavena.

Přiklání se k tomu, že rychlý růst HDP ve 2Q je částečně statistická iluze. Kromě toho investice jsou do značné míry determinovány vládními infrastrukturními projekty. Nicméně pro bytovou výstavbu jsou úrokové sazby stimulativní. Tempa růstu investic do strojů a zařízení jsou sice pozitivní, na což poukázal i poradce, ale ta tempa jsou poměrně nízká.

Vyslovuje pochybnosti o prognóze 7% růstu mezd v příštím roce, na které budou založena jednání s odbory. To považuje za velké téma příští prognózy. Letos nominální jednotkové náklady práce v průmyslu klesají a v celé ekonomice stagnují. To implikuje velmi slabé inflační tlaky do budoucna, pokud budeme abstrahovat od cen surovin.

Pokud by nebylo ropy a plynu, navrhoval by skoro snížení sazeb. Za současné situace jsou však inflační rizika poměrně vysoká. Na druhou stranu 5% růst M2 při růstu nominálního HDP o 6 % ale implikuje slabé budoucí inflační tlaky. Shrnuje, že je zatím dostatek času počkat na to, co ceny surovin ve světové ekonomice způsobí a co to bude znamenat pro naše hospodářství.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Vyjadřuje velkou nejistotu ohledně fiskálního vývoje, ukazuje se, že skutečný vývoj je zcela mimo předpoklady rozpočtu.

K diskusi o stavebnictví doporučuje si všimnout nejen statistických údajů o stavební výrobě, ale i aktuální situace na trhu, kde začíná být stále těžší novostavby bytů prodávat. To může do budoucna indikovat zpomalení v tomto segmentu.

Připomíná historický vývoj na trhu s ropou. V letech 2001 a 2002 byl pokles poptávky po ropě, následně v letech 2003 a 2004 procházely některé rafinérie modernizacemi. Již v roce 2004 se objevily problémy s výpadkem těžby a rafinérií v USA. To vše mělo vliv na celkové zásoby ropy a také možná proto se pravděpodobně letos ropa tak skokově zdražila. Aktuální dění v USA existující napětí jenom zvýšilo. Požaduje zpracování analýzy této problematiky i v historickém kontextu.

Uvádí, že nemá v úmyslu navrhnout žádné změny měnové politiky.

**Guvernér Tůma:** Předává SMS analýzu trhu s ropou zpracovanou Mezinárodním měnovým fondem. Doporučuje navíc fond kontaktovat ohledně možných dalších informací. Ceny ropy vnímá jako jedno z významnějších pozorovatelných rizik. Důležitou otázkou je, jak na ně budou reagovat inflační očekávání. Současná korigovaná inflace je nízká, což by mohlo poskytovat určitý čas pro získání lepších informací o vlivu vyšších cen ropy na ekonomiku, ale je nutné zachovat obezřetnost. Pokud by se inflační očekávání ve střednědobém horizontu začala neadekvátně zvyšovat, bylo by nutné reagovat spíše dříve než později.

Rychle rostoucí úvěry mají příznivou strukturu, neboť se zvyšují i úvěry podnikům a to i na delších splatnostech. Existují nejistoty kolem nových údajů o růstu HDP včetně investic a poptávky domácností, nicméně situace ve finančním zprostředkování ukazuje poměrně příznivý obrázek o hospodářském vývoji.

Připojuje se ke dříve vysloveným pochybnostem ohledně správnosti předpokladu o 2% rovnovážné reálné apreciaci, pokud by se mělo potvrdit současné tempo růstu.

Poznamenává, že ve světě roste inflace i úrokové sazby a pravděpodobně bychom těžko mohli být izolovaným ostrůvkem ve středně dlouhém období. Otázkou však je, jak může být rychlý proces toho přenosu.

Vyjadřuje se k trhu práce. Na jednu stranu panují oprávněné výhrady k flexibilitě tohoto trhu, nicméně na druhou stranu se zdá, že v oblasti mezd se situace vyvíjí relativně dobře. To je asi důsledkem slabé síly odborů. V této souvislosti doporučuje vyhnout se na jednání s odbory prezentaci konkrétního předpokladu o vývoji mezd v příštím roce, protože ten byl v minulosti nesprávně interpretován jako doporučení ČNB. Mzdové náklady jsou pro podnikatelský sektor cestou jak čelit konkurenčním tlakům, což vyplývá i z textu SZ.

Doporučuje komunikovat, že rozpočet se díky vysokým příjmům vyvíjí relativně příznivě, že působení fiskálu je vzhledem k postavení v cyklu uvolněné a že fiskální situace představuje pro ČNB nejistotu v rozhodování. Jednak je obtížné odhadnout, jaký bude ve skutečnosti deficit, ale především je nejasné, jaký vliv bude fiskálního vývoje na ekonomiku.

**Viceguvernér Niedermayer:** Reaguje na diskuzi o vlivu vlády na stavební investice. Poznává, že tento efekt bude díky vysokým příjmům rozpočtu pravděpodobně přetrvávat delší dobu. Naopak by mohlo snadno dojít k další výdajové expanzi a zvýšení poptávky. Je zde určitý rozpor mezi zrychlením růstu úvěrů z cca 12 na 17 % a pomalým růstem peněžní zásoby. Lze odhadnout změnu v úrovni NFA, což ale nedává příliš intuitivní obrázek. Domnívá se, že měnová situace obecně není restriktivní. Je sice evidentní, že chování vlády působí měnově restriktivně, ale je otázkou udržitelnost této vládní pozice. Doporučuje se touto problematikou blíže zabývat.

Za slabou spotřebou stojí kromě nárůstu zadlužení a vedle relativní sociální nejistoty i relativně nízké mzdy a sociální dávky. Poznává, že možná je pouze zdánlivý rozpor mezi tvrzením o neflexibilnímu trhu práce na jedné straně a nízkým růstem mezd na straně druhé. Regulace totiž blokuje vytváření nových pracovních míst a lidé, kteří mají zaměstnání jsou v obavách z jeho ztráty. Proto mohou být schopni si vyjednat jen menší mzdy. Je překvapivé, že při zhruba 2% inflaci, 5% růstu rostou mzdy pouze 5 %. Aniž by žádal vyšší růst mezd, poznává, že kdyby mzdy rostly rychleji, vedlo by to k menšímu zisku na „equity“ a k vyšší domácí poptávce.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Jinými slovy, lidé preferují pracovní místa před mzdami.

**Viceguvernér Singer:** Připomíná, že při minulém jednání požadoval zpracování scénáře, který by zohledňoval, na rozdíl od alternativy v 7. SZ, dlouhodobě vysoké ceny ropy. Zmiňuje materiál, který je mu k dispozici, který do roku 2010 pracuje s vysokými cenami ropy. Ujišťuje se, že se pracuje na požadované analýze dlouhodobých sekundárních efektů cen kolem 50 USD za barel.

Souhlasí s tím, že nízký růst M2 vůbec nenaznačuje akceleraci inflace. Poznává, že zejména pokud by se měla potvrdit nová čísla o HDP, mohlo by to znamenat tlak směrem k volnější měnové politice. Vidí velmi málo počátečních impulsů inflace, například ceny výrobců rostou velmi pomalu. Proto doporučuje čekat na další informace, na příslovečný „smoking gun“. Růst PPI kolem 1 % může indikovat v budoucnu problémy s příliš nízkým růstem CPI. Podobně to platí i pro ceny zemědělských výrobců. Tyto ceny vstupující do CPI rostou velice pomalu ve srovnání s naším okolím. Část lze vysvětlit měnovým kurzem, ale ne vše.

K vyjasnění nesouladu mezi růstem HDP a růstem jeho komponent a dalších indikátorů navrhuje pokusit se najít vhodnou „data-mining regression“. Mělo by se vůbec ukázat, co může české HDP potenciálně vysvětlovat a pokud by se našel dostatečně robustní vztah, mohly by se na jeho základě posoudit aktuální hodnoty. V případě, kdyby se naopak nenašel, může nás rozpor mezi komponenty HDP a jeho celkovou hodnotou znepokojovat méně.

**Viceguvernér Niedermayer:** V nedávné minulosti jsme prošli obdobím velmi vysokého růstu PPI, který se do CPI nepromítl. Došlo ke sblížení cenových úrovní měřených těmito dvěma indexy, což by mohlo vysvětlit současnou nízkou inflaci PPI.



**Guvernér Tůma:** V teoretickém konceptu je monetarismus velmi přitažlivý, ale prakticky bývá těžké v něm hledat oporu. Nyní jsou velmi nízké nárůsty peněžní zásoby, v minulosti však peníze rostly velmi rychle a je dobře, že na ně tenkrát ČNB nereagovala. Proto považuje číslo M2 v krátkém období za téměř irrelevantní.

**Vrchní ředitel Frait:** Otázkou je, jak mají centrální banky reagovat na vysoké ceny ropy. Poukazuje na názor guvernéra Fedu, Edwarda Gramlicha, který tvrdí, že by centrální banka neměla reagovat v podstatě nijak, resp. by se měla její reakce měla odvíjet až od následného vývoje ekonomiky.

K tématu reálné apreciacie poznamenává, že z hlediska parity kupní síly měřené koeficientem ERDI a výše HDP na osobu je česká měna stále poměrně slabá, což by mohlo ukazovat na prostor k další reálné apreciaci.

K diskuzi o roli peněz poznamenává, že může být vhodnější všimnout si spíše úvěrů než M2. Nicméně připomíná, že ECB se stále na peněžní agregáty dívá.

**Guvernér Tůma:** Ohledně nejistot kolem úrovně kurzu a jeho zhodnocování je nutná komunikační zdrženlivost.

**Viceguvernér Niedermayer:** Ekonomika je v lepší kondici než kdykoliv předtím, aby mohla ustát silnější kurz. Vysvětlením může být nízký růst jednotkových nákladů práce.

**Viceguvernér Singer:** Souhlasí, nicméně se zdá, že v souladu s očekáváním a teorií se finanční ukazatele podniků zhoršují.

Souhlasí s tvrzením, že měnová politika stimuluje růst hypotéčních úvěrů, ale tento růst v kontextu stavu ekonomiky nepovažuje za nezdravý. Nicméně vyslovuje silnou pochybnost o tom, že segment spotřebitelských úvěrů je zásadně ovlivňován měnovou politikou. Nyní dochází k dělení tohoto trhu a to je mimo vliv měnověpolitických sazeb. Sazby jsou na tomto trhu na zcela jiné úrovni. Reálné úroky tam jsou pozitivní a vysoké.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Souhlasí, sazby jsou zde přes 14 % p.a.

**Vrchní ředitel Frait:** Navíc se zde často jedná o „overdrafts“.

**Viceguvernér Niedermayer:** Souhlasí. Nicméně navrhuje analyzovat peněžní zásobu a vyjasnit, zda je tam jen vliv vlády nebo hrají roli i ostatní čisté položky.

**Viceguvernér Singer:** Vrací se k hypotéze, že vysoký růst je statistickým artefaktem. V důsledku internacionalizace roste význam schopnosti zahraničních vlastníků daňově optimalizovat přes nákladové ceny, která je větší než v rámci finanční skupiny. Ve finanční skupině je možno používat jenom nástroje typu „management fee“, naproti tomu zahraniční vlastníci mohou odvádět z podniků zisk přes ceny vstupů mnohem snáze. Přitom pozice domácích finančních úřadů je v takových případech velmi slabá. To může podstatně zhoršovat směnné relace.

**Viceguvernér Niedermayer:** Otázkou je jakým směrem to působí. To může znamenat, že podceňujeme HDP.

**Guvernér Tůma:** Proti tomu však bude působit vliv deflátorů, který bude HDP ve stálých cenách zvyšovat.

**Viceguvernér Singer:** Posoudit, který vliv může být silnější, je na důkladnější analýzu.

### **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. Frait	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Holman	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Řežábek	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni

### **IV. Úkoly**

Nebyly zadány.

### **V. Rozhodnutí**

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

Zapsal: Martin Cincibuch, poradce bankovní rady