

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 22. prosince 2005

Přítomni: guvernér Z. Tůma, 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 12. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Překvapilo ho, že v grafu rizik inflačních prognózy (dále jen GRIP) je vazba Euribor sazeb na české úrokové sazby v poměru 1:1. Očekával trochu slabší reakci domácích sazeb, neboť Euribor ovlivňuje také měnové podmínky. Druhá otázka se týká fiskální politiky. Státní rozpočet je/byl (k datu přípravy SZ) vyrovnaný po započtení převodu rezervních fondů do příjmů. Ve skutečnosti je tedy letos deficitní přes 20 mld. Kč. Táže se, zda sociální zákony, které jsou aktuálně projednávány Parlamentem, mají účinnost opravdu až od roku 2007, nebo již od druhého pololetí 2006.¹

Odpověď Sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Reakce českých sazeb na změny v Euribor je skutečně o něco menší než 1:1 v důsledku působení Euribor na měnové podmínky. Odchylna však není příliš velká. Navíc bod v GRIPu nevyjadřuje pouze vliv Euriboru. Je tam zohledněn i vliv vyššího indexu cen průmyslových výrobců v Německu.

Viceguvernér Singer: Požádal SMS o materiál shrnující názor na problematiku sekundárních průsaků nákladových impulzů do cen a jejich časování. Připojuje se k otázce na fiskální politiku s ohledem na růst sociálních výdajů od roku 2007, které jsou schvalovány Poslaneckou sněmovnou. Dotazuje se, proč do roku 2000 rostl podíl dovozní náročnosti exportů. Poznává, že Beveridgeova křivka naznačuje zlepšování fungování trhu práce. Pochybuje o významu přílohy „Reforma cukerného pořádku v EU“ pro měnověpolitické rozhodování. Ocenil pasáž situační zprávy (dále jen SZ) o platební bilanci, která se proti předchozím SZ výrazně zlepšila. Zmiňuje otázky č. 1 až 3 a 5 ze stanoviska poradce. Uvítal by v jedné z příštích SZ přílohu mapující dopad nového rozpočtu EU (2007-2013) na českou ekonomiku – půjde pravděpodobně o významný poptávkový a kurzový šok.

Odpověď SMS: Při snížení prognózy primárního cenového šoku se samozřejmě adekvátně sníží i riziko sekundárních dopadů nákladového impulzu do cen. Rozsah sekundárních dopadů však půjde posoudit až s relativně značným zpožděním. Prvním signálem by mohl být mzdový vývoj, kde však průsak není prozatím pozorován. Zajímavá může být i inflace v lednu, kdy dochází k pravidelnému přeceňování. Případný skok v korigované inflaci může naznačit existenci sekundárních dopadů. Prozatím sekundární dopady nikde příliš nepozorujeme. V 10.SZ byl graf pro 0, 50 a 100% průsak nákladových impulzů. V prvních 2-3 čtvrtletích nebyl v grafu patrný příliš velký rozdíl mezi těmito scénáři.

Viceguvernér Singer: Ropa se výrazně zdražila už v první polovině tohoto roku. Průsaky bychom tedy v budoucím kvartále už měli pozorovat a proto považuje za relevantní dostat materiál, který mapuje ex ante názory sekce na to, kdy se tak má stát.

¹ Reakce na fiskální dotazy je uvedena v rámci odpovědi VŘ M. Erbenové.

Odpověď SMS: Korigovaná inflace byla v listopadu mírně pod prognózou, což SMS dává do souvislosti s vývojem dovozních cen. Nevztahuje to k případným sekundárním dopadům nákladových šoků.

K problematice fiskální politiky: vláda si pravděpodobně uvědomila, že nejjistější cestou k dosažení fiskálních deficitů je zvýšení mandatorních výdajů, které se utratit musí, na rozdíl od jiných běžných výdajů. To je samozřejmě nešťastné z hlediska dlouhodobé udržitelnosti fiskální politiky, neboť podíl mandatorních výdajů je již tak dost velký. Tento fiskální vývoj po roce 2006 může v kombinaci s náběhem evropských zdrojů od roku 2007 vzbuzovat obavy, jak ukázala ostatně již analýza v rámci materiálu Kritéria sladění. Podrobněji se těmito vlivy bude zabývat nová makroekonomická prognóza v lednu. Kompromisní rozpočet EU snížil povinnou výši kofinancování. Navíc existuje snaha, jakkoliv to formálně není možné, využít zdrojů z EU a nahradit jimi některé výdajové programy prováděné dosud na národní úrovni. Tyto záležitosti a jejich případné dlouhodobé dopady budou diskutovány s MFČR.

Beveridgeova křivka zaznamenala v posledním roce zajímavé pohyby. Nejprve mířila severně v důsledku povinnosti hlásit nová pracovní místa ve firmách provozovaných cizinci. Pak se vydala západně v reakci na nový zákon o zaměstnanosti a vyšší sankční vyřazování z evidence nezaměstnaných. Nyní shluk bodů naznačuje pohyb jihozápadně, tj. správným směrem z hlediska strukturálních reforem. Prozatím SMS doporučuje tento vývoj příliš nepřeceňovat.

Rostoucí dovozní náročnost vývozu v letech 1999 a 2000 mohla být způsobena tím, že v těchto letech ještě neproběhly investice do tuzemské výroby meziproduktů. Přenesení finálních výrob do ČR vyvolávalo tedy tlaky na růst dovozů. Následně v důsledku přenosu sekundárních výrob došlo k poklesu dovozní náročnosti vývozu. Dovozní náročnost vývozu klesla ve všech odvětvích, nejen ve zpracovatelském průmyslu. Tato tendence vysvětluje i celkový pokles dovozní dynamiky.

K otázkám ze stanoviska poradce je možno uvést následující. Zhoršené hospodaření nefinančních podniků odpovídá očekávání SMS. Nákladový šok generuje dodatečné náklady, které nebyly promítnuty plně do cen a tudíž klesá zisková marže podniků. Tento vývoj bude v nejbližších čtvrtletích zřejmě pokračovat. S tím je konzistentní i relativně umírněná prognóza růstu fixních investic. V úvahu je nutné vzít také vliv výchozí základny – rok 2004 byl v ziskovosti firem mimořádně úspěšný.

K obchodní bilanci za třetí čtvrtletí - odchylka 8 mld. proti predikci. Prognóza cíluje celoroční číslo, které je následně alokováno do jednotlivých čtvrtletí. Ve třetím čtvrtletí došlo k neobvyklé sezonalitě u paliv a cen kovů. Celoroční saldo obchodní bilance by mělo být v souladu s prognózou. Loni byla obchodní bilance v deficitu 22 mld. Kč, letos predikujeme přebytek v řádu 40-50 mld. Kč. Meziroční změna 70 mld. je poměrně výrazná a chyba v řádu 5 mld. Kč je stále v toleranci. Obrat vývozu i dovozu dosahuje ročně řádu tisíce miliard.

Měsíční data u platební bilance (deficit finančního účtu 16 mld. Kč v říjnu) vycházejí vždy z předběžných údajů, hlavně u podnikového sektoru. Výjimečně byl zaznamenán pohyb i u obchodních bank v důsledku mezibankovních úvěrů mezi našimi a zahraničními bankami realizovanými v korunách. Počátkem listopadu byly provedeny privatizační platby za Unipetrol (doplatek 2,5 mld. Kč) a Vítkovice (7 mld. Kč) ve prospěch FNM. Tyto platby byly realizovány přímo v korunách. Druhý faktor spočíval v tom, že na konci října po zvýšení úrokových sazeb byl den volna a banky měly velké nezaúčtované korunové položky ve vztahu k zahraničí, k jejichž zaúčtování došlo až v listopadu. Předběžné údaje za listopad naznačují, že tento faktor se již neopakuje.

Vrchní ředitelka Erbenová: Jak hodnotíme nově schvalované sociální výdaje v kontextu měnové politiky? Žádá podrobnější komentář k aktuálnímu hospodaření státního rozpočtu. Rozpočet se již dostal do deficitu. Současně jsou tam ovšem vlivy rezervních fondů či předsplacení záruky státu vůči ČNB. Tyto operace nemusí mít poptávkotvorný charakter. Přínos přílohy o reformě cukerného pořádku vnímá v konstatování, že ceny cukru příliš neklesnou. Připomíná, že před vstupem do EU byl dopad vstupu na ceny potravin často předmětem diskuzí. Navíc příloha je i zajímavou případovou studií o fungování EU a trhu. Táže se na příčiny aktuálního nadprůměrného růstu platů státních zaměstnanců (+ 9 %). Souvisí to se zvyšováním zaměstnanosti? SZ obsahuje na řadě míst obraty relativizující interpretaci jednotlivých bodů v GRIPu („...pod povrchem provedené formální simulace...“; „...mechanická simulace...“ apod.). Jedná se o nový kvalitativní prvek v SZ. Co to znamená? Jde o vyjádření nejistot; nebo vedle formálního GRIPu existuje ještě neformální simulace?

Odpoověď SMS: U státních zaměstnanců jde o růst průměrné nominální mzdy zaměstnanců sledovaných organizací v nepodnikatelské sféře. Jde o cca 750 tisíc zaměstnanců rozpočtových a příspěvkových organizací, organizačních složek státu, církví, nadací apod. Letošní vývoj je ovlivněn několika faktory. (i) Zvýšením tarifů ve veřejné sféře od 1.1.2005. (ii) Mezikvartální rozkolísanost údajů byla způsobena zrušením zbytků 13. a 14. platů. (iii) Ve vývoji se projevovalo také rozhodnutí vlády o zvýšení platů pracovníků ve zdravotnictví od 1.9.2005. Výsledný růst platů byl prognózou očekáván a nebyl překvapením.

Ohledně interpretace GRIPu: SMS se pokusila o sebereflexi vývoje ze září a října, kdy došlo k posunu od téměř vyrovnaného vnímání rizik v září k poměrně výraznému proinflačnímu posunutí prognózy v říjnu. Snahou je podat plastičtější analýzu rizik. Například bod „inlace“ obsahuje nově také nové informace o vývoji regulovaných cen a daní, u kterých již máme dostatečnou jistotu, že je budeme chtít zapracovat do nové prognózy. Současně je však zřejmé, že v simulaci nelze nikdy zohlednit všechny dostupné informace. Příkladem mohou být dovozní ceny bez energií, nejistota kolem dopadu zvýšení spotřebních daní do cen nebo rozpor mezi aktuální úrovní kurzu a průměrnou hodnotou za celé čtvrtletí. GRIP je stále velmi užitečný nástroj. Cílem SZ bylo podat plastičtější informaci, nešlo o to GRIP „shodit“. SMS také nově zavedla interní issues meeting k rizikům prognózy s cílem projednat v sekci rizika dvoukolově, lépe je „zažít“ a podat tak v SZ přesnější pohled na rizika.

K fiskální problematice: aktuálně dosahuje státní rozpočet deficitu 28 mld. Kč, z toho 12 mld. jsou nové rezervní fondy na příští rok. Letošní rozpočet byl uměle vylepšen (posílení příjmové strany) o 29 mld. Kč, které byly převedeny jako loňské rezervní fondy. V letošním roce se předpokládá vytvoření nových rezervních fondů na příští rok ve výši 30 mld. Kč. Vliv rezervních fondů na bilanci státního rozpočtu v letošním roce bude tudíž fakticky nulový. Cash deficit státního rozpočtu pro rok 2005 předpokládáme ve výši 46 mld. Kč. Součástí toho bude i 14 mld. Kč výdajů na garance (Železniční dopravní cesta; 3 mld. ČNB a 3 mld. Slovenská inkasní). Tyto cash výdaje však byly v ESA metodice zaznamenány již v minulých letech.

Vrchní ředitelka Erbenová: Skutečný poptávkový deficit bude tedy kolem 1 % HDP?

Odpoověď SMS: Ano, za samotný státní rozpočet bude poptávkový deficit oproti cash datům nižší o výdaje na garance – tedy kolem 1 % HDP. Meziroční efekt rezervních fondů bude téměř nulový.

Guvernér Tůma: Lze předpokládat, že čím nižší bude cash deficit, tím víc bude urychleno proplacení záruk státu vůči ČNB. ESA deficit se předpokládá kolem 2,6 % HDP.

Odpověď SMS: Z hlediska vývoje celých veřejných rozpočtů v roce 2005 se předpokládá o 5 mld. Kč nižší čerpání výdajů Státního fondu dopravní infrastruktury. Deficit jeho hospodaření dosáhne pouze 10 mld. Kč. Velmi dobře se vyvíjí hospodaření místních rozpočtů (přebytek 10-12 mld. Kč). Souvisí to obecně s dobrým daňovým inkasem v ekonomice. Navíc kraje se, podobně jako státní fondy v minulých letech, také teprve „učí“ realizovat své výdaje v rozpočtovaném objemu. To vše v souhrnu vede k nižšímu odhadu deficitu veřejných rozpočtů v roce 2005 ve výši 2,8 % HDP. Doposud jsme předpokládali deficit 3,6 %. Z hlediska roku 2006 jsou informace poměrně jasné. Jedinou otázkou do diskuze s implikacemi na prognózu a měnověpolitické úvahy je, do jaké míry budeme, na rozdíl od MFČR, předpokládat lepší než oficiálně schválený fiskální deficit. Nicméně v roce 2006 by již nemělo dojít k meziročnímu poklesu deficitu, neboť se začne projevovat efekt některých již schválených předvolebních fiskálních opatření. Deficit by však měl zůstat pod 3 % HDP. Rok 2007 je obestřen velkou nejistotou a bude pravděpodobně vytvořen alternativní fiskální scénář v rámci lednové prognózy. Prvky, které byly zmíněny ve stanovisku poradce (rizika, která byla shrnuta v listopadovém Konvergenčním programu, avšak nebyla zahrnuta do jeho předpokladů), byly v Poslanecké sněmovně včera schváleny. Na zvýšení rodičovských dávek (+ 15 mld. Kč) je politická shoda a zatím to úspěšně prochází schvalováním. Na stole jsou navíc ještě další návrhy vicepremiéra Škromacha (zdvojnásobení dětských přídatků apod.). Celkově tak může být výdajová strana rozpočtu v roce 2007 vystavena šoku až ve výši 2 % HDP. Tyto dodatečné výdaje jsou transfery domácnostem a promítly by se do zvýšení spotřeby. Deficit v základní variantě lednové makroprognózy bude patrně nad 3 % HDP. Alternativní scénář zanalyzuje dopady plného promítnutí výdajového šoku do vyššího deficitu. V roce 2007 navíc mohou hrát roli i tzv. ekologické daně. SMS bude analyzovat návrh, který se nedávno objevil z dílny ministerstva životního prostředí. Nelze vyloučit, že zvýšení daní z tohoto titulu může částečně kompenzovat připravovaný růst mandatorních výdajů. Celkově lze konstatovat, že rok 2005 bude představovat zřejmě vrchol příznivého fiskálního hospodaření. Od roku 2006 předpokládáme postupné zhoršování deficitu, zejména v důsledku předvolebně motivovaných opatření, jejichž hlavní těžiště se nachází v roce 2007. To je problém, protože ke zhoršování fiskální pozice dojde v ekonomicky dobrých časech. Politicky je obtížné argumentovat, že v dobrých časech by se mělo šetřit. Lze předpokládat, že aktuálně diskutované výdaje návrhy spíše projdou. Může vzniknout potřeba tyto záležitosti veřejně komentovat.

Viceguvernér Niedermayer: Opakuje nedávné vyjádření ministra financí o tom, že ekologické daně by měly být zavedeny až od roku 2008. Navíc jejich zavedení má být z hlediska složené daňové kvóty neutrální, tzn. ekologické daně by měly být kompenzovány poklesem inkasa jiných daní.

Viceguvernér Singer: Část zvýšení mandatorních výdajů se může vrátit zpět formou zvýšeného inkasa daní ze spotřeby (cigarety, alkohol apod.).

Vrchní ředitelka Erbenová: Pokud by tento sekundární efekt byl významný, může být argumentováno vyšším tlakem na veřejné výdaje ve zdravotnictví.

Poradce Hurník: Přírůstek sociálních výdajů v řádu 50 mld. Kč ještě neznamená, že fiskální impulz se promítne do přírůstku HDP o 2 %. V minulosti došlo vícekrát k výrazné odchylce výsledku fiskálu od prognózy a přesto skutečný HDP odpovídal velmi dobře prognóze. Dost

dobře neumíme zhodnotit vliv fiskálu na ekonomiku. To není kritika SMS, chci jen říct, že hodnocení fiskálu je velmi obtížná záležitost.

Viceguvernér Singer: Není však tato zkušenost založena na hodnocení dopadu fiskální expanze ve vzestupné části ekonomického cyklu?

Guvernér Tůma: Jde o zkušenost z posledních let, kdy jsme nakonec skončili s tím, že vliv fiskálu na ekonomický růst je buď neutrální nebo ho neumíme pořádně zhodnotit.

Viceguvernér Niedermayer: Nelze ovšem zpochybnit, že utratí-li 40-50 mld. Kč, bude je vláda muset dříve či později kompenzovat zvýšenými příjmy. Výše multiplikátoru do spotřeby je samozřejmě jiná otázka.

Poradce Hurník: Hlavní je však dopad vyššího fiskálního impulzu pro nejbližší měnověpolitická rozhodování. A zde panuje značná nejistota.

Vrchní ředitel Frait: Význam cukru pro ekonomiku není radno podceňovat. Je koneckonců předmětem klasické literatury – viz J.P.Sartre „Uragán nad cukrem“☺. Pokud by se vzal v úvahu alternativní kurzový vývoj (29 Kč/euro), jak moc záporné by byly v příštím roce dovozní ceny a ceny průmyslových výrobců?

Odpověď SMS: Prognóza z 10.SZ počítala s růstem dovozních cen 3 % ve čtvrtém čtvrtletí t.r. Růst měl vrcholit na 5 % a v příštím roce měl postupně klesat až k nule s tím, jak v souladu s referenčním scénářem budou pozvolna klesat ceny energií. Navíc je v prognóze zakomponován stabilní kurz. Na prognózu existuje dvojitá tlak ve smyslu nižších dovozních cen. (i) dovozní ceny se již nyní vyvíjejí oproti prognóze na nižší hladině, zejména ceny importu bez energií a potravin. (ii) tlak ze strany případně apreciovanějšího kurzu. Průsak je téměř jednotkový a realizuje se v horizontu několika měsíců. Posun kurzu z 29,70 na 29 je posun o téměř 3 %. V tomto řádu by mohl být pokles dovozních cen (plus další pokles z titulu dosavadní chyby prognózy dovozních cen). Důležitá bude samozřejmě také trajektorie kurzu v dalších čtvrtletích. V modelu bude zřejmě tlak na opětovnou depreciaci. Dopad na ceny průmyslových výrobců by byl také výrazný, přibližně podobný jako u dovozních cen.

Vrchní ředitel Frait: Mohou být tempa růstu u obou indexů v takovém případě negativní?

Odpověď SMS: Je to hodně pravděpodobné.

Viceguvernér Niedermayer: Dovozní ceny mají podle vašeho vyjádření růst příští rok o 3 až 5 %. I po odečtení 2,5 % z titulu apreciovanějšího kurzu by stále měla dynamika zůstat kladná.

Odpověď SMS: Tempo růstu dovozních cen bude z úrovně 3-5 % ve druhé polovině 2006 klesat k nule. Při apreciovanějším kurzu může ve druhé polovině roku dojít k poklesu do záporných hodnot.

Poradce Hurník: Důležité je, jaká bude trajektorie kurzu v dalších čtvrtletích, nejen v prvním čtvrtletí příštího roku. Pokud se pro první čtvrtletí zafixuje kurz na 29 Kč/euro, má model tendenci prosadit od poloviny roku 2006 návrat kurzu zpět na úroveň kolem 29,7 Kč/euro. Otázkou bude, jak dlouho se v prognóze nechá působit kurz na úrovni 29 Kč/euro. Apreciace v jednom čtvrtletí nemá na vyznění prognózy až tak velký vliv.

Vrchní ředitel Holman: SZ upozorňuje, že meziroční dynamika M2 se poprvé od května urychlila. Je škoda, že na rozdíl třeba od ECB, se v ČNB agregát M2 nijak podrobně nesleduje a neanalyzuje. Nevíme tak například, do jakých odvětví tyto nové peníze jdou. Naopak vývoj úvěrů se v posledních dvou měsících mírně zpomalil. Jaká je dle SMS vazba v české ekonomice mezi M2 a vývojem úvěrů? SZ konstatuje, že průměrná úroková sazba z nových úvěrů nefinančním podnikům a domácnostem se zvýšila, avšak rostly pouze některé její složky. Které? SZ naznačuje rychlou reakci bank na říjnové zpřísnění měnové politiky. Reagují banky stejně rychle i na snížení úrokových sazeb? Opakovaně se odkládá dopad zvýšení spotřebních daní z tabáku do cen. Nejedná se tedy o systematickou chybu v prognóze?

Odpoověď SMS: Vývoj M2 a úvěrů je krátkodobě v nesouladu, poslední vývoj však korigoval obdobný nesoulad v datech za předchozí měsíc. Hodnocení dlouhodobého vztahu M2 a úvěrů je problematické, protože dochází k významným změnám ve vývoji čistého úvěru vládě (přechod z kladných hodnot v roce 2003 do záporných v roce 2004). Roli hraje i vývoj v České konsolidační agentuře a FNM.

Růst sazeb z nových podniků se týká zejména nefinančních podniků, konkrétně nekontokorentních úvěrů. Sazba úvěrů domácnostem se zatím prakticky nezměnila.

Rychlost změny klientských sazeb na změny ČNB sazeb – SMS se chystá zpracovat na toto téma podrobnou analytickou studii. Zkušenost z počátku letošního roku naznačuje, že banky reagovaly na snižování měnověpolitických sazeb poměrně pomalu. Plná reakce se dostavila až na přelomu léta a podzimu. Určitá asymetrie v rychlosti reakce tak může existovat. Záleží však také na tom, v jakém horizontu jsou sazby předmětem zkoumání.

K problematice zvýšení spotřebních daní a vlivu na prognózu inflace. V dnešní prezentaci již SMS avizovala, že v lednové prognóze bude snižovat míru průsaku červencového zvýšení spotřebních daní do cen, z původních 100 % až cca na 25 %. Zvýšení spotřebních daní v dubnu 2006 a jeho průsak do cen bude také předmětem debaty. Prognózování je znesnadněno tím, že v celém spotřebitelském koši je tabák reprezentován čtyřmi značkami pocházejícími od jednoho výrobce. Marketingová strategie jednoho výrobce může značně ovlivnit odchylky inflace od prognózy. Stále nemáme jasno v tom, představuje-li nový cenový věstník trvalou ochotu výrobce snížit svou marži nebo jde-li pouze o dočasnou marketingovou strategii v době silné předvánoční poptávky. Dochází tak k chybě prognózy, která bude korigována v příští SZ. Není zjevné, jedná-li se však o systematickou chybu prognózy.

Vrchní ředitel Řežábek: Parafrázuje výrok ředitele SMS „v listopadu se prognóza ČNB bohužel nenaplnila“ - z hlediska české ekonomiky lze konstatovat spíše bohudík. Růst výnosových křivek v eurozóně je brán jako významné riziko. Z čeho pramení taková jistota – nárůst sazeb nemá zatím příliš dlouhodobý charakter. Připomíná vývoj v české ekonomice, kdy po poměrně prudkém nárůstu výnosů dochází nyní ke korekci na úroveň předchozí, korigované pouze o říjnový růst úrokových sazeb. Připojuje se k dotazům na fiskální problematiku. Vrací se v této souvislosti k nedávným dopisům premiéra do ČNB a konstatuje, že návrhy na zvyšování výdajů se objevují, aniž by ČNB fiskál v posledních měsících jakkoliv významněji komentovala.

Odpoověď SMS: SZ vychází standardně z Euribor výnosových křivek, které v sobě zahrnují tržní očekávání vývoje evropských sazeb. Vytvořilo se očekávání, že evropské sazby porostou. Do určité míry to naplnila i ECB tím, že v prosinci po dlouhé době sazby o 0,25 % zvýšila. Spolu se zvýšením sazeb ECB vyslala signál, že nejde o počátek postupného zvyšování úrokových sazeb. Výnosové křivky tak korigovaly směrem dolů, avšak v poslední době je patrný opět jejich posun

vzhůru. Otázkou je, do jaké míry a v kolika krocích by ECB případně realizovala zvyšování sazeb. Zde zřejmě existuje riziko směrem dolů. Připomenout lze zkušenost z roku 2004, kdy evropské výnosové křivky tlačily české sazby v prognóze směrem vzhůru. To se však nenaplnilo, naopak posílil kurz a české sazby se musely snížit. Nejistota kolem Euribor sazeb je tedy poměrně významná. SZ však pracuje s touto oblastí zcela standardním způsobem.

Vrchní ředitel Řežábek: Podívejme se, kde byly výnosové křivky v Čechách, jaké vyvolaly očekávání a jak velká byla následná korekce. Do jaké míry je jistota, že něco podobného nebude i v Německu?

Odpověď SMS: To samozřejmě může nastat.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Niedermayer: Nových dat ve vztahu k prognóze je poměrně hodně. Některé exogenní předpoklady se odchylují od našich očekávání. I vnitřní faktory typu fiskální politiky mohou mít do budoucna na prognózu vliv. Nová data přinášejí některá překvapení. Nedochozí například k urychlování neobchodovatelných ostatních cen v reakci na nákladové tlaky. U dat za HDP byla překvapením poměrně slabá domácí poptávka. Jak soukromá spotřeba, tak i vládní spotřeba (po očištění o vliv Grippenů) vykazuje poměrně nízký růst. Pro rozhodování bude klíčová nová makroekonomická prognóza v lednu, která bude zřejmě dost odlišná od aktuálně platné prognózy. Za protiinflační riziko lze považovat kurz, jenž je momentálně silnější proti prognóze o zhruba 2 %. Rychlý pokles cen benzínu naznačuje, že v ekonomice panuje značná míra konkurence a je možné, že u některých komodit bude docházet k poklesu marží. To by ve střednědobém horizontu ovlivnilo inflaci směrem dolů. Rizika inflace směrem nahoru nejsou příliš významná. Euribor je převážen výrazně apreciovanější startovací úrovní kurzu. Depreciace kurzu v modelu, v důsledku očekávaného úrokového diferenciálu, pak pouze způsobí, že inflace nebude o tolik nižší. Fiskál je relevantní. Připravují se dodatečné výdaje v řádu desítek miliard korun, což není dobrá zpráva z hlediska udržitelnosti fiskální politiky. Navíc může docházet ke kombinaci fiskálního uvolnění s vyšším přítokem evropských fondů. Je překvapivé, proč při současných tempech ekonomického růstu je domácí poptávka tak slabá. Pokud se růst udrží, lze očekávat zrychlení domácí poptávky, což by mohlo být určité proinflační riziko. Celkově souhlasí s vyzněním 12.SZ.

Viceguvernér Singer: SMS může být v pokušení snížit v modelu rizikovou prémii, aby se vypořádala se současným vývojem kurzu a úrokových sazeb. Není si jist, zda-li by to bylo řešení. Možná je lepší vyrovnat se s nekonzistencí modelu a dat tak, jak se o to snaží i 12.SZ. Je evidentní, že chybí jakékoliv náznaky průsaku nákladových faktorů do cen. Ceny průmyslových výrobců nabírají směr dolů. I dynamika cen potravin je velmi nízká. Celkově však vnímá spíše obavu z příliš uvolněných podmínek v ekonomice. Připravuje se navyšování transferů domácnostem v roce 2007. Očekávání domácností jsou vychylována v tom směru, že dobré časy budou trvat věčně, což může významně urychlit spotřebu domácností. První signály zvýšeného utrácení by mohly být patrné v maloobchodních tržbách v lednu či únoru příštího roku. Upozorňuje, že připravovaný růst výdajů, který byl schválen v uplynulých týdnech Poslaneckou sněmovnou, může v konečném důsledku při méně příznivé fázi ekonomického cyklu znemožnit přijetí eura v plánovaném termínu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Největším protiinflačním rizikem prognózy je kurz. Otázkou zůstává zkombinování apreciovanějšího kurzového vývoje s vyšší úrovní Euribor sazeb. Tyto veličiny jsou spolupodmíněné a navíc další vývoj Euriboru je nejistý. Poptávkovou inflaci nepozorujeme. Konkurence je velká a nákladové tlaky se nepromítají do sekundárních cenových dopadů. Nikdo neví přesně, proč tomu tak je – připomíná i debatu s OECD minulý pátek. Vnímá to proto jako určitý stylizovaný fakt o ekonomice. Z tohoto úhlu pohledu se nedomnívá, že by ČNB měla na tuto situaci jakkoliv reagovat úrokovými sazbami. Vývoj zahraničních úrokových sazeb je konzistentní s minulým zvýšením českých sazeb, avšak nezakládá žádné téma do budoucna. Souhlasí s tím, že je třeba se k chystaným fiskálním opatřením veřejně vyjádřit. Je obtížné hodnotit vliv těchto kroků na prognózu inflace v horizontu měnové politiky. Dopady do reálného příjmu domácností budou až v roce 2007 a navíc budou rozloženy do celého roku. Ani dopad na očekávání ekonomických subjektů není jednoznačný, a to ani teoreticky. Doporučuje komentovat fiskál odděleně jako určité nastavení hospodářské politiky bez zmiňování případných dopadů na vývoj inflace či HDP. Fiskální vývoj není dobrý, nejuje strategii přijetí eura a není v souladu se strategií zdravého rozumu.

Vrchní ředitel Frajt: Podzim byl určitě zajímavý. Od 10.SZ jsme provedli řízený experiment „Replikace reakce trhu na oznámený obrat v měnové politice“. Pro ČNB je nesmírně obtížné být „behind the curve“ v horní části inflačního cíle. Během veřejného jednání o dnešní SZ se mohlo zdát, že jsme spíše na ministerstvu financí (dále jen MFČR). Fiskál nevnímá tolik cyklicky, ale spíše jako dlouhodobé proinflační riziko v důsledku poklesu tempa růstu potenciálního produktu způsobeného fiskálními distorzemi. Kvantitativně by však toto riziko nepřeceňoval; krátkodobě pro měnověpolitické rozhodování není příliš významné. Dalším tématem je kurz. Vzniká určitý rozpor mezi vývojem nominálních jednotkových mzdových nákladů, zejména v průmyslu, které v korunách klesají, což je dobrá zpráva pro inflaci. V eurovém vyjádření však rozhodně neklesají, což představuje riziko pro konkurenceschopnost a ekonomickou aktivitu. Nevyhýbal by se diskuzi o použití úrokových sazeb v případě přetrvávajících přísných kurzových podmínek. Největší problém pocítuje s nastavením dlouhodobých rovnovážných trendů v modelu. Už v říjnu považoval rovnovážné reálné zhodnocení kurzu za velmi nízké. Poměrně výrazně jsme zvýšili odhad potenciálu, aniž by se to promítlo do tempa rovnovážné reálné aprece. To může představovat určitou nekonzistenci. Veškeré rovnovážné reálné zhodnocování promítáme do rizikové premie v reálné úrokové paritě, abychom udrželi rovnovážné reálné úrokové sazby na německé úrovni. Při pohledu na vývoj skutečných reálných veličin a jejich srovnání s rovnovážnými reálnými hodnotami si není jist, zda-li rizikovou premii neudržíme uměle příliš vysoko. Klíčový v režimu cílování inflace je vývoj inflace. Máme zápornou korigovanou inflaci bez pohonných hmot. Ceny průmyslových výrobců se začínají přesunovat do negativní oblasti. Nedá se vyloučit ani přesun dovozních cen do záporných hodnot. S vysokou pravděpodobností se dostaneme do situace, kdy díky deregulacím a změnám daní budeme mít celkovou inflaci kladnou, avšak inflace ve smyslu měnové teorie a měnové politiky bude velmi nízká. Při poklesu dovozních cen a cen výrobců průmyslových budeme asi podstřelovat inflační cíl. V minulosti vždy platilo, že pokles dovozních cen a cen výrobců byl následován poklesem celkové inflace. Brzy můžeme být „behind the curve“ v situaci klesající inflace. Situace mu připomíná „jeho“ první prognózu z ledna 2001, kdy uvažoval o návrhu na snížení úrokových sazeb, který však nakonec „z nedostatku odvahy“ nepodal.

Vrchní ředitel Holman: U cen ropy se ukazuje, že je neumíme prognózovat; možná to ani nejde. Asi se nerealizuje předpokládaný dlouhodobý trend jejich růstu. Ceny ropy jednou rostou, jednou klesají. Je možné, že jejich vývoj prodělává jistý vlnovitý pohyb. Otázkou je, zda by na tento vývoj měla vůbec měnová politika reagovat. Nejisté je také to, zda takový vývoj cen ropy vůbec ovlivňuje inflační očekávání. Kurz koruny posiluje navzdory existenci záporného úrokového diferenciálu vůči eurozóně. Posiluje více, než jsme čekali a analytici předpovídají silnější apreciaci než ČNB. Nejsme v prognóze apreciaci kurzu příliš umírnění? Vývoj zřejmě potvrzuje dlouhodobý trend posilování kurzu kvůli paritě kupní síly. Důležitější pro apreciaci je zřejmě Balassa-Samuelsonův (dále jen B-S) efekt, než rychlý hospodářský růst či reakce investorů na vývoj ve střední Evropě. Posilování kurzu je permanentní a bude zřejmě pokračovat i v dalších letech. Klade si otázku, zda-li se ČNB neunáhlila při posledním zvýšení úrokových sazeb. Stabilita úrokových sazeb je pro reálnou ekonomiku lepší než jejich, byť mírné, pohyby nahoru a dolů.

Vrchní ředitel Řežábek: Při pohledu do zápisů z jednání bankovní rady o měnové politice je patrné, že i v minulosti jsme byli překvapováni nenaplňováním předpokladů našich prognóz (ropa apod.). Svou roli mohou sehrát i dva nové ropovody vedoucí z Ruska a Kazachstánu. Projevuje se, že ekonomika je nesrovnatelně lépe připravena na jakékoliv změny cen ropy než v minulosti. Celkově se zdá, že se občas pohybujeme ode zdi ke zdi. Při signálu směrem nahoru je rychlá reakce měnové politiky. Někdy se zdá, jakoby model v tomto smyslu předbíhal inflační cíl. Očekávání inflace nahoru se ovšem příliš nenaplnují. Signály směrem dolů jsou méně jasnější. V této situaci si není jist, zda-li výstupy modelu jsou natolik dobré, aby se podle nich dalo predikovat. Trvalost trendu vývoje Euriboru nebyla na veřejném projednávání SZ příliš zodpovězena. Ve světle českého vývoje úrokových sazeb není vyloučeno, že se podobný vývoj neodehraje i v Německu. Regulované ceny jsou, kromě Euriboru, asi jediným rizikem směrem vzhůru, nicméně z hlediska měnové politiky by se mělo reagovat na inflaci založenou na regulovaných cenách opatrněji. Zvažovat by se měla nejen celková inflace, ale také inflace bez vlivu regulovaných cen. Nepříjemné je plánované předvolební utrácení. V této souvislosti si připomněl nedávné dopisy premiéra Paroubka, ve kterých napadá centrální banku, že může za velké utrácení. Reakce ČNB na stávající návrhy zvyšující výdaje by měla vzít v úvahu i tento faktor. Osobně bude v případě dotázání tyto souvislosti připomínat, neboť dopisy ani stávající fiskální návrhy nepovažuje za „férový“ postup. Posílení kurzu koruny může mít významný dopad na vývoj českých exportů. Dalším faktorem v tomto směru může být také vývoj v USA, které uvažují o dalším zvýšení dovozních cel na sklářské výrobky. To může mít nepříznivý regionální dopad na zaměstnanost v české ekonomice. Předloženou SZ vnímá jako jistou omluvu za 10.SZ. V té byly provedeny značné korekce modelového výstupu, a přesto se tato prognóza nepotvrzuje.

Guvernér Tůma: Nastavení modelu a rovnovážných reálných hodnot je spíše téma pro schůzku bankovní rady s experty při přípravě lednové prognózy, než téma pro dnešní diskuzi. Osobně nemá problém s konzistencí ekonomické historiky a modelu. Problém je v tom, že modelová historika úplně neladí s dostupnými daty. Česká ekonomika stále nedosáhla potenciálu a nejen nekonverguje, ale ani ještě nenastoupila cestu přibližování se k dlouhodobým rovnovážným reálným úrovním kurzu a úrokové sazby. Výnosy v české ekonomice jsou vyšší a investoři jdou do ČR za vyšším výnosem. Tudíž těžko půjde snížit prémii za riziko. Otázkou je rychlost reálné apreciaci. Nevidí důvod, proč by měla být významně vyšší než 3 %. B-S efekt jistě působí. Dostupná empirická evidence, jak z dílny ČNB tak i řady dalších autorů, se však shoduje v tom,

že tento vliv je poměrně nízký (1-2 %). Tudíž nemůže vysvětlit rychlejší rovnovážnou reálnou apreciaci. Další faktory působící na reálnou apreciaci mají spíše krátkodobější charakter. Proto by rovnovážná reálná apreciace měla dlouhodobě konvergovat k nižším úrovním. Nicméně v našem pochopení rovnovážné reálné apreciace stále něco chybí. Není to otázka posledního roku. Již přibližně pět let (tři roky dozadu a dva roky dopředu) jsme někde jinde než bychom si představovali, že máme být. Připojuje se k vyslání komentáře k fiskálu, ovšem takovým způsobem, který nerozpoutá komunikační válku. Momentálně se vše velmi značně politizuje, a proto se musíme držet striktně odborné roviny. Lze podpořit MFČR, které se v těchto záležitostech chová rozumně. Poslední návrhy Parlamentu neprospívají stabilizaci fiskální politiky a ohrožují strategii přijetí eura ve schváleném termínu. Měnová politika ČNB se nepohybuje ode zdi ke zdi. U menší otevřené ekonomiky by měnová politika měla být pružnější a aktivnější než u velkých uzavřených celků, jako jsou např. USA či eurozóna. Při pohledu na několik posledních let není ČNB v rozhodování o sazbách nijak superaktivní. Vývoj úrokových sazeb není příliš rozkolísaný. Pokud má ČNB k dispozici významnou informaci, snaží se rozhodnout. Nejistoty při rozhodování jsou velké a občas dojde v horizontu několika měsíců ke korekci. Pokud by se výrok „ode zdi ke zdi“ vztáhnul k volatilitě výstupů modelu, je nutné si uvědomit, že model je pouze jedním ze vstupů pro rozhodování bankovní rady. Model je určitá filtrace nejistot, která probíhá již na úrovni SMS a expertů, kteří do analýzy vkládají také své expertní posouzení. Další korekce proti prognóze může při svém rozhodování provést i bankovní rada. Měnová politika by neměla být autopilot, který bude postaven pouze na modelové prognóze. Osobně nevidí důvod pro pokračující apreciaci kurzu koruny. Pokud by bankovní rada nevyšla sazby v říjnu, zvýšila by je v listopadu, kdy se prognóza do inflace trefila perfektně a navíc došlo i ke zvýšení sazeb ECB. Nyní byla inflace výrazně vzdálená od prognózy, ale neměli bychom přeceňovat data za jediný měsíc. Při říjnové inflaci nám vše zcela mimořádně vyšlo, v listopadu naopak nevyšlo téměř nic. Závěrečná poznámka se týká exkurzu do vývoje cen obilí. Je to jeden ze základních vstupů s významným dopadem do celého zpracovatelského řetězce. Tlak na růst cen pekařů existuje dlouhodobě. Proti tomu stojí tlak obchodních řetězců. Nicméně na Slovensku se pekařům podařilo zvýšit výrazně ceny své produkce. Situace v ČR je následující: cena obilí je stejná jako v Evropě. Také technologie jsou stejné a výrazně substituují pracovní sílu. A přesto rozdíl v cenách je obrovský. Pekaři na situaci reagují prostřednictvím poněkud nižší kvality své produkce, což zřejmě není dlouhodobě udržitelné. Bude docházet k další konsolidaci trhu. Nízké ceny jsou momentálně drženy dole některými subjekty, který tak čelí poklesu svého obratu. Nicméně rozdíl mezi náklady výrobců a cenami, za které jsou schopni prodávat, nemusí být pro vývoj inflace v horizontu následujících dvou let zcela irrelevantní.

Vrchní ředitelka Erbenová: Připomíná říjnovou diskuzi, která se týkala konzistence různých rovnovážných modelových trajektorií v situaci, kdy SMS tlačila prognózu inflace dolů „seč jí síly stačily“. Bankovní rada v tehdejší debatě počítala s tím, že úrokové rozhodnutí vyvolá reakci kurzu. Přesný rozsah kurzové reakce lze stěží předem určit. Osobně není překvapená tím, že kurzová reakce se dostavila. Říjnové rozhodnutí ČNB bylo z hlediska kredibility správné a bylo svým způsobem dodatečně potvrzené zvýšením sazeb v eurozóně a pokračujícím zvyšováním úroků v USA. Pouze tři ekonomiky ve světě mají nižší úrokové sazby než ČR (Švýcarsko, Švédsko a Japonsko). Předpověď J.P.Morgan naznačuje, že příští rok to bude už pouze Švýcarsko. U ropy je jedna věc aktuální vývoj jejích cen a směr tohoto vývoje. Na druhé straně však referenční scénář z října do určité míry počítal s tímto směrem vývoje cen ropy. Kombinace vývoje kurzu USD a cen ropy vede k tomu, že korunová cena ropy pro rok 2006 je nyní

očekávána vyšší pouze o 1 % než v říjnu. Posuny cen ani rozptyly cen z Consensus Forecast nejsou příliš dramatické. Vývoj je svým způsobem konzistentní s našimi očekáváními a referenčním scénářem prognózy. Nedomnívá se tudíž, že by aktuální prognóza byla fatálně špatně. Říjnovým rozhodnutím jsme chtěli ovlivnit inflační očekávání za situace, kdy prognóza mířila k horní hraně inflačního cíle. Rizika prognózy v současné době vnímá směrem dolů, ale vyznění dnešní měnověpolitické diskuze by mělo být vyváženější než tomu bylo dosud.

Viceguvernér Singer: Neměli bychom se nechat unášet kurzovým vývojem na konci roku, kdy likvidita na trhu je nízká. Navíc v nadcházejícím půlročním období nelze vyloučit šoky do kurzového vývoje pramenící z politického vývoje u nás i v regionu. Období nezvyšování sazeb nekončí možná jen ve Švédsku, ale i na Slovensku. Připomíná poslední rozhodnutí NBS o zvýšení sazeb v poměru 3:4, které bylo bezprecedentní tím, že se ihned po rozhodnutí zveřejnil poměr hlasování. Česká ekonomika má záporný výnosový diferenciál na většině délky výnosové křivky, a to zhruba o 0,5 % více než předpokládal model. Současně je však kurz oproti modelu o několik procent silnější. Je otázkou do lednové debaty při přípravě prognózy, zda-li se letos neukázalo, že ČNB ovlivňuje kurz spíše výší nominálních sazeb, resp. změnou této výše, než velikostí úrokového diferenciálu. To by nasvědčovalo tomu, že nejvíce ovlivňujeme formování očekávání. Ve vztahu k fiskálu je zděšen schopností Parlamentu, včetně opozice, navrhnout dodatečné výdaje v řádu desítek miliard korun. Tyto návrhy nejen postrádají ekonomické odůvodnění, ale jsou také v příkrém rozporu se zásadou střednědobého fiskálního cílení. Tento vývoj v bezprostředním smyslu nezpůsobil ani ministr financí, ani premiér, nýbrž problém je v Parlamentu. Ochota Parlamentu navrhnout a schvalovat dodatečné výdaje v řádu desítek miliard korun je v české ekonomické historii po roce 1990 bezprecedentní. Možná vzdáleně připomíná situaci ve druhé polovině roku 1995, nicméně tehdy byl problém řádově nižší. Navíc tehdejší výchozí pozicí byl vyrovnaný státní rozpočet s nízkým podílem mandatorních výdajů. Ohledně kurzu si dovede představit diskuzi o reakci měnové politiky, pokud bude i nadále pokračovat výrazná kurzová apreciacie. Nemá pocit, že by stávající bankovní rada byla v měnové politice příliš aktivistická – provedla pouze dvě změny sazeb za posledních jedenáct měsíců.

Viceguvernér Niedermayer: Připomíná debatu se šéfem ČSÚ. Výrobci (a to i pekaři) realizují vysoké ziskové marže na položkách, které nejsou zastoupeny ve spotřebitelském koši. V těchto položkách jsou ceny na podobné úrovni jako ve světě. Z hlediska inflace může dokonce docházet k paradoxu. V okamžiku, kdy se tyto dražší věci dostanou do spotřebitelského koše a zvýší se po nich poptávka, tak jejich ceny mohou klesnout. Opakuje svůj názor z minulého jednání bankovní rady, že za současných informací by vidění inflace bylo jinde než aktuální prognóza. To ale neznamená, že říjnová prognóza byla špatná. Prognóza byla v pořádku. V posledním období měl na inflaci největší dopad vývoj marže při prodeji benzínu a kurz. Marže při prodeji benzínu byla podrobně analyzována a ČNB měla důvody domnívat se, že marže zůstane poněkud vyšší. Důvody rychlejšího poklesu marže neznáme a stávající vývoj je prostě překvapením. Při debatě o kurzu je třeba být konzistentní. Pokud kurz posílil proto, že ČNB zvýšila úrokové sazby, tak v případě nezměněných sazeb by kurz byl depreciován kolem 30 Kč/euro a měli bychom výrazný problém. Pokud by se argumentovalo, že kurz by posílil i bez zvýšení sazeb, rád by znal důvod takového vývoje. Bránil by se unáhleným změnám rovnovážných trajektorií. Připomíná, že v minulosti byla doba, kdy kurz byl naopak slabý a ČNB neuměla vysvětlit důvody takové odchylky. Prognóza nebyla špatně. Korektní je však říci, že ekonomika je teď někde jinde a jinde bude zřejmě i měnová politika v následujících měsících. Ve vztahu k fiskálu bychom měli

opakovat, že s ohledem na cíl přijetí eura v roce 2010 by fiskální politika měla být proticyklická. Výsledek hospodaření veřejných rozpočtů v posledním roce či dvou je mírně proticyklický, ale to není důsledek plánované fiskální politiky. Naopak, fiskální politika ex ante proticyklická není. Desetimiliardové dodatečné výdaje nekryté fiskálními úsporami v situaci 5% ekonomického růstu mohou znamenat „hard landing“ v situaci méně příznivého ekonomického vývoje.

Guvernér Tůma: Neměl na mysli, ani nepodporuje, krátkodobě motivované úpravy rovnovážných reálných trajektorií. Hovořil ovšem o delším, pětiletém období, ve kterém se zdá, že příslušné veličiny nekonvergují k dlouhodobým rovnovážným hodnotám. Proti tomu stojí relativně nedávná informace SMS o tom, že nejsou významné důvody k úpravě stávajících rovnovážných reálných trajektorií. Výzva k diskusi o rovnovážných trajektoriích neznamená jejich krátkodobě motivovanou změnu.

Vrchní ředitel Frait: V poslední době absolvoval řadu debat s analytiky na téma výkyvů v našich prognózách. ČNB není příliš aktivistická. Česká ekonomika je přirozeně volatilní, což se promítá do poměrně velkých změn mezi prognózami. Je třeba to dobře vysvětlit. Například výkyvy kurzu prostě ovlivňují volatilitu prognóz a pravděpodobně neexistuje ideální řešení či způsob práce s touto volatilitou. Domnívá se, že v naší ekonomice tenduje dlouhodobě inflace k velmi nízkým hodnotám. I do budoucna očekává nízkou inflaci, nižší než si dnes myslíme. Abychom zbytečně netlačili reálné úrokové sazby nahoru, měli bychom mít nominální sazby nízké. V tomto názoru je dlouhodobě konzistentní a nejedná se tak o reakci na vývoj v posledním měsíci či dvou. V modelu je poměrně velká volatilita reálných sazeb, nicméně volatilita reálných sazeb deflovaných střednědobě očekávanou inflací tak velká není. Problém máme s nastavením dlouhodobé průměrné úrovně reálných rovnovážných sazeb. Osobně se kloní k úrovni kolem 1 %. Proto by byl velmi blízko návrhu na snížení úrokových sazeb.

Viceguvernér Niedermayer: O jaké vysoké reálné úrokové sazby se jedná? Nemáme 1 % reálné úrokové sazby, nýbrž záporné reálné úrokové sazby.

Vrchní ředitel Frait: Existuje řada způsobů měření reálných sazeb, záleží na deflátoru i na měřítku výnosů.

Guvernér Tůma: Pravdou je, že na rozdíl od minulých let jsme nyní v situaci, že ať použijeme jakýkoliv deflátor, získáme záporné reálné úrokové sazby, více záporné než kdy jindy.

Vrchní ředitel Frait: Reálné úrokové sazby vyjádřené v eurech, což zajímá zahraniční investory, jsou velmi vysoké.

Viceguvernér Niedermayer: Centrální banka může ovlivnit reálné měnověpolitické sazby, nikoliv reálnou výnosnost např. akciového trhu.

Guvernér Tůma: Jedna věc je premie za riziko, druhou věcí je nastavení reálné měnověpolitické úrokové sazby.

Vrchní ředitelka Erbenová: Z hlediska reálných sazeb bylo říjnové rozhodnutí ČNB motivováno snahou zabránit dalšímu poklesu reálných sazeb. Nebylo cílem reagovat na nabídkový šok zvyšováním úrokových sazeb.

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. Holman	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 2 %.

Zapsal: Vladimír Bezděk, poradce bankovní rady