

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 30. března 2006

Přítomni: Guvernér Z. Tůma, viceguvernér L. Niedermayer, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Fraňt, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Řežábek.

I. Diskuse navazující na prezentaci 3. situační zprávy

Viceguvernér Singer: Dotazuje se, co přesně znamená zkratka FISIM.

Viceguvernér Niedermayer: Přidává se s otázkou, jaké váhy mají jednotlivé sektory.
Odpoď sekce měnové a statistiky (ďále jen SMS): Financial Services Indirectly Measured. Váhy jsou průmysl přibližně 35%, zemědělství 2%, stavebnictví 5% a služby řádově 60%.

Viceguvernér Niedermayer: Začíná s technickými dotazy. Na první už bylo zřejmě odpovězeno, podíl stavebnictví na přidané hodnotě je 5%. A proto lze tedy zřejmě očekávat, že růst HDP nebude zasažen zpomalením stavebnictví v důsledku nepříznivého počasí v prvním čtvrtletí. Druhý dotaz směřuje k tomu, jak vnímá SMS korelaci mezi kurzem koruny a měn v regionu. Lze spíše očekávat pozitivní korelaci (regionální pohled) nebo spíše negativní korelaci, protože koruna je levnou financovací měnou, a nebo se tyto dva faktory vyruší a žádnou signifikantní korelaci vypořozovat nelze? Pokud je koruna financovací měnou, mělo by to být patrné z údajů o bilancích bank. Posílení z konce roku mohlo být způsobeno uzavíráním krátkých pozic. Třetí dotaz se týká obrovské dynamiky státního rozpočtu. Jaká by byla dynamika po očistění jednorázových faktorů, které SMS zmínila v situační zprávě? Čtvrtý dotaz je zaměřen na podíl nerezidentů na navýšení nominálního disponibilního příjmu, lze to odhadnout jako dvě třetiny částky? Ďále prosí o komentář k očekávanému nárůstu zaměstnanosti o 3%.

Odpoď SMS: Úrokový diferenciál sehrává svou roli v rozhodnutí investorů, ale spouštěcí roli k zastavení posilování sehrál zřejmě spíše změněný sentiment vůči emerging markets. Údaje z bilancí bank SMS používá v krátkodobém modelu odhadujícím kurz pro první čtvrtletí prognózy. Podle toho vychází kurz na Q2/2006 28,5 CZK/EUR, což by odpovídalo stanovisku SBO. Informace se získávají obtížně, protože SMS musí jít do bilancí jednotlivých bank a navíc musí odlišovat operace vedené pro klienty od operací bank. Informace o zahraničních výpůjčkách budou poslány. Podíl nerezidentů na disponibilním důchodu je metodicky nula. Podíl na přírůstku mezd a platů je 50% až 2/3, což souvisí s přílivem levné pracovní síly z východu. Očekávání o vývoji zaměstnanosti budou nepatrně snížena kvůli posledním údajům, které překvapily po dlouhé době směrem dolů, ale odchylka není významná. Výdaje rozpočtu jsou opravdu dynamické. 14,5% za leden a únor je překvapivé číslo. Mimořádné faktory mohou z toho udělat 5 procentních bodů. O fiskálu podá podrobnější informaci velká situační zpráva.

Odpoď sekce bankovních obchodů (ďále jen SBO): Krátkodobě byl vliv sentimentu opravdu významný. Vliv zvětšujícího se úrokového diferenciálu je patrný na výběru vstupní úrovně při investicích do koruny. Nicméně celkový náhled se nemění, tj. zvýšená pozornost při výběru vstupní úrovně může být také časovanou bombou, která může v určité situaci vést k obnovení trendu posílení. Je pravděpodobné, že regionální faktor může být zbrzděn financovacím efektem, takže koruna nemusí nutně následovat zlotý, dojde-li k jeho zhodnocení. Nicméně půjde spíše o přibrzdění, než o změnu trendu.

Viceguvernér Singer: Situace je motivující, protože nás nezaskočily údaje o inflaci, které predikujeme obecně hůře než trh, ale údaje o růstu HDP, které prognózujeme tradičně lépe než

inflační vývoj. To vede k několika obecným otázkám. Jak bude SMS pracovat s mezerou výstupu, která je jedním z problémů prognózy, a jak daleko jsou práce na novém modelu? Připojuje se k otázce viceguvernéra Niedermayera o kurzu, rád by znal názor SBO, zda byl kurzový vývoj reakcí na úrokové diferenciály či na vývoj v Polsku a Maďarsku. Akceleraci peněžních agregátů dává do souvislosti s růstem HDP a v této souvislosti by ho zajímalo vysvětlení SMS o roli deflátoru, resp. absence růstu cen, v růstu HDP. Má SMS informace o vývoji mzdových vyjednávání a o tom, jakou věrohodnost má v tomto kontextu centrální banka? V Německu roste PPI rychleji než v ČR, přitom česká ekonomika je ekonomikou méně rozvinutou a měla by tedy vykazovat rychlejší růstu cen. Prosí o komentář ze strany SMS k problematice příliš pomalého průsaku (pass-through). Dotazuje se zapisovatelky, zda prognóza inflace v jejím stanovisku, která ukazuje inflaci klesající ke 2%, je výsledkem cyklických faktorů v jednoduchém modelu nebo zda jsou tam i jiné faktory. Dále se ptá, zda návrh necílit na střed cíle nenese s sebou náklad v podobě ztráty věrohodnosti centrální banky, znamená totiž, že není zřejmé, kdo rozhoduje o tom, zda centrální banka cílí na střed cíle.

Odpověď zapisovatelky: Model je empirický, nejedná se o teoretický model cyklu. Vliv na inflaci mají exogenní faktory, především ceny komodit, ale také veličiny jako jednotkové mzdové náklady či růst peněžní zásoby. Aproximace mezery výstupu je v modelu také zahrnuta, ale nemá takový vliv jako v modelu SMS. Plnění cíle lze chápat asymetricky v tom smyslu, že inflace nižší než cíl, která je v souladu s cílem ECB, je z dlouhodobé perspektivy pro ekonomiku výhodná, protože pomáhá stabilizovat inflační očekávání na úrovni, která je vhodná pro euro. Neplnění cíle je ale z pohledu věrohodnosti samozřejmě nákladné.

Odpověď SMS: SMS zkoumá parametry odhadu mezery výstupu. V odhadu bude zvýšena váha nízké inflace, výsledná zhruba neutrální mezera výstupu přesto bude více proinflační než v lednu. Potenciální produkt bude zvýšen. Deflátor HDP byl skutečně nulový. Nominální HDP akceleroval podstatně méně než reálný. Doporučení odborů k růstu nominálních mezd bylo 7%, průměr nárůstu v nově uzavřených 13 kolektivních smlouvách je 4,5%. Podniky nedovolí plné promítnutí mzdových tlaků a odhad SMS je 6% mzdový nárůst. PPI v ČR má jinou váhovou strukturu než v Německu, rozdíl je především v cenách kovů. Nový model (G3), resp. stávající stav prací, může být prezentován v dubnu před tím, než hlavní zpracovatel odejde z ČNB na Nový Zéland. Momentálně je energie soustředěna na předávání agendy novému týmu a co největší posun v práci. Proto byla prezentace vůči BR přerušena.

Vrchní ředitelka Erbenová: Dotazuje se SMS, jaký vliv na inflaci a ekonomiku bude mít fiskální impuls, který situační zpráva očekává. V minulosti zatím vždy v podobné situaci došla SMS ex post k závěru, že fiskál neumíme kvantifikovat, resp. že vliv námi odhadovaného impulsu na ekonomiku a inflaci není významný.

Odpověď SMS: Situační zpráva již nyní ukazuje, že fiskální impuls velký dopad mít nebude. Ekonomika je vůči fiskálnímu impulsu imunní. Fiskál nebude tahounem změn v prognóze. Spíše je to indikace, že v této oblasti dochází k obecnému zhoršení.

Vrchní ředitel Frait: Děkuje za přílohu o rovnovážné reálné apreciaci. Bylo by zajímavé si někdy podebatovat – mimo toto jednání – o tom, proč jsou některé země nad přímkou a některé pod přímkou a jaké faktory způsobují pohyb podél přímky. Dotazuje se, zda komentář na str. 11 o nízkém růstu platů, který zpomaluje inflaci, patří celé eurozóně nebo Německu. Upozorňuje, že nezaměstnanost je v Evropě dlouhodobým fenoménem, a inflaci dolů vždy nestlačila. Ptá se, na jakých informacích je založen závěr ze str. 27 o výrazném přesunu výroby ze západu do ČR. Dále

se ptá, zda nehrozí dvojí započítání cen ropy, poprvé přes importní ceny a podruhé přes odhadovanou mezeru výstupu, a zda tím není efekt inflačního dopadu ropy zvětšen. Jak velký je devizový trh islandské měny?

Odpoověď SBO: Islandský trh je pro nás nevýznamný, vývoj byl ale zajímavý, proto se objevil v komentářích.

Odpoověď SMS: Puštění nečekaně vysokého růstu HDP do potenciálu je svým způsobem metoda, jak ropy nezapočítat dvakrát. Nízký růst platů se týká celé eurozóny. Velká nezaměstnanost je bariérou mzdových vyjednávání. V Německu jsou zaměstnanecké výdaje snižovány. Přesuny výrob jsou sledovány jako určitý indikátor, kolik se v ČR bude vyrábět a jaké budou přímé zahraniční investice. Přesuny výrob skutečně zpomalují, což indikuje, že příliv přímých zahraničních investic nemusí pokračovat donekonečna. Informace jsou čerpány z Czechinvestu, od osobních kontaktů a z tisku.

Vrchní ředitel R. Holman: Konstatuje, že se v debatě opět objevuje téma vztahu mezery výstupu a poptávkové inflace. Urychlení růstu HDP se nepomítá do inflace dle očekávání SMS, a proto SMS avizuje revizi potenciálního produktu. Domnívá se, že potenciální produkt je veličina standardně chápána tak, že odráží technologický pokrok a strukturální a institucionální charakteristiky ekonomiky. V pojetí SMS jde o mnohem pružnější proměnnou, která je revidována při chybě prognózy HDP. Dotazuje se, zda SMS má ještě alternativní hypotézy vysvětlující rychlý růst. Jediná, kterou dosud zaznamenal je, že byl špatně odhadnut potenciální produkt. Dále žádá, aby byl do situačních zpráv zařazen širší agregát než M2, aby bylo možné si vytvořit lepší představu o vztahu mezi růstem různých peněžních agregátů, růstem úvěru a agregátní poptávkou.

Odpoověď SMS: Ideální by bylo rozložit neočekávaně rychlý růst HDP na cyklickou složku, potenciál a jednorázové šoky, včetně datových šumů. V modelovém rámci však šoky reprezentovány nejsou, a proto slouží úpravy potenciálu k zachycení všeho, co není chápáno jako cyklická složka. To z potenciálu opravdu činí velmi flexibilní veličinu. Ta se na jednu stranu obtížněji interpretuje, je to ale zároveň výhoda, protože potenciál může absorbovat všechny faktory, které nejsou relevantní pro měnovou politiku, například i revize dat. Revizi lze čekat i v tomto případě, jak indikuje jev, který lze nazvat „Fraitovým paradoxem“ - dle autora, který jej poprvé popsal. Obrázek ukazuje, že směnné relace a růst HDP nejsou v souladu s intuicí. Korelace by měla být záporná, protože jsme dovozci ropy. Alternativní hypotézy jsou tedy: datový šum, nabídkový šok v souvislosti s novými kapacitami a struktura růstu vychýlená ve prospěch zahraničního obchodu, zatímco spotřeba domácností roste velmi pomalu. Je možno zpracovat analýzu měnových agregátů – do jaké míry jsou vedoucím či zpožděným indikátorem – do budoucích situačních zpráv. Dynamika M2 se sice urychlila, ale již v únoru dojde k drobné korekci. M3 počítaný pro ECB je podobný agregát jako M2, oba agregáty jsou zkorelované.

Vrchní ředitel Řežábek: Připojuje se k dotazu vrchního ředitele Fraita o přesunu výrob do ČR.

Vrchní ředitelka Erbenová: Debata o potenciálu je vždy vyvolána problémem s názvoslovím. SMS pracuje s veličinou, která je aproximací neinflačního růstu, ale nazývá ji potenciálním produktem, což je termín, který si většina ekonomů spojuje s odhadem kapacity ekonomiky. V interpretaci SMS je rozklad neočekávaně vysokého růstu mezi mezeru a potenciál korektní, potenciál v jejich pojetím může zachytit i strukturální změny i šumy v datech. Žádá, aby terminologický rozdíl byl SMS ve zlomových dobách pečlivěji komunikován.

Guvernér Tůma: V situační zprávě je používán i korektní termín neinflační růst, ale zkratka potenciál je velmi chytlavá.

Viceguvernér Niedermayer: Dotazuje se, jaká hypotéza přesně stojí za „Fraitovým paradoxem“. Proč nemůže ekonomika růst a zároveň mít horší směnné relace? Domnívá se, že ČSÚ počítá směnné relace správně. Navrhuje očistit je o ropu.

Odpověď SMS: Pozorovaná záporná korelace růstu ekonomiky a směnných relací může být čistě náhodná. Nicméně to, že se korelace opakovala v minulosti, vede spíše k hypotéze o chybě v datech. Mohlo by se jednat o problém s deflováním. V procesu tvorby statistiky mohou vznikat šumy, které způsobí, že část cenových vlivů je promítána do růstu reálného HDP.

Vrchní ředitel R. Holman: Korelace na grafu je intuitivní. Když klesají vývozní ceny, tak roste schopnost ekonomiky vyvážet a roste také HDP. Nemusí to souviset s cenami ropy.

Viceguvernér Singer: Upozorňuje, že problém chybně měřené inflace (mismeasured inflation) by vygeneroval přesně totéž.

Vrchní ředitel Frait: Paradox spočívá v tom, že graf nekoresponduje také s řadou dalších indikátorů, proto se domnívá, že je tam problém s daty.

Odpověď SMS: To také ilustrovaly tabulky v prezentaci.

Vrchní ředitel Frait: Navrhuje, aby SMS věnovala duben spíše prognóze a G3 prezentovala až v květnu.

Odpověď SMS: Výhoda dubnové prezentace by mohla být v tom, že by to byl mezník mezi pracemi starého a nového týmu. Bylo by možné rovněž srovnat, jaké jsou inflační tlaky v modelu, který není založen na mezeře produktu. Prezentace by také částečně dala odpověď na otázku o alternativních hypotézách, bylo by možné analyzovat reálné mzdy a reálné marginální náklady.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Niedermayer: Vysoký růst je novou informací, kterou považuje za věrohodnou, protože nemá důvody ji znevěrohodnit. Souběh vysokého růstu a nízké inflace interpretuje tak, že zrychlení růstu je spíše strukturální povahy. Růst je navíc tažen čistými exporty. Inflace je mimo jiné brzděna i konkurencí na trhu práce, která se zvyšuje přílivem cizinců a kompenzuje neflexibilitu domácího trhu práce. Posílení kurzu sehrálo roli v adekvátním zpřísnění měnových podmínek. Struktura inflace je konzistentní s touto historikou, rostou ceny v monopolních odvětvích, nejlepší proxy pro poptávkový inflační tlak jsou ceny neregulovaných služeb, které udržují růst kolem 3% velmi stabilně – a to i za podmínek rostoucích cen některých vstupů, který je kompenzován zlevňováním jiných vstupů přes posílení koruny. Lednová prognóza pracovala s hypotézou, že posílení koruny povede ke zpomalení ekonomického růstu. Po zohlednění nových údajů si touto hypotézou není tak jistý. Jako podpůrný argument by uvedl výborný výsledek průmyslové sféry, jejíž závazky by již nyní měly být přeceněny aktuálním kurzem. Roli

bude hrát také zlepšování sousedních ekonomik a neklesající růst peněžní zásoby a velká dynamika úvěrové emise. Další dobrá zpráva pro růst je fiskál. Zároveň je ale pravda, že avizovaný fiskální vývoj je fatálně špatná zpráva. ČR se vydává zcela opačným směrem, než by se měla vydat. Obává se, že nejhorsí předvolební sliby budou ty první, které se budou realizovat. Adekvátní měnová politika potřebuje silný kurz. Pokud ale nyní něco hrozí je to oslabení kurzu. Vidí určité důvody pro oslabení. Úrokový diferenciál začne hrát větší roli, koruna se stane financovací měnou, změny v údajích o platební bilanci by mohly být velmi dramatické, pokud by se zpomalil příliv zahraničních investic. Proti oslabení by měly ale působit dobré vyhlídky pro českou ekonomiku, takže doufá, že českou ekonomiku nečekají žádná velká překvapení.

Viceguvernér Singer: Vymezení se vůči vývoji v konzistentním obrázku považuje za problém, protože SMS vytvořila uvnitř textu řadu zpochybnění modelového vnímání situace. Za velký problém považuje fakt, že vysoká čísla o růstu HDP podkopávají pro něj již tak málo věrohodnou úvahu o mezeře produktu. Vyslovuje pochybnosti, zda způsob používání mezery výstupu je dobrou a užitečnou aproximací poptávkové inflace a zda je v modelu dobře zachycena transmise měnové politiky. Hlavním přínosem situační zprávy je, že rozostřuje obrázek vnímání poptávkové inflace a dokonce i schopnosti centrální banky ovlivnit poptávkovou inflaci kanálem mezery produktu. Připomíná graf, který SMS použila při pondělní prezentaci a který lze nazvat „necht' vzkvetou tisíce J-křivek“. Historie, která je z něho zřetelná, je následující. Inflace je nízká, z toho SMS usoudí, že mezera je záporná, poté reakční funkce začne uzavírat mezeru a v horizontu měnové transmise vede k uzavření mezery a nárůstu sazeb. Tento scénář se nenaplní, a situace se o několik čtvrtletí později znovu zopakuje. To ukazuje dle jeho názoru na systematickou chybu v prognostickém procesu. Hypotéz, proč k tomu dochází, je několik – a tím vlastně navazuje na otázky položené vrchním ředitelem Holmanem v předchozí diskusi. První je, že mezera výstupu je dobrou aproximací poptávkových tlaků, ale ty nevznikají mimo jiné proto, že mzdový nárůst je nižší než růst produktivity práce. Domnívá se, že nárůst podílu podniků vlastněných zahraničními vlastníky je důvodem očekávat, že mzdové tlaky na růst inflace nevzniknou ani v budoucnosti. Fiskál navíc přispěje k nárůstu nezaměstnanosti, protože se zvětší určitá okrajová skupina obyvatelstva, která bude moci žít na úkor státu. Upozorňuje, že již nyní je pro čtyřčlennou rodinu se dvěma dětmi a příjmem pod 12000 CZK po zohlednění všech sociálních výhod daňová sazba 100%. Druhá hypotéza je, že mezera výstupu je špatně aproximovaná, protože nadměrné poptávkové tlaky jsou uspokojeny dovozem a na inflaci se neprojeví. Doplňková hypotéza je, že česká ekonomika se pohybuje ve velmi konkurenčním prostředí, které bylo umocněno vstupem do EU. Třetí hypotéza je, že potenciální produkt je mnohem pružnější veličina, než bychom se mohli domnívat, což je hypotéza, ke které se kloní SMS. Tuto hypotézu podporuje mimo jiné proto, že koncept potencionálního neinflačního výstupu je koncept z 19. století, kdy podnikatelé nakupují stroje v době cyklického nedostatku a v další fázi cyklu je nepoužívají a čekají, až se poptávka obnoví. Toto pojetí neodpovídá zkušenostem malé otevřené ekonomiky. V každém případě se tedy diskuse více stáčí na kurz, protože tento kanál transmise je nadějnější, a i vystoupení viceguvernéra Niedermayera se neslo v tomto duchu. Náhled centrální banky a trhů na kurz se liší. Trhy předpokládají pasivitu centrální banky a pouhou reaktivnost na stávající vývoj. Centrální banka je ale méně pasivní, a stojí za to se v úvahách v této oblasti posunout dále. Vyčkávání na zvýšení sazeb v eurozóně, které by mělo zvýšit pravděpodobnost plnění inflačního cíle, se jeví jako vhodná strategie. To podporují úvahy jiných modelů.

Vrchní ředitel Frait: Data přicházející za poslední tři měsíce jsou rozporuplná. Zajímavé je, že za celou dobu cílování inflace byla významná korelace mezi inflací jádrovou, čistou a celkovou. Poslední rok to už ale neplatí, jádrová a čistá mají klesající trend, což je výzva pro modelový aparát SMS. Korelace mezi jednotlivými inflacemi a růstem HDP ukazují, že s růstem dobře koreluje celková inflace, nicméně čistá inflace a korigovaná inflace spíše koreluje s ukazatelem HDD. Navrhuje, aby SMS zkusila použít v simulacích reálný HDD, který navíc koreluje dobře také se směnnými relacemi. Zvýšení relací koresponduje s růstem HDD. Úvahu o měnové politice opírá o to, že protiinflační rizika se ve srovnání s minulým měsícem snižují. Centrální banky zvyšují sazby a zároveň tvrdí, že s nimi půjdou výše. Toto tvrzení nemusí odpovídat strategii, kterou v budoucnu centrální banky uplatní. Použijeme-li mezinárodní srovnání, zvýšily sazby centrální banky Švédska, Kanady a Nového Zélandu. Tyto centrální banky se ale spíše potýkaly s problémy oslabující měny, kromě Kanady. Česká ekonomika se odlišuje od ostatních tím, že domácí poptávka roste mnohem pomaleji, což indikuje, že fungování české ekonomiky je z nějakých důvodů odlišné od ostatních. Pokud jde o kurz, zpomalení posilování mohlo být způsobeno i výraznou komunikací ze strany ČNB, která možná měla nemarginální dopad na trh. Další indikátory, jako je například trh práce, nenapovídají o inflačním tlaku. Peněžní agregáty rostou v souladu s růstem HDP a trendem v rychlosti obrátky peněz. Potenciál ekonomiky zřejmě adekvátně roste, proto není poptávková inflace ve stylu Philipsovy křivky pravděpodobná. Fiskál je rizikem v tom smyslu, že fiskální výkyvy mohou zvýšit volatilitu ekonomiky. Vítá názor SMS, že fiskální stimul nejprve povede ke zpomalení poptávky kvůli posílení měny a teprve se zpožděním vyvolá expanzi přes keynesiánský efekt. Tento názor zastával již před několika lety, ale pro nesouhlas kolegů se nepromítl do jednoho z materiálů ČNB určeného pro MF.

Vrchní ředitelka Erbenová: Růst HDP je důležitý pro uvažování o současné situaci, údaje o vysokém růstu zvýšily nejistotu spojenou s prognózou, což je dobře vidět na grafu GRIP, na kterém dochází k rozporu mezi působením počátečních podmínek a inflačním vývojem. Zdá se, že máme namodelovanou jinou ekonomiku, než jakou publikuje ČSÚ. Ačkoli se SMS nevzdává naděje, že rozpor bude vyřešen revizí údajů, považuje za pravděpodobnější scénář to, že k opravám bude muset dojít na obou frontách - jak v ČSÚ, tak v SMS v modelovém rámci. Graf, o kterém hovořil viceguvernér Singer, lze připodobnit k sérii umyvadel. Sazby jsou nahoře, pak klesají následkem nadhodnocení inflačních tlaků v předchozích situačních zprávách a na konci horizontu opět stoupají. Tato situace se opakuje, takže bankovní rada bude v nejbližší době muset rozhodovat v podmínkách zvýšené nejistoty o kvalitě modelového rámce. Tato nejistota je tak velká, že bude třeba, aby se bankovní rada o problematice modelového rámce začala bavit strukturovaně. Jedinou jistotou, se kterou je možno pracovat je zhoršující se fiskální situace. Příznivá čísla o růstu HDP pravděpodobně ještě eskalovala ochotu k předvolebním slibům. V GRIPu je tento nepříznivý vývoj poněkud zamaskován tím, že v minulosti neměly schodky na ekonomiku výrazný vliv, ale také tím, že fiskální impuls začne ekonomiku ovlivňovat až na konci horizontu transmise. V modelové predikci by expanzi poptávky navíc předcházela apreciacie kurzu. Naplní-li se volební sliby, bude ČR jedinou zemí v regionu, která se nesoustředí na fiskální konsolidaci. Tento problém by měla centrální banka začít systematicky komunikovat. Příznivé údaje o růstu spolu s očekávanou fiskální expanzí znamenají, že se nenacházíme v období, ve kterém lze uvažovat o snížení sazeb. Při existujících rozpacích, které bankovní rada má ohledně mezery produktu, není *ex ante* reálná sazba v rozmezí 3-4% příliš přísnou měnovou politikou. Rizika kurzu vnímá méně ostře než v lednové a únorové diskusi. Pravděpodobnost výraznější vlny apreciacie se snížila, nepřiklání se ale k hypotéze, že koruně hrozí silnější tlaky k

oslabování. Naopak data o HDP nezavádají důvod ke zvýšení sazeb. Korespondují s hypotézou o dvourychlostní ekonomice, ve které dominuje segment vystavený velkému vlivu zahraniční konkurence v podmínkách absence většího napětí na trhu práce. Podniky v tomto segmentu nemají důvod k rychlejšímu růstu mezd, a proto v ekonomice nevznikají výraznější poptávkové tlaky. Nárůst úrokových sazeb by tento segment neovlivnil, naopak by mohl zpomalit dohánění zbytkového segmentu. Doporučuje komunikovat neochotu centrální banky v současné situaci zvyšovat sazby, není třeba signalizovat trhu, že se může dočkat překvapení v obou směrech.

Vrchní ředitel R. Holman: Za podstatné považuje zamyslet se nad otázkou, proč vysoký růst HDP nevyvolává v ekonomice poptávkové tlaky. Problém je důležitý, protože měnová politika by měla reagovat zejména na poptávkovou inflaci. Nabízí se několik hypotéz. Jednou z nich je, že česká ekonomika neroste tak rychle a že údaje budou ze strany ČSÚ revidovány směrem dolů. Další hypotéza je špatný odhad potenciálního produktu, který může být v realitě vyšší než v modelu. Další možností je chybné modelové zachycení transmise mezi mezerou výstupu a poptávkovou inflací, které nereflektuje takové faktory jako pružnost dovozů či konkurence levného zahraničního, např. čínského, zboží. Další hypotéza je, že poptávkové inflační tlaky nezávisí jen na mezeře výstupu ale i na struktuře HDP. Exportní odvětví jsou nabídkově více elastická než odvětví vyrábějící pro domácí poptávku. Protože jsou to právě exportní odvětví, která táhnou ekonomický růst, žádá SMS, aby tuto hypotézu prověřila. Potenciální produkt by měl být pevně uchopitelný koncept, nikoli reziduální veličina, i v případě, že ho chápeme jako inflaci nezrychlující růst produktu. Potenciální produkt je ovlivňován technologickými faktory i faktory strukturálními, např. mírou přeregulovanosti ekonomiky, pružností trhu práce či daňovou zatížeností. Není možné, upravovat potenciální produkt jen proto, že SMS nevycházejí hypotézy, se kterými se v minulosti pracovalo. Upozorňuje dále, že prognóza inflace ukazuje, že v horizontu transmise nebude splněno Maastrichtské kritérium, protože inflace míří ke 4%. Jestliže kritérium nebude plněno v roce 2007, pak bude otevřen problém nekompatibility inflačního cíle s přijetím eura. Strategii, která by umožnila sladit stávající inflační cíl s Maastrichtskými kritérii, by bylo cílit na dolní část inflačního pásma, resp. na 2% inflaci. Připojuje se k vrchnímu řediteli Fraitovi a konstatuje, že nízký růst domácí poptávky je v situaci vysokého růstu skutečně obtížně vysvětlitelný. Bylo by dobré vědět, proč poptávka neroste. Příčinou může být mzdový vývoj či malý vliv fiskálu na agregátní poptávku. K diskusi využitelnosti změny směnných relací k měření poptávkově-inflačních tlaků připomíná jeho starší návrh, aby byl SMS sledován kromě HDP také alternativní indikátor v podobě reálného HDD, který by mohl poptávkové tlaky lépe aproximovat. SMS tehdy reagovala tím, že tato záměna by byla zbytečná, protože očištění HDP o vliv směnných relací by vyvolalo nutnost očistit také potenciál, takže mezeře výstupu by zůstala nezměněna. Dotazuje se, zda tento přístup stále platí.

Odpoověď SMS: V modelu opravdu nelze nahradit jednu proměnnou druhou a ponechat zároveň zbytek modelu beze změny. Muselo by dojít k překalibraci a ke změně rovnovážných trendů.

Vrchní ředitel Řežábek: Žádá, aby růst HDP byl podrobněji analyzován. Především je třeba ověřit hypotézu, zda růst byl urychlen změnou struktury tvorby HDP a započtením segmentů ekonomiky, které se v předchozím období nezapočítávaly, nebo změnou jejich započítávání. Model SMS vždy na horizontu generuje nárůst sazeb a nárůst inflace. Tuto část prognózy nepovažuje za věrohodnou, protože poptávkové tlaky se momentálně v ekonomice nevyskytují. K otázce, proč tomu tak je, se vrátí na příštím jednání. Za zajímavé označuje očekávané oživení v Německu, očekávaný nárůst sazeb ECB a dovozy z Číny, které budou formovat dovozní ceny a

mohou vyvolat obchodní opatření, resp. dovozní cla, ze strany EU. Za nejdůležitější považuje skutečnost, že Parlament svými opatřeními směřuje ke snížení části populace, která bude platit daň, a naopak zvyšuje tu část, které se vyplatí nepracovat. Tato opatření budou mít negativní dopady do zaměstnanosti. Centrální banka by neměla podpořit Parlament v těchto opatřeních. Uvítal by zamyšlení ze strany SMS na téma případného nepřijetí některých členských zemí EU do eurozóny a dopadů tohoto nepřijetí pro region.

Guvernér Tůma: Během dnešní diskuse se ukázalo, že členové bankovní rady nemají problém s nastavením sazeb, ale vyjadřují nespokojenost s modelovým aparátem. Doporučuje příště více rozlišovat debatu o nastavení měnové politiky od debaty o prognostickém rámci, protože zdůvodnění rozhodnutí v Minutes se zakládá na debatě o nastavení sazeb. Debata o modelu by měla být spíše interní záležitostí, které je možno vyčlenit jiné setkání. Oproti minulým setkáním, během kterých hrozila protiinflační rizika a bylo zvažováno snížení sazeb, vidí dnes rizika jako vyrovnaná. Zaujala ho úvaha o tom, zda je měnová politika dnes aktivnější než bývala v minulosti a zda je kurzový kanál účinnější než kanál poptávkový. Domnívá se, že komunikační důraz na kurz není odrazem významného posunu v názoru na roli jednotlivých kanálů, pouze odráží to, že kurzový vývoj byl momentálně pro debatu o ekonomickém vývoji důležitý. Důležitost jednotlivých témat se v čase mění. Ve srovnání s rokem 2001-2002 je stávající komunikace obdobná, žádný posun v úvahách o kanálech z frekvence slova kurz v komunikaci s veřejností proto nelze vyvozovat. Kurzový kanál není důležitější než v minulosti. Uvádí jako příklad rozhovor s guvernérem Švédské centrální banky. Centrální banky v malých otevřených ekonomikách cílující inflaci sledují vždy kurz jako důležitou exogenní veličinu. Přesto se ale domnívá, že v případě ČNB neznamena komunikační strategie snahu o řízení kurzu. Modelový aparát byl v ČNB diskutován vždy, od okamžiku zavedení modelu do praxe. Pravdou je, že potenciál se zatím vždy upravoval směrem nahoru, to ale koresponduje s tím, že ekonomika prochází strukturálními změnami urychlujícími růst, jejichž dopad do ekonomiky se predikuje standardním modelem obtížně. Strukturální změny jsou ale správně reflektovány korekcemi potenciálu. Dnes padla řada podnětů, které jsou zajímavé. Například otázka vlivu struktury růstu na inflaci je opravdu podstatná. Hypotéza o výrazné revizi dat se nezdá jako příliš pravděpodobná, protože ČSÚ se zatím choval spíše konzervativně a korekce prováděl směrem nahoru. Debata o modelu bude vedena. Pomalý růst agregátní poptávky je způsoben pomalým růstem mzdových příjmů. Růst HDP se do mezd plně nepromítá, odbory jsou slabé, domácnosti se orientují především na zajištění bydlení. Vývoj investic a exportu odpovídá růstu HDP. Nevidí signály k posunu sazeb žádným směrem. Komunikace by mohla být zaměřena na fiskál, vzhledem k předvolebnímu boji se však jedná o citlivé téma.

Vrchní ředitel Frait: Přínos modelového aparátu je v tom, že ukazuje na možné nekonzistence v datech a vede k debatě o problémech s interpretací. Domácí poptávka skutečně neroste kvůli nízkému disponibilnímu příjmu domácností, ale v mezinárodním kontextu jde o výjimečný případ. Obdobné ekonomiky, které prošly strukturálními změnami, vykazují vyšší růst domácí poptávky. Zhodnocení měny vede většinou k akceleraci spotřebitelského optimismu.

Viceguvernér Singer: Připojuje se k názoru, že komunikovat růst sazeb není adekvátní, přestože model signalizuje nárůst na horizontu transmise, protože model tento nárůst signalizuje vždy. Posilování kurzu vždy zpomaluje ekonomický růst, v současné době je tento efekt neutralizován přílivem investic, takže SMS by měla pracovat s hypotézou, že - pokud dojde

k otoční přílivu investic, pak dojde ke zpomalení růstu, ceteris paribus. Stávající úvaha viceguvernéra Niedermayera není konzistentní. Reaguje na vystoupení pana guvernéra. Pokud bychom tržím řekli, že ke kurzu přistupujeme jako v roce 2001, a trhy by tomu uvěřily (což naštěstí považuje za nemožné), tak by koruna poskočila o 1,50 CZK.

Guvernér Tůma: S tímto názorem nesouhlasí. Agresivita ve snižování sazeb byla poměrně velká. V předchozím vystoupení viceguvernéra Singera zaznělo, že dochází k posunu vnímání důležitosti kurzového kanálu ze strany centrální banky, to ale není pravda. Došlo pouze k tomu, že komunikace se v některých obdobích více soustředila na kurz, tento důraz byl srovnatelný s lety 2001-2002. Dotazuje se, na čem viceguvernér Singer zakládá názor, že došlo k posunu.

Viceguvernér Singer: Nesouhlasí s touto interpretací. Ještě za počátku jeho působení v bankovní radě docházelo k debatám o explicitním či implicitním vyjímkování kurzu.

Viceguvernér Niedermayer: Vzhledem k tomu, že ČNB pracuje s nepodmíněnou prognózou, musí být její součástí i projekce vývoje sazeb. Nejvíce zajímavé jsou pouze první dva body projekce, které ukazují reakci centrální banky na aktuální soubor dat. Poté nastoupí nová prognóza. Konec trajektorie odráží úvahu o rovnovážných trajektoriích, takže odkazovat se na to, že sazby rostou je tautologie.

Vrchní ředitelka Erbenová: Problémem je ale i prognóza inflace, která také míří v horizontu transmise nahoru.

Viceguvernér Niedermayer: Vrací se ke grafu, který ukázal viceguvernér Singer. Osa grafu je hodně nemilosrdná, neukazuje celé rozpětí od 0 do 4,5%. Kromě několika výjimek – například leden 2005 – je rozsah korekce mezi prognózami adekvátní jednomu měnovému rozhodnutí, proto nejde o důkaz nestability modelu. Osobně by přivítal, kdyby byl model dezagregovaný, ale je třeba si uvědomit, že v tom případě bude bankovní rada diskutovat nikoli o jedné mezeře výstupu, ale o řadě rovnováh v poměrně komplikovaném rámci. A ten nebude průhlednější a bezespornější než stávající rámec. SMS odvádí dobrou práci.

Guvernér Tůma: Vrací se ke kurzu. Komentář viceguvernéra Singera je relevantní v tom smyslu, že v minulosti se opravdu objevily úvahy o možnosti vyjímkovat výrazné pohyby kurzu. Ovšem tyto úvahy se objevily koncem devadesátých let, kdy se definovalo vyjímkování inflace. Kurz koruny ale nebyl na seznam exogenních vyjímkovatelných veličin zařazen. Aktivnější přístup prosazovaný viceguvernérem Singerem není vyjímkování. Veškeré pokusy ze strany centrálních bank cílovat měnové podmínky skončily nezdarem. Pokud centrální banka cílí inflaci, nemůže panikařit při každém kurzovém výkyvu. To se ostatně potvrdilo i v posledním období, kdy se trend posilování koruny zastavil následkem faktorů, které lze obtížně predikovat. Nelze dokonce vyloučit, že se kurz vydá opačným směrem. Kurz je důležitá veličina pro centrální banku, reagujeme na něj samozřejmě citlivěji než eurozóna, proto se také naše politika může zdát aktivnější, to ale neznamená, že při výkyvu kurzu máme panikařit a reagovat nesystémově.

Vrchní ředitelka Erbenová: Slovní intervence mají omezenou účinnost, musí se s nimi nakládat opatrně. V tomto smyslu srovnání komunikace s roky 2001-2002 není oprávněné, protože dnes je inflace v cíli, zatímco tehdy byla blízko nuly. Proto byl větší důraz na to, aby

bylo podstřelení cíle ex post dobře vysvětleno, určitě ale nedocházelo k výjimkování kurzu ex ante, protože série snižování sazeb byla agresivní a rychlá, i když z pohledu ex post se to samozřejmě může jevit jinak. Dnešní situace je tedy pro centrální banku mnohem komfortnější.

Viceguvernér Singer: Nechce již dále toto téma rozvíjet. Poznamenává pouze, že znakem paniky je říkat trhům to, co nedělám, nebo nedělat to, co říkám, a proto se domnívá, že není tím, kdo panikaří.

Viceguvernér Niedermayer: Ačkoli kurz je endogenní modelovou veličinou, jeho výkyvy obvykle vznikají následkem exogenních šoků. Zároveň neexistují mechanismy, které by zcela kompenzovaly vliv těchto šoků. Osobně se domnívá, že stávající hladina kurzu je odpovídající. Úroveň kolem 29,5 CZK/EUR (z předcházející prognózy), by nyní možná vedla k problémům s nastavením měnové politiky. Depreciace není momentálně žádoucí.

Vrchní ředitel Frait: Vrací se k paralele s rokem 2001-2002. Tehdy byl podceněn dopad následků teroristického útoku v 11. září a pak byla podceněna rychlost poklesu rizikové prémie v rozvíjejících se ekonomikách. Osobně očekával, že v důsledku ropných šoků více poklesne spotřebitelský optimismus, to se ale nestalo, což je zřejmě zásluha měnových politik. To může ale vytvářet rizika pro období, kdy se měnové politiky vrátí zpět k neutrálnímu nastavení.

III. 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 uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB jednomyslně ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,00 %.

Zapsala: K. Šmídková, poradce bankovní rady