

## Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 29. června 2006

**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 6. situační zprávy**

**Viceguvernér Niedermayer:** Uvítal by zahrnutí informací o měnové politice v pasáži situační zprávy (dále jen SZ) o středoevropských ekonomikách (str. 12). Na str. 23 obsahuje SZ hodně silné údaje o podnicích. Rekordní ziskovost firem byla dosažena v roce 2004 nebo 2005? Loni zisk poklesl a nyní zase roste? Obchodní bilance se v meziročním pohledu přestává zlepšovat. Očekává SMS dopad z tohoto titulu do HDP? Nerozuměl pasáži o úvěrech („Čerpání zahraničních úvěrů dosahuje 1/3 domácích úvěrů a od počátku roku 2005 stagnuje“). Stagnuje objem, tzn. že se neposkytují nové úvěry? Dále se dotazuje na rozdíl mezi hypotečními úvěry a úvěry na bydlení.

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Ziskovost firem v roce 2004 byla rekordní. Loni došlo k mírnému zhoršení, i když úroveň zisku v historickém kontextu zůstala velmi vysoká. Aktuální data představují ve vztahu k roku 2005 zlepšení. Obchodní bilance se přestává v nominálním vyjádření zlepšovat, avšak je nutné si uvědomit vliv vysokých cen ropy a zemního plynu. Ve stálých cenách tak dochází stále ke zlepšování a čistý vývoz přispívá k růstu HDP (viz strana 25 SZ). Ohledně úvěrů ze zahraničí – stagnuje objem jejich meziročního přírůstku, nikoliv hladina. Přesnější data zašle SMS emailem. Jde o veškeré úvěry pro domácí subjekty ze zahraničí. Data jsou čerpána z údajů o platební bilanci. K problematice hypotečních úvěrů a úvěrů na bydlení: do úvěrů ze stavebního spoření patří všechny úvěry stavebních spořitelien kromě úvěrů jištěných ze 100 % hodnotou nemovitosti. Takové úvěry jsou již od roku 2005 řazeny do hypotečních úvěrů. Úvěry na bydlení zahrnují jak hypotéky, tak úvěry ze stavebního spoření.*

**Viceguvernér Niedermayer:** Jsou z hypotečních úvěrů vyloučeny komerční hypotéky?

*Odpověď SMS: Základní dělení je na úvěry podnikům a úvěry domácnostem. Úvěry domácnostem se dále dělí na spotřebitelské a na bydlení. Komerční hypotéky jsou v úvěrech podnikům. Údaje o dynamice hypoték právnickým osobám budou zaslány emailem.*

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Jedinou výjimku představují osoby samostatně výdělečně činné, jejichž úvěry figurují v úvěrech domácnostem. Nejde však o příliš významnou komponentu.

**Guvernér Tůma:** Zahraniční úvěry představují úvěry v cizích měnách nebo úvěry poskytnuté ze zahraničí?

*Odpověď SMS: Čerpání dat z platební bilance znamená, že není rozhodující měna úvěru. Klíčový je vztah rezident – nerezident.*

**Viceguvernér Singer:** Dotazuje se na důvod deficitu zahraničního obchodu na Slovensku. Je deficit způsoben oživením spotřebitelské poptávky? Další dotaz směřuje na vývoj průměrné nominální mzdy. Jak velký význam má z hlediska meziroční dynamiky revize této časové řady? Pracuje či bude SMS pracovat s důchodovým efektem u růstu cen pečiva? Elasticita poptávky po pečivu bude zřejmě nízká. Jsou signály poptávkové inflace, které jsou v SZ popisovány,

projevem opravdu poptávkových vlivů nebo souvisí spíše se zrychlením potenciálního produktu a následným zvýšením soukromé spotřeby? Posun implikovaného rozpětí jednoletých sazeb oproti dubnové prognóze na krátkém konci (str. 15 SZ) není významný, aby byl detailně komentován, jde o chybu komentáře?

*Odpoověď SMS: Revize údajů o mzdách byla mimořádná, tyto údaje se běžně nerevidují. Snížil se mezikvartální růst v prvním čtvrtletí 2005 s dopadem na meziroční dynamiku v letošním prvním čtvrtletí. S ohledem na změnu dynamiky růstu průměrné mzdy v průmyslu lze odhadnout vliv revize časové řady na dynamiku průměrné mzdy na cca 0,5 %. K důchodovému efektu plynoucímu z růstu cen pečiva: spotřeba domácností se odvozuje mj. od reálného disponibilního příjmu, takže tímto kanálem se vliv vyšších cen pečiva projeví. Dopad růstu cen pečiva do inflace bude maximálně do 0,3 p.b. což při dynamice nominálního disponibilního příjmu domácností kolem 6 % představuje jen malý vliv. Příznaky poptávkové inflace vs. nárůstu potenciálu: to bude klíčová otázka při přípravě nové prognózy. Na jedné straně je rychlejší růst HDP, rychlejší spotřeba, vyšší mzdy a rychlejší pokles nezaměstnanosti mj. v důsledku obsazování volných pracovních míst nezaměstnanými. Na druhé straně je korigovaná inflace nepatrně nad naši prognózou navzdory silné apreciaci kurzu. Každý z těchto signálů je poměrně slabý, ale jako celek vyvolávají určitou pochybnost, zda-li poptávkové tlaky nebo sekundární dopady vyšších cen energií nejsou přece jen silnější. SZ neměla za cíl vyslat silný signál o poptávkových vlivech, spíše jen avizovat, že tyto faktory budou muset být analyzovány při tvorbě nové prognózy v červenci.*

**Viceguvernér Singer:** Minulý týden při cestě do ECB byl komentář připravený SMS k výhledu Německa a eurozóny poměrně pesimistický ohledně růstu a očekávání. Hovořilo se v něm o vlivu daňových změn v Německu, fotbalových vlivech, které mohly ovlivnit index IFO. Tento komentář příliš neladí s vyzněním předložené SZ v oblasti vnějšího vývoje.

*Odpoověď SMS: Consensus Forecast (dále jen CF) má v sobě zabudováno určité zpomalení ekonomického růstu na rok 2007 pro Německo. V případě eurozóny bude zpomalení růstu méně výrazné. Otázkou spíše je, zda-li nebyť ještě více pesimistický s ohledem na nedávný pokles cen aktiv na světových trzích a změnu sentimentu vůči emerging markets. Tyto vlivy CF ještě zřejmě plně nezohlednil. I toto bude předmětem zvažování při velké SZ.*

**Viceguvernér Singer:** Co znamená výraz „contango“?

*Odpoověď SMS: Jde o situaci u většiny futures na trhu komodit, kdy se cena futures zvyšuje s rostoucí splatností kontraktu. Za takové situace je spotová cena podkladového nástroje nižší než jakákoli forwardová cena podkladového nástroje. Ke zhoršování obchodní bilance na Slovensku a růstu spotřeby: existují indikátory urychlení spotřeby. Například nezaměstnanost se výrazně snížila. Strukturální složka nezaměstnanosti je přitom tak významná, že pokles nezaměstnanosti musí něco znamenat.*

**Viceguvernér Niedermayer:** Víme, jaký je vliv investičních dovozů na deficit obchodní bilance? Slovenští představitelé argumentují, že deficit je způsoben investičními dovozy.

*Odpoověď SMS: Celý deficit tímto způsoben zřejmě není, konkrétní údaje se SMS pokusí zjistit. Faktem je, že jakkoliv je tempo ekonomického růstu v ČR a na Slovensku podobné, struktura poptávky je velmi rozdílná. Na Slovensku je růst tažen domácí poptávkou při zhoršující se obchodní bilanci.*

**Vrchní ředitel Frait:** Někteří analytici tvrdí, že inflace klesne v důsledku vysoké srovnávací základny z loňského roku. Mají to dobře spočítané či nikoliv? V prvním čtvrtletí jsme předpokládali růst vládní spotřeby o 1,4 %, avšak došlo k jejímu poklesu o 1 %. Lze tento rozdíl nějak vysvětlit?

*Odpoověď SMS: Přirozená tendence k poklesu meziroční inflace v nejbližších měsících bude, neboť zpomalí regulované ceny a ceny pohonných hmot, které loni v tomto období zaznamenaly vysoké přírůstky. Tento vývoj signalizuje i obrázek z dubnové prognózy, kdy v letních měsících dojde k poklesu inflace ke 2 % a teprve ke konci roku se inflace vrací k cíli a následně s ohledem na daňové změny i nad 3 %. K poklesu vládní spotřeby: čtvrtletní prognóza spotřeby vlády je čistě arbitrární, máme k dispozici pouze roční odhad nominálních výdajů vlády na spotřebu. ČSÚ má k dispozici úplnější data k adekvátnějšímu odhadu spotřeby vlády v jednotlivých čtvrtletích. Odchylku nepovažujeme za zásadní. Nový fiskální výhled nezpochybňuje prognózu spotřeby vlády na rok 2006.*

**Vrchní ředitel Holman:** Znovu upozorňuje na rozdíl mezi prognózou kurzu v SZ a očekáváním analytiků. Nemohou mít očekávání trhů ohledně kurzu sebenaplňující se charakter? Další dotaz se týká mezd. SZ argumentuje, že rychlejší růst nominálních mezd může vyvolávat poptávkově inflační tlaky. Na druhé straně SZ tvrdí, že jednotkové mzdové náklady proinflačně nepůsobí. Je nebo není stávající růst mezd proinflační? Následující dotaz směřuje k hypotézám ohledně vývoje zásob. SZ zastává názor, že meziročně výrazně vyšší zásoby nepředstavují hromadění výroby na sklad, ale jde o přizpůsobení jejich úrovně rychlejšímu obratu výroby vzhledem ke zrychlující se zahraniční i domácí poptávce. Lze tuto hypotézu podpořit argumenty? Osobně považuje růst zásob za příliš vysoký na to, aby byl vysvětlitelný tímto způsobem. Str. 22 uvádí, že snižující se deficit zahraničního obchodu přispívá kladně k růstu HDP. Deficit by měl přispívat vždy záporně k růstu. SZ neargumentuje jednotně ohledně úrokových sazeb. Str. 1 hovoří o snížení výhledu nominálních úrokových sazeb, zřejmě v eurozóně. Na str. 11 se však argumentuje přehodnocením očekávané úrovně sazeb v eurozóně směrem vzhůru. V souvislosti se změnou proxy pro zahraniční poptávku od 7. SZ (nahrazení Německa celou eurozónou) upozorňuje, že na rozdíl od eurozóny v Německu v současnosti hospodářský růst není doprovázen poptávkově inflačními tlaky. Růst poptávkových tlaků ze zahraničí tak může být výsledkem změny metodiky práce se zahraničním prostředím. Další dotaz se týká vlivu záporného úrokového diferenciálu (CZK/euro) na zpomalení meziročního posilování kurzu koruny. Čistý odliv portfoliových investic výrazně akceleroval. Argument SZ ze str. 21, že revize spotřeby směrem dolů v prvním čtvrtletí loňského roku znamená vyšší meziroční růst spotřeby v letošním prvním čtvrtletí není zcela korektní, neboť neuvažuje to, že letošní data mohou být v budoucnu také revidována kterýmkoliv směrem.

*Odpoověď SMS: Deficit zahraničního obchodu snižuje úroveň HDP. Pokud se však deficit meziročně snižuje, přispívá to k meziročnímu růstu ekonomiky. Aktuálně revidované údaje o HDP pracují již se stálými cenami roku 2000 a vyjádřeno tímto bazickým rokem je saldo čistých exportů v prvním čtvrtletí 2006 kladné. K interpretaci údajů o mzdovém vývoji ve vztahu k poptávkové inflaci: SMS rozhodně nechce vysílat signál, že mzdy působí jako proinflační faktor. Faktem však je, že při dubnové prognóze se mzdy jeví jako hodně protiinflační faktor. Pokud by mzdy působily méně protiinflačně, znamenalo by to posun celkového obrázku (od dubnové prognózy) proinflačním směrem, i když by mzdy samotné (např. optikou jednotkových mzdových nákladů) stále zůstávaly protiinflační. K prognóze kurzu koruny: prognóza zůstává od dubna stejná, již tehdy SMS upozorňovala na rozdíly oproti očekávání analytiků. Prognóza SMS*

*v sobě má určitou korekci posílení kurzu pod vlivem záporného úrokového diferenciálu, analytici nadále očekávají posilování kurzu. V měnověpolitickém doporučení SMS upozorňuje, že tato očekávání mohou mít sebenaplňující se charakter. Prognóza očekává, že záporný úrokový diferenciál by měl nejen zastavit posilování, ale vést dočasně i k mírnému meziročnímu oslabení koruny. Zatím k tomu nedošlo, což je překvapivé vzhledem k tomu, že se záporný úrokový diferenciál zkombinoval s některými dalšími faktory, které by měly vést k oslabení koruny (změna sentimentu vůči všem rozvíjejícím se trhům; změna sentimentu vůči ostatním měnám v regionu (na Slovensku se kurz dostal nad centrální paritu a NBS začala intervenovat proti oslabování kurzu); přetrvávající politická nejistota po volbách; stagnace nominálního salda obchodní bilance). Touto optikou by se dala předpokládat větší korekce kurzu, než skutečně byla. K problematice zásob: všechny hypotézy ohledně zásob jsou nejisté. Stanovisko poradce upozorňuje, že zásoby bývají nejčastěji a nejvíce revidovanou složkou poptávky. Hned po publikaci dat za první čtvrtletí se objevily divoké komentáře zpochybňující růstový potenciál české ekonomiky s poukazem na to, že ekonomika roste výrobou na sklad. Snahou SZ bylo vyjádřit názor, že jde o naprosto primitivní vidění celé problematiky. V minulosti v SMS používané ekonomické teorie pro vysvětlení vývoje zásob byly s každou další revizí zpochybněny. V současnosti převládá názor, že zásoby ČSÚ používá pro řešení dočasných nesouladů mezi poptávkou a nabídkou v ekonomice. Ohledně vývoje spotřeby domácností: komentář v SZ srovnává revidovaná a nerevidovaná data, což může být ošidné. K revizi samozřejmě může dojít. K rozporu ohledně vývoje úrokových sazeb v eurozóně: str. 11 komentuje jak změny v CF, tak i posun v tržních výnosových křivkách, které nemusí jít vždy stejným směrem. Z hlediska tvaru výnosových křivek platí, že došlo k posunu směrem dolů. K problematice chystané záměny Německa za celou eurozónu: přechod na efektivní ukazatele celé eurozóny by měl pomoci ztlumit specifika výchylek v Německu. Momentálně však nelze přesně vyhodnotit dopad této změny.*

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Při prognóze v příští SZ by bylo dobré provést, byť třeba mechanický, odpočet vlivu přechodu z HDP Německa na eurozónu.

*Odpověď SMS: SMS standardně dělá kvantifikaci vlivů změn v modelu na prognózu. V tomto případě nebude triviální toto korektně udělat – nepůjde zcela odlišit změnu modelu od změny v exogenních předpokladech, ovlivní to i nastavení rovnovážných veličin apod. Snaha SMS byla, aby toto „přepnutí“ nevyvolalo žádnou revoluci, ale určitý dopad to mít bude. Historicky se efektivní eurozóna pohybovala blízko Německu, ale jsou samozřejmě určitá období, jako například nyní, kdy dochází k odchýlkám ve vývoji. Zde může přepnutí vést k vyhlazení podobných výkyvů.*

## **II. Uzavřené jednání bankovní rady**

**Viceguvernér Niedermayer:** Celkovou situaci vidí trochu jinak než před několika měsíci. Inflace ve světě všude roste. Došlo k obratu z nízko inflačního období, kdy se zdálo, že se ztratila vazba mezi ekonomickým růstem a inflací. Dostává se to do standardní situace, kdy tento vztah existuje a obecně je třeba zpřísnění měnové politiky. Současně se objevují nové fenomény. Jedná se například o to, že velká část inflace není způsobena domácími faktory. Jakkoliv je ropa poptávkový fenomén, tak nárůst cen ropy není způsoben zvýšenou poptávkou po ropě v České republice. Stejně tak může změna poptávky v některých velkých ekonomikách zdražit nebo naopak zlevnit čínské zboží. Míra využití čínských kapacit ovlivní celý svět a přitom to nebude způsobeno poptávkou v jedné konkrétní ekonomice. Z domácích faktorů je evidentní vysoký ekonomický růst a s respektem konstatuje, že to ČNB nepřekvapilo. Do budoucna by nebyl překvapen poněkud slabší dynamikou růstu v důsledku vývoje čistých exportů. Současně ovšem dochází k evidentnímu oživení domácí poptávky. Jde o vyšší dynamiku spotřeby domácností; překvapením jsou také čísla z trhu práce i 7% dynamika mezd. Státní výdaje také budou vysoké, neboť při dynamice příjmů kolem 20 % prakticky neexistují rozpočtová omezení. Novým faktorem je změna situace na světovém finančním trhu. Částečně jde o zpožděnou reakci na nárůst nominálních výnosů v nejrozvinutějších ekonomikách. To způsobilo změnu averze k riziku, která se neprojevuje poklesem přílivu zdrojů do emerging ekonomik, ale snížením mimorozvahových expozic. To zvýšilo rizikovost investic do rozvíjejících se ekonomik, ale nezvýšily se doposud výnosy. Česká ekonomika je v tomto ohledu atypická. Máme silné ekonomické fundamenty a nedávný náznak krize přežila koruna (spolu ještě s ruským rublem a několika málo dalšími měnami) v klidu. Současně ovšem nabízí česká ekonomika velmi nízké nominální výnosy. Optimismus ohledně naší ekonomiky tedy stále pokračuje, ale do budoucna může hrát záporný rozdíl v nominálních výnosech značnou roli. Na rozdíl od minulého měsíce hodnotí celkovou situaci mnohem méně „v poklidu“. Současně se tento pocit ovšem obtížně napojuje na dostupná data, neboť jsme tento vývoj v zásadě predikovali. Predikovali jsme vysoký růst, mzdy kolem 6 % a inflaci okolo 3 %. Nicméně k tomu, aby tento mix byl v pořádku, potřebujeme nejen silný kurz, ale neustále posilující kurz. Současný kurzový vývoj otevírá otázku, zda-li tato podmínka bude splněna. Pokud ne, tak náš mix „7:7:3:3:2:2“ (7% růst, 7% mzdy, 3% inflace, 3% fiskální deficit, 2% úrokové sazby a 2 ekonomové věřící tomu, že to takto může zůstat) by nebyl udržitelný a úrokové sazby by se musely velmi rychle, a zřejmě opožděně, zvyšovat. Jenže růst úrokových sazeb může zpětně posílit kurz a následně to může vypadat, že se sazby neměly zvyšovat. Připomíná, že za posledních 12 měsíců bylo třeba nominální apreciacie kurzu v rozsahu 4-8 %, aby bylo dosaženo celkové inflace pod 3 % a jádrové inflace pod 1 %. Dnes, v situaci oživující inflace ve světě, zřejmě potřebujeme výrazné tempo posilování k tomu, aby inflace zůstala nízká při nízkých úrokových sazbách. Celkově vnímá rizika poměrně výrazně proinflačním směrem a domnívá se, že méně riskantní strategií bude poměrně brzy a viditelně zvyšovat úrokové sazby.

**Viceguvernér Singer:** SZ upozorňuje na 3 skupiny možných proinflačních faktorů: poptávková inflace, sekundární efekty a exogenní nákladové šoky. U poptávkové inflace se jedná o rychlejší růst mezd, nižší nezaměstnanost a vyšší dynamiku spotřeby. Růst mezd nad 7 % je zřejmě statistický artefakt. Důležitější však je, že mezera mezi růstem mezd a agregátní produktivitou práce se dále rozevívá. Není tak pravda, že by mzdy tlumily inflaci méně než před několika měsíci. Spotřeba roste na úrovni 3,4 % namísto 2,7 %, což při ekonomickém růstu nad 5 % znamená, že spotřeba není tahounem ekonomického růstu. Tempo růstu mezd 6,9 % tu už

historicky několikrát bylo a ne vždy vedlo k růstu inflace. Obecně je vždy obtížné rozeznat poptávková rizika pro prognózu výstupu od poptávkových rizik pro inflaci. V české ekonomice je to obzvláště těžké, historicky víme, že toto prognostický aparát ČNB příliš neumí. Ohledně sekundárních nákladových tlaků – PPI 1,5 %, příspěvek zvýšení cen pečiva do inflace 0,3 %... To je vše. Ad exogenní nákladové šoky: ceny ropy mírní a zřejmě ještě nějakou dobu mírnit bude kurz dolaru, je ovšem otázkou, kde se tento vliv zastaví. Podle mnoha názorů, které v poslední době vyslechl, může být ukončení exportu deflace z Číny nahrazeno rostoucím vlivem indické ekonomiky, zejména v sektoru služeb. Ke kurzu koruny poznamenává, že dle prognózy měly být úrokové sazby už na úrovni 2,4 %, a přesto je kurz výrazně silnější než činí předpoklady prognózy. Celkově tak prozatím nevidí jasné signály pro nějaký krok v měnové politice. Roste pravděpodobnost, že budeme zvyšovat úrokové sazby, ale necítí potřebu učinit tak co nejdříve. Se zájmem si bude číst příští 7. SZ a s ještě větším zájmem pak za rok a půl její vyhodnocení.

**Vrchní ředitel Frajt:** Shoduje se docela s oběma předřečníky. Dlouho propagoval nízké úrokové sazby z toho důvodu, že při uvolněné měnové politice v hlavních ekonomických oblastech musíme mít nízké úrokové sazby, jinak bychom byli vystaveni velkým tlakům na zhodnocení měny. Stalo se, co nečekal: v rámci svého mandátu zažije ještě období „normalizace“ úrokových sazeb ve světě i v České republice. Kdyby nebylo kurzu koruny a naší specifické historie a kredibility, tak by ČNB již dávno sazby zvyšovala. Debata bude asi o tom, jak provést manévr normalizace úrokových sazeb, aniž bychom vyvolali tlaky na další velké posilování koruny. Ekonomická data potvrzují určité oživení, zdá se, že se i zvýšila cyklická sladěnost s eurozónou. Do budoucna nepředpokládá udržení 7% ekonomického růstu. Mimo jiné i z toho důvodu, že časem přestane být inflace měřená deflátorem HDP negativní. Vidíme sekundární dopady růstu cen energií a surovin, což je v pořádku, neboť jsme čekali, že se to dříve či později musí projevit. Existují náznaky, že rychlé zhodnocování koruny má jisté dopady do konkurenceschopnosti. Kurz koruny je tedy významný faktor v debatě o úrokových sazbách. Inflační tlaky z mezd ani jiných zdrojů nevidí. Pro rozhodování o sazbách není klíčové, je-li inflace o půl procenta vyšší či nižší. Pokud nebude kurzový problém, sazby by se měly zvýšit bez ohledu na to, je-li inflace 2,5 nebo 3,5 %. Nejisté jsou politiky klíčových centrálních bank. ECB je velmi volatilní. Projev prezidenta Tricheta v Madridu byl velmi „holubičí“. Naopak poslední jeho komentáře a jeho kolegů jsou dost „jestřábí“. Fed evidentně neví, co má dělat. To implikuje i taktiku ČNB. Měli bychom přestat komunikovat, že pohyb sazeb může být směrem nahoru i dolů. Je evidentní, že s vysokou pravděpodobností bude příští pohyb směrem nahoru. Současně však musíme být opatrní v rétorice, aby si to trhy nevyložily jako signál, že chceme výrazně silnější kurz koruny. Doporučuje počkat na kroky hlavních centrálních bank a na jejich dopad na kurz koruny. Komunikace kurzu by neměla vyvolávat představy, že kurz bude výrazně zhodnocovat nebo oslabovat. Nejistota, že kurz může jít oběma směry, je docela užitečná. Doporučuje provést analýzu kurzového vývoje z pohledu fundamentálních determinant. Naše představa o rovnovážném reálném zhodnocování je hodně založená mimo jiné na směnných relacích. V situaci, kdy směnné relace jsou určovány importy a exporty z teritorií mimo eurozónu, si není jist, co směnné relace znamenají pro kurz CZK/euro.

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Souhlasí s předřečníkem, resp. mottem, že kdyby nebylo kurzu koruny a naší specifické historie, už bychom zvyšovali sazby. Kurz koruny a specifická historie jsou však klíčovými vysvětlení toho, co teď pozorujeme. Nepovažuje rizika za vychýlená směrem vzhůru. Dostupná data ve srovnání s prognózou vedou k závěru, že rizika jsou víceméně

vyrovnaná a odchylky od scénářů jsou omezené. Změna je v tom, že rizika nejsou vychýlena protiinflačním směrem jako v předchozích měsících. Nevidí však důvod k přestřelení hodnocení proinflačním směrem. Velkou změnou je vyčerpání apreciačních tlaků na kurz. Vše ostatní jsme víceméně očekávali. Necítí proto potřebu přeceňovat signály, ať už jde o data z trhu práce, inflace, peněžní zásoby či reálné ekonomické aktivity. Budoucí zvyšování úrokových sazeb může být mnohem více závislé na růstu záporného úrokového diferenciálu oproti zahraničí (ECB a Fed). Přimlouvá se za zdrženlivost ohledně signalizace dalšího vývoje, resp. budoucího zvýšení úrokových sazeb. V minulosti se nám preventivní zvýšení sazeb ne vždy podařilo. Je třeba korektně popisovat trajektorii úrokových sazeb, která míří nahoru, ale dosud byla trochu relativizovaná protiinflačními riziky. Normalizace hladiny úrokových sazeb klíčových centrálních bank může vést i ke zpomalení globálního ekonomického růstu a snížení inflačních tlaků. Redistribuce poptávky směrem k Číně patrně neproběhne tak rychle, aby se tomuto zabránilo. Souhlasí s tím, že udržení růstového tempa české ekonomiky na úrovni 5 % a více je dost málo pravděpodobné. Přeceňovat dopady zvýšených cen pečiva a rychlejšího růstu regulovaného nájemného není vhodné, neboť jde o jednorázové faktory s dopadem do inflace obtížně odlišitelným od běžné volatility. O vývoji peněžní zásoby máme pochybnosti již dlouho. V kontextu domácí ekonomiky při otevřeném kapitálovém účtu a integrovaném finančním sektoru je obtížné interpretovat tento ukazatel. Navíc může do značné míry stále ještě odrážet strukturální změny ve finančním sektoru, které mohou být spíše regulačním než rizikem makroekonomické nestability. Data z trhu práce lze v kontextu stávající míry nezaměstnanosti a srovnání růstu mezd s růstem produktivity jako proinflační vnímat pouze při silné protiinflační averzi. Navíc i SZ obsahuje informace o tom, že medián i průměr hodinové mzdy klesl.

**Vrchní ředitel Holman:** Měnová politika ČNB by měla reagovat na dva signály. Jednak na signál poptávkových inflačních rizik a jednak na výši úrokového diferenciálu, pokud by hrozil obrat ve vývoji kurzu. Ani jedno ani druhé zatím české ekonomice nehrozí. Poptávková inflace by musela přijít ze strany mezd, ty však nerostou tak rychle, aby vyvolávaly poptávkovou inflaci. Inflace bude ovlivňována spíše regulovanými cenami. Zajímalo by ho, co potáhne inflaci nahoru, až se vyčerpá efekt regulovaných cen. Negativní úrokový diferenciál je sice vysoký, ale stále ještě pokračuje meziroční apreciacie kurzu. Navíc trhy očekávají další apreciaci. Toto náš prognostický aparát stále dostatečně nereflektuje. Světový trend je nepochybně ve směru zvyšování úrokových sazeb a asi českou ekonomiku nemine, ale neměli bychom to uspěchat. Mohlo by to vést v krátko až střednědobém horizontu k další apreciaci kurzu a následně k podstřelování inflačního cíle, což by mohlo ČNB přinutit k úvahám o snížení sazeb. ČNB má rezervy v analýze příčin dlouhodobé apreciacie koruny, zejména její souvislost s reálnou konvergencí k vyspělým ekonomikám. Rovnovážná nominální apreciacie kurzu jde vyjádřit jako rovnovážná reálná apreciacie minus inflační cíl. Inflační cíl máme daný a rovnovážná reálná apreciacie činí 3,4 %. Po odečtení inflačního cíle stačí rovnovážná nominální apreciacie kolem 0,5 %.

**Ředitel SMS Holub:** Je třeba odečíst diferenciál inflačních cílů, tzn. 3 % v ČR vs. 1,8 % v eurozóně. Pak rovnovážná nominální apreciacie vychází kolem 2-2,5 %.

**Vrchní ředitel Holman:** Nicméně stále je aktuální nominální apreciacie silnější než tato úroveň, čili tlačí inflaci směrem dolů. Táže se ředitele SMS na důvod, proč dochází ke zhoršování směnných relací. Jde pouze o vliv růstu cen ropy a zemního plynu? Nebo je tam i tlak na pokles

vývozních cen? V souladu s hypotézou reálné konvergence by předpokládal, že ještě bude pokračovat zlepšování směnných relací. Stále se zlepšuje objektivní i subjektivně vnímaná kvalita českého zboží a přesto dochází ke zhoršení směnných relací.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Jedno z témat je uvolňování regulovaných cen nájemného. Připomíná, že dopad regulovaných cen na inflaci nemůžeme eliminovat žádným měnověpolitickým nástrojem. Dokud porostou regulované ceny, tak těžko můžeme tlačit inflaci pod úroveň v eurozóně. Anebo se to dá dělat, ovšem za cenu přidušení ekonomiky, což nepovažuje za optimální. Dosud nebyl diskutován dopad politické situace. Od toho, zda vůbec budou či nebudou zahájeny ekonomické reformy, se bude odvíjet dlouhodobý náhled na budoucnost české ekonomiky. Signály od Světové banky a dalších autorit hovořily jasně o potřebě zahájení reforem. S ohledem i na schválené předvolební výdaje není jasný pohled na zavedení eura a zda budeme schopni plnit vstupní kritéria či nikoliv. Na podzim bude ČNB spolu s MFČR a MPO předkládat materiál do vlády a není jisté, zda se euro bude zavádět k již dříve definovanému termínu (1.1.2010) či nikoliv. Ohledně fiskálních impulzů doufá, že se výdaje poněkud sníží a impuls tak bude menší. Celkově se zdá, že se opět objevil inflační „strašáček“ a je otázkou, zda na něj nyní rychle reagovat.

**Guvernér Tůma:** Viceguvernér Niedermayer shrnul signály, které vedou k obrázku konzistentnímu se zvyšováním sazeb. V tomto obrázku poněkud postrádá výrazné urychlení odhadu potenciálního produktu v posledních dvou letech. Urychlení potenciálu vysvětlovalo, proč nevidíme poptávkovou inflaci i při rychlém ekonomickém růstu. Nejen již několikrát zmíněná apreciacie kurzu, ale také zrychlení potenciálního produktu jsou faktory, které českou ekonomiku odlišují od některých jiných zemí. Odlišnost české ekonomiky od jiných v regionu lze demonstrovat nejen na odolnosti kurzu koruny vůči nedávné epizodě volatility sentimentu vůči emerging markets, ale také například existencí záporného výnosového diferenciálu 10Y českých vládních bondů vůči eurozóně. V minulosti byl záporný diferenciál na krátkém konci výnosové křivky s tím, že na delších splatnostech výnos konvergoval k úrovni eurozóny. Záporný diferenciál na 10 letech je novým fenoménem, jehož vysvětlení není triviální. Nicméně to lze chápat jako indikaci toho, že koruna má specifický vývoj ve srovnání s okolními zeměmi. K otázce, je-li úrokový diferenciál dostatečný či nikoliv – jaká výše by měla být dostatečná vůči dolaru, když ne stávající 3 %? I vůči eurozóně je diferenciál signifikantní, mj. i s ohledem na záporný diferenciál na dlouhém konci výnosové křivky. Je to spíše otázka spouštěče, na který kurz koruny zareaguje. Koneckonců kurz reagoval i na nedávné turbulence na světových finančních trzích. Nicméně netroufá si predikovat další vývoj kurzu. K celkovému hodnocení ekonomické situace: doplní-li si faktory zmíněné viceguvernérem Niedermayerem významným urychlením potenciálního produktu, zastává názor, že bezprostřední inflační tlaky nemusí v ekonomice nastat. Nárůst inflace může být velmi pozvolný, a to i při zpomaleném tempu kurzové apreciacie. Nárůst cen pečiva je faktor, o kterém se hovořilo již delší dobu. Jde o odraz nákladových tlaků, většina pekařů byla již delší dobu v červených číslech. Zvýšení cen tak nemusí být jednorázové, na druhou stranu to ještě nutně neznamená, že tam musí být nějaké sekundární efekty. K problematice komunikace měnového rozhodnutí: připomíná článek ve Financial Times, ve kterém M. King nepřímou kritizoval ECB v tom ohledu, že „vodit trh za ručičku“ a připravovat ho na každé rozhodnutí několik měsíců dopředu je špatně. To koresponduje i s názorem, ke kterému v minulosti dospěla ČNB. Osobně preferuje neutrální přístup a pokud možno nevyjadřovat žádný bias. Obecně existují dva přístupy. Buď se hodně



mluví a výroky jdou určitým směrem. Problém nastává v situacích, kdy výsledky analýzy nevedou ke stejným závěrům. Druhá možnost je být v komunikaci opatrný a je-li třeba udělat rozhodnutí, tak se prostě učiní.

**Vrchní ředitel Frait:** Ve vztahu ke komunikaci se také domnívá, že není podstatné, zda analytici budou překvapeni či nebudou. Naším úkolem by mělo být komunikovat tak, aby trhy pochopily, že jejich momentální očekávání jsou v podstatě správná. Komunikace by neměla vyslat signál, že jejich fixace jsou špatné a že sazby budou ještě výše.

**Viceguvernér Singer:** Vrací se k debatě o růstové dynamice české ekonomiky. Většina kolegů se vyjádřila v tom smyslu, že nevidí možnost udržení vysokého ekonomického růstu v delším období. Osobně takovou možnost nepovažuje za vyloučenou. Spotřeba má tendenci zrychlit v ekonomickém oživení. Oživení ekonomiky v eurozóně není jen důsledkem jednorázových faktorů, index spotřebitelské důvěry se zvýšil mj. i v Belgii, kde nelze hovořit o efektu světového šampionátu ve fotbale a účasti domácího týmu na něm. Domácí spotřeba může držet ekonomický růst na vysokých hodnotách. Mělo by to však implikace pro fiskál.

**Guvernér Tůma:** Atypickým jevem je, že ČNB je s odhadem ekonomického růstu dost vysoko, výše než například Ministerstvo financí. Většinou centrální banky mívají konzervativnější odhad než vlády.

**Viceguvernér Singer:** Připomíná příklad Lotyšska, které v prvním čtvrtletí roste 13% tempem a inflace činí při tomto vysokém růstu pouze 6 %. Jde o nízký růst cen, vezmou-li se v úvahu všechna úzká místa, která musí v ekonomice při tomto mimořádném růstovém tempu vznikat. Navíc je v Lotyšsku letos dokonce pozitivní obchodní bilance. Běžný účet platební bilance bude zřejmě záporný v důsledku repatriace zisků.

**Viceguvernér Niedermayer:** Upozorňuje, že dle informací z pondělního aukčního výboru se dlouhodobé výnosy koruny a eurozóny opět sblížily. To ovšem znamená, že české krátkodobé implikované úrokové sazby jsou vyšší než v eurozóně. K problematice mezd a produktivity práce: je nutné si uvědomit, že produktivita roste v exportních odvětvích. To je výborné, neboť export si tak udržuje svou mezinárodní konkurenceschopnost. 7% mzdy se však vyplácejí v české ekonomice a zvyšují poptávku nikoliv po exportních statcích, nýbrž po zboží, které se prodává na domácím trhu. Mzdová dynamika je tak relevantní faktor pro inflaci. Potenciální výstup je nepozorovaná hodnota, která reflektuje pozorovanou inflaci v minulém období. Jelikož inflace byla v posledních letech v globálním měřítku stlačena směrem dolů, tak se nelze divit, že zpět hledící modely to vyhodnocují jako nárůst potenciálního produktu. K inflaci – jde i o inflační očekávání. Nyní je inflace nad 3 %. Přidá-li se k tomu několik případných jednorázových efektů, může inflace dosáhnout např. 3,5 % a to už může být relevantní. Nepředpokládá, že inflace bude vyšší než prognóza. Hovořil však o potřebě měnověpolitické akce. Vidí dva možné scénáře, kterým neumí přiřadit pravděpodobnost. Bude-li kurz i nadále výrazně posilovat, tak není třeba zvyšovat úrokové sazby, ale pravděpodobně se sazby asi nebudou snižovat. Druhý scénář, při kterém koruna bude posilovat pomalu či vůbec ne, může vést k situaci, že úrokové sazby budou výrazně pod svou adekvátní úrovní. Není si jist s tím, který ze scénářů nastane, nehledě na to, že

to ČNB nemá sama ve svých rukou. To ho vede k úvahám o chybě prvního a druhého řádu, aniž by však dnes formuloval alternativní měnověpolitický návrh.

**Guvernér Tůma:** Pravdou je, že dynamika potenciálu byla ovlivněna jak domácími faktory, tak i globálními strukturálními vlivy, které model nedokáže zachytit. Na druhou stranu jde těžko zpochybnit příliv přímých zahraničních investic do české ekonomiky a fakt, že tyto investice mají pozitivní dopad na domácí ekonomiku. Z hlediska možného vyčerpávání vlivu Číny je třeba vzít v úvahu, že půjde o faktor velmi dlouhodobý a postupný. Jeho efekt je tudíž za horizontem naší měnové transmise.

**Viceguvernér Singer:** Z popisu viceguvernéra Niedermayera se zdá, že situace je „na ostří nože“. Když nepohneme se sazbami (což může být špatně) a změní se situace v zahraničí, tak kurz může padat buď na stranu apreciace nebo deprecie, mj. v důsledku sebenaplnujících se očekávání a zpětných mechanismů. Pokud by nás trh vnímal „na ostří nože“, tak by česká koruna měla být nedávným otřesem zasažena mnohem více. Ohledně kurzu koruny může stále existovat určitý „fundamentální interval“, ve kterém se koruna může pohybovat se stejnou pravděpodobností *plus minus* 1,5 Kč na obě strany. Rozhodně máme čas vyčkat no to, co udělá ECB.

**Vrchní ředitel Frait:** Jeho předchozí výrok o ekonomickém růstu neznamena, že růst nemůže být rychlejší. Skutečný hospodářský růst (v pravém smyslu slova) může být vyšší např. v případě, že se začne zvyšovat spotřeba. Pokud však dojde ke zvýšení deflátoru HDP ze stávajících záporných hodnot (což je vyvoláno růstem cen energetických surovin), ve standardně měřené růstové dynamice se to projeví nižšími tempy růstu reálného HDP.

**Viceguvernér Niedermayer:** Kurzový vývoj, který je konzistentní s těmito úrokovými sazbami, je dle jeho názoru už hodně daleko na tom pravděpodobnostním rozložení. Optikou 5% nominální apreciace v posledních 12 měsících jsme se dostali na dnešní inflaci při mnohem méně inflačním prostředí v zahraničí. Pokud nebude kurz za rok odhadem na 27,50 Kč/euro, o čemž by nikoho dříve nenapadlo uvažovat, tak budeme mít asi problém. ČR je mezi zeměmi s nejvýraznějším zrychlením inflace za posledních 12 měsíců – spolu s Tureckem (kde je nyní měnová krize), Islandem (jedna z prvních zemí s atakem na domácí měnu) a Indonésií. České zvýšení inflace je výrazně vyšší než v USA či eurozóně.

**Viceguvernér Singer:** ČR si tento vývoj (krize) odbyla dříve než ostatní země. Za posledních 41 měsíců je ČR na úplném chvostě s inflací v EU (druhá či třetí od konce s nejnižší inflací).

**Vrchní ředitelka Erbenová:** Referenční scénář prognózy kurzu počítá za rok s hladinou kolem 29 Kč/euro. Dnešní kurz je 28,50. Otázkou je, s čím přijde nová prognóza. To je další argument pro to zachovat dnes zdrženlivost.

**Vrchní ředitel Holman:** Vrací se k diskuzi o inflačních očekáváních odvozených z celkové 3% inflace. Tržní subjekty při tvorbě inflačních očekávání si dokážou dezagregovat inflaci a vidí, co je způsobeno růstem regulovaných cen a co je taženo jinými faktory.

**Viceguvernér Singer:** V regulovaných cenách je i energie, jejíž cena je tvořena na trhu.

**Vrchní ředitel Holman:** Je tam však i nájemné, telekomunikační poplatky apod. Tržní subjekty jsou při tvorbě inflačních očekávání minimálně stejně chytré jako my. Ohledně hospodářského růstu je mnohem skeptičtější. Domnívá se, že růst na úrovni 7 % v této ekonomice není dlouhodobě udržitelný. Zrychlení spotřeby povede ke zhoršení obchodní bilance. Neví, co by v ekonomice udrželo 7% růst při stávající úrovni daní, míře regulace či neflexibilitě pracovního trhu.

**Viceguvernér Singer:** Dlouhodobě s tímto pohledem souhlasí. Uvádí však příklad švýcarské ekonomiky. V posledních 2-3 letech zde stoupl ekonomický růst o 1,5 %, aniž by cokoliv reformovali. Stejně tak nejsou nijak flexibilní ekonomikou. Zemědělství mají ještě mnohem regulovanější než kdokoli v EU. Jediné vysvětlení spočívá v tom, že v rámci dohody o volném obchodu s EU bylo Švýcarsko nuceno otevřít pracovní trh. Otevření pracovního trhu odstranilo úzká místa jak v málo kvalifikovaných, tak i vysoce kvalifikovaných profesích. I malé rozšíření úzkého místa v ekonomice může výrazně přispět k ekonomickému růstu. Navíc v těchto záležitostech na tom není česká ekonomika v rámci EU nijak špatně. Zaostáváme samozřejmě globálně, nikoliv v rámci (zaostávající) EU.

### **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 bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2 %.

Zapsal: Vladimír Bezděk, poradce bankovní rady