

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 27. července 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 7. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Chválí text situační zprávy.

V příloze č. 6 situační zprávy se objevuje poměrně významné přehodnocení platební bilance. Táže se do jaké míry toto přehodnocení mění pohled na růst HDP, zda je dominantně nominální a nikoliv reálné. Ve vztahu k možnému oživení soukromé spotřeby by bylo dobré podívat se na strukturu dovozů a uvažovat, co by se stalo, kdyby se spotřeba viditelně urychlila a zvýšily by se spotřební dovozy.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Obchodní bilance byla přehodnocena především z titulu cenových vlivů na straně dovozních cen pohonných hmot, kde nás zvýšené ceny posouvají do méně příznivých přebytků. Na straně finančního účtu dochází k přehodnocení toku přímých zahraničních investic, kde se zde nově objevují informace o akvizicích českých podniků v zahraničí, které vedou k vyššímu odlivu PZI. Na straně přílivu PZI se mnoho nemění.

Z tohoto přehodnocení tedy vyplývá určitý nedostatek deviz, který je ale stále ještě na zanedbatelné úrovni. SMS nepředpokládá, že by tento nedostatek měl nějaký významný vliv na pohyb kurzu. Predikce platební bilance je provedena bez bankovního sektoru, takže malý nedostatek či přebytek platební bilance je bankovním sektorem absorbován. Tento pohled je nicméně z optiky „rezident vs. nerezident“ a nereflektuje rozdělení na cizí měny a českou korunu. V příloze se SMS snažila ukázat souvislost predikce platební bilance s kurzem. Došla k závěru, že není důvod pro akumulaci české koruny ani deviz. Pro rok 2006 z přehodnocení platební bilance neplynou žádná silná očekávání o vývoji devizového kurzu, bilance je spíše vyrovnaná.

Dovozní náročnost spotřeby je dlouhodobě odhadovaná ve výši zhruba 40 %. Akcelerace růstu spotřeby proto povede k nasávání dovozů a ke zpomalování pozitivního trendu zlepšování zahraničních netto vývozů. Vlastní data jsou samozřejmě odhadována ekonometricky od této dovozní náročnosti. Bezprostřední rozklad dovozů na jednotlivé složky užití není dostupný. SMS respektive odbor 414 se o toto rozložení experimentálně pokouší ve spolupráci s Ministerstvem průmyslu a obchodu, ale není možné to udělat beze zbytku.

Viceguvernér Niedermayer: Zajímavá je příloha č. 7 věnovaná vývoji cen nemovitostí. Zdá se mu, že je v ní více akcentován vliv tzv. levných hypotéčních úvěrů na poptávku po bydlení a méně vliv na růst ekonomiky. Domnívá se, že pokud dochází k určitému urychlení růstu cen, pak je zde vazba na ekonomický růst a na růst příjmů poměrně silně viditelná.

Vrchní ředitel Holman (v diskusi o vývoji cen nemovitostí): V příloze č. 7 je uvedena průměrná doba prodeje nového bytu, míry výnosnosti z pozemků a kancelářských a distribučních center. Doporučoval by, kdyby zde byla prováděna srovnání se zahraničím, konstatování těchto dat nemá bez srovnání příliš velkou vypovídací schopnost.

Odpověď SMS: V příloze věnované vývoji cen nemovitostí byl vliv makroekonomického prostředí skutečně poněkud potlačen. Vývoj trhu nemovitostí je samozřejmě ovlivněn makroekonomickým vývojem, růstem ekonomiky, růstem mezd a stále nízkými úrokovými sazbami na hypotéky. Podle poznatků SMS se na tomto trhu projevuje i řada specifických faktorů, např. avizovaná úprava daně z přidané hodnoty od roku 2008, která se dává do souvislosti s poměrně vysokou poptávkou po velkých bytech, která v porovnání s vývojem v posledních deseti letech významně vzrostla. Hlavní příčinou je zájem nakupovat tyto byty dříve, resp. zkoncentrovat výstavbu těchto bytů do té doby, než začne platit vyšší sazba DPH. Dále přicházejí silné ročníky, které chtějí vlastní bydlení, doznívá poptávka z roku 2004. Nabídka na trhu bytů reaguje vždy s určitým zpožděním a v současnosti se dokončují byty, jejichž výstavba byla iniciována právě velmi silnou poptávkou v roce 2004. Projevuje se zde patrně rovněž určitá spekulace ze strany developerů, kteří tvrdí, že výjimka na sociální byty s nižší daní byla s EU domluvena více méně ústně a že tedy není potvrzena, respektive že není zcela jasné, co se bude počítat do podlažní plochy sociálních bytů do 90 m².

Viceguvernér Niedermayer: V prezentaci SMS bylo uvedeno, že téměř dva procentní body z inflace jsou zapříčiněny administrativními vlivy. Má problém to takto nazývat. Pokud se nemýlí, v roce 2007 je něco méně než jedna polovina těchto vlivů zapříčiněna nárůstem nepřímých daní, což chápe jako exogenní vliv, ale zbytek podle něj tvoří administrativně zprostředkované dopady růstu nákladových nebo dovozních cen. Z tohoto hlediska pro něj administrativní vlivy ve výši 1,9 p.b. příliš přesvědčivé nejsou, 0,9 p.b. vlivu z růstu cen daní relevantní je.

Odpověď SMS: Přestože výše administrativních vlivů ve výši dvou procentních bodů vychází pro letošní rok i pro rok 2007 kvantitativně stejně, odráží zcela jinou situaci. V letoším roce dochází v rámci regulovaných cen zejména k nárůstu cen energií, které s určitým zpožděním odrážejí tržní vliv cen energií na světových trzích. Kromě toho rostou také ceny telekomunikačních služeb, které jsou sice také regulovaným odvětvím, ale funguje u nich určitá konkurence a prosazují se zde standardní tržní vlivy. Oproti tomu v roce 2007 se projeví vliv daní ve výši 0,9 p.b. Kromě toho zde poměrně významnou roli bude hrát i deregulace nájemného, přičemž odhad jeho růstu se zvýšil ze 14 % na 19 %. Regulované nájemné patří spíše do kategorie klasických regulovaných cen, kde je tržní vliv slabý.

Viceguvernér Niedermayer: Predikce soukromé spotřeby je založena především na předpokladech o vývoji disponibilního důchodu; při současných objemech růstu zadlužení je toto rovněž relevantní vysvětlující faktor. Zaznamenal zde určitou diskrepanci mezi vyzněním Zprávy o finanční stabilitě, kde se objevilo určité varování, že se více zadlužují nejchudší domácnosti, a mezi vyzněním 7. situační zprávy, kde je struktura zadlužování velmi příznivá.

Vrchní ředitel Holman (v diskusi o predikci soukromé spotřeby a míry úspor): Vyjadřuje se k hypotéze, že v prostředí nízkých úrokových sazeb klesne míra úspor. Tato hypotéza byla prezentována i v minulých situačních zprávách, ale zdá se, že se nepotvrzuje, a že je tomu dokonce naopak. Jak si SMS toto vysvětluje?

Odpověď SMS: Hlavní determinantou růstu spotřeby domácností je samozřejmě disponibilní důchod. Zadlužování respektive úsporové chování domácností ale modifikuje míru úspor, která potom může odklonit dynamiku reálné spotřeby od dynamiky disponibilního důchodu. Při růstu spotřeby ve výši 3,8 % v obou letech se v prognóze předpokládá růst reálného disponibilního

důchodu v podobné míře, takže implikovaná změna míry úspor je malá. Vliv působení měnové politiky na ni je dosti zastíněn tím, že celá soustava národních účtů za sektor domácností prochází častými revizemi a právě míra úspor je jednou z často a významně revidovaných položek. Zjištěné ekonometrické a statistické závislosti zde tak nebývají příliš robustní a jsou často poplatny právě platné revizi dat. SMS odhaduje, že změny úrokové míry se projevují právě skrze kanál míry úspor se zpožděním cca 5 čtvrtletí, což odpovídá impulsním reakcím odhadnutého VAR modelu. Jádrový predikční model neobsahuje spotřebu jako takovou, ale má mezeru výstupu, jehož je mezerou ve spotřebě součástí. Zde zpoždění vychází jako poněkud kratší, ale kanál „spotřeba - míra úspor - reálné úrokové sazby“ je empiricky poměrně slabý, protože data nejsou spolehlivá.

Viceguvernér Singer: V rámci svého obecného hodnocení zmiňuje, že jeho pochybnosti o prognostickém modelu, které již v minulosti několikrát ventiloval, opět mírně zesílily, resp. byly minimálně verifikovány. Současně ale vyjádřil svou radost z procesu, protože si všiml, že situační zpráva prezentuje jeden ucelený pohled na současný vývoj ekonomiky. Druhý ucelený pohled se nalézá ve stanovisku poradce, které považuje za kvalitní, zároveň jej však kritizuje pro jeho pozdní rozeslání.

Na str. 33 situační zprávy je uvedeno, že sjednaný růst průměrné mzdy v dosud uzavřených vyšších kolektivních smlouvách dosud nedosahuje ani 5 %, zatímco se růst mezd blíží v podnicích k 7 %. Znamená toto, že negociační síla odborů je vyšší tváří v tvář kapitalistům na úrovni firem, než na odvětvové úrovni? Tento jev by byl poměrně neobvyklý. Objevuje se i v jiných ekonomikách, například v Německu či v Rakousku?

Odpoověď SMS: Skutečnost, že je růst mezd podle podnikových kolektivních smluv vyšší než růst mezd podle kolektivních smluv vyššího stupně, je v tomto případě dána zákonnou normou, která byla aplikována počínaje rokem 2004, kdy byl novelizován zákon o zaměstnanosti. Jedná se o převzetí praxe z Německa a Rakouska. Tato zákonná norma znamená, že kolektivní smlouvy vyššího stupně jsou v daném odvětví závazné pro podnikové kolektivní smlouvy. Příslušný pracovník, který by měl růst mezd nižší, než bylo sjednáno v kolektivní smlouvě vyššího stupně, může prostřednictvím Ministerstva práce a sociálních věcí žalovat příslušný podnik a příslušnou odborovou centrálu.

Viceguvernér Singer: Domnívá se, že prognóza má zjevný problém, neboť odkládá leccos do mezery výstupu a do korekce. Táže se, zda současná situace nemůže být vysvětlena spíše než zvýšením mezery výstupu pomocí opětovného zvyšování průsaků nákladových faktorů. Ty jsou oproti standardní prognóze sníženy na polovinu. Není na čase vrátit se k původnímu odhadu průsaků nebo alespoň v rámci alternativy vyzkoušet, co by se stalo, kdyby se tyto průsaky vrátily na původní úroveň? Mezera výstupu by podle něj nemusela být tak drasticky revidována.

Odpoověď SMS: Jak mezera výstupu, tak průsaky primárních dopadů růstu cen energií do dalších cen jsou nepozorované veličiny. Je obtížné odlišit, která z nich se v současné situaci projevuje. SMS má zatím stále poměrně málo evidence o sekundárních dopadech, které se ale obtížně odlišují od jiných vlivů. Jedním z příkladů může být nedávné zdražení pečiva. SMS zde není schopna odlišit, do jaké míry je tento nárůst projevem vlivu vyšší poptávky, do jaké míry se projevuje vliv zvýšených cen energií, vliv kumulace nižších cen v minulosti či změna tržní struktury na straně prodejců pečiva vůči hypermarketům.

Změna vnímání průsaků může ovlivnit odhad výchozí mezery výstupu. Simulace, které byly provedeny v minulosti, ale ukazovaly, že vliv 50% snížení průsaků vedl k dopadu do mezery výstupu maximálně 0,1 p.b., což je na hranici statistické chyby.

Viceguvernér Singer: Táže se, jaký dopad na veřejné finance by podle názoru SMS mohlo mít neustavení vlády. Byl by rád, kdyby se u tohoto abstrahovalo od pravidel rozpočtového provizoria. Domnívá se, že ani rámec letošního rozpočtu neodpovídá platným zákonům, takže i rozpočtové provizorium je možné na mnoha místech „ohnout“. Zajímá ho tedy názor SMS na to, jak se bude rozpočet vyvíjet v situaci bez vlády nebo s velmi slabou vládou.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskusi o dopadu změn veřejných financí): Táže se na příjmovou stranu státního rozpočtu. Dochází ke změně daňových sazeb. Domnívá se, že toto může mít poměrně výrazný dopad na daňové příjmy v letošním roce. Kvantifikace se zatím nikde neobjevila. Co se týče rozpočtu, bude to možná vážnější problém na příští rok.

Odpověď SMS: SMS samozřejmě vývoj sleduje, dá se říci, že se situace průběžně významně mění. SMS v této situační zprávě plánovala zahrnutí boxu „Pravděpodobná fiskální opatření trojkoalice“, který však vzhledem k poslednímu politickému vývoji na poslední chvíli do situační zprávy nezahrnula. V současnosti je tedy skutečně aktuální otázka: „Co by bylo, kdyby nedošlo k ustanovení vlády?“. Vyjdeme-li z předpokladu, že by nebyla ustanovena vláda, že by všechny termíny prošly, a že by rozpočet někde v parlamentu „zamrzl“, pak by podle rozpočtových pravidel platil rozpočet letošní. Protože by ale nemohlo být docíleno odkladu řady zákonných norem, které vedou v souladu s naší predikcí k prohloubení deficitu v příštím roce, tak by se deficit vydal směrem nahoru. Otázka je o kolik. Veřejnost žije pod vlivem materiálu o střednědobých výdajových rámcích, ve kterém je uvedeno, že hrozí nedodržení našeho závazku v rámci Konvergenčního programu (KoPr) ve výši 3,3 % HDP pro příští rok, a že deficit vzroste na 3,9 % HDP. Naše predikce se od tohoto vidění již třetí rok odchyluje především na výdajové stránce. Výdajové rámce jsou totiž v rámci původních reformních opatření nastaveny velmi volně. Jejich logika pracuje s tím, že pokud by došlo k vyšším příjmům, pak by vzrostl rozpočet, pokud by ale měly být příjmy nižší, tak by toto automaticky vedlo k vyššímu deficitu. Riziko je tedy směrem nahoru, SMS ale nepředpokládá výrazné překročení závazku v rámci KoPr. SMS se spíše domnívá, že odchylka od její prognózy deficitu 2,9 % HDP pro příští rok bude minimální. Poslední snížení DPH na kávu, čaj a cukrovinky znamená zcela marginální výpadek příjmů ve výši 0,6 mld. Kč. Ostatní změny daní jsou již staršího data, byly komentovány již počátkem roku (společné zdanění manželů, cigarety apod.) a jsou součástí predikce.

Vrchní ředitelka Erbenová (v diskusi o dopadu změn veřejných financí): Táže se, jak přesně bude fungovat rozpočtové provizorium z hlediska zákonů za situace, kdy mandatorní výdaje ze všech sociálních transferů schválených s platností od ledna 2007 budou výrazně vyšší než letos. Pokud musí být realizovány, bude to na úkor jiných výdajů nebo nad rámec rozpočtového provizoria?

Odpověď SMS: Tyto výdaje musí být realizovány nad rámec rozpočtového provizoria. Právě příští rok je zvláštní „porcí“ těchto mandatorních výdajů. Výdaje tedy mohou být na úrovni jedné dvanáctiny výdajů rozpočtu na rok 2006 pro každý měsíc plus tyto mandatorní výdaje.

Viceguvernér Niedermayer (v diskusi o dopadu změn veřejných financí): Všechny ostatní výdaje musí být nominálně dodrženy, jedná se tedy o poměrně drastickou restrikcí.

Viceguvernér Singer: (v diskusi o dopadu změn veřejných financí) Kdo bude v této situaci zodpovědný za to, že budou nominální výdaje překročeny? Nikdo!

Odpověď SMS: Navíc je zde problém s tím, že jsou rozpočty „nafouklé“ a že se peníze převádějí z rezervních fondů. Pokud by rozpočtové provizorium fungovalo podle toho, co bylo schváleno v letošním rozpočtu, ale tentokrát by byla ministerstva schopna vše utratit, tak by se jednalo o poměrně rozsáhlou fiskální expanzi. Rozpočtové provizorium tak není podle názoru SMS příliš omezující.

Viceguvernér Niedermayer (v diskusi o dopadu změn veřejných financí): Podle něj by ale rezervy nemohly být použity. Ministerstva by mohla pouze využít toho, že byl letošní rozpočet nadrozpočtován.

Odpověď SMS: V rezervních fondech je naakumulováno řádově až 50 mld. Kč, s tím že tyto peníze lze použít. Existuje zde velmi vágní limitace vládního usnesení o reportování přesunů rezerv mezi jednotlivými roky, ale fakticky je zde volnost čerpání prostředků z předchozích let. Kdyby existovala schopnost tyto peníze utratit, tak je možné docílit výrazné fiskální expanze. Ze zákona není zakázáno tyto zdroje použít.

Viceguvernér Niedermayer (v diskusi o dopadu změn veřejných financí): Pokud je v zákoně řečeno, že výdaje odpovídají jedné dvanáctině loňských výdajů, tak to nesouvisí s tím, že si někdo odložil nějaké peníze stranou.

Odpověď SMS: Vedle toho je zde ale nešťastná logika rozvolněného rozpočtového procesu, kterému se rezervní fondy vymykají. Při odkládání výdajů nejsou ministerstva vůbec limitována v tom, kdy a jak mají tyto zdroje využít. Existuje zde určitá snaha vlády mít o tomto určitý přehled, ale vláda nad tímto procesem fakticky nemá kontrolu. Vedle standardního rozpočtového procesu zde tak paralelně vzniká „malý rozpočet“. Názor SMS je ten, že k vyčerpání těchto rezerv nedojde, neboť ministerstva nejsou schopna jednorázové výrazné fiskální expanze, zároveň by zde byl i problém s přesunem v rámci výdajových potřeb v rámci provizoria. SMS se tak neobává, že by zde došlo extrémně výraznému celkovému utracení těchto odložených peněz.

Viceguvernér Singer: Připomíná, že při projednávání alternativních scénářů na schůzce SMS s BR ze dne 12.července požadoval ověření konceptu Phillipsovy křivky na starších historických datech. Má pocit, že k tomuto nedošlo. Nebo se SMS domnívá že pro toto ověření postačují údaje od roku 1998?

Odpověď SMS: V současnosti SMS pracuje s pomocí bayesiánského odhadu na verifikaci mzdové Phillipsovy křivky. Jakmile budou výsledky, SMS je bankovní radě poskytne. Nicméně model QPM je reálně používán až od roku 2001. Při provádění „out of sample“ simulací se tak SMS soustřeďuje především na období, kdy model používá.

Viceguvernér Singer: Všiml si, že ve stavebnictví klesá produktivita práce a souběžně rostou mzdy. Není toto známkou, že v tomto sektoru dochází k přehřátí?

Odpověď SMS: SMS nepovažuje vývoj ve stavebnictví za náznaky přehřátí, neboť časová řada reálné přidané hodnoty ve stavebnictví je interpretečně tradičně dosti problematická a dosti

volatilní. Navíc jsou rostoucí mzdy dány především mimořádnými odměnami nemanuálních pracovníků ve stavebnictví.

Viceguvernér Singer: Vývoj peněžního agregátu M2 „ve druhém pilíři“ podle ECB naznačuje, že vývoj hrozí takřka deflací.

Vrchní ředitel Holman (*v diskusi o vlivu peněžní zásoby do inflace*): Vítá přílohu č.10 věnovanou analýze vlivu peněz na inflaci, navrhuje aby tyto přílohy byly vkládány i do budoucích situačních zpráv, bez dalších diskusí o používaných modelech. Dává ke zvážení doplnit analýzu o úvěrové agregáty a o jejich vazbu na reálný sektor, ze které by bylo možné ocenit inflační riziko případné rozsáhlé úvěrové expanze.

Vrchní ředitel Frait (*v diskusi o vlivu peněžní zásoby do inflace*): Domnívá se, že v příloze věnované měnové analýze ve druhém pilíři autoři zapomněli na to, že důchodová rychlost obratu peněz není stabilní. Doporučuje analýzu doplnit o tento pohled, pokud s tímto typem analýz budeme pokračovat.

Odpověď SMS: SMS interpretuje tuto analýzu spíše tak, že se ani na základě sofistikovanějších metod nepodařilo nalézt spolehlivý vztah mezi penězi a vývojem inflace. Navíc alternativní ukazatele, které jsou v příloze uvedeny, nejdou stejným směrem. Některé z nich dávají deflační signály, některé působí na inflaci neutrálně či mírně proinflačně. Z provedených analýz tak žádné silnější závěry dělat nelze.

Viceguvernér Singer: Táže se, do jaké míry by SMS korigovala výhled eurozóny na základě posledních dat z Německa, která naznačují nižší inflaci i ekonomický růst a nejsou příliš optimistická?

Vrchní ředitel Frait (*v diskusi přechodu na efektivní ukazatel zahraničí*): Vítá přechod k efektivním ukazatelům zahraničního vývoje, minimálně z komunikační roviny. Nicméně problém dopadů zvýšeného DPH v Německu tato změna vzhledem k vysoké váze Německa stejně nevyřeší.

Odpověď SMS: SMS nadále očišťuje vliv DPH ze zahraničních inflačních očekávání a dovozních cen do té míry, do jaké má Německo váhu v efektivním ukazateli. Tento problém je tedy v prognóze řešen. Predikce vývoje eurozóny závisí silně na vývoji v Německu, které má v efektivním ukazateli velkou váhu a význam. SMS se v souladu s názory ostatních analytických pracovišť nedomnívá, že bude pokračovat rychlé tempo růstu v eurozóně resp. v Německu i v budoucnu. V červnu došlo k poklesu růstových očekávání v rámci indexu IFO v Německu. Shodou okolností toto přehodnocení přišlo po skončení světového šampionátu ve fotbale v Německu. Je otázkou, do jaké míry mohly toto přehodnocení způsobit jevy jako je světový šampionát nebo zvýšená spotřeba realizovaná v očekávání daňových změn roce 2007. Očekávání klesají poměrně výrazně, rozdíl procenta odpovědí, které očekávají zlepšení situace a procenta odpovědí, které očekávají naopak její zhoršení, se v poslední době snížil ze 14 % na 7 % .Otázkou je reakce ECB a úrokových sazeb. Všechny tyto úvahy stály za sestavením alternativy resp. citlivostního scénáře s nižším růstem úrokových sazeb v eurozóně. Kvantitativní dopad tohoto citlivostního scénáře však není příliš významný (do 25 b.b. úrokových sazeb).

Vrchní ředitel Holman: V souvislosti s alternativním scénářem modelu s mzdovou Phillipsovou křivkou se táže, jak je to se strnulostí nominálních mezd, na kterémžto předpokladu je tento scénář založen. Z alternativního scénáře vyplývá, že by inflační tlaky byly nižší. Je otázkou, do jaké míry lze tento závěr brát vážně, neboť je to relevantní pro měnověpolitické rozhodnutí. Jak byla testována strnulost nominálních mezd? Jak vážně má bankovní rada tento předpoklad brát a tedy i jak vážně má brát tento alternativní scénář?

Odpověď SMS: Historicky byl růst nominálních mezd výrazně více strnulý než vývoj inflace. Tato strnulost je tedy empiricky vysledovaná věc a toto empirické pozorování bylo motivací, proč SMS začala pracovat na rozšířeném modelu QPM. Z tohoto pohledu SMS považuje alternativu za významnou, i když ne vždy dával rozšířený model lepší předpovědi, než standardní model.

Vrchní ředitel Holman: Táže se, do jaké míry je pravda, že růst mezd je pozorován hlavně v sektorech, kde roste počet zahraničních pracovníků.

(z časových důvodů nebylo trváno na zodpovězení otázky, odpověď SMS byla zaslána dodatečně elektronicky: „Počet zahraničních pracovníků v ČR se odvíjí od poptávky po práci. Vysoká poptávka po práci - od roku 2005 tažená růstem HDP - je příčinou vysokých přírůstků zahraniční zaměstnanosti a taktéž celkové zaměstnanosti. Totéž platí i v jednotlivých odvětvích. Pokud jde o počty osob, vysoké přírůstky zahraniční zaměstnanosti pozorujeme ve zpracovatelském průmyslu, stavebnictví a v nemovitostech a pronájmu (podle analýzy ČSÚ v posledně jmenovaném odvětví se celková zaměstnanost zvyšuje především v pátracích a ochranných činnostech). Růst mezd je v podnikatelské sféře podle údajů ČSÚ v souhrnu vyšší v odvětvích tržních služeb než v průmyslu a stavebnictví. Proto nemůžeme jednoznačně tvrdit, že růst mezd je pozorován především v odvětvích, kde roste počet zahraničních pracovníků. Vysvětlení lze nalézt v pohledu na zaměstnanost v profesích. Zahraniční zaměstnanost (i její růst) se realizuje ve velké míře v profesích s nižší kvalifikací a tedy i nižší mzdou. Jelikož se obecně zvyšuje distribuce mezd, tj. nízké mzdy rostou pomaleji než vysoké, je participace zahraničních pracovníků na růstu mezd spíše omezená.“)

Vrchní ředitel Holman: Domnívá se, že průsaky změn vnějších faktorů do dovozních cen nebo do cen vůbec závisejí na ukotvenosti inflačních očekávání. Čím déle ČNB provádí politiku inflačního cílení, tím více jsou ukotvena inflační očekávání ekonomických subjektů na náš inflační cíl. To je podle něj hlavní důvod pro to, že se tyto průsaky v čase snižují. Do jaké míry SMS s touto hypotézou pracuje?

Odpověď SMS: Právě tato souvislost byla motivací, proč SMS začala o omezení průsaků uvažovat a proč jej nakonec provedla. Historické odhady naznačují, že s tím, jak klesala míra inflace, se v empirických modelech snižují odhadnuté průsaky do cen. Na druhou stranu je pravda, že konjunkturální šetření či průzkumy inflačních očekávání momentálně u domácností vykazují paradoxně vysokou hodnotu někde kolem 10 % (diskuse relevantnosti těchto šetření viz níže).

Vrchní ředitel Frait: Na straně 46 jej pobavily výsledky šetření inflačních očekávání, podle kterých domácnosti očekávají za tři roky inflaci ve výši téměř 10 %. Otázkou je, zda by toto šetření nebylo lepší zrušit, neboť poskytuje poměrně problematické výsledky.

Odpověď SMS: SMS souhlasí s tím, že je třeba se zamyslet nad tím, jestli je toto číslo opravdu reálné a jestli neexistuje nějaký problém se samotným šetřením. ČNB letos přecházela na novou firmu, takže výsledky inflačních očekávání se mohou chovat jinak. Před nějakou dobou byly odpovědi ukotvovány tím, že se respondentům oznamovala současná hodnota inflace souběžně

s dotazem na jejich očekávání. Posléze došlo k dohodě, že správnou metodikou je tuto informaci respondentům neoznamovat a neovlivňovat je v jejich odpovědích. Současná situace může být výsledkem této změny.

Vrchní ředitelka Erbenová (v diskusi o relevanci výsledků šetření inflačních očekávání): Informace o 10% očekávané inflaci domácností lze interpretovat tak, že domácnosti očekávají nárůst inflace. Možná by bylo vhodné nedívat se příliš na konkrétní hodnoty těchto očekávání a interpretovat spíše jejich trend. V rámci tohoto trendu domácnosti podle šetření očekávají inflaci za rok nad 6 %, za tři roky nad 9 %. Domácnosti tak prodlužují trend růstu svých očekávání, což odpovídá předpokladům o adaptivních očekáváních.

Odpoověď SMS: Některá šetření inflace se přímo sestavují tak, že jsou kvalitativní, respondenti tedy neodpovídají na otázku, jakou očekávají inflaci, ale na otázku, zda se domnívají, že inflace za rok bude nižší nebo vyšší než je v současnosti. Odpovědi na tyto dotazníky se pak zpětně analyticky přepočítávají do kvantitativní polohy. Takto funguje například Eurobarometr. Určitý důvod pro nárůst inflačních očekávání domácností existuje. Domácnosti vidí, že dochází ke zdražování energií a očekávají, že dojde ke zdražení regulovaného nájemného. Ceny pečiva sice mají malý dopad do inflace ve výši desetinek procentních bodů, ale je to položka, kterou domácnosti nakupují pravidelně. SMS nevěří, že inflační očekávání domácností jsou na úrovni 10 %, ale věří, že pod vlivem relativně viditelných zdražení mají domácnosti vyšší inflační očekávání než měly doposud.

Vrchní ředitelka Erbenová (v diskusi o relevanci výsledků šetření inflačních očekávání): Navíc se jedná o položky s vysokou frekvencí sledování. Jedná se o klasický rozdíl mezi vnímanou inflací a CPI. Domácnosti kupují rohlíky třikrát týdně a auto jednou za pět let.

Viceguvernér Niedermayer (v diskusi o relevanci výsledků šetření inflačních očekávání): Na druhé straně spektra chtějí domácnosti věřit, že porostou ceny nemovitostí a proto si berou hypotéky. Pokud by se domácnosti domnívaly, že ceny neporostou, pak by si hypotéky nebraly a nemovitosti nekupovaly.

Vrchní ředitel Řežábek: Pomine diskusi o mezeře výstupu (již bylo řečeno dosti). V prezentaci situační zprávy jej překvapilo tvrzení, že celková inflace se pohybuje kolem cíle. Tomu by momentálně moc nevěřil. Táže se, jaký cíl je v tomto tvrzení uvažován, protože jsme se stále na tři procenta nedostali. Vývoj inflace je i podle podkladu pro tiskovou konferenci postavený na vnějším prostředí a na cenách potravin. Vnější prostředí již bylo komentováno, nárůst cen potravin byl konstatován jako fakt, domnívá se ale, že nemusí být až tak jednoznačný. Pokud k nárůstu cen potravin došlo v posledním měsíci či měsíci a půl, pak si není zcela jist, zda to musí být relevantní i pro následující období.

Odpoověď SMS: Ceny potravin doposud klesaly a stahovaly inflaci směrem dolů, mimo jiné pod vlivem mimořádné úrody v letech 2004-2005. První odhady úrody za rok 2006 jsou o zhruba 10 % pod úrovní úrody v loňském roce, což může vytvářet určitý mírný tlak na růst cen potravin. Zároveň je očekávána nižší úroda nejen v České republice, ale i v celé Evropě, takže ceny obilí na hlavních burzách rostou.

Kromě toho SMS zaznamenala růst cen zemědělských výrobců. Připouští, že v rámci cen zemědělských výrobců rostly výrazněji ceny brambor, ovoce a jiných položek, jejichž vývoj se

může velmi rychle otočit. I po očištění o vliv těchto položek ale sleduje SMS zrychlování v cenách rostlinných výrobců. Ceny živočišné výroby zatím klesají, ale většinou zde bývá pozorována tendence, kdy po otočení dynamiky cen rostlinné výroby s určitým zpožděním následují i ceny živočišné produkce.

Důvodů pro zrychlování cen potravin je zde celá řada, SMS ale neprognózuje žádné dramatické zrychlení cen potravin. Postupně odezněla situace, kdy ceny potravin výrazně klesaly, podle prognózy budeme sledovat jejich kladné růsty přispívající k celkové inflaci.

Vrchní ředitel Řežábek: Děkuje za uvedení alespoň několika kusých údajů o dividendách. Osobně očekával, že s ohledem na čas, který byl tomuto tématu ponechán, bude mít analýza nějaký závěr. Závěrem by mělo být více než konstatování, že se dá očekávat, že dividendy v příštím roce budou u mnoha společností spíše nižší. Táže se, zda toto může mít vliv na kurz české koruny. Ve stávající verzi se podle něj jedná pouze o statistické upozornění, za dva měsíce mu to přijde jako docela málo.

Odpověď SMS: SMS se v boxu v příloze pokusila dát dohromady evidenci o dividendách, o kterých již bylo rozhodnuto, přičemž se snažila omezit na ty firmy, které jsou v tomto ohledu nejvýznamnější. Podařilo se pokrýt cca 40 % dividend vyplacených v roce 2005. Zvýšení pokrytí firem vyplácejících dividendy by bylo relativně obtížné, obrázek o celkovém vývoji by toto podle SMS stejně nezlepšilo. Pokud bankovní rada cítí, že tato analýza není dostatečná, pak je SMS schopna zaslat detailnější informace, které má k dispozici.

Guvernér Tůma: Chválí rovněž změny provedené v rámci 7. situační zprávy, především použití efektivních ukazatelů. V poslední tabulce „Key macroeconomic Indicators“ dochází u predikce spotřeby vlády pro rok 2007 v rámci historické řady k poměrně významnému poklesu (-1,2 p.b.). Co se za tímto přehodnocením skrývá?

Odpověď SMS: SMS nemá možnost modelovat reálnou spotřebu vlády jako reálnou kategorii. Prognóza vládní spotřeby je výsledkem výhledu veřejných financí v oblasti nominálních výdajů na konečnou spotřebu vlády a prognózy příslušného cenového deflátoru. Výsledkem je reálný pokles vládní spotřeby v roce 2007. Fiskální impuls, který ovlivňuje reálnou ekonomickou aktivitu, je širší kategorie. Způsob naší predikce vládní spotřeby je účetní, SMS nemá jinou možnost, jak jej provést. Ministerstvo financí provádí svoji predikci vládních výdajů stejným způsobem.

Diskuse věnovaná nastavení mezery výstupu

(Poznámka zapisovatele- zařazeno mimo chronologický vývoj diskuse bankovní rady se SMS).

Viceguvernér Niedermayer: Již při minulé situační zprávě argumentoval, že nevidí zcela jasně důvody, proč by se mezera výstupu měla otočit. V 7. situační zprávě je tento vliv mírnější, ale objevuje se opět. Pokud na jednu stranu říkáme, že si ekonomický růst bude udržovat současnou dynamiku a ekonomika se bude nacházet nad úrovní potencionálního produktu, pak pro něj není zcela intuitivní, že se mezera výstupu sama vrátí k více neutrálnímu působení.

Vrchní ředitel Frait (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Klíčovou zprávou v nové prognóze je podle něj to, že korigovaná inflace bez pohonných hmot vzroste během roku a půl zhruba o 3 p.b.. Tato z hlediska historie českého cílování inflace výjimečná změna podle něj

souvisí primárně s poměrně výrazně kladnou mezerou výstupu. Táže se, jak se na přehodnocení korigované inflace bez pohonných hmot kvantitativně podílely jednotlivé faktory. **Guvernér Tůma** (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Připojuje se k dotazu vrchního ředitele Fraita a k dotazům ze stanoviska poradce, podle kterých není zcela zřejmé přehodnocení mezery výstupu. Na první pohled toto přehodnocení vypadá poněkud tautologicky: velká mezera výstupu povede k rostoucím inflačním tlakům, zároveň je vysvětlována očekáváním těchto inflačních tlaků. Osobně obtížně hledá přesvědčivou evidenci pro takto významné přehodnocení mezery výstupu a tedy i pro přehodnocení vývoje korigované inflace bez pohonných hmot, která vystřeluje vzhůru historicky bezprecedentním způsobem. Alternativou oproti takto velkému otevření mezery výstupu je učinit jí uzavřenější. Táže se, jaká byla motivace SMS pro takto razantní otevření mezery výstupu, zda se SMS neobávala toho, že pokud by zvedla více růst potenciálního produktu (čímž by se mezera výstupu uzavřela), pak by na tuto změnu negativně reagovala bankovní rada s tím, že SMS příliš hýbe s potenciálem ekonomiky. Současný výsledek rovněž nevypadá jako nejpřesvědčivější, ani komunikačně nemusí být jednoduchý. Určitá historika související s přehodnocením mezery sice existuje, pochybnosti o ní ale evidentně zaznívají.

Odpověď SMS: Názor SMS na přehodnocení mezery výstupu je takový, že toto přehodnocení není 100% robustní a u odhadu této veličiny vždy existuje velká míra nejistoty. To naznačuje i prezentace alternativy, která přináší nižší tlaky na inflaci ze strany reálné ekonomiky. V alternativě je nižší celková inflace především z důvodu nižší korigované inflace bez pohonných hmot. V alternativě je rovněž nižší trajektorie úrokových sazeb. Na druhou stranu je přehodnocení mezery výstupu robustní v tom smyslu, že ani tato alternativa nepřináší nějak dramaticky jiné implikace pro měnovou politiku. I v alternativě dochází k postupnému růstu úrokových sazeb. SMS by na základě této alternativy asi nedávala jiná měnověpolitická doporučení než nyní.

Guvernér Tůma (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Alternativa není odpovědí na otázku o důvodech přehodnocení mezery výstupu. Alternativa pouze provádí jemnější analýzu, ale problém s razantním přehodnocením mezery výstupu o procentní bod vzhůru v ní přetrvává.

Odpověď SMS: Faktorem přehodnocení mezery výstupu byla poslední data o HDP, která byla mírně vyšší, než byla jejich prognóza (zhruba o 0,2 p.b.). I když byl růst HDP hodnocen tak, že je v zásadě v souladu s prognózou, částečně se tento vliv projevil. Došlo rovněž k přehodnocení časové řady HDP, což se projevilo v tom, že zde byl menší pokles mezery výstupu do záporné hodnoty na minulosti. Odhad současné mezery výstupu se tak „odpichoval“ od jiné hodnoty a toto mohlo mít vliv i na aktuální nastavení mezery výstupu.

Vrchní ředitelka Erbenová (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Mohla by SMS alespoň přibližně kvantifikovat dopady těchto jednotlivých změn?

Odpověď SMS: Přehodnocení historické řady HDP tvoří zhruba polovinu přehodnocení. SMS nicméně nebyla schopna v rámci rovnovážných veličin zcela rozklíčovat dopady na jednotlivé položky.

Guvernér Tůma (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): V tabulce na straně 8 jsou ale veškeré změny mezery výstupu přisouzeny efektům rovnovážných trajektorií. Efekt historických

dat je nízký (-0,1 až -0,3), a působí protisměrně, efekt rovnovážných trajektorií dominuje (dopad +1,0 a +0,8). Takže vše bylo zahrnuto do změny rovnovážných trajektorií.

Vrchní ředitelka Erbenová (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Částí změny rovnovážných trajektorií je přechod na efektivní HDP eurozóny.

Odpověď SMS: Tento vliv je poměrně slabý. SMS vyšší růst eurozóny oproti Německu z velké části promítla především do vyššího růstu potenciálního produktu v zahraničí, částečně se tento posun promítl i do odhadu zahraniční mezery výstupu. Zahraničí tak v novém pohledu působilo o něco méně výrazně protiinflačně než samotné Německo. Tento fakt rovněž umožňuje na minulosti v letech 2002-2003 otevřít mezeru výstupu do méně záporných hodnot. Ekonomika pak měla menší prostor pro jeho uzavírání a došlo dříve k protnutí potenciálu.

V přehodnocení mezery výstupu se projevuje rovněž vliv expertní úpravy v nastavení jiných rovnováh. Především jde o expertní úpravu toho, jak se rovnovážná reálná aprece rozkládá do jednotlivých cenových okruhů.

Guvernér Tůma (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Ale v tabulce na straně 8 přehodnocení mezery výstupu jsou expertní vlivy nulové (řádek efekty rovnovážných trajektorií)!

Odpověď SMS: Expertní úprava byla provedena v rámci přehodnocení rovnovážných trajektorií. Dopady rovnovážné reálné aprece se diferencovaně rozdělují mezi korigovanou inflaci, ceny potravin, regulované ceny a ceny pohonných hmot. SMS před dvěma prognózami měnila nastavení rovnovážných veličin, došlo ke zrychlení rovnovážné reálné aprece a bylo potřeba toto zrychlení rozdělit mezi jednotlivé cenové okruhy. SMS nebyla s tímto rozdělením zcela spokojena. Proto ve snaze, aby toto rozdělení více odpovídalo minulým datům, došlo k jeho mírné korekci. Jedním z důvodů, proč toto přehodnocení vedlo k menšímu otevření záporné mezery výstupu kolem roku 2003 bylo to, že se v tomto období podle odhadů SMS zároveň zpomalila rovnovážná reálná aprece. Model byl tedy po novém rozpisu schopen vysvětlit část nízké inflace v tomto období tím, že zde nebyly konvergenční cenové tlaky a tudíž potřeboval méně otevřenou zápornou mezeru výstupu na to, aby se vypořádal s nižší pozorovanou inflací.

Na druhou stranu SMS provedla i jeden expertní zásah do trajektorií rovnovážných veličin, který šel ve směru více uzavřené mezery výstupu. Došlo ke zvýšení tempa růstu ekonomiky ve stálém stavu z 4,5 % na 5 %. Kdyby toto nebylo provedeno, mezera výstupu by byla ještě mírně otevřenější do kladných hodnot, než je v současné prognóze.

Expertní zvýšení tempa rovnovážné reálné aprece v současnosti znamenalo zhruba 0,1 p.b. dopad do mezery výstupu směrem nahoru, což bylo avizováno již na druhé schůzce SMS s bankovní radou při zpracování prognózy.

Na přehodnocení mezery výstupu tak působí několik drobných vlivů, které ve svém součtu znamenají její přehodnocení zhruba o jeden procentní bod.

Viceguvernér Niedermayer (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Při minulé situační zprávě viděl problém v tom, že se při urychlení růstu ekonomiky mezera výstupu zalomila směrem dolů. Bylo vysvětleno, že je toto konzistentní s prognózou. Spíše mu ale připadá, že existoval nějaký problém v minulé prognóze. Nyní se dostáváme na úroveň mezer výstupu, která je daleko více v souladu s tempem ekonomického růstu. I nadále ale není jasné, proč by se měla mezera výstupu zalomit v prvním čtvrtletí 2006.

Vrchní ředitelka Erbenová (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Mezera výstupu se zalomuje se čtyřprocentními sazbami.

Odpoověď SMS: SMS neustále zápasí s tím, že existuje reziduum u odhadu produkční mezery. Měnové podmínky tak nevysvětlují plně to, jak SMS odhaduje produkční mezeru. Toto reziduum v prognóze postupně vymizí.

Viceguvernér Singer (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Táže se, pokud by v případě, že by k této úpravě mezery výstupu nedošlo, zda by toto zalomení existovalo i v současné prognóze.

Odpoověď SMS: Je vidět, že zde toto zalomení existuje i nyní. Důvod je v tom, že došlo ke zpřísnění měnových podmínek, takže měnové podmínky nebudou posouvat ekonomiku dále od inflaci nezrychlujícího produktu, zároveň zahraničí i přes náznaky zrychlení zůstává pod svým potenciálem, takže žádný proinflační impuls nedává. Fiskální impuls je pro letošní rok poměrně slabý a bude silněji působit až v příštím roce. Suma standardních makroekonomických poptávkových faktorů není taková, aby z ní bylo možné vyvozovat další vzdalování ekonomiky od potenciálu. Naopak existuje tendence k návratu mezery výstupu směrem k nule v situaci, kdy poptávkové faktory působí v souhrnu zhruba neutrálně. K této tendenci dochází i přesto, že prognóza mezery obsahuje její určitou setrvačnost.

Poradce Hurník: (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu) K počátečnímu zalomení mezery výstupu dochází proto, že filtr není schopen vysvětlit tak velkou kladnou mezeru výstupu tím, jak je nastavena měnová politika.

Všechny výše diskutované změny rovnováh jsou zanedbatelné věci. Kalmanův filtr je nástroj, který je používán způsobem „vím co chci dostat, a to dostanu“. Následně pouze kontrolují konzistenci výsledku. Není to Hodrick- Prescottův filtr, který funguje vždy stejně. Zásadní věc je v tom, že někdo v SMS musel říci, že tento odhad mezery výstupu váže na silnou ekonomickou historiku. Kdyby on sám operoval Kalmanův filtr, tak technicky dostane nulovou mezeru výstupu stejně dobře jako +1 %. Stačí si „pohrát“ s variancemi v strukturálních rovnicích filtru. Buď je růst ekonomiky puštěn do potenciálu, nebo se projeví do mezery výstupu. SMS provedla intuitivní ekonomické rozhodnutí, podle kterého jednoprocenní mezera výstupu odpovídá ekonomické historice. SMS ale musí toto přehodnocení vysvětlit. Toto vysvětlení nesouvisí s tím, že by SMS přehodnocovala o desetinky rovnováhy.

Odpoověď SMS: Kalmanův filtr má řadu parametrů, se kterými lze hýbat. Otázkou je, jak komfortně by se cítila bankovní rada, kdyby SMS vždy všechny tyto parametry zmanipulovala tak, aby dostala to, co intuitivně cítí. SMS ukázala flexibilitu při nastavování odhadu tím, že dvakrát za sebou zvýšila předpoklad o dlouhodobém ekonomickém růstu. Zároveň byla v poslední prognóze zvýšena váha inflace při odhadování mezery výstupu a byla zeslabena váha pozorovaných dat HDP v souvislosti s nejistotami spojenými s jejich revizemi. Kdyby SMS vždy změnila parametry tak, aby mezera výstupu „hezky vyšla“, pak by se z modelu stala „černá skříňka“ a snížila by se důvěra bankovní rady vůči prognóze.

Všechny alternativní odhady gapu dávají kladnou hodnotu a liší se pouze v její výši. V 7. situační zprávě je navíc alternativa, která má v sobě nižší tlaky na inflaci z reálné ekonomiky. Ten, kdo se necítí komfortně s odhadem mezery výstupu ve výši 0,9 p.b., se tak může do značné míry odpočítat od této alternativy.

Jediná nekonzistence, kterou SMS přiznává, je to, že když se dělal odhad mezery výstupu, bylo očekáváno, že červnová korigovaná inflace bude výše, než nakonec byla. Kdyby byla tato informace zpětně promítnuta, pak by byl odhad mezery výstupu zhruba na úrovni 0,7 % místo 0,9 %.

Vrchní ředitelka Erbenová (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Dotaz poradce Hurníka podle jejího názoru spočíval v tom, že se SMS snažila přehodnocení mezery výstupu vysvětlit sčítáním různých desetinek technického rázu. Důležitější je ale to, zda SMS tomuto přehodnocení věří intuitivně, zda je podle SMS nejlepším možným popisem výchozího stavu ekonomiky a zda je toto přehodnocení konzistentní s ekonomickou historikou. Při minulé velké situační zprávě byla situace taková, že mezera výstupu překmitne nad nulu, ale v zásadě ji neumíme odlišit od nuly, pak se bude mezera výstupu vlnit na potenciálu. Teď mezera výstupu překmitává k procentu, pak sice padá zpátky, ale padá o to ostřeji a o to větší problém máme vysvětlit tento pád. Navíc se mezera výstupu i po tomto pádu vlní ve „velmi černé nule“.

Odpověď SMS: S posunem do mírně kladných hodnot byla SMS celkem konformní. I krátkodobá prognóza se posouvá směrem k více proinflačnímu vnímání, k vyššímu růstu spotřeby, k vyššímu růstu ekonomiky v letošním roce, vyššímu růstu mezd, rychlejšímu poklesu nezaměstnanosti. Balíček těchto změn šel konzistentně nahoru. V době, kdy byl odhad sestavován, jej směrem k otevřenější mezeře výstupu posouval i fakt, že SMS za uplynulé čtvrtletí viděla mírně vyšší korigovanou inflaci při silnějším kurzu. Červnová data tuto konkrétní věc lehce narušují.

Odpčet rozdílů v odhadu mezery výstupu musí sedět technicky, zároveň musí sedět ekonomický příběh. Navíc oproti výše uvedenému je v současnosti sentiment v ekonomice na rekordní úrovni. V časové řadě od roku 1998 nebyla ve všech složkách podnikatelská očekávání nikdy tak vysoká, jako jsou nyní. Stejně tak mají spotřebitelé historicky nejvyšší hladinu důvěry v růst ekonomiky. Hospodářské výsledky nefinančních podniků se po loňském mírném zhoršení opět vrátily na poměrně dobrou dráhu, i tento vývoj naznačuje, že je růst na nabídkové straně podpořen zvyšováním kapacit exportně orientovaných podniků.

Viceguvernér Singer (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Nechápe, jak se při stávajícím vývoji cen výstupu mohou zlepšit výsledky nefinanční sféry jinak, než tím, že se posune produkční schopnost nebo efektivnost výroby. Jinými slovy, výše uvedené indikace lepších hospodářských výsledků nefinančních podniků naznačují spíše vyšší potenciaální produkt a nikoli posuny mezery výstupu.

Vrchní ředitelka Erbenová (v diskusi o změně nastavení mezery výstupu): Pokles predikce růstu ekonomiky pro rok 2007 je pro případ vysokých předstihových indikátorů obtížně intuitivně vysvětlitelný, zvláště v kombinaci s předpovědí zalomení vývoje mezery výstupu.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Singer: Zdá se mu, že se alespoň verbálně blížíme v situačních zprávách k pozici itineráře, ve kterém je psáno, že v nějaké době dojde k zatačce. Otázkou je, zda se skutečně cesta zahýbá.

Připadá mu, že četba 7. situační zprávy je snadná pouze na první pohled, protože vytváří dojem konzistentního příběhu. Tento dojem ale zmizí, pokud si jej začne člověk ověřovat na datech. Pak

se ukáže, že je většina tohoto příběhu založena na několika změnách. Mezera výstupu byla již dostatečně debatována. Osobně není přesvědčen příběhem, který se za jejím přehodnocení skrývá. Uvádí, že nárůst mezery výstupu v situaci, kdy je korigovaná inflace pod očekáváním, vnímá jako *faux pas* vůči konzistenci.

Vnímá rozdílnosti mezi jednotlivými typy regulovaných cen, přesto by ale v korigované inflaci očekával stopy pro korigování mezery výstupu, které v situační zprávě nenachází.

Padla rovněž i určitá pochybnost o snížení fiskálního impulsu pro příští rok a o poklesu růstu HDP. Opět zde pro příští rok nevidí žádné poptávkové impulsy. Impuls na spotřebě vlády dokonce klesá.

Růst reálných mezd na rok 2007 předpokládáme nejnižší od roku 2004, míru nezaměstnanosti předpokládáme nad úroveň inflaci nezrychlující míry nezaměstnanosti (NAIRU), což rovněž nenaznačuje akceleraci inflačních tlaků.

Předchozí situační zprávy byly v hodnocení inflačních tlaků opatrné, tato situační zpráva mu připadá jako poměrně razantní. Formulace na straně 18 na toto lehce upozorňuje, když říká že „první náznaky toho, že se začínají projevovat proinflační tlaky, byly avizovány již v 6. SZ, nová data tento náhled nevyvracejí“. Není si zcela jist, zda tato formulace spíše nezakrývá fakt, že dochází k poměrně prudkému přehodnocení, u kterého si SMS sama není jista, zda má pro něj dostatek evidence.

Klade si otázku „Co s tím dále?“. Uvádí svůj názor, se kterým šel na jednání bankovní rady dnes ráno, u kterého si ale není jistý, zda se jej drží ještě nyní. Domnívá se, že nejslabší článek prognózy je trajektorie sazeb. Pro tak prudké zvýšení neviděl empirickou evidenci a zdálo se mu, že to není ekonomika, ale model, co nás k vyšším sazbám tlačí. Současně si dokázal představit, že dojde ke zvýšení sazeb o čtvrt procentního bodu, s tím že faktory tohoto zvýšení leží někde jinde, než je vidí prognóza. Je to především vývoj zahraničních úrokových sazeb a pocit, že by zvýšení sazeb bylo adekvátní reakcí na stávající posun čísel. Rovněž se domnívá, že je dobré dělat změny v době, kdy jsou očekávané. Nicméně ranní debata v něm zasela ještě větší pochybnosti, zda by byl takovýto krok podložený. Nemůže se ubránit dojmu, že SMS mnoho přesvědčivých argumentů pro to, jak se situace změnila, říci nedokázala. Je tedy v tomto bodu otevřený a čeká na názory kolegů.

Viceguvernér Niedermayer: Data v 7. situační zprávě jsou až překvapivě silná. Podle jeho názoru tak z ekonomiky přicházejí hodně silné signály, které při prezentaci SMS shrnul Petr Král.

Donedávna jsme sledovali silná data z ekonomiky bez inflace. V 7. situační zprávě se určité inflační tlaky objevují. Měnová politika by podle něj neměla se zvýšením úrokových sazeb čekat na materializaci vysoké inflace a měla by reagovat i na známky inflačních tlaků, které jsou méně přímočaré. Tyto známky jsou nyní evidentní v nákladových tlacích, v retailových cenách se prozatím tlaků příliš neprojevují. Problém může být v tom, že se zde inflační tlaky budou projevovat diskrétně. Příkladem může být nedávný nárůst cen pekárenských výrobků. Anekdotická evidence je taková, že surovinové vstupy rostou téměř všechny, počínaje energiemi, železem a konče u dřeva. Domnívá se, že se tyto rostoucí ceny do cen spotřebitelů začnou projevovat.

Nemile ho překvapil fiskál, existuje zde meziroční zhoršení. Je vidět, že úpravy na příjmové straně byly opravdu významné. V letošním roce ani bezprecedentní růst ekonomiky nepovede ke zlepšení fiskální situace, na druhou stranu je pravda, že loňský deficit ve výši 1,6 % HDP je

poměrně obtížnou laťkou. Není si jistý situací fiskální politiky v příštím roce. Jeho pohled na rozpočtové provizorium je takový, že by bylo restriktivní a že právě proto k němu nikdy nedojde. Na trhu práce se objevují silná čísla, ale pouze na straně poptávky po práci. Jediné co nás zachrání od přehřátí trhu práce je imigrace ze sousedních zemí. Není si jistý, jak dlouho bude tato imigrace pokračovat, zřejmě nebude působit donekonečna. Celkově se podle něj ale trh práce jako celek nezlepšuje. Slabiny na trhu práce tedy nadále přetrvávají.

Zajímavý je rovněž vývoj úvěrů, které pokračují v růstu. Přílohu o nemovitostech interpretuje tak, že dochází k určitému růstu cen. Doposud byla na trhu nemovitostí tak silná reakce nabídky, že se zvyšující se poptávka po nemovitostech v cenách neprojevila. Nyní se zdá, že kombinace zvýšení DPH a silného růstu ekonomiky k určitému růstu cen vede, ale tento růst není nic nezvyklého v mezinárodním srovnání. Jedná se spíše o průvodní indikátor.

Při interpretaci údajů obsažených v situační zprávě se nedomnívá, že by úrokové sazby měly v průběhu roku 2006 růst ke 4 %, stejně tak se nedomnívá, že by mělo dojít k významnému urychlení korigované inflace.

Situační zprávu považuje především jako podklad pro současné rozhodování, eventuelně pro rozhodování v příštích dvou měsících, z tohoto hlediska mu připadá kratší pohled jako kredibilní. Důvody pro setrvání úrokové sazby na 2 % již neexistují. V akcentaci delší části prognózy by byl ale hodně opatrný.

Pokud by se začalo ukazovat, že slábnou data o platební bilanci, pak by toto mohlo mít význam pro vývoj devizového kurzu. Bez tohoto přehodnocení si ale netroufne říci, jaký bude jeho krátkodobý vývoj. Uklidňující je, že eventuelní menší zvýšení sazeb je konzistentní i s alternativou 3% zhodnocení kurzu.

Vrchní ředitel Frait: Poněkud neobvykle začíná shrnutím. Pro něj osobně je rozhodující externí vývoj, především to, že hlavní centrální banky zvyšují své úrokové sazby. Zejména je významné přetrvání silného světového hospodářského růstu se stabilními vyhlídkami, navzdory růstu cen energií. Toto by měl být významný argument pro normalizaci světových úrokových sazeb, zároveň i pro to, aby se české sazby blížily ke svým historicky běžným úrovním. Za této situace je adekvátní uvažovat o zvýšení našich sazeb bez ohledu na to, zda věříme nárůstu inflačních tlaků v souladu s prognózou nebo nikoli. Existuje pouze jediný důvod pro odkládání zvýšení sazeb, a tím je potenciální dopad do kurzu koruny.

Pokud jde o prognózu a situační zprávu, ztotožňuje se s vnímáním ekonomické aktivity, kde nejen data, ale i anekdotická evidence potvrzují fázi oživení a růst důvěry domácích i zahraničních subjektů v budoucí vývoj české ekonomiky. Je pravděpodobné, že tento růst přispěje k dynamizaci spotřeby a investic. Je možné, že ekonomika bude vykazovat vyšší růst, než jsme se donedávna domnívali.

Není si zcela jist, zda je správně rozložen poměr mezi růstem aktuálního důchodu a potencialem důchodu. Situační zpráva není zcela přesvědčivá ve vysvětlování toho, v jaké fázi cyklu se ekonomika nachází a jak se cyklický vývoj promítne do inflačních tlaků. Stejně jako jeden z předřečníků se domnívá, že se na přehodnocení prognózy hodně podílí technická stránka prognostického aparátu. Koneckonců i trajektorie zvyšování úrokových sazeb výrazně odráží problémy s kurzovou rovnicí a s vyhodnocením nedávného vývoje.

Pokud jde o inflaci, pak by vyšší stávající inflaci oproti minulé prognóze nijak nepřeceňoval. Určité sekundární dopady růstu cen surovin a energií musely přijít a mít HCPI na úrovni meziročních 2,3 % při externím nákladovém šoku, oživení ekonomiky a zvyšování nepřímých

daní je poměrně dobrým výsledkem. Udržení nízkoinflačního prostředí nemusí být až tak složité, průměrná meziroční inflace v posledních 6,5 letech (od roku 2000) činila 2,6 %, k čemuž nám pomohlo průměrné meziroční zhodnocování koruny oproti euru ve výši 3,9 %. Pokud nebudou dále prudce růst ceny energií a sníží se rozsah deregulací v dalších letech, pak by udržení cenové stability kolem 3 % mělo být možné i za pomalejšího nominálního zhodnocování kurzu koruny.

Ze mzdového vývoje v nejbližší době nevzejdou inflační tlaky, velmi dobrým indikátorem jsou zde hodinové mzdy, u nichž dynamika míří spíše směrem dolů. Kromě toho klesají nominální jednotkové náklady v průměru.

Pokud se podíváme do externího okolí, i tam je očekáván určitý růst inflace, ale není si jistý, zda je toto robustní. U externí situace ekonomické aktivity nelze ze situační zprávy vyčíst jasnou zprávu. V situační zprávě se objevuje hodně textu, ale není zde jasné poselství, jak vidíme externí hospodářský růst.

Závěrem uvádí, že bychom podle jeho názoru letos úrokové sazby zvýšit měli. Primárním důvodem není ani tak hrozba inflace, ale spíše vhodnost vyšších reálných úrokových sazeb ve fázi ekonomického oživení a ve fázi rychlého růstu úvěrů. Dokáže si tak představit 2,5% sazby do konce roku. Není si ale zcela jist zvýšením úrokových sazeb již na dnešním zasedání bankovní rady. Důvodem této nejistoty je obava z kurzových dopadů. Dále pocituje velkou nejistotu o míře růstu potenciačního produktu a míře přehřívání ekonomiky. Pocituje rovněž velkou míru nejistoty ohledně budoucí měnové politiky ECB a dalších centrálních bank.

Obává se, zda by případné zvýšení úrokových sazeb a případná komunikace, která by se nám zcela nevyvedla, nemohla být vnímána jako touha ČNB po silnější měně. Další možná příznivá data z české ekonomiky mohou rovněž způsobit další vlnu zhodnocování nominálního devizového kurzu, zejména pokud by došlo ke snížení politické nejistoty (jmenování vlády). Domnívá se, že obdobně jako řada dalších centrálních bank čelíme významně zvýšené nejistotě, přičemž je vidět, že v prognostickém aparátu došlo k řadě *ad hoc* úprav, jako je například hypotéza dočasného zrychlení tempa růstu rovnovážné reálné apreciacie, růst potenciálu ve stálém stavu a podobně. Prognóza je tak podle něj vychýlena směrem vzhůru.

Vrchní ředitelka Erbenová: Začne tam, kde skončil vrchní ředitel Frait. Nová predikce přináší mírně vyšší inflaci. Nebude se vymezovat vůči posunu trajektorie úrokových sazeb, ale i předchozí historice z dubnové predikce odpovídá nějaký postupný růst úrokových sazeb. Návrh rozhodnutí od SMS se jí zdá jako rozumný, protože oslovuje rostoucí riziko, které vyplývá z možného průsaku rostoucích cen energií v uplynulých zhruba třech letech. Navíc je toto doporučení konzistentní s metodologií, kterou používáme, t.j. s cílením inflace. Na rozdíl od vrchního ředitele Fraita se domnívá, že bychom se dostali do zásadních argumentačních problémů, pokud bychom zveřejnili predikci inflace z diskutované situační zprávy a řekli bychom, že tato je konzistentní s postupným nárůstem úrokových sazeb, a zároveň vysvětlovali, proč další tři měsíce nebudeme sazby zvyšovat. Bankovní rada by měla k inflačnímu cíli přistupovat symetricky.

Vedle indikací, že k průsakům cen energií nějakým způsobem zřejmě dochází, je novou informací nově zjištěná kladná mezera výstupu, u které existují otazníky, zda je skutečně tak velká. Na druhou stranu je kladná mezera výstupu v souladu s intuicí. Může vytvářet podmínky pro to, aby se vliv zatím nákladových faktorů inflace v ekonomice dále šířil. To, že korigovaná inflace bez pohonných hmot byla pod prognózou, nevidí jako příliš významné, jedná se pouze o jeden měsíční údaj, v květnu byla korigovaná inflace lehce nad prognózou.

Domnívá se rovněž, že je docela důležité poukázat na měřená inflační očekávání. Spíše než jejich absolutní úroveň (6 % za rok a 10 % za tři roky) je zajímavý jejich prudký nárůst. Současně je ale potřeba dodat, že na rozdíl od nákladových tlaků v současnosti nejsou poptávkové inflační tlaky viditelné a jsou spíše očekávané. V tomto smyslu ani nová prognóza nepřináší nějakou tvrdou evidenci.

Na druhou stranu, pochybností ohledně prognózy je velká řada. I ona má pocit, že argumentace v textu situační zprávy a v jejích přílohách je poměrně jednostranná. Snaha o konzistenci má tendenci všechna čísla vykládat jedním směrem.

Osobně se domnívá, že se krátkodobé riziko eskalace deficitu ve srovnání s předvolební situací spíše snížilo. Nechce se jí ale vůbec spekulovat o dopadech fiskální politiky, protože se domnívá, že nejistota spojená s fiskálem je tak velká, že jakýmkoli způsobem argumentovat fiskálním impulsem tím či oním směrem se v tuto chvíli nedá.

Aktuální vývoj na trhu práce velké přehřívání ani strnulost nenaznačuje, nezaměstnanost je vyšší než NAIRU, snižuje se především z titulu sankčního vyřazování, zvyšuje se počet odpracovaných hodin a produktivita práce v průměru roste zhruba o 15 %.

Vývoj peněžní zásoby nadále úspěšně odolává stále sofistikovanějším pokusům nalézt v něm inflační riziko. Současně dodává, že by nerada metodologicky zaváděla do rozhodování bankovní rady druhý pilíř ECB. Příloha situační zprávy jí o tomto přesvědčení utvrdila.

Vývoj nákladových faktorů se podle jejího názoru projevuje spíše ve změnách relativních cen než v plošném pohybu cen směrem vzhůru. Tato změna relativních cen je reakcí na surovinový šok, zároveň se zde projevují určité vlivy sezónnosti či klimatu, se kterými souvisí růst zemědělských cen.

Existují rovněž určité pochybnosti ohledně našich předpokladů exogenních faktorů, které podle ní nebudou působit jednoznačně proinflačně. Na druhou stranu je toto riziko testováno alternativou nezvyšování sazeb v ECB, která vede k marginálnímu dopadu oproti základnímu scénáři prognózy. Vedle toho vnímání inflačních rizik ostatními centrálními bankami v poslední době výrazně zesílilo. Naše zvýšení repo sazby by tak zapadlo do celkového trendu normalizace historicky nenormálně nízkých úrokových sazeb.

Domnívá se, že jediným možným způsobem, jak čelit výše uvedeným nejistotám, by bylo rozhodnutí o nárůstu úrokových sazeb odložit. Důvodem pro tento odklad by mohlo být pouze vyčkávání na potvrzení resp. materializaci poptávkových inflačních tlaků. Tento přístup se jí ale velmi nelíbí. Při růstu ekonomiky kolem 7 %, rostoucí zaměstnanosti, klesající nezaměstnanosti a cenách ropy atakujících 80 USD/ barel by toto odkládání rozhodnutí vypadalo velmi exoticky. I z hlediska „selského rozumu“ i z hlediska metodologického přístupu, který používáme (inflační cílení), je tak návrh SMS těžké kredibilně zpochybnit.

Vrchní ředitel Holman: Souhlasí s tím, že nás v nejbližší budoucnosti čeká zvýšení nebo zvyšování úrokových sazeb. Je pro něj ale otázka, zda má s tímto zvyšováním bankovní rada začít již dnes, nebo zda má počkat na další vývoj. Hlavní důvod pro naše zvyšování sazeb vidí v tom, že se jedná o celoevropský trend, takže by se prohluboval úrokový diferenciál. Na druhé straně se domnívá, že situace naší ekonomiky je do určité míry specifická, protože v ní probíhá rovnovážná reálná apreciacie koruny. Z tohoto důvodu se domnívá, že je pro naši ekonomiku udržitelné mít po nějakou dobu negativní úrokový diferenciál, který je s touto reálnou apreciací konzistentní. Signály o poptávkových tlacích, které existují, nejsou podle jeho názoru spolehlivé, dostatečně zřetelné a srozumitelné. Domnívá se, že by se nic nestalo, kdybychom se zvyšováním

sazeb počkali, až budou tyto signály zřetelnější a spolehlivější. Měření mezery výstupu se mu zdá nespolehlivé a nepřesné, myslí si, že údaje o mezeře výstupu jsou pro nás spíše rámcem pro dlouhodobější makroekonomické úvahy, než že by byly argumentem pro konkrétní měnověpolitické rozhodování.

U inflace by bankovní rada měla přihlídnout k její struktuře. Inflace po vyloučení administrativních vlivů a po uplatnění institutu výjimek se na horizontu prognózy pohybuje na bodovém inflačním cíli. V rámci struktury inflace rostou hlavně regulované ceny, ceny benzínu a potravin, korigovaná inflace bez pohonných hmot je stále nízká a bude nízká i v budoucnu.

Kurz bude pravděpodobně dále posilovat, k čemuž budou přispívat dobré vyhlídky české ekonomiky, příliv investic a náběh exportních odvětví. Rovněž analytici očekávají silnější kurz, než naše SMS. Ze zvýšení sazeb vyplývá určité riziko urychlení apreciacie kurzu koruny.

Ze strany růstu spotřeby podle jeho názoru nejdou žádné významnější inflační signály. Růst spotřeby nemusí být rychlý. Dochází a bude docházet k přílivu zahraniční pracovní síly, která neutrácí mzdy u nás. Také míra úspor neklesá. Poptávkové tlaky z pracovního trhu, tzn. mzdové inflační tlaky, se zatím nerealizují.

Víme málo o pozici ekonomiky v rámci hospodářského cyklu, protože odhady produkční mezery nejsou spolehlivé. Ale i podle výše uvedených úvah se bude ekonomika pohybovat někde velmi blízko potenciálního produktu. Z toho mu vyplývá, že bychom měli se zvýšením úrokových sazeb počkat, a přistoupit k němu až v situaci, kdy budou informace zřetelnější.

Vrchní ředitel Řežábek: Připomíná, že i Ministerstvo financí přiznává, že by v roce 2007 měl růst ekonomiky klesnout na 5 %. Nevnímá, že by situační zpráva byla něčím dramatickým. Připomíná, že spíše se dostáváme pomalu zpět k číslům, která byla v 1. situační zprávě v letošním roce. Paradoxně se po „vyděšení“ na podzim loňského roku na základě letošní 1. situační zprávy dokonce objevovaly úvahy o tom, že si lze představit i snížení úrokových sazeb. Korigovaná inflace bez cen pohonných hmot je v České republice o něco nižší, než je například v Německu.

To, co je podle jeho názoru největším problémem, je kurz české koruny. Dnes česká koruna podle prvních informací začíná posilovat, začínají posilovat i měny v regionu. Je otázka, zda v současné době koruna nevyčkává na nějaký impuls a zda by právě dnešní rozhodnutí mělo být tímto impulsem pro výraznější posilování koruny. Domnívá se, že by tomu tak být nemělo. Zajímavé je i stanovisko poradce, ve kterém je komentováno, že na nárůst úrokových sazeb je vyšší reakce kurzu koruny než na případný pokles úrokových sazeb.

Na trhu očekává 65 % analytiků, že dnes bankovní rada úrokové sazby zvýší. Toto procento není tak drastické, otázkou rovněž je to, zda tato očekávání nemohou být založena na historických zkušenostech s jestřábími reakcemi bankovní rady na případné lehce proinflační impulsy.

Je dobré, že se v modelu objevily některé změny, ale na druhou stranu tyto změny nejsou ověřeny dalšími situačními zprávami a z tohoto pohledu je rovněž otázka, zda se zvyšováním sazeb spíše nepočkat.

Guvernér Tůma: Je samozřejmé, že v okamžiku, kdy má bankovní rada k dispozici tuto prognózu, je obtížné vysvětlit, proč by sazby neměly jít nahoru. Na druhou stranu dává do druhého kola diskuse podnět k úvaze, zda nechce bankovní rada vyjádřit svoji pochybnost o prognóze a konstatovat, že vnímá rizika vzhledem k prognóze asymetricky směrem dolů. Bankovní rada toto již v minulosti několikrát udělala, pochybnosti ohledně prognózy u řady členů bankovní rady zazněly. Možností je také požádat SMS o zpracování varianty prognózy

s uzavřenější mezerou výstupu. Mezera výstupu vytváří na budoucnosti „zub“ a není mu jasné, proč má mezera výstupu ze své vysoké hodnoty spadnout dolů. Vysvětlení SMS je takové, že mezera výstupu spadnout musí, neboť není na takto vysoké úrovni vysvětlitelná a udržitelná. Toto vidí jako problém.

Na druhou stranu platí, že i naše stávající dodnes platná prognóza rovněž projektovala růst úrokových sazeb v delším horizontu. Historika, kterou jsme měli v minulých situačních zprávách, počítala s postupným zvyšováním úrokových sazeb. Přes pochybnosti o prognóze je tak legitimní uvažovat o zvýšení úrokových sazeb. Otázkou je, zda k němu přistoupit zrovna dnes.

Možnou reakci kurzu nevidí dramaticky, jeho pohyby v krátkém období umíme těžko předvídat. Můžeme těžko říci, do jaké míry jsou již v kurzu zabudována očekávání dnešního růstu úrokových sazeb, které předpovídá 60 % až 70 % analytiků. Navíc očekávání analytiků neodráží přesně to, co si o kurzu myslí dealeri. Ti zabudovávají okamžitá očekávání daleko rychleji a silněji. Nelze tak vyloučit, že by s kurzem CZK/EUR změna úrokových sazeb příliš nepohnula. Nedomnívá se, že by naše zvýšení úrokových sazeb spustilo nějakou další vlnu posilování kurzu. Do druhého kola diskuse by jej zajímal názor členů bankovní rady, zda se vůči prognóze nějak vymezit.

Viceguvernér Singer: Otevírá druhé kolo diskuse. Žádá viceguvernéra Niedermayera o specifikaci napjatosti na trhu práce. On sám v souladu s názorem vrchní ředitelky Erbenové na globálních číslech tyto napjatosti nevidí. NAIRU signalizuje spíše tlaky směrem dolů. Jeho vlastní chabý pokus o identifikaci přehřátého odvětví byl smeten tím, že růst mezd ve stavebnictví je dán růsty odměn představenstva. Jednotkové mzdové náklady klesají, zlepšují se finanční výsledky podniků při velmi nízkém nárůstu exportních cen, růst PPI je nízký.

Vymezuje se vůči vrchní ředitelce Erbenové. Rovněž se domnívá, že není nutné bát se nekonzistence vůči prognóze, bankovní rada je schopna se vůči ní vymezit, ať již pojmem „odmítnutí“, nebo „nejistá prognóza“. Dokáže si dokonce představit i odmítnutí prognózy i při nárůstu úrokových sazeb, i když by toto bylo komunikačně poněkud těžší. Domnívá se, že prognóza jde nahoru velmi rychle a není si jistý, zda toto není dáno přehodnocením podle něj hodně přestřelené mezery výstupu.

Vidí několik problémů s tvrzením, že simulace ECB nevede k velkému poklesu dráhy sazeb a dráhy inflace. Domnívá se ale, že náš model není příliš dobrý v předvídání kurzového kanálu a jeho citlivosti. Ten podle něj intuitivně na sazby ECB citlivý bude. Domnívá se, že provedená citlivostní analýza podhodnocuje citlivost ekonomiky na tento diferenciál.

Rovněž se domnívá, že není fér argumentovat konzistencí vůči přestřelení či podstřelení inflačního cíle, neboť podstřelování inflačního cíle v minulosti bylo charakterizováno aktuálními čísly naznačujícími deflaci minimálně na úrovni korigované inflace a bylo poměrně dramatické. Oproti tomu současné náznaky možného přestřelení jsou doposud slabé. Na druhou stranu by se nebál impulsu vzniklého ze zvýšení úrokových sazeb. Bankovní rada má i poté možnost s dalším zvyšováním sazeb počkat. Nejstabilnější sazby, které zažil, jsou sazby z loňského října, které máme téměř jeden rok. Ekonomiku toto zvýšení zjevně nepoškodilo. Existují zde dlouhodobé faktory, které ekonomiku balancují. Eventuelní zvýšení úrokových sazeb by tak podle něj nebylo až tak dramatické. I komunikačně by bylo lepší být tím prvním než tím posledním.

Domnívá se, že předchozí impulsy do kurzu vyplývající ze zvyšování úrokových sazeb mohou být charakterizovány tím, že při nich byl vždy trh více nebo méně překvapen. Tentokrát bychom trh nepřekvapili, takže by tento impuls do kurzu mohl být slabší.

Celkově nicméně neumí skončit nějakým jasným doporučením.

Viceguvernér Niedermayer: Jeho interpretace vývoje na trhu práce je v rámci anekdotické evidence. Domnívá se, že nesoulad na trhu práce je jednak geografický a jednak kvalifikační. Postupně se na trh práce dostávají místa s poněkud vyšší kvalifikací. Čísla ukazují, že nezaměstnaní jsou z velké části nekvalifikovaní a navíc v regionech, kde v minulosti nedocházelo k zahraničním investicím. Zdá se, že se poněkud zlepšuje vývoj ekonomiky v Polsku. Pro případ, že by toto spolu s oživením na Slovensku pokračovalo, si dovede představit, že by příliv zahraničních pracovníků nemusel být tak ochotný a tak dynamický, jako byl doposud. O NAIRU víme ještě méně než o potencionálním důchodu. Celkově se ale nedomnívá, že by měly být tlaky vyplývající z trhu práce nějak dramatické. Čísla ukazují, že bezpochyby roste poptávka po zaměstnancích, rovněž považuje za vcelku věrohodné to, že nabídka práce není příliš geograficky mobilní a kvalifikačně schopná..

Není možné odtrhovat prognózu od implikované trajektorie úrokových sazeb, protože to, že inflace míří do cíle, v žádném případě neznamená, že by úrokové sazby měly zůstat na stávající úrovni. Inflace míří do cíle při zdvojnásobení úrokových sazeb. Má problém asymetricky se vymezovat vůči prognóze. Jeho pohled se možná odlišuje od ostatních členů bankovní rady právě u budoucího vývoje mezd. To, že zatím výraznější růst mezd není patrný, souvisí podle něj s tím, že v době uzavírání kolektivních smluv na podzim byla situace poněkud odlišná a výrazně méně proinflační. Divil by se tedy, kdyby mzdy zůstávaly na stávající úrovni.

Pokud by se bankovní rada chtěla hlásit spíše k minulé prognóze ze 4. situační zprávy, tak i v ní měly být úrokové sazby kolem 2,5 %. Navíc jsme u této prognózy konstatovali, že inflaci podhodnotila. Pokud by bankovní rada úrokové sazby nezvyšovala, musela by jít tedy ještě za rámec prognózy ze 4. situační zprávy.

Problém s kurzem existuje vždy, je to pokaždé „loterie“. Nebyl by nadšený, kdyby kurz zhodnotil někde k 27 CZK/EUR. Na druhou stranu je faktem, že pravděpodobnost toho, že k tomuto dojde v situaci nepříliš velké politické stability není příliš vysoká. Kurz bere spíše jako pomocný faktor, protože jinak je dilema kurzu neřešitelné. Měnová politika se pohybuje ve dvou alternativních světech. Pokud dojde ke zvýšení úrokových sazeb, pak se možná kurz zhodnotí, což je špatně. Pokud ale ke zvýšení sazeb nedojde, pak kurz neposílí, což je rovněž špatně. Toto dilema nemá řešení. Jediné řešení je zvážit, zda v konkrétní dané situaci bude zvýšení sazeb kurz spíše akcelarovat či spíše decelarovat, tak jak již uvedl viceguvernér Singer.

Vrchní ředitelka Erbenová: Návrh na zvýšení úrokových sazeb vnímá do jisté míry jako návrh preventivní či vpřed hledící. Toto preventivní zvýšení může, i když nemusí, znamenat zhodnocení devizového kurzu v nadcházejících měsících. V dané fázi cyklu je ale o něco silnější devizový kurz vcelku akceptovatelný. I mechanická simulace 3% posílení kurzu oproti základnímu scénáři je pro ní vcelku komfortní. S případným dopadem do kurzu se lze smířit, protože současné růstové tempo, které je důsledkem masivních investic a prohlubování kapitálu (capital broadening), o čemž svědčí vysoký růst produktivity a další indikátory (zvýšená dynamika exportu atd.), vytváří prostor pro poněkud vyšší nominální apreciaci kurzu bez významnějších dopadů na vývoj důchodu. Nezdá se jí ale, že by apreciacie kurzu znamenala zpochybnění rozhodnutí zvýšit úrokové sazby. Opakuje, že se domnívá, že by odložení rozhodnutí o tři měsíce bylo poměrně exotické.

Ve svém předchozím vystoupení zmínila řadu pochybností o prognóze. Nemá ale žádnou tvrdou evidenci, ani nějakou konzistentní alternativní historiku, která by vedla k jejímu odmítnutí.

Čistě povrchové vnímání věci je takové, že máme v tuto chvíli inflaci v cíli, předpokládáme její nárůst. Pokud odhlédneme od trajektorie úrokových sazeb, kterou nezveřejňujeme, tak toto doprovázíme komentářem o postupném nárůstu úrokových sazeb, úroková větička v dubnu byla „období stability následované růstem úrokových sazeb“. Nedokáže si představit, jak bychom za této konstelace vysvětlovali stabilitu úrokových sazeb. Co se týče tržních očekávání, jedna věc jsou očekávání analytiků, druhá věc je vývoj delších úrokových sazeb, ve kterých je zabudováno očekávání zvýšení o cca 40 b.b. do konce roku.

Vrchní ředitel Frait: Vrchní ředitelka Erbenová otevřela velmi zajímavou debatu na téma implicitní versus explicitní cílování inflace. Je známo, že jeho oblíbení centrální bankéři se nacházejí ve Fedu a je to spíše Donald Kohn než Ben Bernanke. Kohn často uvádí, že při explicitním cílování inflace centrální banka zavádí omezení na optimální rozhodování. Jediným způsobem, jak si v tomto případě pomoci, je taktická komunikace. Kdybychom chtěli tvrdit, že jsme velmi vpřed hledící, tak musíme přiznat, že v červnu jsme měli všechny důležité informace pro zhotovení této prognózy a věděli jsme, jak tato prognóza dopadne. Bankovní rada tak mohla zvyšovat úrokové sazby již v červnu, neučinila tak z důvodů nejistoty a z taktických důvodů. Mohli bychom tak uvažovat o odložení rozhodnutí na další měsíc právě z důvodů taktických a z důvodu existence nejistot. Bankovní rada nemusí ani prognózu zpochybnit, může říci, že vidí rizika asymetricky směrem dolů. V momentě, kdy nám data potvrdí snížení této nejistoty, může bankovní rada přistoupit ke zvýšení úrokových sazeb.

Viceguvernér Singer: Nevidí jako tak velký problém pro kredibilitu říci, že v současné době vnímáme prognózu jako posunutou s největší pravděpodobností směrem nahoru, nebo případně jako příliš nejistou na to, aby garantovala krok ke zvýšení sazeb, ale že jsme připraveni k tomuto zvýšení přistoupit, jakmile usoudíme, že čísla skutečně naznačují její potvrzení.

Přes to, co nyní řekl, stále ještě není sám rozhodnut. Zdá se mu jako normální, že se bankovní rada může vůči prognóze nějakým způsobem vymezit.

Vrchní ředitelka Erbenová: S tímto vymezením vůči prognóze by neměla problém, kdyby ale měla argumenty pro toto vymezení, ale nemá je. Konzistence je podle ní o obrázku prognózy, který je kvalitní.

Vrchní ředitel Holman: Domnívá se, že se bankovní rada může vymezit vůči prognóze, koneckonců se vůči ní vymezuje sama SMS prostřednictvím alternativního scénáře. Proto se na diskusi bankovní rady SMS ptal, jak vážně má bankovní rada tento alternativní scénář brát. Dozvěděl se, že jej má bankovní rada brát vážně, neboť SMS má na historických datech potvrzeno, že nominální mzdy jsou strnulé. Zajímalo by ho, jaké by bylo měnověpolitické doporučení SMS, pokud by vzala alternativní scénář za základní. Z alternativního scénáře vyplývá, že inflační tlaky jsou ještě nižší.

Poptávkové inflační tlaky pro něj nejsou zřetelné a jasné, obává se toho, že za měsíc či dva bude bankovní rada v situaci se zhodnoceným kurzem kolem 27 CZK/EUR, s nezřetelnými poptávkovými inflačními tlaky a bude se rozhodovat, zda sazby opět nesnížit.

Vrchní ředitel Frait: Padl zde údaj o tom, jak dlouho byly sazby neměnné od října 2005. Připomíná, že nejdelší období nezměněných měnověpolitických sazeb bylo od dubna 1999 do ledna 2001.

Guvernér Tůma: Ve vztahu k argumentaci vrchního ředitele Frait o optimalitě rozhodování uvádí, že je sice na jednu stranu pravda, že jsme v červnu měli téměř ty samé informace, jaké máme dnes, na stranu druhou stranu je výhoda prognózy v tom, že nyní dokážeme tyto informace komplexně prezentovat, a že máme celkový obrázek vyplývající z prognózy. Toto je také rozdíl oproti situaci pro rozhodování v příštích měsících. Byť se brání tomu, aby bankovní rada udělala z velké situační zprávy specifickou situační zprávu a rozhodovala by pouze při velkých situačních zprávách, je faktem že v příštích měsících může s rozhodováním bankovní rady pohnout pouze nějaké překvapivé číslo, které však nepřepíše celkový ekonomický obrázek. U měsíčních údajů stejně argumentujeme tím, že na základě jednoho čísla nelze odůvodnit změnu nastavení měnové politiky, neboť může dojít rychle k jeho korekci. Čekat s rozhodnutím o sazbách na to, až se budou inflační tlaky materializovat, může být dosti iluzorní. Otázkou tedy je, zda věříme celkové historce, která tlačí sazby nahoru.

Ředitel SMS Holub: Doporučení SMS by v případě použití alternativy místo současného základního scénáře bylo stejné. Připomíná, že pouhé mechanické promítnutí základního scénáře prognózy by vedlo k doporučení zvýšení sazeb o 0,5 p.b., SMS doporučuje zvýšit sazby pouze o 0,25 p.b.. Alternativní scénář vede rovněž k růstu úrokových sazeb, stejně jako šly sazby pro třetí čtvrtletí 2006 vzhůru již v dubnové prognóze. Připadá mu, že přehodnocení mezery výstupu směrem vzhůru dnešní debatu možná až příliš strhává a vzniká dojem, že jsou veškeré inflační tlaky taženy či tlačeny právě přehodnocením mezery výstupu. Alternativní simulace ale ukazuje, že zde působí i jiné faktory. Doporučení je z tohoto hlediska celkem robustní. Rád by upozornil, že situace není taková, jak by mohlo naznačovat mechanické rozsekávání dopadů jednotlivých změn, a že by v případě přehodnocení mezery výstupu zpět na dubnovou úroveň nedošlo k tomu, že by byla prognóza inflace o 0,5 p.b. níže. Důvodem je to, že by bylo přehodnocení rovnováh částečně vykompenzováno krátkodobou prognózou. Z pohledu SMS se proto v rámci přehodnocení mezery výstupu bavíme o nejistotě do inflace v řádu 2 až 3 desetín procentního bodu. Toto nemůže zásadním způsobem doporučení na změnu sazeb změnit.

Viceguvernér Niedermayer: Doporučení pro zvýšení sazeb se mu obtížně zdůvodňuje, neboť má pověst „jestřába“. V minulosti jsme mnohokrát špatně odhadli bod obratu inflace. V současné situaci nicméně vidí určitý posun, neboť do určité míry již inflace přišla, když se nachází na 3 %. V prognóze je zabudován určitý drobný pokles inflace, ale pak bude inflace směřovat ke 4 %. Nikdo z členů bankovní rady nemluví o tom, že by inflace ze současných 3 % spadla na 0,5 %, nebo na 1 %.

Vidí tedy dnešní situaci jinak než v minulých případech, což nic nemění na tom, že bude stejně považován za někoho, kdo sazby nadšeně zvýší. Uvádí, že se původně domníval, že diskuse na bankovní radě bude o zvyšování sazeb o 25 nebo 50 b.p., šel do diskuse s tím, že bude růst sazeb brzdít na 25 b.p.. Je překvapen, že se z hrdličky stal opět jestřábem

III. Závěrečné hlasování:

Guvernér Tůma	hlasuje pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Viceguvernér Niedermayer	hlasuje pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Viceguvernér Singer	hlasuje pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Vrch. řed. Erbenová	hlasuje pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Vrch. řed. Frait	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Holman	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Řežábek	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni

IV. Úkoly

Nebyly zadány.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů zvýšit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu na úroveň 2,25 % s účinností od 28.července 2006. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu zvýšit diskontní a lombardní sazbu na 1,25 %, respektive 3,25 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, tři členové hlasovali pro ponechání úrokových sazeb beze změny.

Zapsal: Michal Hlaváček, poradce bankovní rady