

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 31. srpna 2006

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér L. Niedermayer, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait.

I. Diskuse navazující na prezentaci 8. situační zprávy

Viceguvernér Singer: Vzhledem k rizikům prognózy a modelem implikovaným sazbám vyjadřuje jisté podivení nad jednohlasností měnověpolitického doporučení. Dotazuje se na potenciální vnímání rozpočtu za předpokladu, že bude odsunuto přijetí eura, což signalizují četné výroky různých činitelů. Dále se táže, zda známky oslabování výkonnosti zahraničního obchodu a potažmo celé ekonomiky jsou dávány do souvislosti s kurzovým vývojem, investičním cyklem, případně jinými faktory. Dotazuje se, jaké faktory způsobují, že v eurozóně je CPI inflace ve srovnání s PPI inflací poměrně nízká, zatímco v USA jsou oba indexy v linii, přitom obě ekonomiky fungují v otevřené globální situaci. Táže se na chybu v predikci nezaměstnanosti, která je obvykle dobře prognózována. Teď je odchylka docela vysoká. Ptá se na hypoteční úvěry, kde vnímá určitou kontradikci signálů. Bylo by možné naznačit, jak probíhala debata k doporučení¹ vzhledem k určité nekonzistenci v textu situační zprávy, pokud jde o rizika prognózy.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále SMS): Závazky vyplývající z konvergenčního programu určitým způsobem disciplinovaly rozpočtový proces. Pokud by došlo k odložení přijetí eura, hrozilo by rozvolnění rozpočtové disciplíny. Ministr financí sice deklaruje termín přijetí eura v roce 2010, plánovaný rozpočet na rok 2007 tomu však neodpovídá. Dočasné zhoršení obchodní bilance může být způsobeno nárůstem cen ropy a zemního plynu. Pokud jde o rozdíly CPI a PPI v eurozóně a USA, z dlouhodobého hlediska by měly být rozdíly mezi CPI a PPI jak v eurozóně tak v USA stejné. V situaci výrazného cenového vlivu, například ropy, se může z titulu jiných vah a konstrukce indexů projevit efekt rozchodu CPI a PPI. Tento rozdíl je kolem 2 p.b, což je rozsah, který může být dán efektem rozdílných vah. Podobný efekt se projevuje u českého a německého PPI. Chyba predikce nezaměstnanosti mohla být důsledkem dekompozice kvartální prognózy do měsíců. Kvartální prognóza přitom příliš narušená není. Pokud jde o dynamiku hypoték, ta je poměrně vysoká a došlo pouze k velmi mírnému zpomalení. Je možné, že dochází k postupnému nasycování trhu, ovšem zatím je předčasné odhadovat, zda bude postupné zvolňování meziroční dynamiky pokračovat. Prognóza skutečně umožňuje dvojí doporučení, ponechání sazeb nebo zvýšení o 0,25 p.b. Sekce se přiklonila k nižšímu doporučení. Jeden z názorů byl, že bilance rizik je vyrovnaná při stávající úrovni úrokových sazeb. Ta je u krátkodobých úrokových sazeb nižší než implikuje prognóza. Z hlediska celkového působení měnových podmínek to kompenzuje o něco silnější kurz. Názor doporučit ponechání sazeb na stávající úrovni nakonec poměrně jednoznačně převážil. Na druhé straně je pravda, že úroková trajektorie v prognóze je postupně rostoucí a doporučení v budoucnu by mělo směřovat ke zvyšování sazeb.

¹ Dotaz na doporučení SMS později položil i viceguvernér L. Niedermayer.

Viceguvernér Niedermayer: Z hlediska prognózy by bylo adekvátní uskutečnit v tomto čtvrtletí dvojnásobné zvýšení úrokových sazeb. Přitom prognóza se naplňuje a pouze kurz je o něco silnější. Táže se na pravděpodobné doporučení za měsíc v případě, že by se prognóza dále naplňovala. Pokud by mělo dojít ještě k jednomu zvýšení sazeb v tomto čtvrtletí, nemělo by se uskutečnit již tento měsíc? Vyjadřuje obavu z dopadů cen energií, více než 15% navýšení pro podniky považuje za významné. Není realistické očekávat, že navýšení pro domácnosti bude pouze 5%. To by znamenalo, že náklad na distribuci by měl nulový růst, což není realistické. Dotazuje se na tabulku na str.17 v 8.SZ o běžném hospodaření státního rozpočtu. V popisce je čerpání úvěrů, ovšem hodnota -4,0 mld. Kč by měla znamenat splácení. Žádá vysvětlení k tokům ze zdrojů EU. Dále se věnuje snížení růstu reálných vývozů. Ptá se na důvody klesání dynamiky reálných vývozů. Uvádí informace ze SZ, že na tržbách v průmyslu se podniky pod zahraniční kontrolou podílely 58%. Vznáší dotaz, zda zbývajících 42% podniků bez zahraniční kontroly není příliš, respektive jak se definují podniky se zahraniční účastí. Dotazuje se na množství projektů zahrnutých do počtu vydaných stavebních povolení. Poznává, že platební bilance není zdrojem tlaku na posílení kurzu.

Odpověď SMS: K tabulce na str. 17 SMS uvádí, že je nutné ověřit správnost znaménka. Podniky pod zahraniční kontrolou jsou chápány jako podniky, kde je zahraniční majetková účast nad 50%. Pokud jde o zpracování nových informací o velkoobchodních cenách energie, v prognóze se pro příští rok předpokládá 4% růst ceny elektrické energie. V souvislosti s aukcemi se objevují úvahy o růstech v řádu 6-8%. Záležet bude na tom jaké navýšení budou realizovat distribuční firmy. Pokud by poplatky distributorů nerostly a velkoobchodní ceny by se čistě mechanicky promítly do růstu maloobchodních cen, dopad by byl kolem 6%, což představuje 2% odchylku od prognózy s dopadem do inflace přibližně 0,1 p.b. Informace o počtu stavebních povolení bude dodána. Z titulu platební bilance by nemělo docházet k výrazným tlakům na posilování kurzu. Sníží se bilance přímých investic, zvyšují se odlivy dividend. Otázkou zůstává, kdy tento vliv převáží. Toto je jiný výhled než před rokem. Výrazné zlepšování tržních podílů exportu v posledních letech signalizuje, že posilující kurz nemá na růst exportů negativní vliv.

Viceguvernér Niedermayer: Dotazuje se na kumulativní dopad změn cen elektřiny na podnikovou sféru ve srovnání s eurozónou. Jaký je odhad dopadu na konkurenceschopnost podniků?

Odpověď SMS: Odpověď připraví.

Viceguvernér Niedermayer: Chyba na sazbách PRIBOR je minimální, na sazbách EURIBOR je to však už 0,3 p.b., na kurzu 1%. Co by se stalo, kdyby tento stav přetrvával další měsíc?

Poradce Hurník: Poznává, že 3M PRIBOR není součástí měnových podmínek.

Odpověď SMS: Součástí prognózy je 3M PRIBOR z hlediska reakční funkce. Informace o stávající úrovni 3M PRIBORu se vkládá do simulace domácích měnových podmínek a projevuje se přes setrvačnost v úrokových sazbách. Ve vyrovnanosti bilance rizik je tento kompenzační mechanismus již zahrnutý.

Viceguvernér Singer: Připomíná, že v prognóze má kurz oslabovat.

Viceguvernér Niedermayer: V důsledku aktuálně vyššího úrokového diferenciálu než v prognóze by měl kurz oslabovat více.

Odpověď SMS: Ano, je to dáno proinflačním vlivem EURIBORu. Pokud by však kurz zůstal kolem úrovně 28,20 Kč/EUR, tak by se v čase vzdaloval od prognózy. V případě, že by nabral apreciační trend, tak by to byl větší problém. Pokud by nynější stav přetrvával a prognóza by se naplňovala, mělo by časem dojít k doporučení zvýšení sazeb. Je těžké odhadnout, zda to bude příští měsíc nebo za dva měsíce.

Viceguvernér Niedermayer: Poznnamenává, že inflace je na úrovni cíle, ekonomika je na potenciálu, fiskál se vyvíjí proinflačně a zvýšit sazby by tudíž bylo možné již nyní. Není na co čekat.

Odpověď SMS: Určitou roli hraje i fakt, že zvyšovat sazby dva měsíce po sobě je jiný signál, než je zvyšovat v delším časovém horizontu.

Poradce Hurník: Otázkou je, zda je možné na základě dat z posledního měsíce tvrdit, že se prognóza naplňuje. Je možné, že příští měsíc budeme pozorovat více protiinflační data. Rostoucí trajektorie sazeb je podmíněna tím, že se prognóza naplní.

Vrchní ředitelka Erbenová: Připomíná dřívější výrok, že až na prognózovanou trajektorii sazeb nejsou k výhledu očekávaného ekonomického vývoje výhrady. Odpovídá to nižším sazbám očekávaným na trhu. Sazby jsou však integrální součástí prognózy, takže nelze akceptovat prognózu ostatních veličin kromě prognózy sazeb. Vyjadřuje podivení, že SZ hodnotí fiskální výhled jako značně nejistý v situaci, kdy se docela zřetelně rýsují proinflační rizika. Začínáme mít jistotu, že dojde k navýšení sociálních transferů od 1.1. 2007. Zmiňuje zkušenosti z minulých let, kdy se plánované rozpočtové výdaje nenaplnily a snížily tím fiskální impuls. Plánované výdaje na příští rok však mají ve větší míře charakter mandatorních výdajů vyplývajících ze zákonů. Vzhledem k tomu, že se tyto zákony zřejmě nepodaří zrušit, zvyšuje se v současnosti míra pravděpodobnosti, že se plánované výdaje budou muset realizovat. Dotazuje se, jak bude takový rozpočet v příštím roce působit na ekonomiku, a zda se v hodnocení ze strany SMS rozlišují obecné výdaje od výdajů na sociální transfery a na mzdy nových státních zaměstnanců. Dále se táže na platební bilanci. Jde o nový trend nebo o zastavení zlepšování, jak bylo uvedeno v prezentaci SZ. Jaké to má implikace do budoucna? Uvádí informaci ze SZ, že se zvyšuje pracovní síla meziročně o 39 tisíc osob, což může být z části důsledkem růstu zahraniční zaměstnanosti. Přitom zahraniční zaměstnanost se zvyšuje o 32 tisíc. Veškerý nárůst zaměstnanosti je tedy dán příspěvkem zahraniční zaměstnanosti? Není to zdrojem chyby v předpovědi zaměstnanosti?

Odpověď SMS: Ve fiskální oblasti je velká politická nejistota. Vyjadřuje však souhlas s vrchní ředitelkou Erbenovou v tom, že pro rok 2007 se nejistota redukuje. Zejména tím, že plánovaná fiskální expanze nepřichází přes investiční a běžné provozní výdaje, které se nemusí naplnit. Tak tomu bylo v minulých letech, kdy se plánovaná fiskální expanze nerealizovala v rozsahu zamýšleném Ministerstvem financí a realita byla blíže optimističtější prognózám ČNB. Nyní přichází plánovaná fiskální expanze přes položky, které mají charakter zákonů, a proto by se tento fiskální impuls měl uskutečnit. Není to už v diskreci ministerstev nebo o schopnosti utrácet. Nicméně ve fiskální predikci SMS již byly zakomponovány schválené sociální výdaje, které prošly legislativním procesem. Fakt, že se tyto výdaje zřejmě naplní, tudíž není až tak nová a silná informace. Přesto zde vidíme riziko většího než předpokládaného schodku v roce 2007 v rozsahu kolem 0,3 % HDP. Dochází tedy k výraznému sblížení pohledu ČNB a MF v čase. Pokud jde o čísla o pracovní síle 39 tisíc versus 32 tisíc u zahraniční zaměstnanosti, tato čísla pocházejí z

různých datových zdrojů s jinou metodikou. Přesná číselná srovnatelnost tedy chybí. Paralelně provedla SMS porovnání přírůstku počtu zaměstnanců v metodice výběrového šetření s tím jak se vyvíjí počet registrovaných pracujících zahraničních osob, tak jak jsou registrovány na úřadech práce. Za rok 2005 vycházel jejich příspěvek k přírůstku k celkové zaměstnanosti v rozmezí mezi 50 – 75 %. Tento propočít je možné zopakovat. Vzhledem k tomu, že výhledově je očekávána stabilita cen ropy a zemního plynu, v příštím roce by se meziročně běžný účet platební bilance již zhoršovat neměl. Naopak zlepšování čistého vývozu nebo obchodní bilance ve fyzickém objemu by mělo pokračovat. Obchodní bilance by se tedy měla vrátit k trendu mírného zlepšování, i když ne tak výraznému jako v posledních dvou letech. V bilanci transferů došlo k výraznému meziročnímu zhoršení z důvodu ložské náhrady Slovenska vůči ČSOB. Jednalo se o jednorázový transfer, který už z bilance vypadl. U bilance výnosů se jedná pouze o drobné zhoršení. Pokud jde o bilanci služeb, v roce 2005 došlo k jednorázovému zlepšení bilance z titulu služeb účtovaných mezi podniky v rámci přímých investic. Proto jde spíše o jednorázový efekt. V součtu tedy SMS neočekává trvalé zhoršování běžného účtu platební bilance. Dočasné zhoršení bylo dáno buď základnou minulého roku a nebo specifickou situací.

Viceguvernér Singer: Připomíná předpovědi SMS, které se v tom, že se bude rozpočet vyvíjet lépe, než bylo naplánováno Ministerstvem financí (MF) poměrně přesně naplňovaly. Táže se, zda je v současnosti předpověď SMS odlišná.

Odpoověď SMS: V současnosti dochází k výraznému přibližování se prognóz ČNB a MF. V minulosti byly odchylky v prognózách 1-1,5 p.b, v současnosti jde o odchylku 0,5 p.b.

Viceguvernér Niedermayer: Poukazuje na to, že dochází k téměř ztrojnásobení fiskálního impulzu z 0,5 p.b. na 1,3 p.b. HDP.

Odpoověď SMS: Impulz je pronásoben průměrným multiplikačním koeficientem 0,6, takže se zhruba zdvojnásobí. Nicméně impulz bude ukazovat fiskální expanzi v roce 2007 zcela zřetelně.

Viceguvernér Niedermayer: Včetně nemocenské? Ta je také daná zákonem.

Odpoověď SMS: Ano, všechno je dáno zákonem. Existují tři hlavní vlivy, nemocenská, celý balík sociálních zákonů a zákon o státní službě. Sociální dávky by se měly realizovat, u nemocenské a státní služby se plánuje odložení účinnosti. Oproti všem rokům minulým je ovšem rozdíl i na příjmové straně. Poprvé MF zrealizovalo, tedy zvýšilo, příjmy, které se tak přiblížily prognóze ČNB. Navržený státní rozpočet flagrantně porušuje veškeré závazky. Aby se sociální výdaje vešly do deficitu, očekávané příjmy rozpočtu se zvýšily o 25-27 mld. Kč. Přitom vyšší očekávané budoucí příjmy by měly vést k poklesu plánovaného schodku, k čemuž nedochází. Vyšší příjmy se plánují použít na vyšší výdaje, což jde proti rozpočtovým pravidlům.

Vrchní ředitel Frait: Pokud jde o obchodní bilanci, v minulosti jsme bývali pesimističtí, momentálně je situace opačná. Vysvětlením může být určitá nelinearita zejména ve vývoji exportu, kdy náběh výroby a nových kapacit může probíhat ve vlnách. Dotazuje se, zda SMS očekává náběh nových kapacit v blízké době.

Odpoověď SMS: Poslední prognóza exportu je modifikována expertním zvýšením, které reflektovalo skokový nárůst exportních kapacit v automobilovém průmyslu. Vzhledem k omezeným informacím, jak bude tato exportní kapacita během roku postupně narůstat, je možné, že u tohoto expertního zvýšení došlo k chybě. Meziroční tempa exportu v oblasti

automobilového průmyslu se během druhého čtvrtletí 2006 poměrně výrazně zpomalila. Takže to může být jeden ze zdrojů chyby.

Viceguvernér Niedermayer: Dotazuje se, zda růsty kolem 8 % vývozu jsou nominální růsty, které SMS očekávala, a nebo které očekává.

Odpoověď SMS: Jsou to reálné růsty, které SMS očekává.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Singer: Názor na tuto situační zprávu by šlo vyjádřit přirovnáním “Nic nového pod sluncem“, které obsahuje témata o opětovném nenaplňování tisíce J-křivek a další. Poznává, že hodnocení budoucího vývoje je taženo názorem na kurzový výhled. Prognóza kurzu je pro naplnění prognózy inflace klíčová. Klade si otázku, zda současná situace je analogická s tou loňskou. Před rokem nedošlo ke zvýšení sazeb a několik měsíců poté se toto rozhodnutí jevílo nepříznivě. Sazby se zvyšovaly za dva měsíce a vypadalo to na potřebu dalšího postupného zvyšování. Časem se však potvrdila správnost tohoto rozhodnutí, kdy sazby dalších devět měsíců již dál nerostly. Konstatuje, že dosavadní zkušenosti ho nepřesvědčily o tom, že prognostický aparát dokáže předvídat kurz lépe než analytici, natož než dnešní kurz. Pokud tedy vychází z předpokladu, že nejlepším odhadem zítřejšího kurzu je kurz dnešní, dokáže se s doporučením ponechat sazby na stávající úrovni ztotožnit. Uvádí několik podpůrných argumentů. Zdá se, že dochází k ukončení cyklu zvyšování úrokových sazeb minimálně v USA, což může podpořit kurz koruny a zeslabit inflační tlaky v domácí ekonomice. V USA navíc zpomaluje ekonomický růst a to může ovlivnit poptávku po evropských produktech. Ze strany cen průmyslových výrobců neregistruje výrazné inflační riziko. Vyjadřuje spíše obavu o zisky výrobců pod vlivem cen energií a konkurence.

Viceguvernér Niedermayer: Ekonomická data jsou nadále silná. Hypotéza, že se bude zrychlovat růst spotřeby se potvrzuje přímými i nepřímými kanály. Potvrzuje se i zhoršení platební bilance, kde může docházet k obratu. Za důležité považuje, že toto zhoršení není reflektováno kurzovými očekáváními na trhu. Vyjadřuje souhlas s viceguvernérem Singerem, že prognózovat kurz je problematické a v současnosti je zřejmě nejlepší vycházet z aktuálního kurzu. Jeho silnější úroveň než ve výhledu prognózy považuje za jediný silný argument proti vážné diskusi o zvýšení sazeb. Poukazuje na to, že vnější prostředí se zlepšuje více, než jsme čekali. Hospodářský růst v eurozóně 2,4 % meziročně není zanedbatelný a měl by podpořit domácí ekonomiku. V tomto kontextu vyjadřuje podivení nad nízkou dynamikou exportu a jejím očekávaným dalším snižováním. Klade si otázku, zda je to důsledkem pohybu ekonomiky na hranici kapacit, a nebo je tam jiný důvod. Inflační riziko ze strany fiskálu je výrazné. Vyjadřuje názor, že situace ohledně očekávaného fiskálního vývoje je vážnější než kdykoliv jindy z důvodu výše plánovaného schodku a zákonné povahy významné části plánovaných rozpočtových výdajů. Konstatuje, že inflace se pohybuje v souladu s prognózou kolem inflačního cíle. Ovšem vztah inflace a sazeb, které jsou těsně nad 2 % se mu nezdá při 7 % ekonomickém růstu dlouhodobě ideální. Očekává, že se potvrdí signály o nadhodnocení dopadu daně na cigarety do celkové inflace. Vyjadřuje obavu o dopad cen energií na konkurenceschopnost. Domnívá se, že minulou rétoriku rozpolcenosti BR nad zvýšením sazeb přijal trh možná o něco silněji než by se nyní jevílo jako optimální. Proto by se nebránil tomu vyslat v současné době signál, že

pravděpodobnost výraznějšího propadu inflace není významná a sazby by proto měly postupně růst.

Vrchní ředitel Frait: Vyjadřuje spokojenost nad současným vývojem. Vychází z toho, že rozhodnutí zvýšit úrokové sazby před měsícem bylo velmi dobře vysvětleno a komunikováno, v důsledku čehož se podařilo, že je nadále očekáván určitý růst sazeb a postupné mírné zhodnocování koruny. To považuje za prospěšné a vyhovující. Za důležité považuje, že zároveň posílil kurz koruny relativně málo. Zdá se, že budoucí rozsah tlaku na zhodnocování koruny by mohl být utlumený jak v důsledku politické nejistoty, tak v důsledku vývoje platební bilance. Vyjadřuje názor, že ekonomické prostředí se vyvíjí v souladu s prognózou a záměry ČNB, zároveň je vytvořen prostor pro případnou reakci na změny. Pro budoucí inflaci bude důležitý ekonomický vývoj v zahraničí v letech 2007 a 2008, o kterém panuje značná nejistota. Sdílí určitou skepsi, že by mohl současný slušný ekonomický růst přetrvávat delší dobu. Pokud se potvrdí nebo prohloubí zhoršování ekonomické situace v USA, které bude spojené s oslabováním dolaru, určitý dopad na evropskou ekonomiku to mít musí. Otázkou je, jaký dopad to bude mít do české ekonomiky v situaci, kdy může docházet k další realokaci v produkci z drahých západních ekonomik do levnějších východnějších. I to by mohlo být doprovázeno dočasným poklesem ekonomické aktivity. V souhrnu vnímá rizika jako symetrická, i když skladba je částečně odlišná ve srovnání s minulým měsícem. Nyní je vhodné počkat na nová data a na reakce dalších centrálních bank. Doporučuje komunikovat platnost prognózy a potvrzovat trhům, že jejich výhled je víceméně správný. Pokud budou klidné časy pokračovat, tak by do konce roku mohlo jedno zvýšení sazeb stačit.

Vrchní ředitelka Erbenová: Za poslední měsíc nebyly publikovány žádné informace, které by signalizovaly významnější odchylky od prognózy. Trvalost rizik prognózy je poněkud nejistá. Jde zejména o tvar výnosových křivek v eurozóně a načasování dopadu zvýšených daní na cigarety. Minulý vývoj se zvyšováním spotřebních daní nás utvrdil v tom, že opatrnost je namístě. Naproti tomu stojí apreciovanější kurz koruny. V součtu vnímá rizika jako vyrovnaná, případně mírně protiinflační z důvodu kurzového vývoje, který však očekávala. Poukazuje na prohlubování rozdílu u tržních kurzových očekávání a prognózy ČNB, která očekává oslabení kurzu. Zmiňuje stanovisko poradce, ve kterém ukazuje, že kurzové prognózy ČNB jsou stejně kvalitní jako predikce náhodné procházky. To se shoduje se stanoviskem viceguvernéra Singera. Po delší době stojí za zmínku vývoj platební bilance, který není tak oslnivý jako v předchozích měsících, což by mohlo ochladit optimizmus na trhu. Co se týká platební bilance, tak výhled dalších přímých zahraničních investic je na delší dobu nejistý. Ekonomika sice svižně roste, ale v růstu se má zvyšovat podíl soukromé spotřeby, což může mít určité dopady do dovozu. Poznává, že investice firmy Hyundai sice v budoucnu zvýší exportní kapacity, ale krátkodobě se příští rok mohou projevit negativní dopady na obchodní bilanci na straně dovozu technologií. Interpretaci kvartálního vývoje platební bilance jako zpomalování zlepšování proto považuje za adekvátní. Na druhé straně poukazuje na to, že změna struktury růstu HDP byla nedílnou součástí prognózy, a tudíž určité zvolnění dynamiky exportů bylo očekáváno. Velké překvapení z takového vývoje proto není namístě. Tento vývoj může být důsledkem kumulativního působení kurzu od začátku letošního roku. Vývoj fiskálu je dramatický. Rizikem je špatný mix hospodářské politiky, protože významně roste riziko velmi expanzivního fiskálního vývoje při nutnosti měnovou politikou částečně substituovat stabilizační roli fiskální politiky, se všemi negativními důsledky, které může tento vývoj přinášet.

Guvernér Tůma: V krátké poznámce se věnuje kurzu. Tlumočí názor profesora Rogoffa z konference, které se zúčastnil, že zatímco inflaci a mezeru výstupu se daří stabilizovat, kurz zůstává značně volatilní. Centrální banky se sice snaží odhadnout budoucí vývoj kurzu, ale s ohledem na jeho volatilitu nakonec reagují na jeho výkyvy často až zpětně. Nicméně právě při vědomí vysoké volatility kurzu by se měnová politika při reakci na vývoj kurzu neměla ukvapovat. Vyjadřuje souhlas s názorem, že je nyní vhodné počkat na další vývoj v příštích měsících. Pokud jde o komunikaci minulý měsíc, nesdílí názor, že bylo možné v situaci, kdy byl poměr hlasování 4:3, komunikovat jinak. Doporučuje nadále komunikovat, že prognóza je konzistentní s postupným nárůstem úrokových sazeb a není možné předjímat jeho přesné načasování. Vyjadřuje přesvědčení, že současná rizika fiskálního vývoje lze komunikovat fakticky a korektně a to i v dnešní politicky napjaté situaci. Potvrzuje se, že fiskální vývoj vnímá v příštím roce jako významně expanzivní.

Viceguvernér Singer: Pokud jde o komentování fiskálního vývoje, v minulosti byl spíše zastáncem zdrženlivosti. V té době se fiskální vývoj dařilo držet v určité linii. V současnosti by bylo vhodné komunikovat očekávaný fiskální vývoj intenzivněji. Poznává, že nynější situace 7% růstu je učebnicovým příkladem, kdy by se měl primárně fiskální kanál projevit proticyklicky, což se neděje. Na úrovni politické ekonomie je to naopak učebnicový příklad, proč se tak neděje. Na druhé straně ho k mírnému optimismu vůči situaci před 10 lety přivádí skutečnost, že na rozdíl od té doby nyní kurz skutečně plove a tržní subjekty nemohou spoléhat na kurzové pásmo, které snižovalo percepce rizika. Doporučuje to v komunikaci více zdůrazňovat.

Vrchní ředitel Frait: Vyjadřuje názor, že ani z rozpočtu na příští rok žádná velká poptávková expanze nevzejde. Zatím je ten problém primárně strukturální. Pokud by se začala zpochybňovat kredibilita měny a nepříznivý fiskální vývoj by se odrážel v silnějším oslabování kurzu, potom by to byl větší problém.

Viceguvernér Singer: Poznává, že optimálním mixem hospodářské politiky v nynější situaci 7% ekonomického růstu by nemělo být zvyšování sazeb, ale fiskální restrikce.

Guvernér Tůma: Upozorňuje na to, že fiskální impulz v roce 2004 byl na hodnotě -1,1 p.b, v roce 2005 byl na hodnotě -0,3 p.b a nyní je na 0,2 p.b a v roce 2007 má být na hodnotě 0,5 p.b, což představuje výraznou fiskální expanzi.

Vrchní ředitelka Erbenová: A úplně přesně procyklickou.

Guvernér Tůma: Proto můžeme argumentovat hlavně fakticky a citovat čísla.

Viceguvernér Singer: Poznává, že současná situace nesvědčí o sladění našeho cyklu s cyklem v eurozóně.

Vrchní ředitel Frait: Tvrdí, že se nejedná o dramatický poptávkový impulz ze strany fiskálu. Připomíná, že makroekonomické modely typicky s fiskálním blokem nepracují. Bylo by vhodné

komunikovat, že pokud by se měl vývoj ubírat maďarským směrem a ohrozit tak měnovou stabilitu, přinášelo by to výraznější rizika.

Viceguvernér Niedermayer: Vrací se k problematice prognózy kurzu. Vyjadřuje názor, že jiné modelování kurzu než v prognostickém modelu ČNB není možné. Pokud by měl být v modelu fixní kurz, což je z hlediska teorie efektivních trhů zřejmě ta nejlepší predikce, vyžadovalo by si to velmi agresivní změny v úrokových sazbách, protože úrokový kanál by musel nahradit i efekty kurzového kanálu. Nedomnívá se, že by fiskální výhled mohl ohrozit stabilitu měny. Jako příklad uvádí Maďarsko, kde po fiskální expanzi došlo dočasnému oslabení kurzu, který se však po zvýšení sazeb stabilizoval. Aby fiskální expanze ohrozila měnu, muselo by dojít k celkovému přehodnocení rizika ekonomiky. Jeho názor, že deficit je problém, vychází ze střednědobé trajektorie. Poznává, že 78 % deficitu rozpočtu má charakter mandatorních výdajů, které se budou do budoucna indexovat. Zbývají fondy a pouze 200 mld. Kč diskrečních výdajů, které poskytují minimální manévrovací prostor. Zdůrazňuje, že pokud se nezmění politická vůle a s ní objem rozpočtových „mandatorních“ výdajů, problém bude narůstat. Navíc je patrná tendence dále spíše snižovat daně. Poukazuje na zkušenost s loňskými fiskálními daty, kdy relativně malé změny ve snížení daní nízkopříjmových skupin a společném zdanění vedly k poměrně výraznému propadu příjmu z těchto daní. A to při 8% nominálním růstu ekonomiky, což je varující. Pokud by v té době navíc růst ekonomiky zpomalil, problémy fiskální politiky by se ještě více prohloubily.

Vrchní ředitelka Erbenová: S fiskálem modelově nepracujeme, protože to není ve stávajícím modelu možné. Důležité je proto sledovat trendy fiskálního impulzu, fiskální pozice a strukturu výdajů. Vyjadřuje souhlas s vrchním ředitelem Fraitem v tom, že s fiskálním blokem je v modelech měnové politiky nutné pracovat obezřetně. Na druhé straně zdůrazňuje, že se rozpočet z hlediska fiskálního impulzu vyvíjí přesně procyklicky, kdy s každým dalším rekordním číslem o hospodářském růstu přichází další rekordní číslo o fiskálním impulsu. Vyjadřuje přesvědčení, že v této situaci má měnová politika tomuto vývoji věnovat patřičnou pozornost a ve střednědobém horizontu má usilovat o konzistentní mix hospodářských politik, nezávisle na politickém cyklu. Má k tomu navíc lepší předpoklady než vláda. Navazuje na příspěvek pana viceguvernéra Niedermayera ohledně mandatorních a diskrečních rozpočtových výdajů. Do mandatorních patří sociální transfery a mzdy státních zaměstnanců. Vzhledem k tomu, že u velké části ostatních výdajů není prostor pro alternativní použití, tyto výdaje není možné kvalifikovat jako diskreční. Jedná se například o opravu silnic nebo část investic do infrastruktury. Poukazuje navíc na to, že letos Ministerstvo financí zreálnilo svoji předpověď příjmů, kterou v minulosti výrazně podhodnocovalo. Vytvářelo to příjmový fiskální polštář, který zřejmě také nebude možné v budoucnu využít. Výdajový fiskální polštář představovaly nerozdělené rezervy a tedy nižší než rozpočtované výdaje, příjmový fiskální polštář představovaly vyšší než rozpočtované příjmy.

Ředitel SMS Holub: Navazuje na diskusi o mandatorních a kvazimandatorních výdajích. Upozorňuje na skutečnost, že čerpat z evropských fondů v období 2007-2013 je možné pouze při zachování principu adicionality. To znamená, že je nutné zachovat z národních zdrojů stejný objem výdajů do těchto oblastí. Teprve k tomuto objemu je možné přidat zdroje z evropských fondů. I tyto výdaje by tím pádem bylo možné kvalifikovat jako kvazimandatorní.

III. Závěrečné hlasování:

Guvernér Tůma	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Viceguvernér Niedermayer	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Viceguvernér Singer	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Erbenová	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Frait	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni

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 2,25 %.

Zapsal: Juraj Antal, poradce bankovní rady