Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. října 2006

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

I. Diskuse navazující na prezentaci 10. situační zprávy

Vrchní ředitelka Erbenová: Dotazuje se na přesný význam termínu „celkově jednoznačně rostoucí charakter implikovaných sazeb". Nahromadění „celkově jednoznačných" slov z hlediska měnověpolitického doporučení nevede k závěru, který by se od tohoto výrazu dal očekávat. Snížení trajektorie implikovaných úrokových sazeb pro 4.Q.2006 (ve srovnání s červencovou prognózou) je pouze dočasné, neboť od 1.Q.2007 jdou implikované sazby zase rychleji nahoru směrem k původní (červencové) vyšší hladině. Je tento vývoj kompatibilní s argumentem vyhlazování úrokových sazeb, který často sekce měnová a statistiky (dále jen SMS) používá? Co přesně znamená přehodnocení trajektorie implikovaných úrokových sazeb pouze pro 4.Q.2006? Naznačují se tak rizika směrem dolů vůči prognóze?
Odpověď Sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): SMS doporučuje nezvyšovat úrokové sazby v říjnu, což nevylučuje zvýšení sazeb v některém z nadcházejících jednání během čtvrtého čtvrtletí. Hodnota sazeb implikovaných na 4.Q.2006 je 2,6 % a souvisí s vyhlazováním sazeb v modelu. Ve 3.Q.2006 byly skutečné úrokové sazby v průměru o něco níže, než doporučovala červencová prognóza. Tím, že sazby vycházejí z nižší hladiny, rostou ve 4.Q.2006 – po provedeném zvýšení koncem září – poměrně málo.

Guvernér Tůma: Ovšem již v 1.Q.2007 se sazby zvyšují o 0,5 % v průměru za celé čtvrtletí. Argument s dnešním vyhlazováním sazeb nevypadá optikou vývoje v dalším čtvrtletí příliš důvěryhodně.
Odpověď SMS: Nelze mít všechno. Vyhlazování neznamená, že když existují fundamentální důvody pro vyšší inflaci, že k nárůstu sazeb vůbec nedojde. Vyhlazování vede k tomu, že mezičtvrtletní změny jsou relativně malé. Model je v tomto ohledu „vyšroubován" téměř na maximum, a proto dlouhodobě nevrací inflaci rychle do cíle. Důvod je ten, že se mezičtvrtletně „dovolí" relativně malé změny. Jinak by návrhy na úpravy sazeb musely často dosáhnout 50 i 100 bazických bodů. A v tomto spočívá ten kompromis. Někdy by bylo lépe mít větší mezičtvrtletní změny, jindy spíše menší, ale nejde měnit reakční funkci ze čtvrtletí na čtvrtletí. Další faktor, který může mít vliv, je očekávaný zub v inflaci. Trajektorie implikovaných sazeb se odvíjí mj. od měnověpoliticky neutrální sazby, která zahrnuje inflační očekávání. Inflace příští měsíc má výrazně klesnout, což krátkodobě ztlumí inflační očekávání. Poté ovšem dojde k nárůstu inflace a o to větší bude tlak na růst úrokových sazeb, které se tak poměrně rychle vrací na úroveň ze 7. situační zprávy (dále jen SZ).

Vrchní ředitelka Erbenová: S odkazem na stanovisko poradce žádá podrobnější vysvětlení vývoje korigované inflace a cen potravin v příštím roce, neboť tyto položky mají být tahounem očekávaného urychlení inflace na přelomu třetího a čtvrtého čtvrtletí 2007. Jakou roli v tomto směru hrají inflační očekávání? Nedochází zde k trochu začarovanému kruhu: vyšší prognóza inflace → modelově vyšší inflační očekávání → vyšší prognóza inflace v modelu atd.? Výsledek citlivostní analýzy vyššího růstu v eurozóně a vyšších EURIBOR sazeb se zdá být v rozporu s intuicí. Pokud kombinace vyššího zahraničního růstu a vyšších zahraničních úrokových sazeb

způsobuje více kladnou domácí mezeru výstupu a současně nižší domácí úrokové sazby a nižší domácí inflaci, neboť v důsledku změny rizikové prémie apreciuje kurz koruny, pak tento scénář se příliš neodlišuje od citlivostní analýzy ekonomiky na posílení kurzu. Citlivostní analýza tudíž nepřináší žádnou dodatečnou intuici o dopadu vyššího růstu v zahraniční na domácí ekonomiku. Dále se táže na bližší podrobnosti ohledně prudkého růstu zaměstnanosti v odvětví těžba nerostných surovin (+ 18 %). Pokračuje s další otázkou týkající se trhu práce. Již asi ¾ roku ČNB konstatuje, že snižující se registrovaná nezaměstnanost souvisí zejména s růstem počtu tzv. sankčních vyřazení z evidence úřadů práce, nikoliv s výraznějším umísťováním nezaměstnaných zpět na pracovní místa. Mohlo se stát něco dramatického ohledně způsobu fungování úřadů práce, nicméně si není vědoma žádného faktoru, který by mohl působit takto dlouhodobě. Není možné spíše to, že nezaměstnaní si sami najdou práci (ekonomika prochází fází růstu a je k dispozici výrazně více pracovních míst než v minulosti) a nehlásí to úřadu práce (a pak jsou tedy „sankčně“ vyřazeni z jeho evidence)? Poslední otázka se týká horšího výběru daní, který nás vede k přehodnocení pohledu na fiskál. Jde opravdu o novou informaci? Má tento vývoj nějakou ekonomickou interpretaci nebo jde jen o důsledek špatného odhadu dopadu snížení přímých daní a zvýšení daní z cigaret na daňové inkaso v letošním roce?

<u>Odpověď SMS:</u> Skoky v prognóze inflace mezi třetím a čtvrtým čtvrtletím 2007 souvisí s rozkolísanějšími inflačními očekáváními ovlivněnými větší volatilitou inflace v předchozích čtvrtletích. Případný sebenaplňující se kruh „inflace → inflační očekávání → inflace…“ nemůže v modelu vzniknout sám od sebe. Inflace musí dostat nějaký impulz zvenku. V naší situaci jde o vliv nákladových tlaků. Ty působí nejprve směrem dolů vlivem odeznění nárůstu cen energií, poté rostou jiné regulované ceny a projevuje se také vliv zvýšení daní na cigarety, který - jak dochází k jeho odkladu v čase - se kumuluje do jednoho časového úseku. Modelová inflační očekávání jsou do značné míry výsledkem minulé inflace, takže model se těchto impulzů chytá a prostřednictvím inflačních očekávání je promítá do vyšší korigované inflace a ta se zase zpětně promítá do vyšších inflačních očekávání. Kruh se v tomto smyslu uzavírá, ale důležité je, že se nenastartuje sám od sebe, nýbrž exogenním impulzem.

K citlivostní analýze vyššího zahraničního růstu: tato analýza byla vedena snahou zohlednit poptávku členů bankovní rady. SMS však úplně přesně neznala historku za vyšším růstem zahraničí, což samozřejmě může ovlivnit způsob, jakým je simulace provedena. Ohledně eurozóny jsou pro rok 2008 dvě základní nejistoty: (i) jaký bude skutečný ekonomický růst. SMS vychází z Consensus Forecast (dále jen CF), který prozatím „mechanicky“ očekává hodnotu blízkou dlouhodobému rovnovážnému tempu růstu. Pro nás je to nepříjemné v tom směru, že v roce 2007 se otevře záporná mezera výstupu v eurozóně. V roce 2008 by tak byl třeba v eurozóně růst nad potenciálem, aby se mezera výstupu uzavřela a přestala na českou ekonomiku působit restriktivně, což stávající CF nezajišťuje. (ii) druhá nejistota je, jak se hodnota růstu v eurozóně rozloží mezi potenciál a mezeru výstupu. To souvisí i s tím, jak restriktivně vnímáme nárůst úrokových sazeb ECB. Základní scénář prognózy pracuje s tím, že úrokové sazby ECB již nyní působí mírně restriktivně, byť ECB komunikuje, že vnímá úrokové sazby jako velmi uvolněné. Simulace se snažila zachytit kombinaci těchto dvou nejistot – vyšší tempo ekonomického růstu v eurozóně v roce 2008 i vyšší hladinu rovnovážných úrokových sazeb znamenající rychlejší uzavírání mezery výstupu v eurozóně. Dopad této simulace na českou ekonomiku není triviální, jsou tam protisměrné faktory: jednak vyšší mezera výstupu vlivem rychlejšího růstu v zahraničí a současně také vyšší tlaky na posilování kurzu vedoucí k nižší inflaci a nižším domácím úrokovým sazbám. Pokud by citlivostní analýza byla pouze

jednoparametrová (tj. pouze vyšší zahraniční růst), byl by dopad na českou ekonomiku zcela intuitivní (vyšší mezera výstupu, vyšší inflace a vyšší úrokové sazby).
Informace k prudkému nárůstu zaměstnanosti v těžbě surovin dodá SMS v dalších dnech. K poklesu registrované nezaměstnanosti a roli sankčních vyřazení: počet sankčních vyřazení v čase roste a existují dvě možná vysvětlení. První je institucionální: loni se změnil zákon o zaměstnanosti, což vedlo ke zpřísnění podmínek pro evidenci nezaměstnaných na úřadech práce (sankční vyřazení může být provedeno na základě nespolupráce s úřadem nebo v případě porušení pravidel pro registraci). Fungovat může samozřejmě i druhá hypotéza, o které hovořila vrchní ředitelka Erbenová. SMS nemá k dispozici údaje o struktuře sankčně vyřazených. Nicméně nezaměstnanost neklesá jen z tohoto důvodu, neboť se v čase snižuje také počet nově propuštěných osob, které se hlásí na úřadech práce. Slabě rostoucí trend existuje také v kategorii umístěných na pracovní místa. V neposlední řadě roste počet nově hlášených pracovních míst, jakkoliv i zde může fungovat institucionální efekt (zpřísnily se sankce pro firmy, pokud nebudou hlásit volná pracovní místa).
Slabší výběr daní není nová informace. Již rozpočet na letošní rok v oblasti přímých daní počítal s nominálním meziročním poklesem jejich inkasa. SMS již v minulé SZ zhoršila svůj fiskální výhled o 0,3 % HDP. Důvody byly dva: (i) snížení fiskálního přínosu vyšších spotřebních daní na cigarety; (ii) korekce optimizmu SMS v oblasti výběru DPH. Zde SMS předpokládala, pod vlivem výběru DPH v roce 2005, letos lepší vývoj této daně. Ve skutečnosti se u DPH naplňují předpoklady rozpočtu, SMS však byla optimističtější. Podobně i inkaso přímých daní v zásadě naplňuje předpoklady státního rozpočtu. Vazba výběru daní na ekonomickou realitu je dost problematická. U daně z příjmů právnických osob je vztah k ziskovosti nezřetelný. U DPH se právě letos nevyplatilo spoléhat na ekonomickou intuici a musíme korigovat tempo jejího výběru směrem dolů.

Viceguvernér Niedermayer: Chválí přílohy, které jsou součástí SZ. U přílohy 2 v grafu 3 nerozuměl přesně veličinám vyneseným na osách X a Y. 5 % vyřazených z ostatních důvodů znamená 5 % z počtu nezaměstnaných (a podobně interpretovat i 8 % umístěných)? To by znamenalo, že měsíční obrat z počtu nezaměstnaných je kolem 13-15%, což je poměrně hodně. Navíc by to znamenalo, že se počet nezaměstnaných v průměru „otočí“ za zhruba půl roku.
Odpověď SMS: Osy grafu v příloze 2 jsou vyjádřeny v % z počtu nezaměstnaných. Měsíční obrat dosahuje až 15 %. Zhruba polovina nezaměstnaných jsou však nezaměstnaní dlouhodobě, kteří se „netočí“ téměř vůbec.

Viceguvernér Niedermayer: To ovšem znamená, že rychlost obratu krátkodobě nezaměstnaných musí být velmi vysoká, kolem tří měsíců.

Vrchní ředitelka Erbenová: Nezaměstnaným se po třech měsících snižují dávky v nezaměstnanosti.
Odpověď SMS: Navíc roli v tomto ukazateli mohou hrát i sezónní zaměstnanci, kteří přes zimu mohou být nezaměstnaní, na jaře zase získají práci atd..

Vrchní ředitel Niedermayer: Situační zpráva (dále jen SZ) na str. 26 předpokládá růst sociálních transferů v letošním roce cca 8 % a v roce 2007 asi 10 %. V souvislosti s nově přijatými zákony očekával spíše větší urychlení meziroční dynamiky pro rok 2007. Další otázka se týká platební bilance. Táže se SMS na potenciál pro zlepšování bilance služeb. Česká

republika je považována za jednu z nejlepších destinací pro outsourcing služeb, což by se mělo na bilanci služeb odrazit.
Z přílohy k platební bilanci vyplývá, že čistý příliv přímých zahraničních investic (dále jen FDI) pro následující 2-3 roky je blízko nule, resp. 10-20 mld. Kč. V této souvislosti se táže na výnosnost FDI přicházejících do i odcházejících z ČR. U prognózy ho překvapila „laxnost" reakční funkce, neboť na horizontu a za horizontem transmise je prognóza inflace vyšší než 4 %. Pokud by k tomu opravdu mělo dojít, jak by se měnová politika v takové situaci musela chovat? Byly by úrokové sazby 6 %?
Odpověď SMS: Sociální transfery, které vstupují do disponibilního příjmu a následně i do spotřeby domácností v logice národních účtů zrychlují o více než zmíněné dva procentní body, celkem o pět procentních bodů.
Prognóza platební bilance předpokládá v oblasti bilance služeb zvýšení přebytku z 10 mld. Kč v letošním roce na 25 mld. Kč v roce 2008. Částečně jde o elektronické mýto, částečně o zlepšení položky „ostatní služby".
Výnosnost zahraničních FDI v ČR SMS odhaduje na více než 10 %. Přesný údaj může SMS zaslat po jednání BR. České investice v zahraničí jsou velmi nízké, zvyšovat se začaly až v posledních několika letech. Výnosnost těchto investic bude zřejmě velmi volatilní.
Odpověď na reakční funkci a chování měnové politiky je obsažena v odpovědi na podobnou otázku vrchní ředitelky Erbenové.

Viceguvernér Singer: Úvodem chválí jazykovou stránku Zprávy o inflaci. Zpochybňuje v prognóze předpokládané zpřísnění fiskální politiky v roce 2008. Zdá se, že prognóza v tomto vyšla spíše z oficiálních dokumentů, aniž by dostatečně zohlednila „vnitřní" vývoj v ČR. Prognóza předpokládá, že mzdy v nepodnikatelské sféře v příštím roce příliš neporostou. Jaké důvody stojí za tímto optimizmem? Příští rok může být opět rokem volebním a s tímto faktorem máme letos čerstvé zkušenosti. Pracuje SMS v oblasti fiskálu s tím, co se reálně v ekonomickopolitické sféře děje nebo vychází z konvergenčních zpráv, majících mnohdy za cíl „uklidnit" Brusel? Vývoj mezd v nepodnikatelské sféře má samozřejmě vazbu na vztah produktivity práce a celkového mzdového vývoje v ekonomice, kde začíná vidět jisté otevírání nůžek. Pokud by se optimizmus SMS ohledně střídmosti státu v této oblasti nenaplnil, byla by tato relace výrazně jinde než aktuální prognóza.
Odpověď SMS: Prognóza mezd v nepodnikatelské sféře není založena na behaviorálním vztahu, nýbrž vychází z existujících oficiálních dokumentů jako je návrh státního rozpočtu, střednědobý fiskální výhled a platná legislativa v této oblasti (zákon o státní službě, zákon o služebním poměru apod..

Viceguvernér Singer: Nelze přece spoléhat na střednědobý fiskální výhled v okamžiku, kdy se situace v něm nastíněná mění před očima.
Odpověď SMS: V oblasti mezd je toto riziko relativně malé. Výhled mezd veřejné sféry v roce 2008 je s ohledem na stávající politický vývoj samozřejmě velmi nejistý a arbitrární. Na druhé straně lze předpokládat, že po vytvoření nějaké stabilní vlády bude vůle fiskální vývoj zlepšit. Mzdy jsou v tomto smyslu relativně snadnější cíl než úplně mandatorní výdaje. Případné volby v příštím roce samozřejmě mohou být v tomto smyslu rizikem. ČNB je jediná z domácích institucí, která se, vzhledem k horizontu transmise, musí v tuto chvíli vyjádřit již k fiskálnímu vývoji v roce 2008. Jediný oficiální dokument dotýkající se tohoto roku je střednědobý fiskální výhled, jenž však již v tuto chvíli de facto neplatí. Fiskální výhled na rok 2008 je tudíž velmi problematický.

Důvod, proč SMS pro rok 2008 pracuje s mírným zlepšením fiskálu spočívá v tom - navzdory nejistotě o tom, jaká vláda v roce 2008 bude vládnout - že žádná část politického spektra dnes nezpochybňuje potřebu vrátit se k fiskálním závazkům v podobě návratu na trajektorii postupné fiskální konsolidace. Mírné zlepšení fiskálu v roce 2008 je dosažitelné určitou racionalizací výdajů a neschvalováním dalších nových výdajových titulů; nejde tak o důsledek nějaké hlubší fiskální reformy.

Viceguvernér Singer: K obecným fiskálním závazkům se hlásili všichni politici i v době, kdy odhlasovávali nové sociální výdaje. Je třeba se tedy podívat na reálný vývoj, jakkoliv to znamená učinit nějaký hodnotový soud v této oblasti.

Guvernér Tůma: Souhlasí s argumentem, že dlouhodobě existuje tendence k rozpočtové disciplíně. Výdaje, které byly nově schváleny, mohou samozřejmě znamenat, že tato tendence byla prolomena, stejně tak však může jít jen o krátkodobou odchylku.
Odpověď SMS: V příští velké SZ lze zpracovat alternativní či citlivostní scénář věnovaný fiskální nejistotě.

Viceguvernér Singer: Odkazuje na stanovisko poradce a žádá vysvětlení problematiky přebytku/nedostatku deviz (Příloha 6), kde dochází k poměrně dramatickým skokům v prognóze.
Odpověď SMS: Změna přebytku/nedostatku deviz oproti červencové prognóze v letošním roce částečně souvisí i s vyšší potřebou financování veřejných rozpočtů ze zahraničí. Vztah mezi saldem deviz a nominálním kurzem v minulém čtvrtletí nevyšel, neboť kurz navzdory nedostatku deviz posílil. Příloha v minulé velké SZ vyzněla také tak, že jedním z roků, kdy byl nedostatek deviz, byl rok 2002. Tehdy kurz posiloval a až od podzimu se situace otočila a došlo k depreciaci trvající až do jara 2004. Vztah mezi saldem deviz a kurzem neplatí 100%, navíc tam mohou být i zpoždění.

Viceguvernér Niedermayer: U konceptu přebytku deviz má smysl počítat primární saldo, tj. vycházet z údajů o obchodní bilanci, bilanci služeb a čistém přílivu přímých zahraničních investic. Portfoliové toky jsou dány naopak očekáváními a do určité míry i reakcí na toto primární saldo. Navíc, výkyvy kurzu mohou často souviset s podrozvahovými položkami, které tato analýza nepostihuje.
Odpověď SMS: Ovšem přes portfoliové investice se promítá vliv úrokového diferenciálu, který již od roku 2005 do značné míry kompenzuje kladnou primární bilanci přílivu kapitálu.

Viceguvernér Singer: Připojuje se k dotazu poradce na důvod posunu odhadu mezery výstupu na počátku roku 1996. Závěrečný blok otázek je motivován poznatky z příloh SZ. Přílohy dle jeho názoru naznačují podstatně lepší vývoj ekonomického růstu v příštím roce než poskytuje predikční model. Dokumentuje to na příznivém výhledu nefinančních korporací, podnikový sektor snad dosud ještě nebyl tak finančně silný (viz nabídková strana ekonomiky (příloha 3), restrukturalizace firem a příliv investic ze zahraničí (příloha 6)). Tyto indikace nenasvědčují předpokladu o zpomalení růstu ekonomiky a potenciálně stabilnímu nominálnímu kurzu koruny. Připojuje se k pochybnostem o citlivostním scénáři vyššího růstu v zahraničí a vyšších zahraničních úrokových sazeb. Zdá se, že parametry predikčního modelu jsou nastaveny v rozporu s ekonomickou teorií i zdravým rozumem. Závěrem upozorňuje na vzájemně si

odporující tvrzení v textu SZ ohledně dalšího ekonomického vývoje v USA (str. 8, 10 a 14) a doporučuje zlepšit pro příště editaci textu SZ.
Odpověď SMS: Změna odhadu mezery výstupu v roce 1996 je technického, nikoliv fundamentálního charakteru. Data o HDP jsou k dispozici až od roku 1996. V minulé prognóze se pracovalo před rokem 1996 s protažením časové řady do roku 1995. Nyní se tento postup opustil a používají se data až od roku 1996. Výsledky všech filtrů jsou zranitelné na počátku a konci časové řady. Diference v grafu v roce 1996 je tak dána touto technickou citlivostí, nejde o úpravu, která by měla fundamentální ekonomickou interpretaci.
Tentokrát nebylo obtížné spojit krátkodobou část prognózy s modelovým výhledem. Zpomalení ekonomického růstu v prognóze je velmi pozvolné. Mezera výstupu bude v příštím roce pod vlivem měnových podmínek, fiskálu a zahraniční poptávky nejprve oscilovat kolem stávajících hodnot a v roce 2008 se vrátí k nule. HDP je součtem vývoje mezery výstupu a potenciálu. Potenciál postupně klesá k dlouhodobě rovnovážným hodnotám.

Viceguvernér Singer: Táže se na vývoj cen ropy jako možného zdroje rizika vůči stávající prognóze. Dochází vlivem vysokých cen ropy k posunům na straně nabídky a poptávky na trhu s ropou?
Odpověď SMS: Určitá změny v nabídce a poptávce po ropě zřejmě probíhají, viz analýzy Mezinárodní agentury pro energii. SMS vlastní analýzy tohoto typu neprovádí a přebírá externí mezinárodní analýzy.

Vrchní ředitel Frait: Podporuje závěr citlivostní analýzy vyššího ekonomického růstu v zahraničí, ovšem za podmínky, že s tím bude spojen růst potenciálního produktu v eurozóně vyšší než 1,8 %, se kterým SMS pravděpodobně pracuje. Růst 1,8 % potenciálu v eurozóně je možná příliš pesimistický. Zaujal ho názor v SZ, že snížení rozpočtového deficitu v USA by mohlo vést ke zpomalení hospodářského růstu. To by implikovalo, že pokles deficitu v USA musel být způsoben diskrečními opatřeními ve směru poklesu výdajů. Je tomu opravdu tak?
Odpověď SMS: Růst potenciálu 1,8 % se týká efektivní eurozóny, nikoliv „headline“ eurozóny. Efektivní eurozóna je v tomto ukazateli tažena dolů zejména vlivem Německa (60% váha). Ohledně snížení fiskálního deficitu v USA o cca 70 mld. USD – informace, které má SMS k dispozici, naznačují, že jde o vliv diskrečních opatření vlády.

Vrchní ředitel Holman: Táže se, proč by korigovaná inflace měla zrychlit na základě inflačních očekávání. Případně jaké další hypotézy stojí za zrychlením korigované inflace v nadcházejícím období? Další otázka směřuje k revidovanému deficitu veřejných financí za rok 2005. Věří SMS této revizi nebo ne? Prognóza se zatím s novými údaji o fiskálu nedokázala příliš vyrovnat. SZ konstatuje, že jde pouze o úrovňovou změnu a odhad fiskálního impulzu se nemění. Jde-li ovšem o úrovňovou změnu v roce 2005, musel být v tomto roce vyšší fiskální impulz. Nadto i pouhá úrovňová změna má vliv na strukturu agregátní poptávky. Tyto vlivy nejsou v SZ odraženy. Poslední komentář se týká interpretace měnové politiky. Na straně 3 se hovoří o tom, že měnová politika je uvolněná. O něco níže se konstatuje, že počáteční měnové podmínky jsou neutrální až mírně přísné a minule ČNB zvyšovala sazby. Je tedy měnová politika uvolněná nebo neutrální?
Odpověď SMS: v situaci zvyšování daní a růstu různých regulovaných cen se inflace dočasně vyšplhá na 4 %. To ovlivní inflační očekávání zpěthledících agentů v ekonomice a táhne to korigovanou inflaci bez pohonných hmot nahoru. Inflační očekávání nejsou jediným faktorem urychlujícím v prognóze inflaci. Podobně působí i předpokládané odeznění apreciace kurzu

koruny. Třetím faktorem ve prospěch vyšší inflace je i mírně kladná mezera výstupu na horizontu celé prognózy (s výjimkou závěru roku 2008).
K hodnocení měnové politiky: celkově hodnotíme měnové podmínky jako neutrální až mírně přísné. Slabě přísně působí měnový kurz. Úrokové podmínky jsou váženým průměrem několika sazeb včetně sazeb euriborových, které odrážejí skutečnost, že část podniků se alespoň z části financuje i v eurech. Domácí úrokové sazby vstupující do indexu měnových podmínek jsou všechny mírně uvolněné. Euribor je vnímán SMS momentálně jako mírně přísný. Budoucí měnové podmínky se budou uvolňovat podle prognózy v kurzové složce vlivem nominální stability kurzu na pozadí dlouhodobé rovnovážné reálné apreciace kurzu.
K problematice fiskální notifikace: oznámené notifikaci fiskálního deficitu v roce 2005 SMS nevěří. Údaj je nejen v rozporu s ekonomickou intuicí, ale je i mimo časovou řadu příslušných veličin z této notifikace. Problematický je zejména výrazný propad přírůstku DPH v roce 2005 ve srovnání s jinými léty. Podle notifikace by tak rok 2005 byl za posledních pět let nejhorším rokem z hlediska výběru DPH, což se i přes narušenou vazbu daně s ekonomickým prostředím jeví velmi neintuitivně. Po oficiální změně výsledků fiskálu v roce 2005 ze strany ČSÚ SMS musela vzít výsledek roku 2005, navzdory pochybám, v potaz, avšak nezměnilo se vnímání let 2006 a 2007 optikou meziročních přírůstků relevantních veličin. Meziroční změny (2006 vs. 2005 a 2007 vs. 2006) zůstaly zachovány na hodnotách z červencové prognózy. To pak vedlo v letech 2006 a 2007 k vyšším hladinám deficitu veřejných financí při zachování původních meziročních změn. SMS vyvíjí značné aktivity ohledně notifikace za rok 2005, je v kontaktu s Ministerstvem financí ČR (dále jen MFČR) na pracovní i oficiální úrovni. Navíc počátkem listopadu bude SMS diskutovat tyto analytické potíže plynoucí ze statistických problémů také se statistickou misí IMF.

Vrchní ředitelka Erbenová: ČSÚ, nezávislá instituce, si neprovádí vlastní analýzu čísel, která následně odesílá do Bruselu?
Odpověď SMS: ČSÚ je nezávislý, nicméně dvě hlavní položky z hlediska notifikace (akruál a přecenění cenných papírů (implikace do dluhu)) přebírá plně z MFČR, které již tak nezávislé není. Tyto podklady v rámci MFČR nejsou předmětem nějaké výraznější interní odborné diskuze. Zkušenosti známých evropských fiskálních hříšníků (Řecko, Portugalsko, Itálie) ukazují, že těmito operacemi lze ovlivnit fiskální saldo v ESA95 až o 2-3 %. HDP. V tom může spočívat velké nebezpečí i pro ČR, zejména v letech těsně předcházejících vstupu do eurozóny, kdy je nezbytně nutné splnit maastrichtská kritéria. ČSÚ tak může být závislý na vůli několika referentů na MFČR. Stávající situace na ČSÚ je taková, že na tato data nepohlížejí z hlediska jejich ekonomické interpretace. Podobně se lze vyjádřit i o Eurostatu. Ekonomické nesrovnalosti zjistí až v následných revizích za rok či dva.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Zahajuje uzavřenou část diskuze bankovní rady k prognóze.

Viceguvernér Singer: SZ má řadu dílčích rozporů odrážejících fakt, že neznáme směr, kudy půjde další vývoj ve smyslu jasné odchylky od rovnováhy. Hodně vycházíme ze změn vývoje v zahraničí či exogenních změn vůbec. Posun sazeb k normálním hodnotám je značně tažen výhledem, úprava sazeb směrem dolů proběhla jen na krátkém konci prognózy. Domnívá se, že ekonomický růst v ČR může být vyšší než stávající prognóza. Růst je nejvíce závislý na chování spotřebitelů a stavu podniků a obojí se zdá být celkem v pořádku. Šoky směrem nahoru i dolů může představovat cena ropy, ale osobně toto riziko nevnímá příliš silně. Pokud v posledních letech nebyla ekonomika příliš ovlivněna růstem cen ropy, proč by ji měl výrazně ovlivnit i případný pokles cen ropy? ČNB by měla více komunikovat, že inflace bude volatilní, avšak nikoliv v důsledku vývoje těch složek, které může banka přímo ovlivnit. Osobně nepředpokládá v roce 2008 výraznější změnu fiskální politiky. Upozorňuje v této souvislosti, že v pracovní verzi Zprávy o inflaci je na mnoha místech vyjádřen předpoklad, jak se v roce 2008 zlepší fiskální politika. Takové konstatování je v přímém rozporu s komunikací ČNB po zářijovém měnověpolitickém jednání bankovní rady.

Viceguvernér Niedermayer: Tato prognóza je tím typem prognózy, o které doufá, že se nenaplní. Nedovede si představit, co by inflace přes 4 % způsobila v úrokových sazbách, volatilitě kurzu apod. To však neznamená, že prognóza jako taková je špatná; je standardně korektně udělaná, není vychýlená. Nepředpokládá, že se ekonomika bude vlnit v kladných hodnotách mezery výstupu, očekává hladší vývoj mezery směrem k rovnováze. Předpokládá ekonomický růst spíše nižší (pod 6 %) v důsledku zpomalení čistých exportů. Exportní konkurenceschopnost ČR je dobrá, ale minulá akcelerace již nebude pokračovat. Ostatní složky HDP to nedokážou kompenzovat, protože i přes urychlení stále nedosahují 6% dynamiky. Inflace nás vždy může překvapit tím, že bude nižší, to jsme v minulosti viděli již mnohokrát. Nicméně i nižší tempo ekonomického růstu může být více proinflační v důsledku změny struktury růstu HDP. Z příloh SZ se zdá, že mikrodata a krátkodobé indikátory nasvědčují vyššímu růstu než modelová prognóza. Něco se děje na trhu práce – odkazuje na argument VŘ Erbenové – a zdá se, že vývoj na trhu práce již nebude tlačit na nižší dynamiku mezd. Dochází k diferenciaci a nedostatku pracovní síly v některých profesích a regionech. Nabídková strana ekonomiky se zdá být mimořádně silná s růstovými tempy 8-10 %. Pokračuje silný růst úvěrů. Upozorňuje v této souvislosti na velmi nízkou cenu zdrojů (podniky se financují za 5 %, hypotéky jsou za 4,5 %...). Nová a trochu varující je informace o 10% růstu cen nemovitostí, takovou dynamiku jsme v ČR již dlouho neviděli. Silná maloobchodní data nejsou překvapením: nominální mzdy rostou na poměry ČR celkem slušně, roste zaměstnanost a pokračuje dynamika úvěrů domácnostem. Záměrně prezentuje obrázek jednostranně a v rozporu s měnověpolitickým doporučením SMS. Připomíná podobnou situaci ze srpna t.r., kdy vše nasvědčovalo tomu, že v září se sazby zvýší a tak se ptal, proč nezvýšit již v srpnu, byť nakonec tento návrh tehdy neuplatnil. Určitě je otázka, jak zareagovat na to, že z technických důvodů propadne inflace v následujících dvou měsících pod 2 %. To může být problém, pokud se prognóza důsledně naplní, neboť pak by v 1.Q.2007 po propadu inflace ve 4.Q.2006 ČNB měla provést dvě nebo tři zvýšení úrokové sazby. To může vést k výraznému posílení kurzu koruny a oslabení tlaku na růst sazeb. Nicméně není zastáncem názoru, že práci za centrální banku v boji proti inflaci udělá měnový kurz.

Vrchní ředitel Frait: SZ přináší z hlediska ČNB dosti optimistický pohled jak na vývoj ekonomického cyklu, tak i na vývoj potenciálu české ekonomiky. SZ je optimistická i v oblasti platební bilance, kterou někteří zahraniční analytici považují za aktuální riziko. Obecně nemá

silné argumenty pro zpochybnění směru ani vyznění prognózy. Spatřuje dvě rizika směrem dolů. První spočívá v pesimistickém pohledu na eurozónu, jejíž růstový potenciál vidíme pod 2 % p.a., z čehož logicky rezultuje potřeba výraznějšího zvyšování sazeb ECB při daném cyklickém vývoji. Existují hlasy, že i v eurozóně může být růstový potenciál vyšší, například v důsledku reforem na trhu práce. Nejistota je ohledně Německa a toho, do jaké míry zvýšení DPH ovlivní jeho potenciál. Osobně se domnívá, že tento vliv nebude příliš velký. I díky tomu, že vedle růstu DPH jsou součástí změn i některá pozitivní opatření (např. změny v daňových odpisech apod.). Zdá se mu, že očekávání růstu sazeb v eurozóně jsou hodně založena na tom, že jde o přání Německa. Nicméně inflace v SRN je aktuálně velmi nízká a je otázka, zda tlak na růst sazeb z Německa bude opravdu tak silný. Závěr „problematické" citlivostní analýzy nemusí být nutně špatný. Pokud poroste rychleji potenciál eurozóny, tak ECB nebude muset zvyšovat sazby tak rychle jak dnes očekávají finanční trhy. Tím pádem, při daném diferenciálu, by to mohlo vést ke zhodnocení české koruny a tudíž nižším tlakům na českou inflaci. Druhé mírné riziko prognózy směrem dolů je předpoklad ohledně růstu korigované inflace, která by se do jednoho roku měla zvýšit o 2,8 p.b. To je možné pouze při předpokládaném kurzovém vývoji, který je však v rozporu s očekáváními analytiků i historickým vývojem. Dalším rizikem může být cena ropy. SZ hovoří o potenciálním růstu nabídky. Ropa se však těží zejména v ne zcela tržních ekonomikách často s ne zcela funkčními státními monopoly. Rizika jsou v tomto smyslu na straně nabídky. Zároveň nepovažuje za pravděpodobné, že by poptávka po ropě mohla výrazněji klesnout. V souhrnu považuje rizika prognózy za velmi mírně vychýlená směrem dolů. Při historických zkušenostech se scénáři počítajícími s vyšší korigovanou inflací díky slabší koruně by dnes sazby raději neměnil. Pokud se však prognóza bude naplňovat včetně kurzového vývoje, tak bude adekvátní přistoupit k růstu sazeb. Za riziko zvyšování úrokových sazeb považuje potenciální zhodnocování koruny. Při pohledu na Polsko se zdá, že kombinace rozumné měnové politiky a ne zase tak rychlého posilování kurzu má své kouzlo. Proto je opatrný a rád by si počkal na reakci ekonomiky na zvýšení sazeb. Nezpochybňuje však celkový směr prognózy. K diskusi fiskálu poznamenává, že SZ je hodně založena na dynamice. Z tohoto pohledu vychází, že šok mezi léty 2007 a 2006 bude značný, pozdější čísla už jsou nižší. Nazýváme-li to však ve Zprávě o inflaci restrikcí, není to komunikačně šťastné. Druhá věc je, jak postupovat ohledně mezd v nepodnikatelském sektoru. Souhlasí s tím, že je možno při rozhodování o nastavení předpokládaného mzdového růstu přihlédnout i k jiným informacím než pouze těm z oficiálních dokumentů. Nicméně by to učinil až v situaci, kdy by signály byly velmi výrazné, např. když by bylo výrazné zvyšování mezd součástí slibů případné nové volební kampaně (viz zkušenosti z Maďarska, kde se výrazně zvýšily před volbami mzdy). V současné situaci se však přiklání k postupu, který zvolila SMS.

Vrchní ředitelka Erbenová: Návrh nezvyšovat sazby vnímá jako vyhodnocení rizik této prognózy směrem dolů, resp. jako naději, že se prognóza v horizontu transmise nenaplní zcela. Pokud věříme tomu, že inflační očekávání jsou takto adaptivní, tak po výrazném poklesu inflace dolů zvyšovat prudce sazby by považovala za komunikačně značně problematické. Nicméně nemá problém ztotožnit se s návrhem doporučení. Všechny citlivostní scénáře míří směrem k nižší inflaci a nižším sazbám. Rizika jsou oběma směry. Ceny ropy a surovin považuje spíše za riziko směrem dolů. Mj. i díky nejistému výhledu ekonomiky USA, nicméně část globální růstové dynamiky může zařídit Asie. Krátkodobé riziko směrem dolů je u dopadu spotřebních daní z cigaret. Další riziko směrem dolů v příštím roce je korigovaná inflace. Úvaha v prognóze je správná modelově (kladná mezera výstupu atd.), ale historická zkušenost je rozdílná. Mezi

rizika směrem nahoru patří dosti pesimistický očekávaný růst v eurozóně. Trh práce se vyvíjí nadmíru dobře a možná sémanticky přikládáme přílišný význam sankčním vyřazováním. Přitom se zrychluje obrátka nezaměstnaných a to je konzistentní s danou fází hospodářského cyklu. Je možné, že tento faktor spolu s vysokou spotřebitelskou důvěrou a pokračující úvěrovou dynamikou povede k rychlejší spotřebě domácností v příštím roce. Růst spotřebitelských úvěrů má stále zejména strukturální charakter a vliv úrokových sazeb na jeho dynamiku je omezený. Za jednoznačné riziko považuje mzdy ve veřejném sektoru. Úplně se neztotožňuje s představou výraznějšího zpomalení domácího ekonomického růstu. Velkým otazníkem jsou inflační očekávání. Historka zvýšení inflace koncem roku 2007 je hodně založena na inflačních očekáváních. Stejně tak jako si není jistá poklesem inflačních očekávání vlivem nadcházející nízké inflace ve 4.Q.2006, tak nepředpokládá ani rychlý růst inflačních očekávání v roce 2007, s jakým pracuje naše prognóza. Inflační očekávání tržních analytiků jsou dlouhodobě nižší v důsledku jiné představy analytiků o kurzovém vývoji a jejich historka je tedy také vnitřně konzistentní. Kurzový vývoj je pod vlivem průniku dlouhodobého trendu reálné apreciace a okamžitých tlaků z platební bilance. V horizontu transmise lze nalézt důvody k obnovení nominální apreciace (např. Hyundai apod.). Pravdou však také je, že aktuální vývoj platební bilance je v hledáčku rizik zahraničních analytiků. Fiskál komentuje s tím, že pokud dojde ke změně ratingu, tak si ji zasloužíme zejména za to, že pořádně nevíme, jaký máme deficit. To je pádnější důvod než samotná výše deficitu.

Vrchní ředitel Holman: Neuspokojilo ho vysvětlení důvodů zrychlení korigované inflace po odeznění růstu regulovaných cen. SZ standardně pracují s předpokladem, že vyšší růst regulovaných cen je spojen s nižší korigovanou inflací bez pohonných hmot a naopak. Vazba mezi oběma druhy inflace přes inflační očekávání není příliš realistická. Osobně neví, proč z případně rychlejšího růstu cen vody či elektřiny by někdo měl vyvozovat očekávání, že příště poroste rychleji korigovaná inflace. Spíše očekával vysvětlení skrze důchodové a substituční vazby mezi oběma komponentami inflace, resp. košů zboží a služeb. Je otázkou, jsou-li v modelu tyto důchodové a substituční vztahy vůbec zabudovány. Neztotožňuje se s představou, že korigovaná inflace poroste tak rychle, jak naznačuje SZ. Ohledně deficitu veřejných financí se zdá, že MFČR, ať už vědomě nebo nevědomě, klamalo. Když byl deficit nízký, tak jsme se mylně domnívali, že stát nedokáže tyto peníze utratit. Nyní se ukazuje, že to nebyla a zřejmě nebude pravda. Revidované údaje o deficitu by se měly do modelu promítnout, neboť lze těžko věřit tomu, že by změna na straně příjmů a výdajů veřejných rozpočtů neměla vliv na důležité vstupní proměnné, například na výši a strukturu agregátní poptávky. Osobně je revizí čísel o fiskálním deficitu zmaten a celá prognóza je tím rozostřená. Poslední poznámka se týká kurzu. Domnívá se, že SMS z hlediska reálné kurzové apreciace podceňuje kanál nominální apreciace a přeceňuje inflační kanál. Existují dlouhodobé rozdíly oproti analytikům v nominálním posilování koruny. Kurz, resp. nominální apreciaci, považuje za protiinflační riziko. Celkově nevnímá výraznější proinflační rizika, nemáme dost přesvědčivých dokladů o tom, že by situace vyžadovala dnes zvýšit úrokové sazby.

Guvernér Tůma: Ztotožňuje se s názorem, že prognóza je v pořádku a současně doufá, že se nevyplní. Rozumí a akceptuje vysvětlení SMS ohledně trajektorie implikovaných sazeb a považuje prognózu za konzistentní. Přesto se ale zdráhá plně se ztotožnit s očekávaným nárůstem korigované inflace a velmi rychlým zvyšováním úrokových sazeb. Pokud bychom takovému scénáři opravdu věřili, pak bez ohledu na kalibraci reakční funkce by byl připraven reagovat již

dnes. Zřejmě je správný závěr, že u prognózy jsou implicitně vnímána protiinflační rizika, a že je na místě určitá opatrnost. Do druhého kola diskuze klade otázku, zda-li chceme opravdu komunikovat, že u prognózy vidíme rizika protiinflačním směrem. To by však znesnadnilo ve zbytku roku zvýšit sazby v případě, že se postupem času s prognózou více ztotožníme. Osobně preferuje nechat možnost zvýšení sazeb otevřenou a protiinflační rizika příliš nekomentovat. S prognózou je samozřejmě spojena řada nejistot. Ohledně notifikace fiskálu jsme asi zmateni všichni a nikdo neví, jak se přesně s touto změnou vypořádat. Postup zvolený SMS nemusí být špatný. V danou chvíli na revizi čísel asi neumíme definitivně odpovědět. Další otazník je u kurzu, kde se dlouhodobě prosazuje zřetelný trend nominální apreciace, který nyní prognóza zalomuje. Rozumí prognóze i důvodům, které k tomuto vývoji vedou (záporný úrokový diferenciál) a těžko prognóza v této situaci může být postavena jinak. Přesto tam zůstává pochybnost ohledně trendu nominální apreciace a historické zkušenosti s ní. V minulosti jsme ale již zažili kurzovou korekci pod vlivem vývoje platební bilance, pravdu tak může mít jak prognóza SMS, tak i analytici z finančních trhů. S prognózou je spojena řada otazníků, ale nevede ho to k jinému pohledu na ekonomiku.

Viceguvernér Singer: Upozorňuje na prorůstové faktory, ať už jde o možný rychlejší zahraniční růst nebo domácí spotřebu. Ta může být urychlena značným potenciálem v úvěrování domácností, který si tento týden znovu ověřil při rozhovorech s domácími bankéři. Centrály jejich bank jsou stále ochotny umožňovat a financovat úvěrovou expanzi českých domácností. Navíc banky při úvěrování domácností nečelí měnovému riziku. V tomto segmentu je skryt značný růstový impulz. Vnímá ho velmi opatrně, ale neděsí jej, je to součástí konvergence k Evropě. Po prvním kole diskuze si ujasnil, že vyhlazování úrokových sazeb docela dobře vyjadřuje jeho dnešní pozici při měnověpolitickém rozhodování. Doporučuje komunikovat tak, aby se případně příští měsíc daly úrokové sazby zvýšit, bude-li to potřeba.

Vrchní ředitel Frait: Komunikace by se neměla příliš silně vymezovat proti prognóze, stačí, pokud v Minutes bude uvedeno, že zazněly názory, že rizika jsou směrem dolů. Většinou se nerad vyjadřuje k fiskálu, ale některé komentáře nebyly přesné. Pro ČNB jsou velmi důležitá cash data a ta ČNB v posledních dvou letech odhadla mimořádně dobře – rezorty tyto peníze neutratily. Zároveň jsme letos změnili názor a dobře jsme odhadli, že se situace vlivem nové legislativy mění. S fiskálem ČNB pracovala velmi dobře a prognózy v posledních letech se dařily.

Viceguvernér Niedermayer: Pokud hovořil o zpomalení růstu na 5+ %, tak to neznamená, že ekonomika neporoste. Jen nedokážeme i nadále vysvětlit, jak mohl být růst až 7 %, nicméně se zdá, že takto příznivá konstelace se asi znovu opakovat nebude. 5% růst je velmi silný růst, navíc jeho kompozice bude více proinflační. K fiskálu poznamenává, že polovina revize je přesně popsána v SZ. Jde o úpravu cash dat na akruální (v inkasu daní), nikoliv o to, že by MFČR podvádělo. Výše úpravy dat v roce 2005 je neobvykle velká, výrazně vyšší než kdy jindy. Příliš nevíme o přehodnocení výše investic, to je druhá polovina fiskální korekce. K měnověpolitické komunikaci: říci, že prognóza není vychýlená a současně nezvýšit sazby není úplně triviální, i když možné to samozřejmě je. Zaznívaly výroky, že směr pohybu sazeb je jasný. Pak je ovšem otázkou, jaké jsou důvody neučinit ten krok již dnes. Zazněla opatrnost – většinou si však centrální banky vykládají termín opatrnost přesně v opačném směru než že by při 6% růstu otálely se zvýšením sazeb z 2,5 % na 2,75 %. Rozumí důvodům, proč nechceme říci, že prognóza

je asymetrická, protože současně nechceme říci, že inflace vlivem případné kurzové apreciace bude nižší. To se velmi obtížně komunikuje a je to vzdáleno od exaktních úvah s výjimkou toho, že to tak v minulosti vždycky bylo. Kdyby se řídil režimem opatrnosti, tak měl navrhnout zvýšení sazeb v srpnu i dnes.

Viceguvernér Singer: Technická poznámka: kdybychom chtěli přesně sledovat prognózu, tak se sazby zvýší příští měsíc.

Vrchní ředitelka Erbenová: Souhlasí s doporučením nezvyšovat sazby, neboť cítí rizika prognózy směrem dolů, ale nedoporučuje je příliš silně komunikovat. Rozhodnutí nezvyšovat sazby je vysvětlitelné faktory, které bychom měli komunikovat. (i) Čeká nás období větší volatility inflace. (ii) Čeká nás vysoká váha administrativních vlivů v inflaci, u kterých není zcela jasné časování jejich dopadů do inflace (a není u nich také zřejmé, že by se na ně mělo měnověpoliticky reagovat, pakliže není zjevné, že se tyto vlivy promítnou do inflačních očekávání a dále do měnověpoliticky relevantní inflace). (iii) Prognóza je zatížena netriviální nejistotou v řadě faktorů (kurz, úroky, výhled fiskálu, vývoj v eurozóně atd.). Nevidí problém vysvětlit dnešní rozhodnutí a současně dále artikulovat, že nás čeká postupný růst úrokových sazeb. K fiskálu: SZ mechanicky popisuje převod jednotlivých položek mezi roky. Problém je však s tím, že tato revize není v souladu s ekonomickou intuicí, neboť pokud česká ekonomika někdy zažívala 7% růst, tak zřejmě právě v roce 2005.

Guvernér Tůma: Na základě včerejšího jednání vlády se zdá, že vláda, byť je v demisi, má celkem upřímnou snahu držet určitou fiskální disciplínu. Před několika týdny vláda přijala usnesení, že nepoužije vytvořené rezervní fondy a zdá se, že toto usnesení opravdu aplikuje v praxi.

III. Závěrečné hlasování:

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

IV. Úkoly

Nebyly uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na stávající úrovni 2,50 %. Pro toto

rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady, jeden člen hlasoval pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsal: Vladimír Bezděk, poradce bankovní rady