

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 30. listopadu 2006

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér L. Niedermayer (opustil jednání z důvodu své účasti na telekonferenci Generální rady ECB; nezúčastnil se hlasování), **viceguvernér Singer, vrchní ředitelka M. Erbenová, vrchní ředitel J. Frait, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Řežábek.**

I. Diskuse navazující na prezentaci 11. situační zprávy

Viceguvernér Singer: Žádá sekci měnovou a statistiky o komentář k posledním údajům o hospodářském růstu na Slovensku ve výši téměř 10 %. V souvislosti se slovenským deficitem běžného účtu platební bilance ve výši cca 6 % lze zhruba odhadnout, že by domácí komponenty poptávky měly růst 16 % tempem, což vidí jako poměrně dramatické. Pokud nebude možné dát komentář při dnešním projednávání, rád by ho dostal od SMS dodatečně. Bylo by dobré dát do souvislosti makroekonomický vývoj s jednotlivými investičními akcemi, aby se ukázalo, zda je poslední vývoj v souladu s naší anekdotickou evidencí.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále SMS): V případě překvapivého údaje o hospodářském růstu na Slovensku se jednalo o předběžné číslo, údaje o detailní struktuře hospodářského růstu prozatím nejsou k dispozici. S nejvyšší pravděpodobností se na vysokém hospodářském růstu Slovenska podepisují především rozsáhlé investiční dovozy, které se v HDP odrazí částečně v zásobách a částečně v investicích. Právě z tohoto důvodu je zde uvedený vztah k vývoji běžného účtu. Jedná se o podobnou situaci, která se v ČR odehrála přibližně před dvěma lety. Prozatímní anekdotická evidence naznačuje, že makroekonomická čísla skutečně sedí na výstavbu automobilek. SMS bude samozřejmě po uveřejnění detailnější struktury růstu HDP na Slovensku věnovat tomuto tématu větší pozornost a zašle podrobnější analýzu.

Viceguvernér Niedermayer: V minulosti byl tento ukazatel v ČR na úrovni 12% HDP.

Viceguvernér Singer: Zajímá ho rovněž komentář SMS k vývoji mezd, které byly částečně revidovány v 11.SZ. Poslední čísla naznačují, že dochází k další revizi mzdového vývoje v celé ekonomice směrem dolů. V této souvislosti se naopak objevuje velmi solidní dynamika tržeb.

Odpověď SMS: Chyba týkající se mezd byla jak v podnikatelské i v nepodnikatelské sféře, v souhrnu cca o 0,6 p.b.. Data přišla včera ráno v 9:00, zatím nebyl čas je podrobně analyzovat. Již sezónní očištění datové řady včetně revize za první dvě čtvrtletí dělá určité problémy. Aktuálně probíhají práce na vytvoření nulté verze prognózy s rozšířeným modelem QPM se samostatným mzdovým blokem, kde budou fundamentálním způsobem ohodnoceny mzdy a jejich působení na poptávkové klima, na reálné mezní náklady a na inflaci. V modelu je mzdová informace extrahována z nominálních mezd, přičemž zmíněné sezónní očištění je důležitým předstupněm další práce s modelem. První indikace naznačují, že mzdová prognóza půjde oproti 10.SZ nepatrně dolů.

Vývoj tržeb naopak naznačuje, že spotřeba domácností ve třetím čtvrtletí poroste poměrně dynamicky na úrovni prognózy, tedy těsně po 4%. Údaje o maloobchodních tržbách jsou samozřejmě indikátorem, který má omezenou vypovídací schopnost. Kromě spotřebních výdajů domácností v těchto tržbách figurují i podnikatelské nákupy, které jsou poté ČSÚ vykazovány v mezispotřebě, zároveň jsou zde zahrnuty i nákupy cizích turistů, které jsou posléze vykázány

jako export. Indikace vyplývající z růstu tržeb je nicméně poměrně solidní, růst spotřeby by měl trvat i v situaci poněkud nižší dynamiky mezd. Percentuelně je spotřeba českých domácností uspokojována nákupy v maloobchodě zhruba z 50%. Zbytek jsou nákupy ostatních služeb, tedy nejrůznějších komunálních služeb, nákupy utilities, nákupy služeb pošt, telekomunikačních služeb a podobně.

Vrchní ředitel Řežábek: Táže se, kolik z těchto tržeb je vyvoláno poptávkou českých občanů, a kolik cizinci. Pokud se podíváme na dynamicky rostoucí počet pasažérů na letišti Ruzyně, pak tato čísla ukazují na výrazný růst počtu zahraničních turistů. Otázkou pak je, co v rámci tržeb cizinci konzumují. Většinou se jedná o nákupy letenek, doplňování kapacit relativně drahých hotelů a podobně. Je otázkou, zda se zde jedná o položky, které mohou mít vliv na inflaci. Má na toto SMS nějaký názor?

Odpoověď SMS: SMS nemá tuto oblast podrobně pokrytou daty, takže nelze podrobněji odpovědět. Hotely a letenky nicméně nejsou zahrnuty v tržbách maloobchodu, ale v tržbách služeb celkem.

Viceguvernér Singer: Dává SMS námět na používání údajů Czech Tourist, který má poměrně slušná data o turistice, podobná data jsou dostupná i u různých soukromých firem, přičemž nejsou příliš drahá.

Odpoověď SMS: Příjmy z turistiky jsou standardně sledovány v rámci běžného účtu platební bilance. SMS neměla pocit, že by ve vývoji došlo k nějakému zlomu, který by narušil vazbu mezi vývojem maloobchodních služeb a spotřeby, ale může se na tento vztah podívat podrobněji.

Viceguvernér Singer: Táže se, do jaké míry se již v korigované inflaci podle názoru SMS promítá aprece devizového kurzu CZK/ EUR, která by měla ovlivňovat i dovozních ceny.

Vnímá SMS vývoj cen nemovitostí podobně, jak naznačil ve svém stanovisku poradce? V této souvislosti se táže na interpretaci faktu, že v rámci úvěrů korporátnímu sektoru roste nejrychleji jejich dlouhodobá složka. Toto může rovněž vytvářet určitou nadhodnocenou a z hlediska stability nebezpečnou investiční aktivitu. Jedná se zde o dlouhodobé úvěry, které financují investice v rámci vlastnické optimalizace kapitálové struktury podniku, nebo se jedná o „skutečné“ dlouhodobé úvěry, kdy podniky dostávají peníze za 4,5 % od bank, přičemž návratnost těchto investic může být poněkud diskutabilní.

Odpoověď SMS: Podstřelení predikce korigované inflace bez pohonných hmot zatím nelze připisovat vývoji kurzu, neboť se jedná o údaje za říjen, kurz nás svým zhodnocením překvapil až později. V rámci struktury indexu korigované inflace bez PHM došlo k poněkud atypickému vývoji cen zahraničních zájezdů, jejichž vývoj je silně sezónní, a zároveň může docházet k posunům v této sezónnosti v závislosti na průběhu turistické sezóny, na počasí apod. Zatím tedy SMS nemá žádné fundamentální vysvětlení této odchylky. SMS považuje silnější kurz za riziko korigované inflace směrem dolů pro nadcházející měsíce.

Situace ohledně cen nemovitostí je v ČR přece jenom jiná než v USA, kde je odlišná tradice. SMS zatím tedy nevidí žádné silné souvislosti například s vývojem spotřeby. Stanovisko poradce pocházejícího z referátu finanční stability chápe spíše jako jeho poukaz na riziko spojené s finanční stabilitou, než jako poukaz na aktuální riziko prognózy HDP či spotřeby. Co se týče růstu dlouhodobé složky úvěrů a jejího vztahu k investicím, skutečně dochází k vývoji, který naznačil pan viceguvernér. SMS standardně nesleduje, jakým způsobem jsou tyto dlouhodobé

úvěry použity, nicméně obecně vnímá, že by tempo růstu investic mohlo být oproti prognóze vyšší. Vývoj dlouhodobých úvěrů do tohoto obrázku zapadá, stejně tak jako vývoj investičních dovozů.

Viceguvernér Niedermayer: Chválí text situační zprávy, která byla podle jeho názoru hezky napsána. Táže se na rozdílný pohled SMS a nedávné mise MMF na velikost fiskálního impulsu. Mise MMF pro rok 2006 ve svém závěrečném shrnutí operovala s 2,5 p.b. fiskálního impulsu. Chápe, že se na rozdílů podepisují odlišné metodologie výpočtu, ale celkový rozdíl se jeví jako propastný.

Potvrzuje si, že data o zaměstnanosti zahrnují i zahraniční dělníky. Upozorňuje na to, že 0,7% růstu celkové zaměstnanosti je v podstatě ekvivalent 25% růstu zaměstnávání cizinců. Lze tedy velkou část, odhadem nejméně tři čtvrtiny nárůstu zaměstnanosti, připsat zaměstnávání zahraničních dělníků? Toto mu ale na druhou stranu nekoresponduje se statistikami o nezaměstnanosti.

V rámci vývoje platební bilance se zdá, že jsme financováni především „ostatními investicemi“. Rád by se otázal, co vše do této položky platební bilance spadá, a co lze za její změnou hledat?

Odpověď SMS: U různých údajů IMF o fiskálním impulsu je třeba uvést, že IMF pracuje s „cash metodikou“, zatímco SMS pracuje s metodikou podle ESA95. SMS při výpočtu fiskálního impulsu také vylučuje poptávkově irelevantní operace, výsledek dále násobí koeficientem dopadu na HDP, který je menší než 1. Pohledy se tak mohou hodně rozcházet. SMS připravuje detailní analýzu a porovnání obou pohledů, protože impuls dle IMF je opravdu vysoký. IMF mluví o hrubém odhadu deficitu dle ESA 95 ve výši 3,5-3,75% HDP, fiskální impuls ve výši 2,5% HDP je vysoký i v porovnání s růstem HDP zhruba 6%. IMF hovoří o tom, že „fiscal policy is adding strong pro-cyclical impulse“. Otázkou je co je tímto impulsem myšleno. IMF zřejmě používá termín impuls pro zhoršení strukturální bilance, což je naše fiskální pozice. Vnímání SMS ohledně fiskálu je takové, že letos probíhá mírný expanzivní stimul ze strany fiskální politiky, přičemž hlavní stimul přijde až v příštím roce v souvislosti s již schválenými dodatečnými sociálními dávkami. Jinými slovy, IMF počítá se zhoršením strukturální bilance již letos, zatímco my předpokládáme její zhoršení příští rok.

V oblasti růstu zaměstnanosti SMS v 9. SZ na žádost pana viceguvernéra Niedermayera aktualizovala propočet vlivu cizinců na růst zaměstnanosti. Tehdy byl vliv zaměstnávání cizinců kvantifikován zhruba na 50% meziročního nárůstu. Problém výběrového šetření pracovních sil je v tom, že jsou v něm sice dobře pokryty české domácnosti bydlící ve svém trvalém bydlišti, ale hůře jsou pokryty ubytovny, ve kterých se většinou ubytovávají cizinci. Proto SMS nespolehá pouze na tento zdroj, a sleduje rovněž registr Ministerstva práce a sociálních věcí, kde se zaměstnaní cizinci musí povinně registrovat, a to i v případě, když nepotřebují pracovní povolení. Tato data jsou dále kombinována s údaji z platební bilance o objemu mezd, které odcházejí v rámci běžného účtu. Nárůst zahraniční zaměstnanosti je 26%, její příspěvek k růstu celkové zaměstnanosti SMS odhaduje zhruba na polovinu.

Co se týče ostatních investic jako zdroje financování platební bilance, SMS se tímto problémem zabývala. Původně plánovala zahrnout analýzu již do této situační zprávy, nicméně vzhledem k tomu, že tento problém vyžaduje více pozornosti, se rozhodla ji zahrnout až do další SZ. Situace je ovlivněna změnou celé struktury platební bilance v porovnání s předchozím rokem. Je patrné, že dochází k velmi výraznému nárůstu pasiv v bankách a to z několika důvodů. Projevil se zde

například vliv volebního roku a fakt, že nedocházelo k zahraničním emisím obligací. Problému bude nicméně i dále věnována patřičná pozornost.

Viceguvernér Niedermayer: Pokud je růst zaměstnanosti 0,7%, celková zaměstnanost je zhruba 5 miliónů, tak toto znamená zhruba 35 tisíc lidí. Pokud je zahraničních zaměstnanců zhruba 150 tisíc, z tohoto počtu odpovídá nárůst téměř 30% opět zhruba 35 tisíc zaměstnanců.

Odpoověď SMS: Oněch 50% bylo z předchozího vyššího čísla růstu zaměstnanosti, který se pohyboval kolem 1,5 %. Úvaha viceguvernéra Niedermayera je tedy relevantní, pokud se ovšem nezbrzdil příliv zahraničních pracovníků.

Vrchní ředitel Holman: Dotazuje se, jaký bude mít vliv současné prudké oslabování dolaru na dovozní ceny, zejména u ropných produktů. Na str. 27 nahoře se v 11. SZ objevuje konstatování, že růst dovozních cen neenergetických surovin a polotovarů z kovu nemá na rozdíl od cen ropy bezprostřední dopad na spotřebitelské ceny. Žádá SMS o interpretaci tohoto tvrzení a o komentář toho, jaký je zprostředkovaný vliv těchto cen. Na straně 2 je uvedeno, že odklad spotřební daně bude mít dopad o třetinu nižší oproti stávající prognóze. Mohla by SMS vyčíslit, o kolik procentních bodů bude tedy prognózovaná inflace nižší? Na straně 2 je dále uvedeno, že nominální měnový kurz koruny vůči EUR je mírně silnější oproti aktuální prognóze. Opět by zde bylo dobré uvést konkrétní číslo, o kolik je kurz silnější. Proč je v grafu na str. 7 v prognózované inflaci v tomto grafu zlom, od kterého pak prognózovaná inflace roste?

Komentuje způsob psaní některých kapitol situační zprávy, například kapitol „Peníze“ a „Trh práce“. Domnívá se, že tyto části jsou napsány pouze faktograficky. SMS v nich uvádí čísla, fakta a data, ale chybí v nich příběh a text není dotažen do analýzy. Zdá se mu, že je v textu SZ řada čísel, která neposkytují relevantní informaci, a která by mohla být přesunuta do příloh. Kupříkladu v kapitole věnované trhu práce jsou na stranách 19 a 20 uvedeny dílčí údaje o mzdových nákladech v průmyslu a ve stavebnictví mzdách a odstavec o Beveridgeově křivce, avšak chybí zde analýza, jaký bude pravděpodobný dopad na růst jednotkových mzdových nákladů. Kapitola by měla dát představu o tom, jaké budou s nejvyšší pravděpodobností mzdově-inflační tlaky.

Odpoověď SMS: Zatím vývoj dolaru spíše tlumil snižování cen ropy, nyní dochází k opačné situaci. Prognóza pracovala s úrovněmi dolaru zhruba na 1,28 USD/EUR, zatímco aktuální kurz se pohybuje na úrovních 1,31-1,33 USD/EUR. Kurz USD/EUR přispívá k tomu, že jsou korunové ceny ropy zhruba o 15 % pod aktuální prognózou. Další kanály, kterými se může vyšší kurz USD/EUR dostat do dovozních cen, jsou krom cen ropy, benzínu, tepla a zemního plynu také ceny počítačů, kancelářské a bílé techniky, exotického ovoce a zahraniční dovolené. Podíl dolarových úhrad na celkových dovozech je zhruba do 20%. Například zahraniční dovolené ale reagují ne zcela plynule, neboť kontrakty jsou podepisovány na celou sezónu.

U cen neenergetických surovin SMS v období 2004-2005 zaznamenala situaci, kdy ceny kovů poměrně dramaticky rostly, což tlačilo nahoru růst dovozních cen a cen průmyslových výrobců k 8%. SMS se tehdy shodla na tom, že bezprostřední průsak do spotřebitelských cen bude poměrně malý, protože kovy vstupují do výrob, které mají poměrně dlouhý řetězec zpracování. Zde je rozdíl od cen ropy, jejíž změny se téměř bezprostředně se zpožděním cca 2-3 měsíců promítají do cen pohonných hmot, které se pak mohou poměrně rychle promítat do dalších cen. Tento předpoklad se tehdy vyplatil, SMS ho teď uplatňuje symetricky s tím, že dopad na spotřebitelské ceny bude relativně slabý a neporovnatelný s podobným vývojem cen ropy.

Pro rok 2007 se v říjnové prognóze počítalo s celkovým příspěvkem změn nepřímých daní na cigarety ve výši 1,2 p.b.. Z tohoto růstu je v souvislosti s nutností naplnit harmonizační úmluvy třetina přesunuta do roku 2008, což odpovídá zhruba 0,3-0,4 p.b..

Jak je uvedeno v tabulce na str. 35, nominální kurz je oproti prognóze silnější. Dosavadní průměr za čtvrté čtvrtletí je oproti prognóze silnější pouze o zhruba 10 hal. Aktuální situace je však taková, že se kurz pohybuje kolem 28 CZK/EUR, zatímco v prognóze se předpokládá průměr za 4.Q 2006 ve výši 28,30 CZK/EUR. Pokud by se tedy kurz udržel na stávající úrovni, znamenalo by to odchylku vůči prognóze v řádu jednoho procenta.

V grafu na str. 7 jsou uvedeny dvě řady, jedna z nich je celková inflace, která je označena modře, druhá pak inflace bez vlivu nepřímých daní, která je označena zeleně. Aktuální propad inflace souvisí s efektem základny, tedy s odezněním růstu regulovaných cen z loňského roku. Toto je umocněno poklesem cen pohonných hmot a plynů v letošním říjnu. Za předpokládaným návratem inflace blízko k cíli stojí jednak postupný náběh dopadů zvýšení daně na cigarety z dubna letošního roku a poměrně významné deregulace naplánované na leden příštího roku, tj. zvýšení regulovaného nájemného zhruba v průměru o 19 % a růst cen elektřiny zhruba o 8%. Určité riziko směrem dolů zde vzniká v souvislosti se včera oznámeným poklesem cen zemního plynu o 4,2% (s dopadem do inflace zhruba 0,1 p.b. směrem dolů), které v prognóze není zpracováno. Zároveň by však měl být tento vliv kompenzován uvolněním regulace trhu s plynem v dubnu, takže by tato odchylka od prognózy mohla mít krátkodobý charakter. Prognóza zároveň předpokládá, že bude postupně zrychlovat růst cen potravin a korigované inflace.

U údajů z trhu práce SMS v 11.SZ skutečně komentovala relativně omezenou sadu nových informací, které byly dostupné, tedy mzdy ve stavebnictví a v průmyslu. V době, kdy byla 11.SZ napsána, nebyl vývoj celkových mezd za ekonomiku k dispozici, čísla byla zveřejněna včera. Skutečnost je taková, že mzdy rostou pomaleji, zaměstnanost roste rovněž pomaleji. Pokud bude naplněna prognóza růstu HDP, pak to znamená, že i produktivita práce na národohospodářské úrovni by měla růst rychleji. Z hlediska nominálních mzdových nákladů se tedy bude jednat o tlak směrem dolů, což představuje protiinflační riziko. Zde SMS slibuje, že se zamyslí nad tím, jak je tato kapitola napsána. SMS v lednu přejde na rozšířený predikční model, který v sobě explicitně blok trhu práce zahrnuje. Toto bude SMS nepochybně tlačít i k tomu, aby vývoj na trhu práce důkladněji a lépe komentovala i v malých situačních zprávách.

Vrchní ředitelka Erbenová: Je sice pravdou, že vývoj cen potravin je jak komunikovala SMS volatilní, a že tedy situace příští měsíc může být naprosto odlišná, přesto by ale vzhledem k jich váze ve spotřebitelském koši přivítala podrobnější diskuzi o tom, co se na trhu potravin děje. Na jednu stranu je otázkou, zda dochází k další konsolidaci větších obchodních řetězců a jaký to bude mít vliv na marže, na druhou stranu existují doposud nepříliš úspěšné snahy o konsolidaci na produkční straně. Možná se dále rozšiřují možnosti exportu zemědělských produktů v rámci EU, určité dopady může mít i přistoupení Rumunska a Bulharska k EU v lednu 2007. V minulosti jsme obdobný dopad do cen potravin viděli na příkladu přistoupení Polska v roce 2004. Je v SMS o cenách potravin uvažováno podobným způsobem v delším výhledu, jak pro ceny zemědělských výrobců, tak přímo pro ceny potravin?

Odpověď SMS: Téma potravin vs. řetězce vs. ceny zemědělských cen vs. přistoupení Bulharska a Rumunska je velice široké. SMS zhruba před rokem a půl zpracovala speciální přílohu situační zprávy, která se pokoušela ohodnotit vliv pronikání nadnárodních maloobchodních řetězců na

český trh. V této příloze SMS identifikovala, že nedochází k žádnému tlaku na ceny směrem dolů prostřednictvím obchodních a ziskových marží. Rovněž vývoj nominálních jednotkových mzdových nákladů v tomto odvětví neukazoval na to, že by zde vznikal nějaký potenciál pro deflační tlaky. Výjimkou zde je jen úplný počátek vstupu obchodních řetězců v roce 1998-1999. Jediným otevřeným kanálem je tak efektivní tlak obchodních řetězců na jejich dodavatele, kdy řetězce mohou prostřednictvím své velké tržní síly tlačit na stlačení dodavatelských cen. Tento kanál zatím nebyla SMS schopna efektivně pokrýt analýzou z důvodu nedostatku dat. Celkově ovšem SMS tomuto kanálu přikládá relativně malou váhu, a to i v souvislosti s tím, že intenzita prostoupení domácího maloobchodního trhu není výrazně odlišná od situace například na Slovensku či v Maďarsku.

Co se týče návaznosti cen potravin na ceny zemědělských výrobců, výroková vertikála od cen zemědělských výrobců přes ceny potravinářského průmyslu až po finální ceny byla ilustrována ve stanovisku poradce. Při prostém pohledu na grafy zde souvislosti existují, je však problém s jejich proměnlivostí v čase.

Vrchní ředitelka Erbenová: Poradce ve stanovisku popisoval „rohlíkovou výrokovou vertikálu“. Domnívá se SMS, že tato vertikála funguje univerzálně?

Odpověď SMS: Tato vertikála platí pro většinu klíčových komodit, pro mlýnské a pekárenské výrobky, pro maso, mléko, cukr. Vedle toho se v cenách potravin vyskytují velice volatilní položky, jako jsou ceny ovoce a zeleniny, které jsou mimo jakoukoli možnost fundamentální analýzy, protože u nich hraje velkou roli počasí a podobně. SMS vývoj průběžně sleduje, chyby prognózy se v této oblasti budou nicméně objevovat pravidelně.

Efekt přistoupení Bulharska a Rumunska SMS zatím nekvantifikovala ani se nepokoušela analyzovat, ale pokusí se o to v budoucnu.

Vrchní ředitelka Erbenová: Tento efekt se ale bude projevovat již v horizontu měnové politiky!

Viceguvernér Niedermayer: Zvažovala SMS v souvislosti s cenami potravin dopady zavedení mýtného na dopravní náklady? Překvapil ho nárůst ceny na trase Praha- Brno o cca 15%. Nepromítne se to i do cen jiných výrobků?

Odpověď SMS: SMS psala v minulosti pro BR stanovisko k uvedenému zákonu, ve kterém byla provedena i kvantifikace tohoto dopadu. Určitě zde nebyl žádný kvantitativně významný průsak nárůstu cen nákladní dopravy do ostatních cen.

Vrchní ředitelka Erbenová: Ve světle poklesu zaměstnanosti ve stavebnictví, který SZ zdůrazňuje, je zajímavý pokles zaměstnanosti také ve službách, který jí připadne jako ještě více kontraintuitivní. Nesouvisí tento pokles zaměstnanosti se zaměstnaností ve státním sektoru (např. se zaměstnaností ve zdravotnictví)? Souvisí tento vývoj s bilancí služeb?

Odpověď SMS: SMS vyvrací obavu (resp. naději), že k tento pokles lze připsat na vrub zaměstnanosti ve státní sféře, která stagnovala. Pokles zaměstnanosti šel na vrub tržních služeb, a to více méně plošně. SMS neočekávala, že by k tomuto vývoji mohlo dojít v prostředí rychlého ekonomického růstu, takže žádné vysvětlení v současnou dobu nemá. SMS tak bere tuto připomínku jako další námět na analýzu pro velkou situační zprávu.

Vrchní ředitel Frajt: Ekonomická komunita se pro hospodářský výhled pro Evropu a pro Německo posouvá k poněkud optimističtějšímu pohledu, a to jak z hlediska pohledu na cyklus,

tak s ohledem na potenciál. Vidí SMS rovněž tento posun v uvažování ekonomické komunity? Pokud ano, jak by tento optimističtější pohled pro Evropu v dalších letech dopadal do makroekonomického prostředí ČR, včetně inflačních tlaků?

Odpoověď SMS: Je pravdou, že Concensus Forecast v poslední době systematicky posouvá růstový výhled směrem k lepším číslům a vyostřuje rozpor mezi relativně optimistickým výhledem pro letošní rok a propadem tempa růstu v dalším roce.

Vrchní ředitel Frait: Především se ale Concensus Forecast nezabývá tím, zda se jedná o nárůst potenciálního produktu, či o hospodářský cyklus. Pro nás je ale fatálně důležité tyto veličiny rozlišovat. Pokud byl růst projevem růstu potenciálu, ECB by mohla začít vnímat ekonomiku eurozóny jako vysoce produktivní, čímž by se snížila potřeba zvyšovat sazby.

Odpoověď SMS: I v poslední 10.SZ bylo uvedeno, že SMS má v rozložení výhledu Eurozóny mezi cyklickou složku a rovnovážnou složku poměrně velkou nejistotu. Může zde fungovat vliv předchozích pěti let nízkého růstového výkonu eurozóny, kdy zřejmě narostl pesimismus ohledně její potencionální výkonnosti. Pokud teď budou po určité dobu přicházet pozitivní data, je možné, že se může sentiment vnímání růstového potenciálu opět zlepšovat. Tím, že přebíráme Concensus Forecast, tedy názory analytiků, vnímáme vývoj v eurozóně relativně pesimisticky. Poměrně výrazné oslabení eurozóny v příštím roce nás bude z hlediska růstu a z hlediska mezery výstupu tlačit spíše směrem dolů. Nyní dochází k tomu, že analytici přehodnocují svůj výhled na letošek i pro příští rok mírně směrem k většímu optimismu. Zároveň zde přetrvává rozdíl mezi výhledem analytiků, kteří jsou relativně pesimističtí, a mezi sentimentem podnikové sféry, který je například v Německu relativně dobrý. Z tohoto pohledu SMS do tiskové konference navrhla konstatování, že vůči naší prognóze existuje riziko růstu v zahraničí směrem nahoru.

Je zde rovněž zásadní rozdíl ve vnímání eurozóny a samotného Německa. Čísla potvrzují, že se zlepšení předstihových indikátorů týká Německa, ale zbytek eurozóny, zejména Francie či Itálie, tak dobrou pozici ani výhled nemá. Otázkou je také to, jaký bude mít dopad výrazné posílení eura: v případě Francie může být tento dopad velmi tvrdý. Německo si mohlo díky provázanosti trhů s novými členskými zeměmi a díky přesunu výrob do těchto zemí vybudovat větší rezistenci vůči tomuto šoku.

Viceguvernér Singer: Odpověď podle něj není zcela jasná. Na to, aby bylo možné vnímat změnu výhledu v zahraničí nelze pouze říci, že jsme relativně pesimističtí. Současně je potřeba říci, jaké je nebezpečí v rozšíření mezery výstupu. Dokáže si představit situaci, kdy nás přes pesimismus ohledně výkonu eurozóny v oblasti potencionálního výstupu v kombinaci s růstem aktuálního výstupu může tlačit inflačně nahoru. Ve světle posilování eura vůči dolaru si ale dokáže představit spíše to, že v eurozóně potencionální výstup spíše vzrostl.

Odpoověď SMS: V minulé velké situační zprávě byl zahrnut citlivostní scénář odlišného vývoje ekonomické aktivity v eurozóně. Tento scénář vedle předpokladu o vyšším růstu výstupu v eurozóně měnil také předpoklady o vývoji potenciálu. Citlivostní scénář pak poněkud paradoxně vyzněl tak, že i přes vyšší růst v eurozóně by změna výhledu mohla znamenat oproti základnímu scénáři dokonce i mírný tlak na naše úrokové sazby směrem dolů.

Viceguvernér Singer: Ve světle některých prognostických charakteristik modelu není ochotný přistoupit na logiky modelu, které nejsou podloženy jednodušším uvažováním.

Vrchní ředitel Frait: Vyslovil souhlas se závěrem citlivostní analýzy, nikoli ale s jejím mechanismem. Historika, podle které Němci dosáhli obnovení růstu způsobem, který nelze replikovat v Itálii a ve Francii, není zcela přesná. V Itálii s velkým zpožděním začíná docházet k tomu, k čemu došlo v Německu, tedy ke snížení relativních pracovních nákladů prostřednictvím zpomalení mezd, propouštění a zvyšování produktivity. Eurozóna tak je schopna určitého přizpůsobení.

Viceguvernér Singer: I v tomto případě se ale bavíme o růstu potencialu, nikoli o proinflačním riziku.

Viceguvernér Niedermayer: V Itálii již velká část z tohoto přizpůsobení proběhla, problematictější je vývoj ve Francii.

Vrchní ředitel Řežábek: Navazuje na připomínku vrchního ředitele Fraita. Jsme si opravdu jisti reálností optimistického výhledu ekonomického růstu v zahraničí? Toto je jediná záležitost, která je v tiskové zprávě komentována jako proinflační riziko. Tento vývoj je potřeba prodiskutovat, neboť by byl nerad, abychom za dva měsíce opět měnili názor.

Tato situační zpráva má podle jeho názoru ve své podstatě jednoznačně protiinflační vyznění, a to téměř u všech položek, ropa, kurz, trh práce, nominální mzdy. V září bylo indikováno, že se objevují poptávkové tlaky, a nyní ředitel SMS Tomáš Holub v týdeníku Ekonom z 2.11.-8.11. komentoval, že „poptávkové tlaky na inflaci se nebudou zvyšovat“. Došlo zde tedy podle jeho názoru k obratu během velice krátké doby. Pokud v minulosti požadoval po SMS hlubší myšlenku k vývoji cen ropy, byl vždy informován o tom, že se budoucí vývoj cen ropy standardně přebírá z publikace Concensus Forecast. Domnívá se, že pokud by byla kladena stejná váha předpovědi Concensus Forecast pro kurz CZK/EUR, pak by nyní byla chyba predikce nižší.

Podle přílohy situační zprávy číslo 10 se pro kurz CZK/EUR pro ve 4. Q 2006 počítá s úrovní 28,18 CZK/EUR. Připadá mu těžké se s touto úrovní vyrovnat vzhledem k současné úrovni kurzu a vzhledem k předchozím úvahám bankovní rady, podle kterých lze uvažovat s každoroční apreciací české koruny na úrovni 2-3%. I v ostatních oblastech, jako je fiskál nebo úpravy daní, docházelo v minulosti k tomu, že jsme byli nuceni korigovat náš původně pesimistický výhled.

Táže se, jak se budeme v příštím roce vyrovnávat s novým košem pro výpočet indexu spotřebitelských cen, které připravuje ČSÚ. Ten plánuje provést jak úpravy vah jednotlivých položek, tak úpravy složení spotřebitelského koše. V situační zprávě toto překvapivě není komentováno, ale v komentářích analytiků se dočetl, že tito očekávají dopad do meziroční spotřebitelské inflace ve výši -0,4 p.b.. Tento dopad v kumulaci s pesimismem z 10.SZ a ze září by mohl znamenat poměrně velkou změnu v našem vnímání inflace. Otázkou je, jak dlouho dobu se nám bude dařit ovlivňovat sentiment vůči úrokovým sazbám stávajícím směrem. Není si tak jistý s přesností predikcí na období delší než jedna až dvě situační zprávy.

Vzhledem k propočtu apreciacie kurzu koruny, k vývoji cen ropy a k některým dalším novým informacím, ho velice mrzí, že došlo k zářijovému zvýšení úrokových sazeb.

Odpověď SMS: Citovaný článek v týdeníku Ekonom je vždy netechnickým popisem prognózy. SMS se zde pokoušela komentovat, že ČNB neočekává další otevírání mezery výstupu do kladných hodnot, ale spíše její pokles směrem k nule. SMS nikdy netvrdila, že by očekávala další otevírání mezery výstupu. V porovnání s 10.SZ SMS nijak nepřehodnocuje svůj výhled reálné ekonomické aktivity, žádné riziko zde tedy nevnímá.

Co se týče úpravy spotřebitelského koše, zhruba před měsícem existovaly komentáře analytiků, kteří naopak očekávali, že úprava spotřebitelského koše inflaci zvýší zhruba v uvedeném řádu. Komentáře o vlivu směrem dolů se objevují až v posledním týdnu po vyjádřeních z ČSÚ. SMS se s ČSÚ snažila komunikovat, zda by nemohl v nějakém předstihu poskytnout nový spotřebitelský koš a data za prosinec. Zatím byla SMS v tomto snažení spíše neúspěšná. Dosud tedy nevíme, jak bude nový spotřebitelský koš vypadat, jací budou reprezentanti, jaké budou váhy. V této chvíli je tedy pro SMS velice obtížné toto komentovat, protože není schopna tento problém analyticky uchopit.

ČSÚ tento dopad nového koše do inflace vysvětluje tím, že Laspeyersův index má tendenci s rostoucí vzdáleností od základního období inflaci nadhodnocovat. Kdyby byla aktuálně v novém váhovém schématu počítána současná meziroční inflace, byla by patrně až o 0,5 p.b. nižší. Důležité ale je, že data zpětně revidována nebudou, inflace až do konce roku 2006 zůstane v meziročním, meziměsíčním i v klouzavém vyjádření nezměněná. Struktura koše je nicméně informace embargoovaná až do konce ledna, známé jsou pouze základní tendence, podle kterých poklesne podíl potravin, poklesne podíl výdajů na vybavenost domácností, oproti tomu celkem očekávaně vzroste podíl výdajů na bydlení, výdajů na finanční služby, telekomunikační služby a podobně. Bude zvětšen počet reprezentantů v oblasti tabákových výrobků (5 nových značek cigaret), celkový počet reprezentantů bude zhruba stejný jako doteď, tedy necelých 800. I přesto, že nová váhová schémata jsou počítána podle struktury spotřeby v roce 2005, ČSÚ stále tvrdí, že spotřebitelský koš není definitivní, a že se může do ledna změnit.

Viceguvernér Niedermayer: Pokud bychom tedy na nových váhách a reprezentantech přepočítali inflaci zpětně, pak by tato inflace byla nižší. Toto nám ale neříká nic o tom, jak se bude nový index vyvíjet v budoucnu.

Odpověď SMS: Pokud by se mělo ukázat, že se nový index inflace bude pohybovat systematicky níže, pak by to byl podle SMS námět na úvahy o změně nastavení inflačního cíle. ČNB by zřejmě neměla generovat měnovou expanzi jenom kvůli tomu, že se změnil index, kterým se měří inflace.

Guvernér Tůma: Na závěr otevřeného jednání děkuje odcházejícím členům bankovní rady

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Zahájil uzavřené jednání a vyzval členy bankovní rady k diskuzi.

Viceguvernér Singer: Zdá se mu, že se nyní vyhrcození ukazuje slabina modelového aparátu, se kterou žijeme již dlouho. Souhlasí s tím, že v současnosti dává predikce dobrou vnitřně konzistentní historiku, která ale nemá ve světle vývoje většiny ukazatelů příliš mnoho společného s realitou. Z tohoto nesouladu může vyplynout problém, který se může v budoucnu dále vyhrcořit. Nicméně, tento problém může být zmírněn tím, že existují ukazatele, které naznačují, že může existovat určitý tlak na znehodnocení koruny. Běžný účet se nevyvíjí ani zdaleka tak, že bychom mohli jako před několika kvartály konstatovat, že jsme na tom v tomto ukazateli nejlépe ve střední Evropě. Stejně tak se začíná mírně obávat o úroveň finanční stability, především z titulu úvěrové expanze.

Nicméně má velký problém vymyslet inflační riziko, resp. argument pro zvýšení sazeb v lepší podobě, než ho vymyslela SMS. Nevidí žádné krátkodobě viditelné inflační riziko a je zvědavý, zda ho některý z členů bankovní rady dokáže identifikovat.

Viceguvernér Niedermayer: Podle jeho názoru nedošlo v posledním měsíci k ničemu, co by prognózu „tlačilo na kolena“. Jako vždy nás překvapil kurz, nemá problém říci, že se z důvodu kurzového vývoje posouvají rizika prognózy směrem dolů. Druhou věcí, která ovlivní pohled na budoucí vývoj indexu spotřebitelských cen je daň na cigarety, kde parlament přijal jiné rozhodnutí, než původně bylo indikováno. To je věc, kterou nemůže ČNB ovlivnit, přičemž dopad této změny na měnovou politiku je poměrně nezajímavý. Růstová data se mu zdají poněkud silnější, překvapily ho investiční dovozy, které mohou ukazovat nárůst investiční poptávky. Překvapuje ho vývoj na trhu bytů, již dříve upozorňoval na to, že se zde něco děje, přičemž v poslední době se o tomto tématu i více píše. Vývoj je hodně rychlý, velmi rychle se přibližujeme evropským cenám. Vývoj mezd nepovažuje za příliš zajímavou zprávu, jejich stále ještě více než 3% reálný růst je poměrně vysoký. Pokud by docházelo k té apreciaci, ke které dochází, pak je jenom potřeba, aby nominální mzdy nebyly „utrženy ze řetězu“, neboť vývoj mezd v EUR by jinak mohl ovlivnit konkurenceschopnost některých částí ekonomiky. Principiální otázkou se pro něj zdá to, zda o něco nižší inflace a o trochu silnější kurz dostatečně razantně přepisují prognózu, která na horizontu transmise mířila ke 4%. Toto se neodvažuje soudit na základě měsíčních dat. Pokud byl minule pro zvyšování sazeb, tak určitě nyní vidí tuto urgenci jako výrazně nižší. Může se stát, že je poslední vývoj šum, a že je tedy v souladu s naší historikou z 10.SZ, což by jednoznačně hovořilo pro zvýšení úrokových sazeb. Může se naopak ukázat, že jsme něco špatně odhadli a že kurz posune inflaci dále dolů. Nejlepší strategií podle něj bude počkat na další informace.

Vrchní ředitel Frait: Platí, že již v červencové i v říjnové prognóze viděli někteří členové bankovní rady rizika předpovídaného vývoje korigované inflace bez pohonných hmot, kde se nárůst směrem vzhůru zdál jako historicky neadekvátní. Sám je zastáncem „history dependent policy“, takže podle něj zde toto riziko existuje. Dále obecně platí, že nás v posledních letech překvapoval kurz směrem dolů, z tohoto důvodu byly inflační prognózy oproti následnému vývoji spíše proinflační. V hledání příčin tohoto vývoje, je zde možné diskutovat strategii chování centrální banky resp. bankovní rady. V minulosti na půdě bankovní rady prezentoval woodfordovskou variantu krátké inflační vlnky, která by měla „napravit“ inflační očekávání. Taková varianta by nicméně musela být spojena obdobím extrémně nízkých úrokových sazeb,

čímž by bankovní rada napravila představu o svém rozhodování a o své toleranci vůči zhodnocování měny. Není si nicméně jist, zda by takové řešení bylo optimální.

Dále se domnívá, že debata, která probíhala při otevřeném jednání, byla velmi nemakroekonomická. Osobně by doporučoval přiklonit se spíše k debatě o hospodářském cyklu a o rovnovážných trajektoriích, než debatovat o mléku, hotelích a letištích. V budoucnu bude nutné obnovit debatu o rovnovážných trajektoriích, obdobně, jako se při projednávání lednové situační zprávy podařilo díky jeho tlakům a tlakům guvernéra snížit rovnovážné reálné sazby a zvýšit rovnovážné reálné zhodnocování. Průběh kvartálních prognostických cvičení vidí jako hlavní příležitosti bankovní rady vyjevit své preference a názory ohledně dlouhodobých trendů v ekonomice. Fundament diskuze se musí odehrávat nad prognózami a zejména nad rovnovážnými veličinami.

Pokud jde o aktuální vývoj, pak skutečně naznačuje relativně nízká inflační rizika, a to nejen z důvodu vývoje kurzu, ale také z důvodu vývoje ekonomické aktivity. Je ale nutné zopakovat, že samotná prognóza nepočítá s nárůstem inflačních rizik jako takových, měnověpolitická inflace v ní byla stále poměrně nízká, i když byla konzistentní s určitým nárůstem úrokových sazeb. I když lze obě poslední prognózy považovat za poměrně proinflační, jejich komunikace byla velmi umírněná.

Uvádí, že není zastáncem cílování inflace v čistém teoretickém pojetí modelu Svenssona. V době svého příchodu do bankovní rady viděl vhodný přístup spíše v přístupu implicitního cíle FEDu a jeho pragmatické politiky, nyní ho vidí v politice bank jako je švédská Riksbank či Bank of England. ČNB je v rozhodování o vhodném mechanismu měnové politiky na určitém rozcestí, kdy na jednu stranu vidíme, že v ekonomice přetrvávají velmi nízké inflační tlaky, na druhou stranu začínáme cítit důležitost finanční stability a rizik s ní spojených. Tato problematika bude vyžadovat rozsáhlejší budoucí diskuzi, technické řešení může souviset s natažením horizontu měnové politiky, nebo zanesením rizik v strany cen aktiv do novějších modelů apod. Osobně se domnívá, že došlo k určitému zlomu, kdy bychom měli větší váhu přikládat finanční stabilitě, rád by viděl sazby o něco výše, než jsou dnes, navzdory tomu, že je inflace velmi nízká. Pokud by ale bankovní rada k argumentaci finanční stabilitou přistoupila, pak by tak měla učinit ve vhodném období, současná situace vzhledem k nízké inflaci a k vývoji koruny k této změně není vhodná.

Vrchní ředitelka Erbenová: Minule komentovala novou prognózu v kombinaci s doporučením SMS ohledně sazeb tak, že se jí to jevilo jako náznak biasu v prognóze směrem dolů. Toto její přesvědčení se za poslední měsíc jenom prohloubilo. Zdá se jí, že se při diskuzi o příští prognóze by se měla odehrát zásadní diskuze nejenom o fundamentálních trajektoriích, ale také o nastavení výchozích podmínek prognózy. Skutečná říjnová inflace byla poměrně výrazně nižší než naše očekávání, část z jejího poklesu lze přisoudit významnému efektu základny, navíc se zde zřejmě projeví i některé další vlivy. Z pohledu prognózy se jedná o zpožděný indikátor, což spojuje zaznamenanou inflaci a její vývoj s nastavením výchozích podmínek prognózy a s otázkou správnosti našeho ohodnocení míry otevřenosti mezery výstupu do kladných čísel a jejího dalšího vývoje. S výjimkou aktuálního kurzu USD/EUR se naplňují vnější předpoklady prognózy.

Odchylka v předpokladu o kurzu CZK/EUR vyjádřená v čtvrtletním v průměru zatím není zatím příliš velká, silnější kurz se do inflace začal promítat teprve nedávno. Významnější materializace tohoto rizika je podmíněna tím, že se kurz posunul na jiné hladiny a je zde určitá pravděpodobnost, že na nich setrvá. Z hlediska dalších témat, které stojí za to diskutovat, je zde

otázka cen ropy a energií. Zde se jí ale zdá, že nám poslední vývoj neposkytuje příliš mnoho nových informací ve smyslu překonání hlavní nejistoty vývoje těchto cen, kterou je podle jejího názoru další vývoj světové konjunktury a její geografické rozložení. Čistě algebraicky potom dosavadní vývoj cen pohonných hmot a odchylka od prognózy v posledních číslech zakládají riziko směrem dolů.

Ceny potravin neumíme diskutovat, ale musíme se smířit s tím, že vzhledem k jejich skoro třetinové váze v CPI mohou na vývoj skutečné inflace velký vliv, což se ukázalo i v říjnu. Doporučuje zde nepodcenit vývoj v příštím roce v souvislosti s rozšířením Evropské unie o dvě země s velice silným zemědělským sektorem.

Zhodnocování kurzu koruny je v poslední době tažené oslabováním dolaru, což má na jedné straně bezprostřední vliv na korunu a euro, ve vzdálenějším horizontu nastoluje riziko poklesu dynamiky exportů. Může se mírně zvyšovat pravděpodobnost scénáře korekce existujících globálních nerovnováh, možná by stálo za to oprášit naše diskuze o důsledcích takového vývoje, jednak pro naši obchodní bilanci, ale zejména pro rozhodování ECB. Další významná kategorie signálů je z mzdové oblasti, které by mohly indikovat, že je naše prognóza kladné mezery výstupu nadhodnocená, potenciál poptávkových inflačních tlaků slabší a proto i trajektorie zvyšování úrokových sazeb v prognóze je proti skutečné potřebě příliš strmá. Toto možná i částečně naznačuje rozdíl mezi tržními sazbami a naší implikovanou trajektorií, který se v posledním měsíci dále prohloubil. Beze zbytku podepisuje úvahu o finanční stabilitě a o nutnosti se určitým způsobem vůči této věci vymezovat. Z hlediska dynamického programování by bylo samozřejmě lepší, pokud bychom měli sazby výše, protože při dalším problému s přetrvávající nízkou inflací a nízkými úrokovými sazbami by pak centrální banka měla větší instrumentarium, jak tomuto vývoji čelit. Současně však souhlasí s tím, že v současnosti není správná chvíle pro pokus o takovouto „strategickou“ normalizaci sazeb.

(v tuto dobu odešel viceguvernér Niedermayer na telekonferenci Generální rady ECB)

Vrchní ředitel Holman: Situační zpráva působí nekonfliktním dojmem, obsahuje samá protiinflační rizika, kurzový vývoj, mzdový vývoj ceny ropy a podobně, žádné proinflační riziko s výjimkou rizika růstu v zahraničí, které ale nevidí jako významné. Z tohoto pohledu se mu tak zdá, že jsme ještě mohli počkat i s posledním zvýšením úrokových sazeb v září. Má určité pochybnosti o rostoucí trajektorii implicitních sazeb v prognóze, neboť se domnívá, že SMS systematicky podceňuje apreciační trendy. SMS podle jeho názoru rovněž nedoceňuje vazby mezi košem regulovaných a neregulovaných cen, kdy při růstu regulovaných cen dochází k vyčerpání důchodů domácností přičemž pak nezbyvá na zboží s neregulovanými cenami. Pokud je tedy větší inflace regulovaných cen, pak musí být nižší inflace cen neregulovaných. Má SMS nějaké důchodové vazby v modelu? Zdá se mu, že SMS uvažuje o inflaci regulovaných cen izolovaně.

Ředitel SMS: V prognóze samozřejmě existuje vazba mezi růstem reálných disponibilních příjmů a spotřeby. To znamená, že vyšší inflace z titulu regulovaných cen znamená nižší růst spotřeby a nižší poptávkové tlaky na zbytek spotřebitelského koše. Naopak nižší spotřebitelské daně vedou k vyššímu růstu reálných disponibilních příjmů a k vyšším poptávkovým tlakům.

Guvernér Tůma: Existuje zde ale také kanál prostřednictvím inflačních očekávání.

Vrchní ředitel Holman: Těchto kanálů bude více, ale obdobnou úvahu v situační zprávě nikde nevidí. Z hlediska vyhodnocení měnových podmínek je otázkou, čím je ovlivněna pokračující kurzová apreciacie, zda vývojem platební bilance, či očekáváními investorů, která jsou podložena fundamenty jako je hospodářský růst a další. Osobně se domnívá, že vývoj platební bilance je spíše doprovodným jevem, a že je apreciacie hnána očekáváními a bude dále pokračovat. Co se týče trhu nemovitostí, domnívá se, že zde existuje určité nebezpečí bubliny. Jak se dočítá bohužel z tisku a ne ze situačních zpráv, rostou ceny nemovitostí v Praze tempy 20-30%. Zdá se mu, že je toto hnáno iracionálními a přehnanými očekáváními. SMS by měla nad tímto více bdít a bankovní rada by měla dostávat kontinuální informace, o tom, jak se situace vyvíjí.

Vrchní ředitel Řežábek: Záležitost trhu s byty již byla částečně komentována, otázkou zde je i to zda může mít výsledek soudu ve Štrasburku významný vliv na vývoj nájmu v České republice. Za důležitější považuje skutečnost, že při inflačním cíli ve výši 3% bude průměrná inflace za rok 2006 opět pod cílem, tato odchylka může být relativně významná o cca 10- 35% cíle. V souvislosti s dlouhodobým podstřelováním cíle ho vyděsily názory, že nás inflace neustále překvapuje. Připomíná, že se nedávno bankovní rada bavila o tom, že v dohledné době bude česká koruna neustále apreciovat, což není v souladu s předpoklady prognózy o vývoji nominálního kurzu. V modelu je tak zřejmě systémová chyba a měli bychom uvažovat, co udělat s modelem.

Růst v eurozóně a ceny ropy jsou v modelu přebírány podle publikace Concensus Forecast, přitom u kurzu CZK/EUR je jeho predikce od predikce Concensus Forecast rozdílná. Poté jsme ale opět vývojem kurzu překvapeni. Není možné k tomuto problému takto přistupovat donekonečna. Již se objevily první hlasy z asociace exportérů, že kurz CZK/USD začíná být velkým problémem. Je zde podle jeho názoru přitom souvislost mezi našim podstřelováním cíle inflace a zmíněnou systematickou chybou predikce kurzu, což by mělo vést k zamyšlení se nad tímto problémem.

Je také pro zdrženlivost proti prudkým reakcím, domnívá se, že jsme v září reagovali ukvapeně. Domnívá se, že měnová politika nereaguje dlouhodobě, ale pouze na krátkodobé impulsy, kdy se necháme vyprovokovat, zareagujeme a pak jsme překvapeni.

Guvernér Tůma: Domnívá se, že debata je dnes ovlivněna několika šoky, které nemají nic společného s vývojem fundamentálních veličin ani s modelem. Nedomnívá se, že by rozhodnutí bankovní rady v září bylo ukvapené, bylo založeno na základě rovnovážných trajektorií, ke kterým jsme dospěli na základě vývoje fundamentálních veličin. Šoky samozřejmě mohou toto vyznění tlačit jiným směrem, ale pouhá jednorázová změna kurzu nezasluhuje panickou reakci.

V rámci diskuze o cílování inflace uvádí, že podle něj nikdy nikdo nepoužíval cílování inflace ve striktní podobě. Pamatuje si např. článek S. Cecchettiho ve Financial Times, kde autor argumentoval, že striktní inflační cílení je špatné. Hlavní problém, který s tímto článkem měl, je ten, že všechny centrální banky cílování inflace používají jako flexibilní nástroj, který vytváří především rámec pro rozhodování. V této souvislosti uvedl příklad přístupu Riksbank, Bank of England či dalších. V měnové politice se objevuje hodně expertního posouzení, ať již při práci s modelem, nebo mimo model. Domnívá se, že v ČNB děláme měnovou politiku podobným způsobem, model nefunguje na zmáčknutí knoflíku, v procesu je řada interakcí s bankovní radou. Bankovní rada má pro filtraci rizik několik úrovní, jednou je expertní hodnocení na úrovni SMS,

další pak debata bankovní rady samotné. To, že se bankovní rada vymezuje vůči modelu, je naprosto korektní. Většinou se bankovní rada s pohledem SMS a s pohledem prognózy ztotožňuje, samozřejmě si nejvíce pamatujeme příhody, kdy se s predikcí neztotožníme. Ať použijeme jakýkoli model či přístup, vždy existují rizika, která existují mimo model, a rizika, která jsou v modelu. My o nich musíme vědět, musí být určitým vstupem pro naše rozhodování. ČNB má relativně malý model, například Bank of England ho má mnohem komplikovanější. Tím se sice nějaká rizika odstraňují, na druhou stranu se musí do procesu měnové politiky vkládat mnohem více expertního hodnocení v modelu. To, že má náš model rizika víme, nedomnívá se ale, že by přístupy jiných centrálních bank a analytiků byly nějakým způsobem superiorní.

Dobrým příkladem je zde šok do kurzu. Bylo zde řečeno, že se historika prognózy jeví konzistentně, ale že je utržena od reality. Pamatuje si na debatu, kdy bankovní rada tlačila SMS k tomu, aby si nehrála s kurzem USD/EUR a s ropou a používala Concensus Forecast. Tehdy dostal mail od jednoho člena SMS, který napsal, že „i hloupý sedlák může mít nejlepší brambory“. Jinými slovy, stačí se podívat na data za poslední dva roky a na základě extrapolace zformulovat prognózu do budoucna. Tato jednoduchá prognóza bude v převažujícím počtu případů velice slušná, problém je ale v tom, že tato metoda nemá šanci trefit obraty trendu, které jsou ale pro nás klíčové. V tomto by měl spočívat vpředhledící přístup měnové politiky. Přístup analytiků ve většině případů spoléhá právě na extrapolaci a na expertní hodnocení, v řadě případů vycházejí jejich prognózy velice dobře, nemohou ale odrazit strukturální změny v ekonomice. V rámci vpředhledícího přístupu k měnové politice se neobejdeme bez modelu, který je zjednodušeným popisem reality, a který s sebou nese rizika. Tento model nám ale může pomoci trefit obrat. Příkladem může být situace před několika lety, kdy jsme jako jediní trefili obrat ekonomické aktivity a akceleraci ekonomiky. Samozřejmě zde nechce generalizovat, příště s nám toto povést nemusí. My šoky a posun úrovní například u kurzu dostáváme do modelu tím, že ho promítneme do výchozích podmínek. Je zde tedy závislost na minulé úrovni, aktuální vývoj do modelu dostáváme, ale ne metodou extrapolace.

V daném okamžiku čelí Bankovní rada souběhu několika šoků. Připomíná situaci z konce 90tých let, kdy došlo k podobnému souběhu několika šoků a kdy ropa spadla z úrovní kolem 20-25 USD/barel na 8-10 USD/barel, došlo i k poklesu cen potravin. Takovýto vývoj nebyl předpovězen ani žádnými jinými modely. U ropy tak neví, jak se k ní postavit lépe, než prostřednictvím Concensu Forecast. Byl by nerad, abychom si zde hráli na experty. V minulosti jsme měli štěstí v tom, že když šly ceny ropy vzhůru, tak USD oslaboval, takže se tyto vlivy částečně rušily. Nyní dochází k souběhu, takže nás vývoj tlačí jedním směrem: dolar padá, ropa padá a do toho ještě přišel pokles cen potravin. Jejich vývoj je pro něj osobně poněkud neočekávaný, neboť zde došlo ke konsolidaci výrobců, navíc se zdá, že úroda obilí bude letos špatná, což by mělo tlačit ceny nahoru. Uvedené odchylky jsou riziky, která stojí mimo model. Na základě těchto šoků by modelovou prognózu neodsuzoval.

Uvádí, že jak ropa, tak kurz jsou položky, které predikčně výjimkujeme, takže by se neobával kredibility vysvětlení, proč jsme se dostali významně pod naši prognózu. Jak bylo uvedeno také ve stanovisku poradce, je smůla, že k tomuto souběhu šoků došlo v momentu, kdy jsme očekávali dno poklesu inflace, takže situace opticky vypadá horší, než ve skutečnosti je.

U cen nemovitostí se snažíme dotlačit ČSÚ, aby nám dával co nejlepší data, což je dlouhodobý proces. Táže se ředitele SMS, zda je zde nějaká dohoda s ČSÚ o systematictějším přísunu dat.

Ředitel SMS: ČSÚ postupně zlepšuje publikované údaje o cenách nemovitostí. Údaje o cenách realitních kanceláří nakonec z důvodů nezatěžování respondentů nebude sbírat. Zdrojem dat budou tak i nadále pouze data z administrativních zdrojů, tedy z daňových přiznání. ČSÚ se bude snažit přejít na pololetní frekvenci uveřejňování s kratším zpožděním. Doposud ale systém nefunguje, jak poznamenal poradce ve svém stanovisku, a oficiální data jsou prozatím dostupná pouze za rok 2004. SMS zahrnuje přílohu k vývoji cen nemovitostí do každé velké situační zprávy, kde se snaží extrapolovat minulý vývoj na základě nabídkových cen realitních kanceláří, tak jak je sledujeme na trhu a z anekdotické evidence, což je momentálně jediné, co je možné v situaci datové absence dělat. Poradce se ve svém stanovisku rovněž opřel o nabídkové ceny, které samozřejmě mají nevýhodu v tom, že to nejsou ceny, za které se nakonec obchody realizují.

Guvernér Tůma: Situace s daty je tedy tristní, samotná anekdotická evidence je rovněž diskutabilní. Noviny v minulosti rovněž psaly, že až vstoupíme do EU, ceny nemovitostí porostou, což nenastalo. Podle názorů některých developerů v oblasti bydlení ceny tento rok tlačí nahoru očekávání zvýšení DPH na bytovou výstavbu, přičemž je zde vysoká nejistota ohledně výjimek pro tzv. sociální byty, kde nikdo přesně neví, jaká bude finální situace. Developeri tvrdí, že jasné zvýšení DPH na 19% by trh celkem bez problémů strávil, dopad na ceny nebude dramatický.

Vrchní ředitel Řežábek: Jestliže ceny stavebních hmot rostou řádově do 10%, a cena bytů v Praze stoupá o 20-30%, pak je zde vůle na absorbování zvýšení DPH.

Guvernér Tůma: Samozřejmě se dá nalézt oblast, kde ceny rostou rychleji, vývoj v jedné oblasti by ale nepřeceňoval. Trh je momentálně poměrně saturovaný. Důležité zde je, že úvěry na bydlení rostou dvojcifernými tempy. Může zde být nějaký strukturální zlom související se změnou DPH. Oblast finanční stability dostává na významu.

Jeho závěr je takový, že přes šoky, které jsme inkasovali, se nedomnívá, že se mění jeho vnímání české ekonomiky. Ta je podle jeho názoru nadále poměrně rychle rostoucí, přes tento rychlý růst zůstává nízkoinflační ekonomikou. Z hlediska fundamentálního fungování ekonomiky zde nevidí žádné fatální selhání, ale samozřejmě tyto šoky znamenají dopad do inflačních očekávání. Uvidíme jak se promítnou tyto jiné úrovně do výchozích podmínek v další prognóze. Je velmi pravděpodobné, že to trajektorie rovnovážných veličin srazí dolů.

Viceguvernér Singer: Do druhého kola diskuze si dovolí poznamenat, že na základě zkušenosti z předchozího otřesu v polovině 90tých let si dovolí tvrdit, že mzdy by se měly posuzovat především ve vazbě na vývoj produktivity práce. Zde se vytvářejí průsaky, které mohou vést k ovlivnění zahraničního obchodu a inflace. Ve vztahu k růstu HDP a od něho se odvozující produktivity práce případně ve vztahu k růstovým odhadům průmyslu je tak tříprocentní růst mezd jednoznačným protiinflačním faktorem. Domnívá se, že problematiku finanční stability si bude muset bankovní rada vydiskutovat více, protože existují hned dvě dimenze tohoto problému. Jednak problematika finanční stability vzhledem k vývoji cen bytů, vedle toho vztah k vývoji podnikové sféry. I když je toho názoru, že v současnosti umějí podniky velmi dobře provázat měnu úvěru s měnou příjmů, reakce, kterou bychom z důvodu finanční stability zvyšovali sazby, by naopak vedla naopak k destabilizaci podnikové sféry a dlouhodobých úvěrů. Zdaleka se tak nejedná o jednosečný nástroj. Otázka stability ho vede také k tomu, zda se mají používat měnové, nebo daňové nástroje. V Evropě máme poměrně čerstvé příklady z minulosti, kdy Švédsko zvyšovalo sazby hluboko pod cílem, což bylo vysvětlováno pouze stabilitou, oproti

tomu je mu mnohem sympatičtější přístup Dánska, kde se centrální banka dohodla s ministerstvem financí a protlačila přes parlament jednorázové zvýšení některých daní spojených s bytovou výstavbou.

Ve vztahu ke kurzu se domnívá, že u všech čísel, která ovlivňují ekonomický fundament stojící za kurzem, došlo k jejich mírnému zhoršení. Vedle ekonomického růstu, který kurz nepochybně táhne, se vývoj obchodních a dalších bilancí mírně zhoršuje. Jeho důvěra, že kurz může pokračovat v této apreciaci je tak nižší než loni, kdy kurz rovněž prudce posiloval. Přesně nechápe připomínku vrchního ředitele Frait k trajektorii apreciaci kurzu v modelu. V modelu apreciaci zabudovanou máme a to poměrně mohutnou, přesto model generuje nominální znehodnocování. Na kurzu jsme přitom podle grafu ze stanoviska poradce šokování konzistentně od 7.SZ 2004, což je již těžko schopen shrnout pod pojem šok. Jedná se o konstantu, což je problém modelu, před čímž si nemůžeme zakrývat oči.

Vrchní ředitel Frait: Ve své poznámce o cílování inflace nemyslel ani tak diskuzi o flexibilním oproti striktnímu cílování inflace, ale spíše mezi modelovým flexibilním svenssonovským cílováním, kdy se centrální banka dívá pouze na inflaci a výstup a optimální mix jejich variability a mezi praktickým přístupem centrálních bank, které v cílové funkci zohledňují i jiné veličiny, např. finanční stabilitu. Pokud jde o model, nehovořil o trajektorii reálného kurzu, tu si v podstatě prosadil v lednu, hovořil spíše o tom, že se můžeme pobavit maximálně o změně rizikové premie, což je poslední veličina, která nám zbývá pro to, aby se model choval jinak. Druhou variantou je zasáhnout do reakční funkce, což je velmi obtížné, aby se model udržel ve funkčním stavu. Podle jeho názoru za odchylkami kurzu stojí problémy, které jsou modelem nezachytitelné, jednou z nich je právě vychýlenost očekávání ohledně chování centrální banky na jednu stranu.

Pokud jde o finanční stabilitu, souhlasí s tím, že nejde pouze o vývoj cen nemovitostí. Proti střídání vln pesimismu a optimismu lidí se dá těžko bránit, hodnocení mnohých investičních projektů je dáno manažerským nulajedničkovým rozhodnutím, které hodně závisí na intuitivním výhledu. I to, že centrální banka varuje, že i v období růstu existují rizika, má svojí hodnotu. Pokud jde o daňové vlivy na ceny nemovitostí, domnívá se, že bychom měli spíše podpořit snahy ministerstva financí, aby se odstranily daňové odpisy úroků z hypoték.

Guvernér Tůma: Je pravdou, že predikování kurzu je náš dlouhodobý problém, na druhou stranu postrádá konkrétnější návrh, co s tímto vývojem udělat. Sám nedokáže vysvětlit letošní rychlou apreciaci. Během 90tých let byla reálná apreciacie kolem 4-5%, připadá mu legitimní očekávat, že by měla v čase klesat, což byl náš předpoklad. Přepokládali jsme rychlejší pokles reálné apreciacie ke konci dekády, kterou jsme pak po vývoji reálné apreciacie v posledních letech opět zvedli, očekáváme, že bude vyšší a déle trvající. Možná, že je i toto málo, debata není o struktuře modelu, ale o rovnovážných trajektoriích, které do modelu vstupují svým způsobem exogenně. V souvislosti s poznámkou viceguvernéra Singera o systematické chybě prognózy kurzu uvádí analogii se střelcem, který má pušku s vychýlenou muškou, ale který o tomto ví a může podle toho střílet. Pokud si systematicky ověříme, že se kurz vychyluje jedním směrem, je možné toto vzít v úvahu. Modelová prognóza je pouze vstupem do rozhodování bankovní rady, která vyžaduje často korekce od aparátu SMS, a často se rovněž sama vůči prognóze dále vymezuje. Dlouhodobě pak inflaci netrefujeme příliš špatně, takže možná již umíme střílet s puškou s vychýlenou muškou. Samozřejmě by bylo lepší mít „pušku“, která vychýlená není, na

druhou stranu však každá změna modelu vede ke zvýšení volatility a tedy ke zhoršení situace. Ve změnách nástrojů je tak třeba být obezřetný.

Vrchní ředitel Frait: Problémem není ani tak to, že bychom měli zcela špatnou trajektorii reálně kurzové aprece, ale to, že se nám nedaří její rozdělení mezi inflační diferenciál a nominální zhodnocení kurzu. Neví jak toto změnit jinak, než nějakým „brutálním“ zásahem do měnové politiky, který ale nedoporučuje.

Vrchní ředitelka Erbenová: Teoreticky vzato je toto rozložení ve středním až dlouhém horizontu pod kontrolou centrální banky. Toto kontrastuje s její analytickou evidencí chování bankovní rady za posledních šest let, které cílilo jiné rozložení, respektive trh toto rozložení upravil výrazně ve prospěch nominálního zhodnocení koruny. Toto může být špatnou komunikací ČNB, která vytváří expektace na to, že nemáme symetrické vnímání cíle, může to být tvrdou historickou evidencí, která byla na straně podstřelování inflačního cíle, může to být kombinováno i s vpřed hledícími úvahami o vstupu ČR do EMU a námi komunikovanou nutností snížit inflační cíl. Může se jednat o hluboké behaviorální vazby v ekonomice, která nikdy nebyla inflační, přičemž zde existují vzorce chování či uvažování, které pocházejí svým způsobem již z první republiky. Nejspíše se jedná o kombinaci všech těchto faktorů dohromady.

Vrchní ředitel Holman: K inflačnímu cílování se domnívá, že je bankovní rada dosti svázána jak inflačním cílem, tak modelem inflační prognózy, neboť máme nepodmíněnou prognózu s trajektorií implicitních sazeb, kterou se pak bankovní rada řídí. Pokud model a SMS říká, že trajektorie úrokových sazeb je rostoucí, pak bankovní rada rozhoduje pouze o časování navýšení těchto sazeb. Jednoduchost našeho modelu považuje za riziko. Kdyby tam bylo něco chybně nastaveného, pak nám to dlouhodobě generuje špatnou trajektorii implicitních sazeb a bankovní rada se může dlouhodobě chybně rozhodovat. Vítal by, kdyby byl model strukturálně složitější a větší.

Analýzou trhu nemovitostí nemyslí to co se píše v novinách, tedy to co si myslí majitelé realitních kanceláří, ale myslí tím fundamentálnější analýzy, které by porovnály vývoj cen nemovitostí v poměru k vývoji kupní síly, srovnání hladiny cen nemovitostí v ČR a v zahraničí apod.

Viceguvernér Singer: Vrací se k asymetrii kurzu v modelu, o které se již bankovní rada baví delší dobu. Pokud dokážeme model extendovat o mzdovou Philipsovu křivku, pak si dokáže představit to, že by model dostal měl reakční křivky centrální banky. V první budou parametry asymetricky závislé přes kubickou funkci na odchylce od cíle, kdy bude dávat vyšší váhu na odchylku směrem nahoru a nižší váhu na odchylky směrem dolů, v druhé by byla modelována dnešní bankovní rada. Není si jistý, zda je toto tak náročné například v porovnání se stavbou DSGE modelu.

Vrchní ředitel Řežábek: Pokud dlouhodobě nevychází predikce kurzu, je třeba hledat alternativy. V některých oblastech prognózy přebíráme Concesus Forecast a nereagujeme na aktuální vývoj, u predikce kurzu máme jiný přístup. Osobně nepreferuje ani jeden, ani druhý přístup, ale nelze takto postupovat dlouhodobě. Pokud se podíváme na průměrnou roční výši inflace, výsledkem je jednoznačné podstřelení. Velice ho překvapil názor, že výjimkujeme ropu a kurz. Domnívá se, že tomu tak není, protože pokud se podíváme zpětně na prognózy a na tiskové zprávy, jsou tyto položky velice často diskutovány a používány ke zdůvodnění postupu ČNB.

Guvernér Tůma: Ve svém vystoupení měl na mysli primární dopady těchto změn.

Vrchní ředitel Řežábek: Přimlouval by se o to, aby bankovní rada v horizontu několika měsíců provedla diskuzi na téma budoucího vývoje platební bilance. Pokud se někde můžeme dostat do problémů, pak je to v této oblasti. V letošním roce se očekávaly dividendy ve výši cca 80 mld.CZK, na příští rok se počítá s dividendami v řádu 90-100 mil. CZK, což je poměrně výrazný růst. V okamžiku, kdy by se zpomalily zahraniční investice, můžeme se dostat do problémů s platební bilancí.

Vrchní ředitelka Erbenová: Čísla o dividendách ve velké situační zprávě byla v analýze platební bilance.

Guvernér Tůma: Jedná se relativně nový fenomén, zahraniční investice začaly vydělávat zhruba před třemi roky. Koneckonců některé názory na vývoj kurzu především ze zahraničí se začínaly měnit především s odvoláním na zmíněný vývoj platební bilance. O to překvapivější je to, že kurz poskočil apreciačním směrem.

Vrchní ředitel Řežábek: Trhy podle něj vnímají, že je náš růst výrazně vyšší než je tomu v eurozóně, naše inflace již tolik rozdílná není.

III. Závěrečné hlasování:

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

IV. Úkoly

Nebyly zadány.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 2,50 %.

Zapsal: M. Hlaváček, poradce bankovní rady