

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 25. ledna 2007

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér L. Niedermayer, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitel M. Hampl, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel V. Tomšík.

I. Diskuse navazující na prezentaci 1. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Úvodem poukazuje na přílišnou délku situační zprávy. Táže se, zda by bylo teoreticky možné v rámci rozšířeného modelu, ve kterém je vývoj mezd endogenní, provést citlivostní analýzu na vývoj nominálních mezd.

Poukazuje na nutnost lepšího vysvětlení změny modelu ve Zprávě o inflaci s ohledem na novou definici pojmu output gap. Output gap v původním významu je součtem output gapu v novém pojetí a mzdové složky. Požaduje lepší způsob komunikace, aby se vyloučila možnost zmatení veřejnosti, navrhuje například změnu terminologie.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Komunikace rozšířeného QPM pro veřejnost měla být ošetřena příslušným boxem v ZoI. Po dnešní diskuzi bude ZoI ještě upravena podle vznesených připomínek, aby nedošlo ke zmatení pojmů ohledně nové definice output gapu. Kromě toho bude rozšíření modelu prezentováno na setkání s analytiky.

Viceguvernér Niedermayer: Zmiňuje to, že na trhu se již objevily cigarety zatížené vyšší spotřební daní a poznamenává, že se opět předpokládá snížený průsak daní do inflace na úrovni 20 % . Táže se, zda se to tedy již stalo stabilní součástí prognostického aparátu.

Odpoověď SMS: Se sníženým průsakem daní na cigarety do inflace se pracuje systematicky již delší dobu, cca od roku 2003. Otázkou je, zda změna spotřební daně na cigarety nemůže mít jiný dopad než případná změna základní sazby DPH, kde se to týká nezbytného zboží.

Viceguvernér Niedermayer: Vyjadřuje pochybnost ohledně nižšího růstu mezd u nejméně placených zaměstnanců, který se předpokládá v SZ. Domnívá se, že nejnižší mzdy byly stlačeny dovozem levné pracovní síly, ale že tento vliv už naráží na hranice svého působení. Jako příklad uvádí již možná těžko udržitelnou situaci v maloobchodě.

Odpoověď SMS: Předpoklad, že nejnižší mzdy porostou pomaleji než průměr, se opírá o dlouhodobě pozorovaný nárůst disperze mezd v populaci od stavu, kdy byly mzdy poměrně nivelizovány, směrem k situaci typické pro běžné tržní ekonomiky. Předpokládá se, že tento trend bude ještě pokračovat.

Viceguvernér Niedermayer: Vyjadřuje pochybnost ohledně předpokladu, že prodlužující se splatnost úvěrů znamená jejich vyšší dostupnost pro příjmově slabší domácnosti.

Odpoověď SMS: Prodlužování splatnosti úvěrů znamená nižší splátky, což by mohlo vést k vyšší dostupnosti úvěrů, nicméně nelze tento vliv přeceňovat.

Viceguvernér Niedermayer: Vyjadřuje uspokojení s tím, že SZ obsahuje alternativní kurzové simulace. Navrhuje pro příště prezentovat výsledky ve formě vějířového grafu a také to, aby byly simulace provedeny symetricky.

Viceguvernér Singer: Žádá sekci o upřesnění, jak by se prováděly symetrické simulace šoku v případě parametru autoregrese.

Odpoď SMS: Citlivostní kurzové scénáře představují typ vějířového grafu, resp. daly by se do klasického vějířového grafu transformovat. Technicky je možné postupně rozpouštět kladné i záporné reziduum, podle nastavení výchozí hodnoty kurzu. V aktuální situační zprávě však byly tyto citlivostní scénáře chápány spíše asymetricky, tj. byly zpracovány pouze v apreciačních variantách.

Viceguvernér Singer: Táže se, zda byla v současné prognóze změněna citlivost vůči změnám ceny ropy.

Odpoď SMS: Citlivost vůči ropě se ani v NTF ani v QPM nemění. ČNB má ve srovnání s ostatními bankami v ESCB spíše nižší citlivost predikce vůči změnám ceny ropy. To je ale způsobeno mj. tím, že na rozdíl od mnoha jiných bank máme model s endogenní měnovou politikou, a tak reportujeme celkový dopad včetně tlumících akcí měnové politiky.

Viceguvernér Niedermayer: Poznává, že pro ECB je to údajně irelevantní, protože na horizontu nejučinnější transmise tyto efekty vymizí.

Viceguvernér Singer: Zmiňuje informace, že došlo ke zlepšení schopnosti čerpat prostředky z fondů EU. Také nový rozpočet představuje dramatickou změnu. Dotazuje se, zda jsou tyto změny fiskálního prostředí zpracovány v predikci kurzového vývoje.

Odpoď SMS: Ze simulací založených na předpokladech z programového prohlášení vlády vyplývá schodek veřejných rozpočtů 3,5 -3,6 % HDP. Na straně výdajů se jedná o cca 20 mld. dodatečných výdajových škrťů a další škrty v mandatorních výdajích. Na straně příjmů povede sjednocená daňová sazba k růstu příjmů.

Viceguvernér Singer: Odkazuje na diskuze provedené v SZ a ve stanovisku poradce SAOEV a táže se, jestli se SMS zabývala možností připustit na nějakou dobu záporné hodnoty rovnovážné reálné sazby.

Odpoď SMS: Rovnovážná reálná sazba může být záporná. Nedávno nebylo představitelné, aby rovnovážná reálná sazba byla nižší než v Německu, pak byl tento mentální blok překonán, to samé se může stát i v tomto případě. Ostatně po vstupu do EMU tomu tak pravděpodobně bude, pokud bude pokračovat reálné zhodnocování.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o změně modelu): Uvádí, že při změně modelu došlo k tomu, že tři hlavní složky, které tvoří vlastní vstup SMS do predikce, tj. model samotný, rovnovážné trajektorie a expertní úsudek byly změněny tak, že mají tendenci predikovat vyšší inflaci a vyšší sazby, což je více než kompenzováno exogenními vlivy. To ve světle dosavadních zkušeností považuje za kontrainuitivní a žádá SMS o vysvětlení.

Odpoď SMS: Nepředpokládá se, že by rozšířený model prognózoval systematicky vyšší inflaci. Byl postaven tak, aby jeho impulsní odezvy byly v zásadě podobné, ale konkrétní prognóza se může lišit oběma směry. Rozdíly v nulté verzi jsou dány i tím, že prognóza podle rozšířeného modelu neprošla celým prognostickým procesem v SMS, který zahrnuje i řadu expertních úprav.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o změně modelu): Nejde jenom o modelovou prognózu, ale o všechny tři složky, které máme pod kontrolou. Navazuje to na debaty o vychýlenosti prognóz, o tzv. „zahnuté hlavni“. Je to jakoby se naše hlavě ohýbala ještě více. Vyjadřuje tedy pochybnost o věrohodnosti předpovědi inflace v horizontu šesti čtvrtletí.

Odpoověď SMS: Je pravda, že úpravy rovnovážných trajektorií nevedly k nižší prognóze inflace. Expertní zásahy však nelze hodnotit tak, že posouvají prognózu inflace systematicky směrem vzhůru. Naposledy došlo naopak k tomu, že celý loňský rok byla expertním zásahem tlumena inflace z toho důvodu, že růst regulovaných cen byl považován za nesystematický jev, který se plně nepromítne do inflačních očekávání. Nyní ale ten nadměrně vysoký růst regulovaných cen do značné míry odezněl, a ztratil se tak i důvod i pro tuto expertní úpravu. Jejím opuštěním došlo pouze k nepatrnému zvýšení prognózy inflace. Naopak vzhledem k tomu, že v rozšířeném modelu je jenom cca 45% váha produkční mezery v mezeře reálných mezních nákladů, bude například fiskální impuls působit méně proinflačně než ve starém modelu. Dalšími změnami modelu jsou kromě rozšíření o blok trhu práce změny v modelování klientské prémie a cen pohonných hmot.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o změně modelu): Celkový vliv změn modelu, expertních úprav a rovnovážných trajektorií, tj. těch složek, které má ČNB pod kontrolou zvyšuje prognózu úrokových sazeb o +0,2 +0,3 + 0,3 +0,3 +0,1 +0,2 +0,1 +0,1 p.b. To znamená, že tyto rozdíly se sčítají přibližně na jeden krok měnové politiky. To považuje za legrační v situaci, kdy inflace je systematicky nižší než predikujeme.

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi o změně modelu): Namítá, že vliv expertních úprav je nulový až do poloviny roku 2008.

Odpoověď SMS: Během integrace NTF a modelové predikce dochází běžně ke změnám implikované trajektorie sazeb v rozmezí 0,2-0,3 p. b., proto by se tyto rozdíly neměly přeceňovat. Zvláště ne v situaci, kdy nultá verze není plnohodnotnou, v reálném čase vytvořenou prognózou.

Viceguvernér Singer: Klade otázku, zda bylo zohledněno, že efektivní kurz koruny se pohyboval protisměrně vůči kurzu vzhledem k euru.

Odpoověď SMS: Rozdílný vývoj efektivního kurzu a kurzu vůči euru nebyl zohledněn. Nebyla pro to silná potřeba, kurz vůči euru není hodnocen jako restriktivní. Navíc se nejedná o překvapivý vývoj, některé země regionu možná reálně posilují vůči euru a možná i vůči ČR.

Viceguvernér Singer: Žádá SMS i zástupce Sekce bankovních obchodů o komentář k současnému vývoji na Slovensku, kde NBS odmítala plně stahovat likviditu.

Odpoověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Ano, na Slovensku došlo podruhé v historii k tomu, že NBS odmítla stáhnout veškerou likviditu, ten rozdíl se rovnal objemu devizových intervencí. Tento pokus o něco, co se může podobat konceptu nesterilizovaných intervencí, vedl k poklesu sazeb na úroveň depozitní facility, která je o 1,5 p. b. níže než repo sazba. Za tuto sazbu je však likvidita prostřednictvím O/N facility centrální bankou stahována. Tyto kroky nejsou na trhu hodnoceny příliš pozitivně a je to možno hodnotit jako vnášení dalšího prvku nejistoty do slovenského finančního systému, který se i tak vyznačuje velkými spready a malou likviditou.

Viceguvernér Singer: Táže se, zda došlo k ovlivnění výnosové křivky.

Odpoověď SBO: Ne, vše se odehrává na krátkém konci.

Viceguvernér Singer: Táže se, zda mohou být alespoň částečně opodstatněné úvahy, že zvýšení sociálních dávek povede především ke zvýšení výběru spotřební daně. Předpokládá, že SMS to nepovažuje za kvantitativně důležité, ale žádá o podrobnější informaci.

Odpověď SMS: K možnému de-fakto převodu vyšších transferů do spotřebních daní na alkohol a cigarety asi spíše nedochází, protože velká část těchto vyšších transferů je zvýšení mateřské.

Viceguvernér Singer: S ohledem na revize HDP směrem dolů klade citlivou otázku, zda to může být „volební efekt?“

Odpověď SMS: Revize HDP mohla být teoreticky volebním efektem, ale SMS tento názor nesdílí, předpokládá, že ČSÚ se chová nezávisle.

Viceguvernér Singer: Táže se, na čem je založena predikce cen potravin v roce 2008, kdy rostou rychleji než v roce 2007. Ceny potravin jsou typicky volatilní a obtížně predikovatelné a nedaří se je často předpovědět ani na několik měsíců.

Odpověď SMS: Predikce vyšší inflace cen potravin v roce 2008 pramení z toho, že jsou do značné míry obchodovatelným zbožím a projevuje se tam výhled stabilizace kurzu. Také tam svou roli hraje konvergenční člen, protože ceny potravin jsou úrovně níže než v EU.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o modelu G3): Poznává, že model G3, jehož prognóza je popsána v poslední příloze, vede k ještě rychlejšímu růstu sazeb než model QPM. Požaduje ozřejmení, zda tomu tak je a zda tedy všechny veličiny v tomto modelu se velmi rychle vrací k tomu, co tento model považuje za rovnovážný stav.

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o modelu G3): Táže se, kdy bude v simulátoru k dispozici nový model G3.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o modelu G3): Považuje růst úrokových sazeb v horizontu 12-18 měsíců predikovanou modelem G3 za nerealistický. Nedovede si představit, že by sazby šly takto nahoru po zkušenostech s podstřelováním inflace a apreciací kurzu.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o modelu G3): Požaduje vysvětlení rozdílu mezi QPM a modelem G3 v předpokladu o růstu potenciálního produktu, kdy prognóza QPM je založena na dlouhodobém růstu ve výši 5 %, zatímco G3 pracuje s hodnotou 4 %. Táže se, zda v modelu G3 jsou inflační očekávání plně vpřed-hledící, podobně jako je to předpokládáno u kurzu.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o modelu G3): Táže se, jak relevantní pro měnově-politické rozhodování jsou výsledky prezentované v příloze č. 12, tj. modelu G3. Co je důvodem, že v této prognóze vychází inflace níže než v jádrovém modelu? Je to tím, že se zde nepracuje se změnami nepřímých daní? A dále pak, proč jsou v kurzové rovnici na rozdíl od QPM plně vpřed-hledící očekávání.

Vrchní ředitel Hampl: Co je tedy v G3 modelováno, je to inflace celkového CPI?

Odpověď SMS: Smyslem přílohy 12 nebylo ovlivnit aktuální MP rozhodování. Taková ambice by nebyla na místě, protože se dosud do této modelové prognózy nepodařilo konzistentně zpracovat daňové úpravy a změny regulovaných cen. Důvodem zařazení bylo informovat bankovní radu o současném stavu modelu, který je již v relativně pokročilém stádiu vývoje. Je to reakcí na zadání BR z období zhruba před rokem zpracovat alternativní prognózu, aby BR získala konkrétnější představu o přínosu modelu G3. Jde o to, že mnohé z toho, co je možno modelovat v G3, není

možno modelovat v QPM pro jeho jednoduchost. Například nejsou v G3 potřeba rigidity v nepokryté paritě, neboť jejich funkci plní jiné struktury modelu, podobně jsou v G3 na rozdíl od QPM zavedena vpřed-hledící inflační očekávání. Nicméně impulsní odezvy G3 a QPM vypadají velice podobně.

Predikovaný rychlejší růst exportu proti celkovému HDP je v G3 odrazem pozorované skutečnosti, že produktivita exportu roste rychleji než u zbytku ekonomiky. To je výhodou tohoto bohatšího modelu, že umožňuje zachytit různě rychlý dlouhodobý růst produktivity v sektorech. To ve vysoce agregovaném modelu QPM nebylo možné.

Rozdílně rychlý budoucí růstu sazeb v obou modelech QPM a G3 je způsoben rozdílností rovnice popisující reakční funkci, ve které například není output gap.

Vytvoření simulátoru pro model G3 je hudbou daleké budoucnosti, nejprve je nutno model dokončit, vytvořit ostatní části predikční infrastruktury a simulátor je na programu až na konec. Podobně tomu bylo při zavádění modelu QPM. Postupně byl zaveden GRIP, vyhodnocení plnění inflačního cíle a nakonec simulátor.

Modelována je zatím inflace CPI bez vlivu změn nepřímých daní.

Podrobnější diskuzi o prognóze G3 a rozdílech proti prognóze QPM je navrženo přesunout na zvláštní jednání.

Viceguvernér Singer: Finanční výsledky podniků jsou komentovány pouze ve ZoI a situační zpráva se jim nevěnuje. Přestože si také uvědomuje, že předkládané materiály stále bytní, vyslovuje požadavek, aby tyto údaje byly v SZ analyzovány. Vyplývá z nich, že by se do ekonomiky mohla vrátet dvoukolejnost, která nebyla delší dobu pozorována. Táže se SMS na názor na tuto problematiku.

Vrchní ředitel Holman: Připojuje se k názoru, že předložený text je příliš extenzivní. Poznává, že v novém modelu se zvyšuje význam reálných mezd a tudíž vůbec váha inflačních tlaků z reálné ekonomiky. V této souvislosti se táže, jak se pracuje se mzdami zahraničních pracovníků, kteří podstatnou část svého příjmu vyvezou a nespotřebují v ČR. To by mělo být rozlišeno, protože transmise reálných mezd do inflace jde přes především přes spotřebu.
Odpověď SMS: Mzdy zahraničních pracovníků skutečně nejsou zcela utraceny v ČR a jsou převedeny do zahraničí, nicméně reálné mezní náklady modelují nákladové tlaky na inflaci a ty jsou více méně stejné, nezávisle na tom, zda se jedná o mzdy zahraničního nebo domácího pracovníka. Poptávkové tlaky jsou zohledňovány prostřednictvím krátkodobé prognózy, která modeluje spotřebu v závislosti na vývoji reálných disponibilních příjmů.

Viceguvernér Singer: Poukazuje na to, že v příloze 12 na straně pět nejsou v grafu, který srovnává vývoz a dovoz, osy ve stejném měřítku.

Vrchní ředitel Holman: Požaduje vysvětlení nejasného grafu v příloze 12. Příloze 7 o vývoji cen nemovitostí vytyká nedostatečně analytický přístup. Konstatuje se v ní růst cen různých druhů nemovitostí a předpoklad o pokračování cenového růstu i v roce 2007. To ovšem není dáno do souvislosti s makroekonomickými veličinami, na příklad s růstem úvěrů nebo s úrokovými sazbami.

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o inflačních očekáváních): Požaduje komentář SMS k údajům o inflačních očekáváních domácností, která jsou podle SZ v horizontu 3 let na úrovni 6,5 %. Z toho vyplývá, že tato očekávání nejsou ve střednědobém horizontu ukotvené na inflačním cíli,

přičemž ale se na to náš model spoléhá. Druhou možností je to, že tyto zjišťované hodnoty jsou zatíženy velkou chybou a nemají žádnou vypovídací hodnotu.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o inflačních očekáváních): Připojuje se k poznámce vrchního ředitele Holmana ohledně zjišťovaným inflačním očekáváním domácností. Táže se, zda je má vůbec smysl zjišťovat a publikovat, pokud jsou nevěrohodná, a zda to není spíše kontraproduktivní.

Odpoověď SMS: Inflační očekávání domácností se zjišťují již delší dobu spolu s očekáváním podniků a finančních trhů. Motivací k tomu je, že naši ambicí je ovlivňovat inflační očekávání. Pro podniky a finanční trhy jsou očekávání zhruba stabilizována na cíli. Pro domácnosti to neplatí, je zde pozorován značně volatilní vývoj, nyní jsou očekávání výrazně nad cílem. SMS tomu nepřikládá velkou váhu, protože způsob měření očekávání má nedostatky a i vzorek populace je omezený. Současné vysoké hodnoty mohou vyplývat z toho, že nedávno došlo ke zvýšení několika položek, které jsou pro domácnosti důležité a jsou velmi viditelné. Jde například o regulované nájemné, elektřinu atp. Na druhou stranu, nezdá se, že inflační očekávání projevená jsou na úrovni 6 %. Například z požadavků odborů na růst mezd kolem 7 % s tím, že růst ekonomiky je 5-6%, vyplývají mnohem nižší očekávání.

Odpoověď poradce Hurníka: Poznává, že z empirických studií plyne, že očekávání domácností jsou silně závislá na aktuálním vývoji cen potravin.

Vrchní ředitel Hampl: Souhlasí s vyzněním SZ, včetně návrhu měnově-politického doporučení. Vyjadřuje spokojenost s textem i s přílohami. Táže se, proč v reakční funkci rozšířeného modelu zůstává mezeru výstupu a není nahrazena mezerou reálných mezních nákladů

Odpoověď SMS: Lze najít argumenty pro to mít v reakční funkci jen output gap nebo i celou mezeru reálných mezních nákladů. Argumentem pro první možnost – která byla zvolena – je to, že se předpokládá, že centrální banka se snaží stabilizovat inflaci na cíli a celkovou produkci ekonomiky na jejím potenciálu a už se nestará o rozdělení výstupu mezi jednotlivé faktory produkce. Ta druhá možnost by připadala v úvahu, pokud bychom reálné mezní náklady chápali i jako indikátor budoucích inflačních tlaků a na tento druh inflace bychom chtěli klást větší důraz než na celkovou inflaci. Nicméně v reakční funkci je nyní očekávaná inflace, která je závislá na všem, a není tedy zcela jasné, proč ještě znovu přidávat reálné marginální náklady.

Vrchní ředitel Hampl: Co by záměna druhé varianty za první způsobila v současné situaci?

Odpoověď SMS: Znamenala by mírně nižší sazby, ale byl by to kvantitativně jen velmi malý efekt.

Vrchní ředitel Hampl: Dotazuje se, proč jsou reálné mzdy deflovány inflací očištěnou o vliv nepřímých daní. Zdálo by se přirozenější k deflování použít celkovou inflaci, která je pro zaměstnance více relevantní. Tento rozdíl nemusí být jenom technický, ale může mít i významné kvantitativní důsledky pro predikci ve smyslu nižší reálné mzdy, nižšího impaktu do inflace a nižších sazeb. Jsou důvody za touto volbou ekonomické nebo jen technické?

Odpoověď SMS: Mzdy v modelu nejsou proto, aby modelovaly poptávkové efekty daní, ale modelují nákladový vliv mezd. Změny nepřímých daní nemění přímo firmám reálné náklady práce, protože ty daně jsou příjmem státu a ne firem samotných.

Vrchní ředitel Hampl: Poznává, že vyšší cenová hladina se projeví v požadavcích na rychlejší růst mezd a to se v hospodaření podniků ukáže.

Odpověď SMS: Ano, vyšší rychlejší růst nominálních mezd začne zvyšovat reálné náklady firem, ať už deflované jakýmkoli indexem, a potom to bude mít proinflační dopad.

Vrchní ředitel Hampl: Třetím jeho dotazem na rozšířený model je, zda je nějaká specifická v tom, jak se modelují očekávání odborů ve srovnání s tím, jak se modeluje očekávání ostatních účastníků trhu.

Odpověď SMS: V rozšířeném modelu je rozdíl mezi inflačním očekáváním obecně a očekáváním na trhu práce. Očekávání mzdové inflace je více strnulé než inflační očekávání.

Vrchní ředitel Hampl: Požaduje ozřejmení tvrzení ze SZ, že ke zhoršení schodku státního rozpočtu došlo v prosinci po převodu prostředků ve výši 45 mld. do rezerv. Táže se, zda výdaje rozpočtu nevznikají až v okamžiku, kdy se rezervy čerpají.

Odpověď SMS: Převody do rezervních fondů nevedou k deficitu v ESA metodice. V příloze je cashové pokladní plnění a prostředky rezervních fondů stojí mimo příjmové účty státního rozpočtu, takže z pohledu cash metodiky zvyšují převody do rezervních fondů deficit rozpočtu.

Vrchní ředitel Hampl: Vyslovuje se k příloze 8, která analyzuje peněžní toky mezi ČR a EU. Poznává, že považuje za neefektivní systém, kdy ČR jedním aktem odešla do Bruselu cca 30 mld. Kč a pak dlouhou dobu za velkých administrativních nákladů se přibližně stejné prostředky snaží dostat zpět. V této souvislosti se táže na možnou velikost fiskálního impulsu z těchto „euro-peněz“.

Odpověď SMS: Čerpání zdrojů z EU dosud probíhalo skutečně tak, že přibližně stejná částka se do EU odvedla, aby pak byla složitě získávána zpět. Od roku 2007 lze ale očekávat výrazný nárůst kladného salda. Navíc je třeba rozlišovat pozici celé ČR vzhledem k EU a pozici jenom státního rozpočtu. Ta celková pozice bude lepší.

Vrchní ředitel Hampl: Navrhuje do této přílohy zapracovat i efekt kofinancování, které vlastně představuje prostředky, které jsou vytlačeny ze standardní možnosti výdajů veřejných rozpočtů, protože musí být navázány na Evropské peníze.

Viceguvernér Niedermayer: Táže se na to, zda vznikají kurzové rozdíly při výpočtu salda převodu ČR a EU nebo zda se k tomu používá průměrný kurz, při čemž by k žádnému zkreslení nedocházelo.

Odpověď SMS: Ano, přepočítává se to aktuálním kurzem a proto ty rozdíly vznikají.

Vrchní ředitel Hampl: Táže se na to, jak se SMS vypořádá s námitkou ze stanoviska poradce SAOEV ohledně náhlého vymizení reziduí v rovnici Phillipsovy křivky.

Odpověď SMS: Rozbor kurzové rovnice v příloze stanoviska poradce se navrhuje diskutovat na post-mortem setkání. Částečně je tato otázka adresována alternativními kurzovými simulacemi, protože ty jsou ekvivalentní úpravě krátkodobé prémie v modelu.

Reziduální reporty modelových rovnic se standardně sledují, je možné se znovu podívat na rezidua pro korigovanou inflaci, zda tam není statisticky významná autokorelace. Může tam fungovat ten efekt, že když ta korigovaná inflace poklesne, potom se tento pokles dále propaguje přes zpět hledící členy. Otázkou je, zda by bylo účelné tuto propagaci dále zesilovat.

Odpověď poradce Hurníka: Postupné rozpouštění rezidua na prognóze by bylo popřením toho, jak se prognóza zpracovává, protože reziduum na první čtvrtletí se přebírá z NTF.

Vrchní ředitel Hampl: Vyjadřuje se k měnově-politickému doporučení a k tomu, že existuje riziko rozdílných inflačních očekávání účastníků finančního trhu ve srovnání s cílem z důvodu předchozí komunikace možného snížení inflačního cíle. S tím vyjadřuje nesouhlas a uvádí, že podle jemu dostupných analýz nedošlo k nějakému skoku v inflačních očekávání na trhu po tom, co byl předmětný text zveřejněn. Domnívá se, že vysvětlení může být spíše někde jinde, považuje za možné, že trh vnímá preference vůči plnění inflačního cíle asymetricky.

Odpoověď SMS: Nižší inflační očekávání nemusí přímo pocházet z naší poslední komunikace ohledně možné změny cíle, ale mohla jí být upevněna. Nižší očekávání mohla odrážet minulé podstřelování cíle, také byl zaznamenán jejich pokles po vstupu do EU. Trh mohl vnímat to, že pro splnění kritérii cenové stability bude muset být inflace nízká.

Vrchní ředitel Hampl: Nepodporuje návrh komunikovat možnost obousměrného pohybu sazeb. Domnívá se, že by to byl krok směrem od inflačního cílování k cílování kurzu a připravené alibi ke změnám sazeb podle toho, jak se pohne kurz, a to nepovažuje za žádoucí.

Vrchní ředitel Tomšík: Požaduje vysvětlení toho, proč prognóza měnově relevantní inflace směřuje na horizontu měnové politiky pod cíl. Model tedy není nastaven tak, že se snaží opravdu dostat tuto inflaci na cíl, nebo se domníváme, že horizont měnové politiky je delší než 18 měsíců. Dále v této souvislosti zmiňuje komunikační problém, který spočívá v tom, že pokud měnově relevantní inflace směřuje pod cíl, mohly by trhy očekávat komunikaci spíše směrem k poklesu sazeb a nikoli k jejich růstu. Proto na rozdíl od předřečníka podporuje návrh komunikovat pohyb sazeb oběma směry.

Odpoověď SMS: To souvisí s výrazným vyhlazováním měnové politiky v reakční funkci modelu, která není dostatečně agresivní. Je možno provést citlivostní scénář, ve kterém by ta reakční funkce byla agresivnější, aby se inflace do cíle dostala již na horizontu měnové politiky. V tomto případě by to znamenalo pravděpodobně snížení sazeb.

Vrchní ředitel Tomšík: Poznává, že v aktuální prognóze je za poslední tři roky největší rozdíl mezi prognózami měnově-relevantní inflace a celkové inflace, jedná se o jeden procentní bod. Vyjadřuje obavu, že by z toho mohl být problém pro komunikaci měnové politiky veřejnosti.

Vrchní ředitel Tomšík: Vyjadřuje se k průběhu a úrovni rovnovážného reálného kurzu a rovnovážných reálných sazeb, které považuje za technicky odvozené, přičemž mohou existovat i jiné, fundamentální přístupy, které povedou k jiným hodnotám, na jejichž základě by nebyl index reálných měnových podmínek neutrální. Zejména to platí u kurzu, jehož výchozí hodnota je považována za uvolněnou. Lze si snadno představit jen o málo jiný a stejně legitimní odhad průběhu rovnovážného kurzu. Pokud si ale nemůžeme být jisti těmito předpoklady, tak si nemůžeme být jisti ani tvrzením, že s plněním inflačního cíle je konzistentní rostoucí trajektorie úrokových sazeb.

Odpoověď SMS: Odhad rovnovážných veličin je prováděn na základě vzájemného vztahu mezi růstem ekonomiky, růstem mezd, pozorovanou korigovanou inflací bez PH, vývojem kurzu a úrokových sazeb doma i v zahraničí. Nejistota ohledně rovnováh je ale obecně dosti velká, v současné prognóze jsme neidentifikovali, že by byla větší než obvykle.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o růstu rovnovážných reálných mezd): Navrhuje pozměnit vyznění pasáže o předpokládanému růstu rovnovážných reálných mezd na úrovni 5 % ve zprávě o inflaci. Pokud se k této hodnotě přičte prognóza růstu inflace, dostaneme rovnovážný růst mezd kolem 8,5 %. Neupravenou publikaci tohoto předpokladu považuje za riskantní, neboť toto relativně vysoké číslo může být použito ve vyjednávání o mzdách a podporovat nežádoucí mzdově inflační tlaky. Navrhuje tuto hodnotu relativizovat, protože o ní přirozeně panuje nejistota. Například je to v rozporu s přílohou 12, kde se uvádí, že růst mezd by měl být na úrovni růstu produktivity, která je prognózována na úrovni 4 %.

Požaduje vysvětlení vztahu mezi mezerou výstupu a vývojem na trhu práce. Předpokládá, že obě tyto složky mezery reálných mezních nákladů jsou spolu svázané. Jak je vzájemně ovlivněn reálný dlouhodobý růst mezd versus output gap? Popis této problematiky v boxu 2 ZoI považuje za nejasný.

Odpoověď SMS: Předpoklad dlouhodobého růstu rovnovážných reálných mezd ve výši 5 % je založen na tom, že dlouhodobě by podíl mezd na HDP měl být zhruba konstantní. Při tom dlouhodobý růst se předpokládá nyní na úrovni 5 %. Krátkodobě se však mohou obě rovnovážná tempa lišit.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o růstu rovnovážných reálných mezd): Tento předpoklad konstantního podílu není intuitivní pro tranzitivní ekonomiku.

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi o růstu rovnovážných reálných mezd): Kdyby rostl, tak by došlo k ještě agresivnějšímu růstu reálných mezd.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o růstu rovnovážných reálných mezd): Spíše by mělo docházet k poklesu podílu, protože v tranzitivní ekonomice se zvyšuje kapitalizace.

Vrchní ředitel Tomšík: Klade otázku, zda je ČNB ochotna jít do vyjednávání s předpokladem nominálního růstu mezd ve výši 8,5%. Zdůrazňuje, že je toto číslo nejisté a je velmi riskantní jej publikovat v ZoI.

Odpoověď SMS: Žádnou rovnovážnou veličinou si nejsme jisti, ale tuto hodnotu růstu mezd není možno vyloučit. Pokud bychom tvrdili odborům, že rovnovážný růst je níže, přispívali bychom možná k asymetricky nižší inflaci.

Na prognóze se předpokládá růst rovnovážných mezd kolem 4 % s tím, že se blíží k té rovnovážné hodnotě 5 % jenom pomalu. Ten 5% předpoklad chování ekonomiky v ustáleném stavu lze upravit, pokud by došlo ke shodě, že podíl mezd na HDP nebude konstantní ani v relativně dlouhém období.

Viceguvernér Niedermayer: Upozorňuje na to, že rozdíly mezi deflátorem HDP a CPI mohou situaci ještě více zkomplikovat. Může se jednat až o rozdíl dvou procentních bodů, když například dochází k deregulacím.

Vrchní ředitel Tomšík: Požaduje podrobnější informaci o tom, jak plánovaná změna statistického spotřebního koše ovlivní inflaci.

Odpoověď SMS: Přepočítání inflace na novém koši bude podle vyhlášení ČSÚ znamenat její nižší hodnotu cca o 0,5 p.b., nicméně bez znalosti vah není jasné, zda to bude platit i na prognóze.

Vrchní ředitel Tomšík: Vyjadřuje uspokojení se zpracováním alternativních scénářů prezentovaných v SZ na straně 22. Klade upřesňující dotaz, za jak relevantní se považuje scénář spojený s parametrem autoregrese ve výši 0,8. Pokud by tento scénář byl realistický, tak by to mohlo vést k úplně jinému doporučení o úrokových sazbách. Připomíná, že z tohoto scénáře plyne snížení úrokových sazeb o 2 p.b. v horizontu 18 měsíců.

Odpověď SMS: Autoregresní proces s parametrem 0,8 je možný, v minulosti jsme silné kurzové bubliny viděli. Nicméně to považujeme za hodně vyhrocenou variantu, kdy by ČNB musela proti silně zakořeněným apreciačním očekáváním bojovat velmi agresivně a ani tak by se inflace nedostala do cíle.

Viceguvernér Singer: Poznává, že předpoklad konstantního růstu potenciálního produktu nemusí být realistický. Jako příklad uvádí zprovoznění nové automobilky v Kolíně, které znamenalo skokovou změnu produkčních schopností ekonomiky. Pro meziroční změnu potenciálního produktu by to mohlo například znamenat, že byla jednorázově ne 5 %, ale možná i 6 % a pak se zase postupně vrátit na 5 %. Podobné efekty by mohly vysvětlit řadu problémů, aniž by bylo třeba násilně upravovat jiné části prognostického aparátu.

Odpověď SMS: Přímý dopad nové Kolínské automobilky vycházel 0,2-0,3 p.b. HDP, pokud by se připočetli subdodavatelé, tak by to mohlo být do jednoho p.b.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Niedermayer: Začíná obecnými poznámkami, které padly na otevřeném jednání. První se týká možnosti obousměrného pohybu úrokových sazeb a zda-li toto určitým způsobem akcentovat či neakcentovat. Dle jeho názoru existuje prakticky vždy možnost pohybu sazeb oběma směry. Tím, že se sazby nezmění, připouštíme pochybnost, že nevíme jakým směrem je příští pohyb. Nevidí proto silný důvod toto nějak silně akcentovat, protože se domnívá, že možnost pohybu oběma směry platí obecně.

Druhá věc je parafráze se „zahnutou flintou“. Domnívá se, že parafráze vznikla tak, že inflační cíl na hodně dlouhém horizontu prognózy působí tak, že prognóza míří k 3 %, respektive nyní skoro ke 4 % díky vlivu vyjímkaných faktorů. Tomu musí odpovídat úrokové sazby, které jsou nyní nastaveny reálně na 1% a tudíž musí jít nahoru. Nikdy tuto parafrázi nevnímal tak, že prognóza je vychýlená na jejím krátkém konci. Současně vnímal, zejména v průběhu minulého jednání bankovní rady, že existuje shoda, že chyba vzniká z důvodu více depreciované predikce kurzu. Nicméně jen těžko by se dokázal přiklonit k názoru, že prognóza inflace je systematicky vychýlená na jejím krátkém konci.

Co jej dále zaujalo při četbě situační zprávy, jsou velmi silná data z Evropy, zejména z Německa, kde dochází k fascinujícímu fiskálnímu vývoji. S cílem dosáhnout schodku veřejných rozpočtů 3 % to vypadá, že tam skončí na schodku 1,9 % HDP. Zajímavé jsou také informace o konjunkturu v dalších okolních zemích. Zdá se, že také v Maďarsku není tempo růstu úplnou katastrofou a v ostatních zemích to vypadá velmi silně. Růst české ekonomiky se tak dostává opět do průměru. Nepřikládal by velký význam očekávanému vývoji cen ropy. Došlo k poklesu její ceny a můžeme doufat, že zůstane i nadále na této úrovni. Nicméně myslí si, že zásadní vliv na

vývoj ekonomiky nelze očekávat, pokud se ceny benzínu budou pohybovat v pásmu 27-30 Kč za litr a nesníží se zpět k 20 korunám za litr, či nezvýší k 35 korunám za litr.

Uvádí, že konečně došlo k určité korekci kurzu koruny. Nicméně, tento pohyb nijak nezlepšuje schopnost odhadovat budoucí vývoj kurzu. Myslí si, že by se nemělo příliš investovat do snahy odhadnout budoucí vývoj kurzu a spíše se by se mělo jít cestou alternativních scénářů. Ty pro případ nečekané ale možné situace zřetelně popíší její důsledky pro měnovou politiku.

Jako zajímavou vidí situaci ve fiskální oblasti, protože některé z navržených reforem vypadají velmi pozitivně. Souhlasí s tím, že fiskální cíle jsou dosažitelné, ale chybí mu analýza způsobů, např. legislativních úprav, kterými lze reformy provést.

Shrnuje tedy, že se nyní nacházíme v situaci, kdy prognóza inflace je krátkodobě technicky vychýlená směrem dolů a to díky tomu, že současný kurz je o 2 % slabší ve srovnání s předpoklady prognózy. Za střednědobou nejistotu považuje mzdy. Za zajímavé považuje, že problém nízkého růstu mezd řeší většina zemí Evropy, kde centrální bankéři jsou překvapení pomalým růstem mezd. Toto je sice pochopitelné například v Německu, ale také v dynamickým zemích, jako je například Dánsko, rostou mzdy kolem 3-4%, ačkoliv by zaměstnanci mohli tlačit mzdy výš. Zřejmě se jedná o dopady globalizace nebo o silnější vyjednávací pozici zaměstnavatelů. Nedivil by se, kdyby mzdy začaly růst rychleji se všemi důsledky do inflace a poptávky. Na druhou stranu zkušenost posledních let ukazuje, že mzdy nemusí růst rychle a naopak budou spíš faktor, který potlačí inflaci dolů. Toto ho vede k úvahám použít aparát ČNB pro různé druhy alternativních scénářů nižšího či vyššího růstu mezd, včetně důsledků pro měnovou politiku.

Z hlediska měnové politiky nemění svůj názor na současný ekonomický vývoj. Pozorujeme silný ekonomický růst v situaci nízké inflace a velmi nízkých úrokových sazeb. Nelze se tedy divit, že pozorujeme růst úvěrů okolo 30%. Otázkou je, jak dlouho je tato situace udržitelná, ačkoliv se zdá, že je udržitelná poměrně dlouho. Další udržitelnost této situace je podmíněna obdobnou apreciací kurzu jako v minulém roce. Pokud ta však nenastane, lze očekávat problémy s udržením nízké inflace.

Viceguvernér Singer: Zahajuje své vystoupení popisem grafu, který zachycuje změny prognózy inflace a úrokových sazeb mezi „velkými“ situačními zprávami. Uvádí, že nyní z historického hlediska zaznamenáváme jeden z největších posunů mezi situačními zprávami, a to jak v inflaci tak v sazbách. Z tohoto hlediska se zdá, že nová prognóza reflektovala realitu, která nás překvapila, poměrně silně.

Pochybuje nicméně, že tomu tak ve skutečnosti opravdu je. Připomíná, že již hovořil o „zahnutí flinty“ na otevřeném jednání a shrnuje, že nemá pocit, že by se modelový aparát ČNB změnil způsobem, který toto zahnutí zlepšuje. Nedomnívá se sice, že by úprava aparátu vedla k jeho zhoršení, byť stopy po tomto lze nalézt v tabulce vlivu úprav modelu na změny prognózy, ale určitě nedošlo ke zlepšení. Co však považuje za důležitější, vypovídací schopnost se zlepšila v některých oblastech o pár desetín, což zakrývá podstatný problém pro měnově-politické rozhodování, který je ilustrován na grafu.

Graf ukazuje odchylky v tom, o co se QPM snaží, tj. v prognóze inflace a sazeb 5 čtvrtletí dopředu. Nejde o krátkodobou prognózu, na to bychom nepotřebovali model, stačily by čistě statistické metody. Graf ukazuje, že na horizontu měnové politiky máme dramaticky a soustavně zkrácenou dlouhodobou predikci. Z toho pak plyne, že často měníme naši komunikaci, nejprve ohlašujeme inflační vývoj podobě J-křivek, pak se vracíme zpět, ohlásíme snížení sazeb a následně snížíme. Velikosti odchylek v inflaci jsou relativně velké, jejich průměr je vysoko nad

jedním procentem a na sazbách jsme zažili odchylky ve výši +1,8 +1,6 +1,1 atp. To představuje velký počet měnově-politických kroků.

I jiní reflektují tento problém. Například kolega Hlaváček srovnává naši predikci kurzu s CF a realitou. Je vidět, že máme problém tam.

Modelový aparát dává hezkou a konzistentní historiku, která ovšem je v rozporu s ekonomickou skutečností. Místo toho, abychom se soustředili na další drobné úpravy modelového aparátu, měli bychom se věnovat tomu základnímu problému. Naskýtají se zhruba tři možnosti. První zde často propagoval Jan Frait, tj. zůstat u modelu a provádět agresivnější politiku. Druhou možností je změnit prognostický rámec a exogenizovat kurz. Je sice možné, že podmíněná prognóza v teorii podle Lucase neexistuje, ale zase na druhou stranu se domnívá, že to co stačí Bank of England, by mohlo stačit i ČNB. Třetí variantou by mohlo být snižování inflačního cíle v reakci na tento problém. To by byl signál, že si ČNB neví s měnovou politikou resp. prognózováním rady a také by to mohlo vést k akceleraci problému směrem dolů.

Dnešní rozhodování o sazbách nevnímá jako obtížné, souhlasí s návrhem ponechání sazeb. Považuje za možné, že kurz kolem vánoc byl vychýlen a nyní dochází ke korekci. Je možné, že trh zareagoval na debatu členů BR v médiích, která se odehrávala pouze na téma zda snížit sazby nebo ne.

Domnívá se, a také SMS na to poukazuje, že problém je na delším konci výnosové křivky, která ovlivňuje ekonomiku více než krátké sazby. Tuto část výnosové křivky by se měla ČNB pokusit stlačit. Nesouhlasí s tím, že v budoucnu by mohly jít sazby jenom nahoru a proto by nechtěl, aby se toto komunikovalo. Na rozdíl od předchozích situačních zpráv vnímá nyní možnost budoucího pohybu sazeb oběma směry a to navrhuje komunikovat. Poznává, že ČNB by měla vyslat pravdivou zprávu a to i za cenu, že by byla nejednoznačná. V tom se liší od ministerstva financí, které by vždy mělo dát jasný signál ohledně rozpočtové politiky.

Podotýká, že silná komunikace budoucího jednosměrného pohybu je riskantní, protože když se pak tento pohyb nerealizuje, má to negativní vliv na schopnost ČNB ovlivňovat svými výroky měnovou politiku a měnový vývoj. To je horší než přiznat fakt, že v současné chvíli jsme spíše v koncích. Navrhuje komunikovat, že v současnosti je míra nejistoty ohledně budoucího vývoje sazeb poměrně značná na obě strany a to i v delším horizontu.

Ponechání sazeb navrhuje i proto, že jsme nyní možná narazili na práh v relativní úrovni úrokových sazeb. Na ilustraci uvádí, že se objevují nebývalá investiční doporučení financovat nákup indických rupií českými korunami. To považuje za pozitivní zprávu pro dosažení inflačního cíle.

Citlivě vnímá to, že na trhu nemovitostí, zejména v Praze, možná dochází k obratu a splasknutí bubliny se všemi důsledky. Nicméně na druhou stranu vysoký růst úvěrů a zejména prodlužování jejich splatnosti nepociťuje jako negativum. Poznává velmi pozitivní vývoj finančních výsledků podniků.

Vrchní ředitel Holman: Vrací se ještě ke změně modelu. Táže se přítomného ředitele SMS, zda používané pojmy *mezera reálných mezd* a *mezera reálných mezních nákladů* jsou standardními pojmy v literatuře nebo zda jsou to vlastní pojmy SMS.

Ředitel SMS Holub: Ano, jsou to standardní pojmy.

Vrchní ředitel Holman: Uvádí, že transmisi od kladné výstupové mezery k inflaci v původním modelu chápal tak, že jde nejen přes rostoucí mezní náklady ale i přes poptávku. V tom případě

se ekonomika nachází v horní části cyklu a přehřívá se, dochází k nadměrnému růstu spotřeby atp. V novém modelu však je mezera reálných mezních nákladů součtem výstupové mezery a mezery reálných mezd. Z toho se zdá, že byly vyloučeny poptávkové inflační tlaky.

Ředitel SMS Holub: V těchto modelech mezera výstupu působí tak, že pokud je kladná, tak vytlačí objem produkce nad rovnovážnou úroveň. Protože mezní náklady na každou dodatečnou jednotku produkce s jejím objemem rostou, vede to k růstu cen. Ta poptávka tak vytváří nákladový tlak, aniž by se měnila zisková marže firem. Jsou ale možné i modely s procyklickými maržemi.

Vrchní ředitel Holman: Takže mezera výstupu působí pouze přes změny mezních nákladů.

Ředitel SMS Holub: V těchto modelech ano. V praxi se však do těch vlivů budou schovávat i případné změny marží.

Vrchní ředitel Holman: Vrací se ke své otázce ohledně mezd zahraničním pracovníkům, protože jej neuspokojila odpověď na veřejné části jednání. Domnívá se, že je důležité, že tyto prostředky se nestanou součástí domácí poptávky.

Ředitel SMS Holub: Ano, ale to se projeví přes složku mezeru výstupu a nikoliv přes mezeru reálných mezd.

Vrchní ředitel Holman: Předpokládá, že rozšíření modelu o mezeru reálných mezd znamená v současné situaci nižší prognózu inflace a růst sazeb se tím odkládá do budoucna. Mělo by tomu tak být proto, že nyní je mezera reálných mezd záporná a na rozdíl od mezery výstupu bude působit protiinflačně. Kompenzuje proinflační působení výstupové mezery.

Ředitel SMS Holub: Není tomu tak. V nulté verzi prognózy rozšířeným modelem byla dokonce prognóza marginálně vyšší než prognóza původním modelem. Tento rozdíl však nepovažuje za systematickou vlastnost nového modelu. Rozšířený model dává možnost strukturovanějšího popisu ekonomického vývoje. V původním modelu mezera výstupu implicitně obsahovala i tu mezeru reálných mezd a proto nelze říci, že by nový, méně agregovaný model dával nižší prognózu inflace.

Vrchní ředitel Holman: Vyjadřuje pochybnost nad rolí sebenaplňujících inflačních očekávání v měnově-politickém experimentu popsaném v MPD. Uvádí, že inflační očekávání nejsou v modelu QPM tolik sebenaplňující, ta vpřed-hledící složka tam má váhu pouze 50 %. Proto požaduje, aby tato část MPD byla lépe zdůvodněna. Kdyby role inflačních očekávání byla tak významná, tak by nebylo třeba žádné měnové politiky, stačilo by pouze nastavit inflační cíl a ten by se sebenaplnil.

Ztotožňuje se s doporučením komunikovat budoucí stabilitu sazeb s možností obousměrných pohybů. Naopak strategii přistoupit ke snížení sazeb a současně komunikovat rostoucí trajektorii sazeb v delším výhledu považuje za vnitřně rozpornou.

Souhlasí s návrhem ponechat sazby beze změny.

Vrchní ředitel Hampl: Poznává, že byla otevřena systémová diskuze a není jasné zda se může odrazit v minutes.

Guvernér Tůma: Systémová diskuze by se příliš v minutes neměla zdůrazňovat, bude zachycena v interním protokolu.

Vrchní ředitel Hampl: Souhlasí s MPD, které předložila SMS. Je srozuměn s důvody a argumentací, která k němu vede.

V horizontu měnové politiky vnímá spíše protiinflační rizika. Konkrétně vidí tři hlavní okruhy těchto rizik. Za prvé se jedná o budoucí vývoj ropy. Domnívá se, že na trhu s ropou probíhá systémová změna. Poprvé po 20 letech klesá absolutní poptávka po ropě, v roce 2006 klesala celková spotřeba ropy o 1 %. Současně roste produkce, nachází se nová naleziště a otevírají se starší, dříve uzavřená. Oboje je standardní, ekonomickou teorií predikovaná reakce na předchozí růst cen a to i se standardním, učebnicovým zpožděním. Navíc ropa vypadává ze seznamu alternativních aktiv. Všechny tyto faktory znamenají, že nedávný vývoj cen není krátkodobým výkyvem, ale že to je potenciálně protiinflační riziko v horizontu delším než několik málo měsíců.

Druhým hmatatelnějším protiinflačním rizikem je pro něj budoucí vývoj cen potravin, který je ovlivněn bezprecedentní úrovní konkurence na retailovém trhu. Tato situace je bezprecedentní v středoevropském i evropském měřítku a bude pokračovat bez ohledu na odchod dvou nebo tří supermarketů. Navíc pokračuje otevírání středoevropského trhu a pokračuje nákladová optimalizace v prvovýrobě. V důsledku toho se potraviny přesouvají do kategorie obchodovatelného zboží. Možná ta zvýšená kolísavost cen, o které se mluvilo, je toho projevem, možná spíše než vývoj počasí.

Za třetí vnímá riziko dalšího oslabování kurzu dolaru, v důsledku možného poklesu sazeb v USA, kvůli pokračujícímu dvojímu deficitu a také možná i kvůli klesající atraktivitě dolaru jako rezervní měny. Nevylučuje vůbec, že kurz dolaru vůči koruně se může dostat pod 20 Kč/USD.

Přes tato protiinflační rizika souhlasí s návrhem na stabilitu sazeb a také i s výhledem na nějaký budoucí růst sazeb. Je ale otázkou jak dlouhé období stability sazeb nás čeká.

Guvernér Tůma: Žádá o upřesnění zda se vrchní ředitel Hampl vymezuje vůči prognóze nebo zda obecně očekává období nízké inflace.

Vrchní ředitel Hampl: Potvrzuje, že se vymezuje asymetricky vůči prognóze a poznává, že bankovní rada by se měla vyjádřit ne k prognóze inflace, ale spíše k tomu, při jaké úrovni sazeb se kýžený inflace dosáhne.

Nedomnívá se, že by se měla v komunikaci zdůrazňovat možnost pohybu sazeb oběma směry. Souhlasí v tom s viceguvernérem Niedermayerem, že to je samozřejmé, že sazby mohou jít oběma směry a tím, že se to zdůrazní, se klade důraz na možnost změny tím směrem, který se většinou nezmiňuje. Dále vysvětluje, že by se mohlo zdát rozporné to, že zdůrazňuje protiinflační rizika a současně je proti tomu komunikovat možnost pohybu oběma směry. Zdůrazňuje, že je tomu tak proto, že celou situaci nevnímá příliš dramaticky. Nedomnívá se, že česká ekonomika má fundamentální problém s nastavením inflačních očekávání a že ČNB má systematický fundamentální problém s plněním inflačního cíle. V zásadě se pohybujeme v akceptovatelném koridoru kolem cíle.

Z toho plyne, že nebude podporovat to, aby se přemísťoval cíl i kdyby se ukázalo, že máme trochu vychýlenou mušku. Navíc se nedomnívá, že tomu tak je.

Zdůrazňuje otázku, zda je bankovní rada srozuměna s tím, že konvergence bude pokračovat mixem, který je možná více vychýlen směrem k nominální apreciaci na úkor inflace a že se domnívá, že s tím ekonomika bude schopna žít. Táže se, zda tento mix může představovat větší problém, pokud inflace nebude fundamentálně vybočovat z pásma +/- 1 p. b. kolem inflačního cíle. Vyjadřuje názor, že to fundamentální problém není, že si ekonomika zvykla na probíhající apreciaci a že to je možná i v souladu s preferencemi většiny populace. Proto se nedomnívá, že je aktuální překopávat úrokovou paritu a vymýšlet jiné teorie.

Vrchní ředitel Tomšík: Rizika vnímá stejně jako jsou identifikována situační zprávou a to na proinflační i protiinflační straně. Zdůrazňuje, že prognózy jsou velmi citlivé na vývoj kurzu, který nedokážeme prognózovat a nedokáže to nikdo. Proto se mu líbí, že v SZ jsou alternativní scénáře. Dokáže se ztotožnit s prognózou inflace, ale nevyhovuje mu trajektorie implikovaných úrokových sazeb. O to více mu vyhovuje MPD, které navrhuje sazby ponechat a zdůraznit, že zde existuje možnost, že v blízké budoucnosti mohou jít sazby oběma směry a naopak nesouhlasí s komunikací delšího období stabilních sazeb.

Reaguje na vystoupení viceguvernéra Singera, který naznačil tři způsoby, jak se vypořádat s nejistotou ohledně implikované trajektorie sazeb. Všechny tři alternativy, tj. agresivnější politika, exogenizování kurzu a posunutí cíle považuje za velmi velké zásahy. Exogenizace kurzu by znamenala opuštění modelu a nutnost přijít s něčím úplně novým. U toho si ale není jist, jestli na to ČNB má kapacitu, jestli můžeme všechno po tolika letech hodit do koše. Otázka snižování cíle je na jinou debatu. A ohledně přechodu k agresivnější politice se obává nestability. Máme několikaleté zkušenosti s podstřelováním a je otázkou, zda bychom byli schopni zase dostat inflaci pod kontrolu po agresivnější snaze k naplnění cíle.

Nicméně šanci jak dosáhnout cíle může být nezměnit sazby, ale komunikovat možnost agresivnější politiky. V několika posledních inflačních zprávách ČNB komunikovala, že prognóza je konzistentní s budoucím růstem sazeb. To navrhuje již znovu nekomunikovat, naopak mělo by se vyhlásit, že sazby mohou jít oběma směry a to možná i brzy, možná již v únoru.

Poukazuje na to, že v současné prognóze je historicky největší rozdíl mezi predikcí celkové a měnové inflace, jedná se o více než jeden procentní bod. Pokud ČNB nebude schopna trhu vysvětlit, aby se na to nedíval staticky, může to být komunikační problém. Jde o to, že měnově-politická inflace je pod cílem, ale tvrdíme, že s tím je konzistentní růst sazeb. I když v dynamickém procesu je to možné, bude velmi obtížné to vysvětlit. Kdyby však byla ČNB více transparentní a začala zveřejňovat trajektorii sazeb, mohlo by to BR uvolnit ruce, mohlo by se říci, že to je prognóza analytického aparátu, prognóza modelu, ale že BR to vidí jinak a necítí povinnost ty sazby upravovat.

Guvernér Tůma: Vyjadřuje spokojenost s prognózou a také souhlasí s výčtem protiinflačních rizik vrchního ředitele Hampla. Na druhou stranu však připomíná velmi robustní ekonomický vývoj v okolních zemích a v Evropě. Je to velmi překvapivé, že při tom nevznikají inflační rizika. To vede k otázkám, do jaké míry to je dlouhodobě vzájemně kompatibilní, protože ceny aktiv rychle rostou a některé trhy jsou zřejmě nadhodnocené. Z nějakého důvodu se to však zatím neprojevuje na cenové hladině. Zmiňovaná rizika prognózy směrem dolů jsou modelu více méně exogenní, lze je těžko modelovat a jejich zahrnutí závisí na diskrečním rozhodnutí BR.

Ohledně rozdílů mezi prognózovanými a skutečnými hodnotami kurzu a sazeb poznamenává, že bylo užitečné srovnat, jaká je situace v jiných malých otevřených ekonomikách. Srovnáním by neměla být Bank of England, která působí ve zcela jiném daleko uzavřenějším typu ekonomiky. Vhodnější by bylo Norsko nebo Švédsko.

Považoval by za nešťastné, kdyby se ČNB měla zbavit modelového aparátu, který jsme rozšířili po střední a východní Evropě a který prošel ohněm mnoha oponentur. Na čistě akademické úrovni to oponovali nejlepší makroekonomové a zároveň to posuzovali i lidé z institucí, které se zabývají implementací měnové politiky, například z IMF. To není zárukou, že to je perfektní a že to funguje dobře. Snažíme se posunout dále, důkazem tam je příloha č. 12. Uvidíme, zda ten aparát bude robustnější a bude dávat méně vychýlené predikce.

Nezतोžňuje se se závěrem, ke kterému směřoval viceguvernér Singer, tj. že bychom měli hledat jiný modelový aparát nebo jeho významné části reformulovat. Není jasné, jestli odchylky jsou důsledkem neadekvátní struktury modelu nebo zda je problém ve vstupních parametrech, které jsou v diskreci bankovní rady, a to včetně inflačního cíle.

Poznamenává, že když vyvstala otázka změny inflačního cíle, tak to vůbec nebylo v souvislosti s prognózou a její vychýleností, ale s tím, že brzy již uplyne 20 let od zahájení transformace a měli bychom se vrátit k otázce, jak se rozkládá rovnovážná apreciacie mezi kurz a inflaci. Možná, že preference veřejnosti jsou vychýleny více směrem k nominálnímu zhodnocování než k inflaci. ČNB se před několika lety rozhodla, že by bylo dobré, aby k tomu docházelo oběma kanály, že inflace bude vyšší a zbytek půjde přes nominální apreciaci. Fakticky to ale bylo přání otcem myšlenky. Na to není teorie, že by to tak mělo být. V tom se ČR také vymyká ze středoevropského regionu, jinde reálná apreciacie šla více přes inflační diferenciál. Diskuze by tedy neměla být o modelu, ale o tom zda toto rozhodnutí bylo správné. Otázkou také je, zda bychom stále měli očekávat výraznější nápravy relativních cen, což byl jeden z argumentů pro vyšší inflační cíl.

Jsme velmi otevřená ekonomika, kurz je volatilní a jeho predikovatelnost je omezená. Nicméně dlouhodobě by nějaká relativní forma UIP měla platit, nic lepšího ani nemáme. Ale v horizontu měnové politiky to může dávat značné odchylky v prognóze. Máme-li tedy problém s kurzem, tak nemusí nutně vést k závěru, že máme špatně strukturu modelu.

Je zajímavá otázka, jak moc ČNB určuje vliv obou kanálů reálné apreciacie. Padl názor, že bychom měli zvýšit inflační očekávání a dotlačit to tam, kam si přejeme. Nicméně je otázka, zda bychom to netlačili někam jinam, než si trh rozhodl, že to chce dlouhodobě mít. O tom by měla být do budoucna debata.

Dnes bude největším problémem rozhodnout o komunikaci, protože se zdá, že panuje shoda o aktuálním nastavení sazeb. Uvádí, že nelze na jednu stranu se ztotožnit s prognózou a současně odmítnout implikovanou trajektorii sazeb a nekomunikovat ji, protože ta je její součástí. Kdyby se komunikovalo, že sazby mohou jít oběma směry bez dalšího komentáře, znamenalo by to defakto odmítnutí prognózy. Lze to ale vyřešit tím, že implikovaná trajektorie sazeb se bude standardním způsobem komunikovat, ale bankovní rada se může shodnout nebo může převážit názor, že bilance rizik prognózy je nesymetrická a proto je větší nejistota o tom, jakým směrem bude příští pohyb sazeb.

Uvádí, že komunikace by mohla vycházet z toho, že je zde nová prognóza, ve které se inflace a i trajektorie sazeb posunula směrem dolů a která předpokládá jisté období stability úrokových sazeb. Nicméně v delším období v horizontu měnové politiky se stále předpokládá, že stejně sazby porostou. Dále lze komunikovat, že je s prognózou spojena značná nejistota a je možno naznačit, že s ohledem na předpokládané období stability existuje možnost i poklesu sazeb.

Záleží to ovšem na tom, který názor nakonec v BR převáží a zda vyvstane potřeba to takto silně komunikovat.

Ohledně obecně pomalého růstu mezd poznamenává, že to může být důsledek globalizace, ale že existují i empirické studie, které ukazují, že to je spíše důsledek rychlého technického pokroku. To by znamenalo, že mzdy mohou růst pomalu dlouhodobě. Proti tomu stojí hypotéza, že došlo k rozevření nůžek mezi vývojem zisků a mezd a že lze čekat jistý catch-up, tj., že mzdy budou vývoj zisků dohánět nebo že přinejmenším zisky a mzdy zase porostou stejně rychle. To je však jen hypotézou, pro kterou zatím není empirická podpora. Možná tedy zůstane tlak na rozdělování benefitů více směrem k ziskům, ale znamená to nový fenomén.

Viceguvernér Singer: Uvádí, že rizika neakcentuje proto, že by byl obecně příznivcem snižování sazeb. Ale pokud je pravda, že prognóza je systematicky vychýlená v korigované inflaci o přibližně 1,5 p. b., potom můžeme čekat období, ve kterém bude korigovaná inflace hluboko pod jedním procentem.

Připomíná, že podobnou situaci jsme zhruba před dvěma lety zažili. Z teorie vyplývá, že inflace pod jedním procentem je de-fakto deflace a domnívá se, že by ČNB neměla způsobovat deflacii, která má velmi nepříznivé důsledky pro ekonomiku. To je důvod, proč to zdůrazňuje.

Česká ekonomika sice poměrně s pohodou přestála jednu deflační periodu začátkem desetiletí i když i tenkrát došlo významnému poklesu hospodářského růstu. Navíc veřejnost za to ČNB příliš nekritizuje. Nicméně to není důvodem podobnou situaci riskovat znovu a to navíc v situaci, kdy je obyvatelstvo podstatně více zadlužené. Toto riziko považuje za závažné a relevantní pro nastavení sazeb.

Dalším signálem, který naznačuje slabé inflační tlaky je vývoj PPI a i kvalitativní komentář SZ naznačuje, že ceny průmyslových výrobců příliš dále neporostou. To se zdá být v souladu s tím, že naše predikce je vychýlená nahoru přibližně o 1 procento. A tak i zde se dostáváme do pásma příliš nízké inflace.

Takže v souhrnu nejde o to, že podstřelujeme inflační cíl, ale že se inflace dostává příliš blízko k nule. Tyto hodnoty však po zohlednění kvalitativních změn vnímá jako de-fakto záporné. Nevylučuje ale, že může dojít k překvapivému vývoji kurzu, že za určitým bodem úrokového diferenciálu koruna začne oslabovat a začne pracovat pro nás. K tomu může pomoci i rozšíření diferenciálu díky růstu sazeb ECB. Není ale přesvědčen, že k tomu dojde. Dříve se čekalo, že po snížení sazeb pod úroveň ECB musí dojít ke zlomu. Teď zde není žádný takový bod. Atraktivita ekonomiky je vysoká, prostor pro příliv kapitálu je dostatečný, například způsob srovnání cen realit může být ten, že porostou ceny mimopražských realit.

Vůči modelu se vyjadřuje sama SMS v MPD, když doporučuje komunikovat možnost obousměrného pohybu i když v SZ jdou sazby jednoznačně nahoru.

Guvernér Tůma: Namítá, že MPD navrhuje komunikovat možnost obousměrného pohybu sazeb, *kdyby* v bankovní radě převážila asymetrická rizika.

Viceguvernér Singer: Poznamenává, že máme jasnou evidenci, že model v horizontu na kterém má vést měnovou politiku neodpovídá ekonomice. Potom fakt, že modelový aparát má pozitivní oponentury pro něj nemá velký význam. Možná to jen znamená, že stejný problém mohou mít ve Švédsku nebo v Norsku.

Nevadilo by, kdyby měl jinak velké chyby, problém ale je, že model vede vychýleně. Upozorňuje, že i na počátku roku 2004, kdy odchylka kurzu byla opačným směrem, model

predikoval příliš vysokou inflaci. Z toho vyplývá, že to není vlastnost kurzu. Podobně, kdyby model predikoval kurz nepřesně ale nevychýleně, taky by s tím nebyl problém.

Obává se, že SMS bude dále pracovat na marginálních vylepšeních predikčního aparátu v řádu jednotek desetin procentního bodu a nebude řešit fundamentální problém modelu.

Guvernér Tůma: Namítá, že to není zcela jednoznačné, model predikoval v osmi případech ze dvanácti vyšší inflaci ve čtyřech případech nižší.

Viceguvernér Singer: Ano, nicméně kvantitativně je ten bias zatím zřejmý. Vyjadřuje však naději, že se může mýlit a již vícekrát dříve na bankovní radě zmiňovaný Godot přijde a příští výchylka bude na opačnou stranu.

Guvernér Tůma: Oponuje viceguvernérovi Singerovi s tím, že nereagoval na možnost, že ta výchylka nepochází ze struktury modelu, ale ze vstupních parametrů, které jsou v diskreci bankovní rady včetně nastavení inflačního cíle.

Viceguvernér Singer: Uvádí, že pokud by tomu tak bylo, mělo by být úkolem SMS na to upozornit. Dá-li se model přiblížit realitě na základě změny parametrů, jen to uvítá a to i když by některé z parametrů bylo nutné nastavit kontrainuitivně. Připomíná ale, že s parametry se pracuje již delší dobu a zatím bez výsledku, proto se domnívá, že to není řešení.

Ředitel SMS Holub: Doplnuje, že by stačilo na historii snížit cíl na 2 % a pak ty odchylky budou nevychýlené.

Viceguvernér Singer: Domnívá se naopak, že odchylky budou stále stejné jen s tím, že inflace bude mezi 0 a -1%.

Guvernér Tůma: Nesouhlasí. Rozdělení reálné apreciacie na 1 % inflační diferenciál a zbytek kurz bylo čistě arbitrárním rozhodnutím bankovní rady. Trh se ale rozhodl jinak. Věří, že centrální banka může komunikací značně ovlivnit inflační očekávání, ale pochybuje, že může determinovat arbitrárním výrokem ty přízpusobovací kanály reálné apreciacie.

Viceguvernér Niedermayer: Současné měnové jednání je pro něj jedno z nejpřekvapivějších, které v ČNB zažil. Nedovede si vůbec představit, že nás čeká problém s deflací, protože například úvěrová emise roste tempem 30 % ročně, ekonomika roste kolem 5 % a předpokládáme, že to tak bude i nadále a také proto, že peněžní zásoba se zvyšuje tempem kolem 9 %.

Souhlasí s tím, že špatně predikujeme kurz. Domnívá se ale, že ani nemá smysl investovat do snahy tuto predikční schopnost zlepšit. Lépe by se mělo pracovat s nejistotami, které máme, abychom věděli, kam se měnová politika dostane, když se kurz vychýlí tím či oním směrem. Ta analýza alternativních kurzových scénářů, kterou přináší SZ je dobrým začátkem.

Poznamenává, že rezidua k úrokové paritě od roku 2000 se pohybují oběma směry. Nepovažuje za korektní vybrat periodu, kdy se to vychylovalo pouze na jednu stranu. Poznamenává, že byla doba, kdy to reziduum bylo 10 % na opačnou stranu, protože kurz deprecioval.

Tvrdí, že volbu méně nebo více agresivní měnové politiky provádí bankovní rada tím, jak hlasuje. Proto, pokud někdo preferuje více agresivní politiku, tak by tak měl hlasovat.

Vyjadřuje názor, že snížení sazeb za účelem depreciace kurzu koruny může paradoxně vést k potřebě jejich následného zvyšování, protože může dojít k přepnutí do jiného scénáře. Není příznivcem takové politiky, ale považuje ji za možnou. Znamenalo by to ale, že by se ČNB přes úrokové sazby snažila řídit kurz, tj. jednalo by se o formu kurzového cílení. Otázkou ale pak je, zda by nebylo lepší vůbec kurz fixovat a silně intervenovat.

Vyjadřuje nesouhlas se snahou manipulovat s jakýmkoliv koncem výnosové křivky a to zejména s dlouhým koncem, nechce jej stlačovat. Domnívá se, že v české ekonomice není kapitál drahý, naopak se mluví o příliš vysokých cenách nemovitostí, proto by nebylo užitečné, aby dlouhodobé sazby byly níže.

Zmiňuje technické analytické studie, které se zabývají kurzem koruny, ze kterých vyplývá, že měnoví investoři možná nevnímají při rozhodování *cost of carry* jednotlivých měn tak silně jak předpokládáme. Například pro investory z Asie vychází střeoevropský region jako beta-positivní vůči euru. To považuje za problém, protože kdyby to tak bylo, tak by investoři neposuzovali kurz čistě podle *cost of carry*, ale podle toho, jaký poskytuje dodatečný výnos proti investici do eura. Tuto hypotézu do určité míry potvrzuje současný vývoj, kdy dochází k depreciaci, která se netýká jen koruny, probíhá i na ostatních okolních trzích.

Souhlasí s tím, že existují protiinflační rizika, ale ta, která vyjmenoval vrchní ředitel Hampl nepovažuje za příliš přesvědčivá. Ropu nevnímá jako riziko a ohledně potravin souhlasí s tím, že potraviny se stávají více obchodovatelným zbožím. Uvádí ale, že podle posledních studií je v jejich případě cenová úroveň u nás významně pod okolními zeměmi. Proto je nepovažuje za protiinflační riziko. Navrhuje znovu analyzovat situaci v Polsku, které je významný hráč v obchodě s potravinami.

Vrchní ředitel Hampl: Namítá, že v ostatních zemích jsou ceny potravin zase pod naší úrovní.

Viceguvernér Niedermayer: Uvádí, že ta studie byla regionální a nevycházelo z ní, že bychom měli vyšší cenovou úroveň.

Vrchní ředitel Holman: Poznámává, že výsledky srovnání mohou být výrazně ovlivněny růzností daňových sazeb. Navíc je v cenách potravin výrazná neobchodovatelná složka spojená s jejich maloobchodním prodejem.

Viceguvernér Niedermayer: Souhlasí s vrchním ředitelem Hamplem v tom, že se též domnívá, že řešený problém není tak kritický. Zásadně nesouhlasí s názorem, že prognóza je vychýlená směrem nahoru, tj. že rizika jsou směrem dolů. Přinejlepším vnímá rizika jako vyrovnaná, spíše je vnímá mírně směrem nahoru. Připomíná, že aktuální kurz je proti předpokladům prognózy slabší o 2 %.

Ke grafu, který předložil viceguvernér Singer poznámává, že by na obou osách měla být jednotkou procenta odchylek, zatímco odchylky kurzu jsou v korunách.

Uvádí, že aby se za rok jádrová inflace pohybovala kolem 1 % a celková inflace kolem 2,5 % a sazby byly na úrovni 2,5 % musel být kurz eura 26,70 Kč. Při tom vychází z toho, že aktuální meziroční posílení kurzu bylo cca 5 %.

Viceguvernér Singer: Uvádí, že prognóza korigované inflace je vychýlena nezávisle na tom, jestli byla výchylka kurzu kladná nebo záporná.

Viceguvernér Niedermayer: Trvá na tom, že odchylka v predikci korigované inflace je důsledkem chyby v predikci kurzu, který však je velmi těžké prognózovat.

Ředitel SMS Holub: Poznává, že potřeba vzít v úvahu ještě zpoždění při promítání změn kurzu do inflace. Například negativní odchylka v predikci inflace ve 3. a 4. čtvrtletí 2004 souvisí s depreciací, která byla před tím.

Viceguvernér Singer: Zdůrazňuje, že kritériem je, jestli model poskytuje vodítko v horizontu pěti čtvrtletí a tvrdí, že tuto informaci neposkytuje a predikuje příliš vysokou inflaci.

Viceguvernér Niedermayer: Nesouhlasí s tímto závěrem. Kurz nás překvapuje apreciací a to je důvodem nižší než predikované inflace. A zcela korektně by to ukázaly modelové odpočty a hodnocení prognózy.

Viceguvernér Singer: Namítá, že modelové odpočty již vychází z toho, že model je správně a převádí do exogenních vlivů to, co se nehodí.

Viceguvernér Niedermayer: Uvádí, že poslední ekonometrický odhad pass-through kurzu je cca 1/3. Pokud se tato hodnota použije na hodnoty uvedené v grafu, potom je odchylka inflace od prognózy v souladu právě s odchylkou kurzu od prognózy. Tvrdí, že diskuze je o tom, zda chceme hádat do budoucna lépe kurz a to neumíme.

Viceguvernér Singer: Poukazuje na to, že předpovědi CF, které si ČNB kupuje poskytují lepší prognózu kurzu než model.

Viceguvernér Niedermayer: Namítá, že bylo provedeno srovnání predikcí analytiků a ČNB a v té době to vycházelo, že ČNB je poněkud lepší než analytici. Necht' se tedy tato analýza aktualizuje.

Ředitel SMS Holub: Zde hovoříme o období posledních dvou nebo tří let, kdy kurz měl tendenci posilovat. Analytici tehdy tvrdili, že to bude posilovat a ČNB to vycházelo stabilní. Proto na tomto vzorku vycházely prognózy analytiků lépe. Nicméně na předchozím období dvou let, kdy kurz spíše oslaboval, toto srovnání vychází jinak. A před tím bylo období, kdy kurz posiloval, ale to analytici nepředpovídali, protože byli pod vlivem depreciace po měnové krizi a tehdy dělali chyby stejně velké jako ČNB.

Guvernér Tůma: Analytici jsou více zpět hledící než ČNB a z toho plyne, že my děláme jiný typ chyb. Zatímco oni nikdy netrefí obrát, my tu šanci máme.

Viceguvernér Singer: Stejně tak jako se vyvíjí náš model, vyvíjí se uvažování respondentů CF. A tak data z roku 1997 by neměla mít stejnou váhu jako aktuální údaje.

Viceguvernér Niedermayer: Poznává, že zde je ještě komunikační past. Nikdy jsme nechtěli komunikovat, že očekáváme významné posílení kurzu, protože jsme se obávali, že bychom k tomu mohli přispět. Otázkou tedy je, jak by se takové sdělení mělo formulovat. Předpokládá ale, že trh by si zvykl.

Guvernér Tůma: Obecně poznamenává k deflaci, že byl vždy zastáncem toho, že by se měnová politika neměla příliš nechat ovlivňovat cenami aktiv. Ceny aktiv sice jsou pro inflaci relevantní, ale není vůbec jasné, jak probíhá příslušný transmisní kanál. Nicméně řada ekonomů se domnívá, že ceny aktiv včetně filatelie jsou výrazně nadhodnocené a že to je důsledkem toho, že centrální banky do systému pumpují velké množství likvidity. Problém ale je v tom, že pokud by na to měnová politika reagovala, tak CPI může jít do deflace. Nicméně uvádí, že z teorie ne každá deflace je nutně špatná. Ohledně reakce na vývoj cen aktiv existují dva tábory ekonomů. Jedni zastávají názor, že centrální banky by měly reagovat na signály z trhů aktiv, protože ty nakonec ovlivní i CPI. Nicméně tato reakce může v daném okamžiku znamenat pokles CPI, například z důvodu technického progresu. Druhá možnost je připustit, že došlo k takovým změnám, že zde je růst likvidity, který ovlivňuje rovnovážné ceny aktiv, které se budou nacházet dlouhodobě výše. Je to dilema. Na jednu stranu doporučuje držet se CPI, ale na stranu druhou vnímá určitá rizika v oblasti finanční stability.

Souhlasí s viceguverněrem Niedermayerem, že při současném růstu měnových agregátů není deflace rizikem i když korigovaná inflace tolik poklesla.

Vrchní ředitel Hampl: Poznamenává, že je otázkou zda 1% inflaci naměřenou na českém spotřebitelském koši lze považovat za deflaci v ekonomickém významu. Jako příklad uvádí srovnání našeho koše s retail price indexem v Británii. Poznamenává, že měření inflace je velmi obtížné se všemi regionálními odchylkami v pólech rozvoje a v pólech úpadku atp. Uvádí, že i kdyby byla nyní naměřena 1% inflace na českém koši, tak by nesouhlasil s tím, že se jedná o deflační vývoj.

Vyjadřuje názor, že komunikace možnosti pohybu sazeb na obě strany by mohla být vykládána jako vytváření alibi pro kurzové cílování. De-fakto by to znamenalo, že budeme flexibilní podle toho, jak se zrovna bude vyvíjet nominální kurz. Nesouhlasil by s tím, aby inflační cílování zkolabovalo do takového režimu.

Zdůrazňuje, že bankovní rada by se neměla vymezovat vůči prognóze inflace, ale vůči trajektorii sazeb, za které bude tato inflace dosažitelná. Domnívá se, že vymezování se vůči prognóze inflace může mít za následek právě to podstřelování ilustrované na grafu, který prezentoval viceguvernér Singer. Například pokud by BR měla vlastní a nižší prognózu inflace, která by byla správná, ale současně by akceptovala doporučení sekce, vedlo by to pravděpodobně k podstřelení prognózy sekce.

Konkrétně současnou situaci vnímá tak, že vidí více protiinflační rizika a má nejistotu o okamžiku, ve kterém by měly sazby růst. To samo představuje vymezení se vůči trajektorii sazeb předložené SMS. To považuje za konzistentní vyjádření se k prognóze.

Táže se bankovní rady, zda vlastně vadí, že skutečná inflace je níže než inflační cíl. Jinými slovy je otázkou, zda není inflační cíl skutečně vnímán asymetricky. Teoreticky by tomu tak být nemělo, ale možná je to skutečnost a trhy to možná tak i vnímají a chovají se podle toho.

Guvernér Tůma: Namítá, že trhy by mohly ČNB takto přechíst, ale potřebovaly by k tomu určitou dobu učení a pozorování. Ten problém ale existuje od začátku.

Viceguvernér Singer: K otázce cen aktiv poznamenává, že existuje teoretický proud, který tvrdí, že bubliny jsou přirozeným důsledkem toho, že množství světově dostupných a spolehlivých aktiv nestačí tempu růstu reálného HDP. Bubliny jsou pak rovnovážným jevem. Z toho, ale

plyne, že je lepší, když bubliny vznikají na trzích, které neovlivňují alokaci faktorů produkce, například může jít o obrazy nebo i nemovitosti, pokud to nejsou nemovitosti financované přes páku. Důležité také je, že tyto bubliny je lepší nepropichovat. Konkrétně, pokud u nás nejrychleji rostou ceny nemovitostí, není účelné se snažit je zbrzdit.

Debata o asymetrii již byla vedena, někteří členové BR přiznali, že cíl vnímají asymetricky, jiní ne. V komunikaci nevidí velký problém, domnívá se, že bude hladce zvládnutelná.

Ještě se vrací k diskuzi o vychýlenosti prognóz a vztahu mezi odchylkou kurzu a inflace od prognózy. Uvádí, že pokud se vzorek, na kterém byla provedena diskutovaná analýza, rozšíří směrem do minulosti, ukáže se, že inflace byla predikována vyšší i při slabším kurzu v předcházejících obdobích. Také započtení *pass-through* změn kurzu do inflace sice eliminuje odchylku na konci grafu, ale zvýší ji na začátku.

Viceguvernér Niedermayer: Souhlasí.

Vrchní ředitel Holman: Poznává, že v obchodovatelném zboží již delší dobu k poklesu cen dochází a tomu sektoru neobchodovatelného zboží to nezpůsobuje větší problémy. Svědčí to také o tom, že u nás existuje Balassa-Samuelsonův efekt.

Ohledně kanálů reálné apreciacie vyjadřuje názor, že došlo ke zlomu již v roce 1998, kdy ČNB srazila inflaci z 12 % pod cca 2 % během jednoho roku. Takže už tehdy si veřejnost mohla vytvořit příslušnou představu o ČNB jako o silně protiinflační instituci, která dělá možná i asymetrickou politiku a mohla se ukotvit velmi nízká inflační očekávání.

Na rozdíl od například Maďarska možná investoři více věří české ekonomice, v její dlouhodobý růst a zlepšování běžného účtu a to může mít na kurzová očekávání větší vliv než aktuální stavy platební bilance. Proto se domnívá se, že by se sekce měla znovu podívat na kurzovou rovnici a posoudit, zda je riziková premie dobře odhadnuta.

Vrchní ředitel Tomšík: Doporučuje být více agresivní ne v politice ale v komunikaci. Komunikovat, že ČNB si je vědoma, že nedokáže predikovat kurz a proto není jisté, kterým směrem se sazby změní a to i v poměrně krátkém horizontu. Pokud platí, že ČNB je banka transparentní s vysokou kredibilitou, mělo by to zapůsobit i bez změny sazeb.

Uvádí, že není ochoten se ztotožnit s předkládanou trajektorií implikovaných sazeb v horizontu nejbližších 18 měsíců.

Vrchní ředitel Hampl: Poznává, že agresivita v komunikaci je možná, pouze pokud existuje připravenost být agresivní i v jednání.

Guvernér Tůma: Také vyjadřuje názor, že pokud se vysloví určitá hrozba, měla by být připravenost tuto hrozbu naplnit. V souvislosti s posílením kurzu je otázkou, kam až by se musel dostat kurz, aby byl ochoten uvažovat o snížení sazeb.

Viceguvernér Niedermayer: Uvádí, že ačkoliv dříve padaly návrhy prodloužit ještě horizont prognózy je faktem, že podle aktuální prognózy se bude rozhodovat jenom třikrát a na tomto horizontu je prognóza konzistentní se stabilitou sazeb. Návrhy na případné snížení sazeb odpovídají některému ze scénářů na straně 42 v SZ. K takovému scénáři ale také patří určitý velmi apreciovaný vývoj kurzu, který je sice možný. V tomto případě by asi bylo správné snížit

sazby. Kdyby ale existovaly scénáře pro opačný šok, ukázalo by se, že současná aktuální úroveň kurzu, která je depreciovanejší, nás může tlačit k brzkému zvýšení sazeb.

Poznamenává, že agresivnější měnová politika znamená, že by se sazby měnily rychle podle toho, jak se pohne kurz a s takovou politikou by nesouhlasil.

III. Závěrečné hlasování:

Guvernér Tůma	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Viceguvernér Niedermayer	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Viceguvernér Singer	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Hampl	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Holman	hlasuje pro ponechání úrokových sazeb na stávající úrovni
Vrch. řed. Tomšík	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: Martin Cincibuch, poradce bankovní rady