

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. dubna 2007

Přítomni: Guvernér Z. Tůma, viceguvernér L. Niedermayer, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Řežábek, vrchní ředitel V. Tomšík.

I. Diskuze navazující na prezentaci 4. situační zprávy

Viceguvernér Singer: Nemůže se ubránit dojmu, že doporučení SMS je vedeno starým heslem: „já věděl, že to neprojde, já to jenom navrhoval“. Má několik konkrétních dotazů. První se týká PPI v eurozóně, které je již delší dobu nižší než u nás. Jak vypadá výhled do budoucna a jak je rozdíl odražen v obchodní bilanci? Dále se ptá na význam věty (str. 8, druhá věta, druhý paragraf), která říká, že na posun inflace směrem dolů z titulu nastavení rovnovážných trajektorií mělo vliv snížení tempa rovnovážné apreciacie. Efekt snížení apreciacie na inflaci by měl být opačný. Dotazuje se na robustnost předpokladu o rostoucích cenách ropy vycházející z konsensu. Na setkání s analytiky se zástupci JP Morgan poměrně tvrdě vyjadřovali v tom smyslu, že nově vytvořené kapacity již další výrazný nárůst cen neumožní. Ptá se, jak přesně byla v prognóze snížena propagace fiskálu a proč. Poslední dotaz se týká kurzu koruny a eura v alternativním scénáři. Přestože sazby jdou v tomto scénáři více nahoru než v základním a zlepšuje se fiskál, je kurz slabší. Jaké je pro to vysvětlení? Dále má obecnější otázky. Domnívá se, že SMS může podhodnocovat růst. Informace v přílohách situační zprávy neukazují na to, že by zpomalení růstu mělo být takové, jaké předpokládá SMS. Kolik kvartálů dopředu ovlivňuje prognózu růstu krátká prognóza a kdy do ní vstupuje QPM? Předpoklad o strnulém vývoji mezd v roce 2008 je – za současné situace - dost odvážný. Při inflaci 3,8 % by čekal spíše stagnaci než pokles reálných mezd. Dotazuje se na časování snížení spotřeby. V příloze 3 je uvedeno, že zvýšení sazeb by vedlo (*ceteris paribus*) ke snížení spotřeby o 0,4 procentního bodu, protože zvyšování sazeb je rozloženo do dvou let. Mohla by SMS sdělit, jak hlasovali modeláři a jak ostatní, aby bylo zřejmé, kdo hlasoval pro zvýšení (poměr hlasů byl 3:3). Dále se ptá, zda model G3 ukazuje na nižší zvýšení sazeb? Poslední dotaz se týká trajektorie sazeb za prognózou. Bude trajektorie stoupající a pak klesající, jak se uvádí ve stanovisku poradce?

Odpověď SMS: SMS by mohla být kritizována za měnověpolitické doporučení i v případě, že by navrhovala ponechání sazeb. SMS se přiklonila k tomu, že doporučení by mělo být v souladu s prognózou a že taktická úvaha o komunikaci přísluší spíše bankovní radě. Ekonomický růst může být skutečně prognózou poněkud podhodnocen. Poslední údaje, které nebyly v době prací na prognóze k dispozici, ukazují na vyšší růst v příštím čtvrtletí. PPI v eurozóně rostlo 3,2 %, u nás je nižší, a výhled je 2 %, u nás 3,5 %. Lze tedy očekávat diferenciál, ten ale nevstupuje do prognózy obchodní bilance přímo, spíše je ovlivněna terms of trade. Ohledně apreciacie hraje hlavní roli jiné rozložení apreciacie do složek, jde jí méně do korigované inflace a více do regulovaných složek, jak ukazoval jeden z grafů v prezentaci. Názor analytiků na rostoucí kapacity nebyl zatím z oficiálních zdrojů potvrzen, SMS si po setkání s analytiky ověřovala řadu zdrojů. Propagace fiskálního impulsu byla snížena, protože autoregrese v modelu přenášela uměle velký impuls do dalšího roku. Autoregrese do této chvíle nebyla problém kvůli poměrně malým hodnotám fiskálního impulsu. V alternativním scénáři je kurz slabší především kvůli inflačním očekáváním. Očištění reálného kurzu o daně zamezilo ještě vyšší depreciaci, právě proto bylo očištění provedeno - aby bylo zamezeno vyšší depreciaci kurzu v modelu. Předpoklad o mzdovém vývoji pro rok 2008 neodpovídá – vzhledem k tomu, že jde o tempo mezd, které jsme dlouho neviděli – příliš strnulému vývoji. Svou roli hraje i očištění o daňové změny, jeho

nepoužití by vedlo k vyššímu růstu mezd a k vyšším nominálním tlakům. Hlasování o měnově-politickém doporučení bylo spíše formováno názorem odboru zodpovědného za prognózu a odboru zodpovědného za komunikaci než debatou modeláři versus nemodeláři. V debatě ale nikdo nezpochybnil prognózu. Model G3 zatím nedává plnohodnotnou integrovanou prognózu, proto je inflace a sazby nižší než u QPM. Trajektorie sazeb za prognózou je klesající, vrací se ke 3 %, což neznamená, že by ke zvýšení nyní nemělo dojít, bez něj by v modelu nedošlo ke stabilizaci očekávání na nižší hladině.

Viceguvernér Singer: Vrací se ke 3 nebo pod 3 %?

Odpověď SMS: Asi ke 2,8 %.

Viceguvernér Niedermayer: Nemůže se ztotožnit s interpretací SMS, že stávající nízká hladina úrokových sazeb je slučitelná s přísnou úrokovou složkou měnových podmínek. V příloze ho zaujalo, že podíl zadlužení a finančních aktiv je 1:4. Znamená to, že zvýšení sazeb povede ke zvýšení příjmů a zlepšení finanční bilance domácností. Zvýšení krátkodobých sazeb spíše zvýší výnosy z vkladů, zatímco úvěry jsou spíše dlouhodobé. Ohledně G3 měl opačný dojem než viceguvernér Singer. G3 se daří apreciovat poměrně významně kurz, což – i přes vyšší poptávkovou inflaci v modelu – generuje celkově mírně nižší inflaci. Zatímco QPM indikuje nižší poptávkovou inflaci. Poslední komentář, který souvisí se stanoviskem poradce, se týká připravované fiskální reformy. První argument je, že se zvýší ceny. Druhý argument je, že to, co lidé zaplatí na nepřímých daních, dostanou zpět na daních z příjmů, takže tyto dva efekty se vyruší. Třetí argument je, že dojde ke krácení sociálních výdajů, ale u kvantifikace 30 miliard CZK by byl opatrný, protože to je srovnání s rokem 2007, který byl velmi expanzivní. Domácnosti se zachovají racionálně a budou to brát jako windfall.

Viceguvernér Singer: Až dosud se domníval, že kurz je endogenní součástí modelu G3, a proto je celková inflace srovnatelná s inflací prognózovanou QPM.

Viceguvernér Niedermayer: Je to endogenní, ale je tam jiná rovnice a především v G3 vycházejí jiné sazby.

Odpověď SMS: Přísná úroková složka měnových podmínek je dána mj. propočtem a hodnotami rovnovážných veličin, např. zahraničních sazeb. V G3 kurz posiluje, protože modely (QPM a G3) jsou rozdílné, mají jinou kurzovou rovnici, G3 pracuje s endogenní rizikovou premií. G3 ukazuje větší domácí poptávkové tlaky než QPM, kompenzuje je ale silnějším kurzem, takže celková inflace není vyšší. Kvantifikace dopadu růstu úrokových sazeb na spotřebu domácností se zabývala pouze zadlužením domácností, nikoli jejich aktivy. Fiskální transfery jsou v alternativě zohledněny standardně, tj. fiskální změny jsou zachyceny formou reziduí, je samozřejmě možno diskutovat, do jaké míry by měly být reformní změny zachyceny v modelu jinak, zvolený způsob je jeden z možných.

Vrchní ředitel Holman: Oceňuje přílohu číslo 3, která adekvátním, analytickým způsobem postihuje měnový vývoj, což je v souladu s chápáním měnového vývoje jako druhého pilíře měnové politiky. Dále oceňuje přílohu číslo 9, která je zajímavá a relevantní. Struktura financování podniků je jedním z důležitých determinantů fungování měnové transmise, a proto je důležité se jí v situačních zprávách zabývat. Má několik dílčích otázek. Může SMS upřesnit, jaký může mít

nárůst mezd ve Škodovce vliv na trh práce, do jaké míry může být relevantní pro mzdově-inflační tlaky? Na str. 2 se píše, že není očekáván výraznější fiskální impuls z titulu přílivu peněz z EU, v příloze se ale hovoří o čistém přílivu 6 miliard CZK, což není málo. Může SMS vyjasnit, proč si myslí, že nebude mít výrazný poptávkový vliv? Na str. 5 se uvádí, že růst regulovaných cen a administrativních vlivů obecně bude mít dopad do inflace ve výši 1,5 procentního bodu. To je velký dopad. Které regulované ceny na tom mají největší podíl, nájemné či ceny energií? Na téže straně je uvedeno, že vliv ekologické daně se do cen promítne plně. Není zřejmé, proč by tomu mělo tak být, může to SMS objasnit? Na str. 15 se hovoří o předpokladech vývoje fiskální politiky, z textu ale není zřejmé, co přesně SMS považuje za poptávkové a co za nepoptávkové fiskální výdaje. Může SMS vysvětlit, proč jsou některé výdaje považovány za nepoptávkové, vždyť i sociální transfery a platby do zdravotního systému mají přece vliv na poptávku? Na str. 40 je v popisu alternativy uvedeno, že se zvýšená DPH téměř plně promítne do cenového vývoje. Zvýšení nepřímých daní se do cen většinou plně nepromítá, protože svou roli sehrávají elasticity. Plné promítnutí je možno očekávat možná u potravin, které jsou nezbytnou složkou spotřeby a u kterých nepůsobí žádná substitute. Naproti tomu u ostatních složek spotřeby jako jsou např. stavební práce, dopravní služby či noviny lze tuto substituci očekávat. Na str. 41 se píše, že fiskální impuls se změní z kladného na záporný, následně je pak ale uvedeno, že to nebude mít vliv na agregátní poptávku. Může tento rozpor SMS objasnit? Příloha o aktuálním vývoji na trhu nemovitostí by měla obsahovat informaci o tom, jak velká část růstu disponibilního příjmu domácností se přelévá do poptávky po aktivech a promítá se do růstu cen aktiv a ne do růstu CPI. Může SMS říci alespoň svůj odhad?

Odpověď SMS: Změny daní se nepromítají do cen plně, SMS u změny DPH předpokládá celkově zhruba 80 % promítnutí. Průsak změny do nepřímých daní u regulovaných cen je plný a tento předpoklad vychází z historické zkušenosti. U ostatních složek je průsak předpokládán dvouřetinový. V obou případech se jedná o expertní odhad. Samozřejmě Německo naznačuje, že průsak by mohl být nižší, ale tam se to týkalo jiných složek a navíc je Německo v jiné poptávkové situaci. Primární dopad je účetní, tj. změna sazeb se promítá dle váhy položky, které se týká. Tento účetní dopad je kompenzován bezprostředním sekundárním dopadem změn daní, který je v krátkém horizontu uvažován jako negativní. Fiskální impuls z titulu EU je zřejmě popsán poněkud neintuitivně. SMS rozlišuje mezi přílivem prostředků, který je účetně zachycen v platební bilanci, a mezi tím, který již skutečně mohl ovlivnit ekonomiku. Řada transferů skončí v rezervních fondech či na účtu Národního fondu. Nárůst mezd ve Škodě nebude mít přímý dopad do ekonomiky, jedná se o růst mezd v delším než ročním období. Jediný dopad by mohl být signální pro ostatní odbory, aby vyjednávaly razantněji. Růst regulovaných cen je hlavně tažen nájemným, elektřinou a televizními poplatky, uvedené číslo však v sobě zahrnuje i změny nepřímých daní. SMS definuje poptávkové příjmy a výdaje jako ty složky, které přímo vstupují do HDP jako je spotřeba vlády a domácností. Ostatní položky typu investiční a neinvestiční dotace jsou problematické z hlediska interpretace a volatility, proto nejsou ve fiskálním impulsu zohledněny. V alternativě by měla být poptávka ovlivněna záporným fiskálním impulsem, může se jednat o nepřesnou formulaci. V souhrnu se vykompenzují dva vlivy: inflační impuls a restriktivní impuls fiskální reformy. Vliv disponibilních důvodů na ceny aktiv není zatím zřejmě velký, spíše je velký vliv demografického vývoje, kvantitativní analýzu nemá SMS k dispozici.

Vrchní ředitel Řežábek: Kdyby minulý týden nedošlo k vyjádření pana guvernéra, které bylo následně poměrně dramaticky komentováno v médiích, a doporučení SMS, tak bychom mohli říci,

že podle situační zprávy se ekonomická situace příliš nezměnila. Rozpor mezi doporučením a textem je obtížně pochopitelný a ani z prezentace nebylo příliš jasné, co převážilo v argumentech SMS pro zvýšení sazeb. V prezentaci nebylo dostatečně zdůrazněno, že inflace se nachází pod cílem. Uvádět jako důvod podstřelení změnu spotřebitelského koše je do jisté míry alibismem, protože změna koše přiblížila strukturu položek realitě, což již zmiňoval v minulé diskusi vrchní ředitel Hampl. Nedávné změny v oblasti cen ropy byly spíše dány politickými vlivy, resp. situací v Africe, takže je otázka, zda tento krátkodobý impuls skutečně máme interpretovat jako inflační riziko. Situace připomíná rok 2005, kdy také došlo ke zvýšení sazeb vlivem krátkodobých impulsů a později se ukázalo, že zvýšení nebylo nutné. SMS nesrovnala dostatečně první čtvrtletí 2007 s prvním čtvrtletím 2006. Vliv rozdílných klimatických podmínek (výrazně vyšší teploty v roce 2007) se odrazil v řadě indexů jako jsou stavební práce ve stálých cenách (růst o cca 30 %). Do jaké míry se SMS zabývala touto skutečností a zohlednila vliv rozdílné základny? Navazuje na dotaz viceguvernéra Singera ohledně rostoucí trajektorie sazeb až ke 4 % a následného poklesu. Je třeba, aby SMS vývoj sazeb dovysvětlila. Ve stanovisku poradce jsou dotazy, které by měly být SMS okomentovány. Pracuje SMS také s předpokladem snížení inflačního výhledu pro eurozónu jako stanovisko? Dopad fiskální reformy vnímá SMS jako inflační zatímco ve stanovisku se objevuje úvaha, že může být spíše protiinflační. Může SMS objasnit rozdíl mezi tempem růstu rovnovážných mezd a rovnovážného produktu a může uvést, jak by vypadala prognóza, pokud by veličiny jako jsou mzdy či reálný kurz a sazby nebyly očišťovány o dopad daní s tím, že očištění není u všech veličin intuitivní?

Odpoověď SMS: Vysvětlení, že cíl byl podstřelen kvůli novému indexu, může skutečně vyznívat jako poněkud alibistické, ale je třeba mít v patrnosti, že aktuální hodnoty inflace byly jediným protiinflačním faktorem, všechny ostatní údaje šly opačným směrem. Změny sice nebyly velké, ale všechna rizika se kumulují jedním směrem. Ve vývoji HDP byl skutečně patrný vliv klimatických podmínek, ale i přes to ukazují data na velmi silný růst. Inflační výhled pro eurozónu se snižuje, daňové dopady, které především k poklesu výhledu přispěly, byly ale v lednové prognóze očištěny, takže změna výhledu se v prognóze příliš neprojevuje. Fiskální alternativní scénář není SMS používán jako argument pro zvýšení sazeb, spíše je to tak, že doporučení SMS nevyvrací. Alternativa nesignalizuje protiinflační riziko z hlediska měnověpolitického doporučení pro nejbližší dobu. Rozdíl v tempu růstu rovnovážných mezd a produktu je ovlivněn mj. tím, že obě veličiny jsou deflovány rozdílným indexem a neznamená nutně, že se podíl mezd na HDP mění. Navíc v delším horizontu jsou tempa růstu obou rovnovážných veličin stejná. Pokud by reálné rovnovážné mzdy rostly stejně jako produkt generovaly by rychlejší růst nominálních mezd, který není v souladu s realitou. Veličiny jsou očišťovány o vliv daní proto, že změny nepřímých daní neovlivní konkurenceschopnost, protože změny se vztahují na domácí i zahraniční zboží. Zároveň neovlivní reálné mzdové náklady, protože růst cen vlivem nepřímých daní neznamená růst zisků. Kdyby k očištění nedošlo, v modelu by byly vyšší protiinflační tlaky, protože kurz i mzdy by krátkodobě snížily tlaky z reálné ekonomiky. SMS příliš nevěřila, že toto by byl dobrý odraz reality.

Vrchní ředitel Řežábek: Ohledně vyjednávání s odbory lze evidenci interpretovat i jinak, než ji interpretuje SMS. Odbory mohou po ukončení vyjednávání ve Škodě ustoupit od přemrštěných požadavků.

Odpověď SMS: Prognóza je s touto úvahou v souladu, protože předpokládá, že trh práce přestane být protiinflačním faktorem prognózy, ale nestane se inflačním, pouze neutrálním, faktorem.

Vrchní ředitel Tomšík: Na str. 5 je popisován alternativní scénář, který ukazuje, že dopad reforem bude inflační. Dotazuje se, zda veřejnost skutečně zabuduje tento inflační impuls do svých očekávání až v roce 2008. Pokud skutečně věříme, že očekávání jsou racionální, neměli bychom předpokládat, že očekávání se změní dříve? Dále se dotazuje, jak SMS interpretuje rozdílný vývoj mezi zaměstnaností, která se změnila jen málo, a nezaměstnaností, u které je patrný výrazný pokles. Jsou tato čísla o trhu práce v souladu? Na str. 7 a 8 se uvažuje o poměrně silném růstu cen potravin a energií s tím, že v důsledku silného růstu ve druhém čtvrtletí došlo k expertnímu snížení prognózovaného růstu pro třetí čtvrtletí. Jaká expertní úvaha je za touto úpravou modelové prognózy? Nedošlo – vzhledem k dobrým klimatickým podmínkám – pouze k urychlení tzv. bramborového efektu, pak by šlo skutečně pouze o krátkodobý impuls a ne o inflační riziko? Jaký je názor SMS na srovnání lednové a dubnové prognózy, není poněkud zavádějící vzhledem k tomu, že nepracují se stejným spotřebitelským košem? Připojuje se k dotazu vrchního ředitele Holmana a k dotazu ze stanoviska poradce ohledně dopadu fiskální reformy do cen. Může SMS uvést, proč předpokládá plné promítnutí změn daní do cen a jak byly oceněny důchodové efekty, šlo o expertní úsudek nebo odhad propadu spotřeby? V nové situační zprávě vycházíme z nového kurzového předpokladu, který se jeví, že neodpovídá předchozí dohodě o stanovování kurzu v prognóze podle dosavadní rovnice nekryté úrokové parity. Došlo ke změně v kurzové rovnici? Dále se dotazuje na pasáž srovnávající prognózy ČNB s prognózami analytiků, ze které je zřetelné, že došlo ke změně očekávaných krátkodobých sazeb ze strany ČNB z 3,2 na 3,7 % (leden ve srovnání s dubnem). Domnívá se SMS, že vzhledem k tak výraznému posunu existuje riziko z prodlení v případě ponechání sazeb na stávající výši, v prezentaci totiž zaznělo, že toto riziko není velké? Dále se dotazuje, zda trajektorii 3M implikovaných sazeb SMS neočistila o termínovou prémii více, než bylo dohodnuto s bankovní radou? Prognóza ČNB (viz str. 45) se pak zdá oproti ostatním prognózám vychýlená a opravdu navozuje dojem, že je třeba sazby zvyšovat. Oceňuje kvalitu příloh. Dotazuje se, jak SMS hodnotí skutečnost, že možnost deregulací využila většina měst a zhruba 2/3 obcí (uvedeno v příloze 6) a jak je toto tvrzení konzistentní s minulou situační zprávou, která uváděla, že obce a města využijí deregulace během léta. Dotazuje se, jak interpretovat skutečnost, že růst objemu exportů o 1 % vedl k růstu objemu zajištění o 2,4 %, spíše by předpokládal, že ne všichni exportéři se zajišťují a že tedy růst zajištění bude nižší. Ptá se, zda reálná úroková sazba podle modelu G3 v příloze č. 12 je téměř nulová, protože prognóza inflace směřuje ke 3 % a prognóza 3M Priboru taktéž ke 3,0 %?

Odpověď SMS: Z hlediska cílování je lednová a dubnová prognóza srovnatelná, z hlediska metodologie tvorby skutečně srovnatelné nejsou. Fiskální reforma, i když je zapracována až od roku 2008, je již od této chvíle agentům známá, takže je zohledněna i v prognóze pro rok 2007, v baselinu ale ne, tam se pracuje s předpokladem, že reforma neproběhne a není agentům známa. Ohledně zaměstnanosti a nezaměstnanosti – jisté nesrovnalosti jsou způsobeny rozdílnými zdroji dat, které nejsou srovnatelné. Jde o rozdíl mezi výběrovými šetřeními zaměstnanosti a registrovanou nezaměstnaností. Krátkodobý růst cen potravin a ropy je skutečně chápán SMS jako zatím dočasný, není zřejmé, zda se jedná přímo bramborový efekt. Prognóza negeneruje oslabení, protože daňové změny nebudou generovat reálnou apreciaci, neboť jejich dopady jsou očištěny, a vyšší trajektorie sazeb brání dalšímu oslabení. Riziko z prodlení, indikované posunem

krátkých sazeb mezi lednem a dubnem, bylo poměřováno nutností komunikovat změnu pohledu na budoucí trajektorii sazeb a nutností vyhnout se spojení zvýšení sazeb se změnou cíle. Březnový pohled na rozsah a časování deregulací se nemění, jde spíše o rozdíl mezi tím, kdy města a obce podnikly kroky k deregulaci, a kdy uvidíme dopady do cen. Je tam tříměsíční zpoždění. Další deregulaci budou obce muset provést 12 měsíců po té letošní, nikoli v příštím kalendářním roce. Obce nemohou rozsah deregulací kumulovat, strop je stanovován procentuelně. Zajištění růste rychleji než exporty, protože se nevztahuje pouze na exportní transakce, ale také na mezibankovní apod. Informace byla zpracována na žádost bankovní rady, ale statistika o primárním objemu zajištění není k dispozici, proto byl použit aproximativní indikátor.

Viceguvernér Niedermayer: Pokud nederegulují nyní, skluz tedy již nedoženou.

Vrchní ředitel Řežábek: Mohou skluz dohnat v delším časovém horizontu.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Singer: Na situační zprávě je překvapivý konzervativní odhad ekonomického růstu. I když došlo od ledna ke zvýšení odhadu, je to stále málo. Poslední údaje – zahraniční i domácí - přitom vysílají prorůstové signály. Německá konjunktura, domácí trh práce, který nasává pracovní sílu, a následný růst tržeb v obchodech ukazují na rychlejší růst. Ve stejném duchu vyznívá i příloha zabývající se nabídkovou stranou ekonomiky. V této souvislosti připomíná koncept multiplikátoru-akceleratoru, který přetavuje spotřebu do investic, investice do mezd a spotřebitelská očekávání do hospodářského růstu tak dlouho, až dojde k přehřátí systému a ke korekci. Akcelerační dynamiku máme spíše před sebou než za sebou. Pochybuje, že toho SMS dostatečně zohlednila, prognóza růstu je vychýlená směrem dolů. Z pohledu ekonomiky začala růstová party před dvěma lety a nyní již začíná být docela bujará. Přesto lze ale říci, že „noc je ještě mladá“. Z dostupných informací nelze jednoznačně usuzovat na nutnost okamžitého zvýšení sazeb. Zatímco o robustnosti růstu panuje jistota, inflační výhled je méně jistý. Korigovaná inflace neukazuje žádné inflační tlaky, byla o 0,4 p.b. níže, než předpokládala lednová prognóza. Bylo by možné dokonce spekulovat, že - je-li růst cen potravin dočasným šokem – bude v příštím roce inflace nižší. Ceny ropy nemusí růst, jak naznačila dříve zmíněná diskuze s analytiky. Modelová prognóza je, jak ukázala minulá zkušenost, náchylná k nadhodnocování inflace. Lze namítat, že při čekání na inflaci by mohla ČNB poněkud zaspát, ale na druhou stranu faktory, které dosud tlumily inflační šoky – jako například vliv konkurenčního prostředí – přetrvávají i nadále. Shrnuje, že vidí vyšší růst jako velkou jistotu a časování promítnutí postupně se kumulujících proinflačních faktorů do inflace jako velkou nejistotu. Doporučuje vyčkat, zda se inflační tlaky potvrdí pro delší časový úsek, než je první čtvrtletí, které je netypické, a pak v případě potřeby sazby zvýšit. Nevidí takový konflikt v rozhodování mezi nutností zvýšit sazby a nutností tento krok s předstihem komunikovat, jak naznačovala SMS při své prezentaci.

Viceguvernér Niedermayer: Data jsou silná, jak pro domácí tak pro zahraniční ekonomiku. Prognóza je expertně poněkud utlumená, NTF by bez expertní korekce generovala vyšší inflaci. Podstatný z hlediska inflace je pozitivní růst, neztotožňuje se ale s názorem viceguvernéra Singera, že by růst musel překročit 6 %, spíše je důležité, že dochází ke změně struktury růstu. Z toho

hlediska prognóza nemůže být překvapením. Apresiasi kurzu, která byla předpokládána v lednové prognóze, se nepotvrdila. Rizika budoucího vývoje kurzu jsou nyní symetrická. Stávající prostředí je přesně to, ve kterém by inflace měla růst. Ale je typické pro českou ekonomiku, že inflace se v takové situaci překvapivě nemusí objevit, například kvůli rostoucí konkurenci nebo posilující koruně. Stejně tak se ale obdobné překvapení dostavit nemusí. Za měsíc nebo za dva budeme přesně vědět, co jsme měli dnes udělat. Přirovnání ke Švýcarsku ze stanoviska poradce zcela nesejde, spíše sedí přirovnání k Anglii, která nepochybně benefitovala z velké otevřenosti a přílivu dělníků, kteří tlumili růst mzdových nákladů. Minulá politika zvyšování sazeb Bank of England se mu nezdála adekvátní, současný pohled ale ukazuje, že zpříšňování bylo na místě a dokonce že bylo méně než adekvátní. Rozhodování je velmi obtížné, za měsíc za dva bude situace jasnější. Pokud bude inflace pokračovat v březnové cestě, pak bude 80 % analytiků před dalším jednáním očekávat zvyšování sazeb. Pokud se - z důvodu, který momentálně neumíme vysvětlit - ukáže, že inflace se vrátí na dřívější trajektorii, tak by se mohlo ukázat, že urgence zvýšit sazby dnes nebyla. Stále má problém považovat stávající hladinu sazeb za restriktivní.

Vrchní ředitel Řežábek: Nebýt vyjádření, které bylo prezentováno guvernérem až v době mediální zdrženlivosti, tak by ani trhy nereagovaly zvýšením očekávaných sazeb. Prognóza opět vyvolává dojem inflačních rizik, jedním z nich jsou dle SMS v poslední době rostoucí ceny ropy. Připomíná, že lednová prognóza počítala s cenou ropy 68 dolarů, teď je cena 66, nový Consensus říká 70 dolarů, aktuální futures udávají 67 dolarů (za barel). Ceny ropy budou určitě kolísat, ale nebudou mít růstové tempo směrem nahoru. Zmiňoval se již o dopadu počasí na stavební práce, zajímavé by bylo znát čísla o nemocnosti. Ze statistické zkušenosti je zřejmé, že nárůst nemocnosti vždy přinesl pokles obratu v potravinářském zboží.

Viceguvernér Singer: Spíše jde o pokles obratu v prodeji nápojů.

Vrchní ředitel Řežábek: Letošní roční počasí mohlo přinést mnohem menší nemocnost a tedy mnohem vyšší poptávku po potravinách, která mohla vyhnat ceny potravin nahoru. Je proto důležité si ověřit, zda hrozba inflace se naplní i ve srovnatelnějším měsíci jako je duben. O dopadech fiskální reformy nepanuje zřejmě shoda. Je přesvědčen, že reforma na měnově relevantní inflaci nemusí mít tak výrazný vliv, jak předpokládá alternativa v situační zprávě. Objevují se navíc i zprávy, že konečná podoba reformy může být jiná. Proto doporučuje počkat s hodnocením reformy na její konečnou podobu. Navrhuje střídmy postup. Je možné, že sazby se budou spíše zvyšovat, ale bylo by dobré počkat na potvrzení zrychlení inflace, růstu cen potravin a cen ropy i za další měsíce. Letošní zima byla v Americe poměrně silná, takže se můžeme dočkat ještě překvapení na trhu s ropou.

Vrchní ředitel Holman: Vrací se k alternativnímu scénáři. Pravděpodobnost přijetí reformy není nevýznamná, takže alternativní scénář musí být brán vážně. Z alternativního scénáře, resp. z vládního balíku chystaných opatření, vyplývá významný restriktivní dopad na poptávku, protože dojde ke snížení sociálních výdajů, snížení zaměstnanosti a růstu mezd ve státním sektoru. To je významné protiinflační riziko. Na druhé straně bude inflace ovlivněna změnou daní, ale primární dopad je ze strany ČNB chápán jako výjimka a sekundární dopady a dopady do očekávání nemusí být tak velké, aby vynulovaly protiinflační dopad omezené poptávky. Ve stanovisku poradce se uvádělo, že v Německu byl dopad změny daní sedmkrát nižší, než se čekalo. Než se rozhodneme

pohnout se sazbami, bylo by dobré počkat na finální podobu reforem a na to, až se alternativní scénář změní v základní. Růst spotřeby by podle modelu G3 neměl vést k inflačním tlakům, protože dojde ke zvýšení výrobních kapacit. Přírovnání se Švýcarskem ve stanovisku poradce není zcela adekvátní, protože frank se využívá na rozdíl od koruny jako refinanční měna, například k financování hypoték v Maďarsku, takže silný kurz franku udržuje vysoká poptávka i při nízkých sazbách.

Vrchní ředitel Tomšík: Situační zpráva vyznívá poměrně proinflačně. Je tam rozpor mezi aktuálními sazbami a těmi, které jsou predikované. Rozdíl ve výši 50 bodů indikuje, že existuje riziko z prodlení (při nezvýšení sazeb). Je překvapen názorem viceguvernéra Niedermayera, který nemá tak jednoznačný pohled jako v minulosti. Osobně považuje za podstatné, že základní scénář je hraniční a že je třeba pracovat s kombinací základní a alternativní prognózy. Kdyby inflace skutečně vyskočila k pěti procentům, jak signalizuje alternativa, pak by to mohl být šok pro ekonomiku, protože dosud byla očekávání i samotná inflace mnohem nižší. Obává se, jak by lidé reagovali na takovýto šok. Druhým proinflačním faktorem je trh práce, jehož vývoj byl již diskutován v předchozí části jednání. Dále je podstatné, že došlo k poklesu produktivity práce, ta v posledním kvartálu poklesla na 3,2 %. Cenová bublina na trhu nemovitostí je faktem, otázka je, jaká má být reakce centrální banky na bublinu. Důležitá jsou také data o platební bilanci, konečně jsou známy údaje za celý rok. Zahraniční obchod se zbožím vykazuje mírné zlepšení (o 6 miliard), ale je tam velké zhoršení bilance služeb (o 8 miliard) a zhoršení bilance výnosů. Zrychlují se ceny průmyslových výrobců od podzimu loňského roku. Roste využití výrobních kapacit z 81 na 83 %. Je to maximum od roku 2005. Osobně tedy vidí řadu inflačních signálů. Problémem je, jak by zvýšení úrokových sazeb vnímal trh a jak by ovlivnilo kurzový vývoj. Překvapení trhu může vést k nadměrnému posílení kurzu. Navíc některé uváděné argumenty se opírají o model, který nemusí vždy plně postihnout realitu. Ztotožňuje se s názorem viceguvernéra Singera, že model má tendenci k nadhodnocení prognózy inflace. Překvapilo ho vyrovnané hlasování SMS (3:3) o měnověpolitickém doporučení. Poslední faktor, který hovoří pro pozvolnější postup, je nedávné vyhlášení snížení cíle. Je dobré si komunikačně začít připravovat půdu pro zvyšování sazeb. Není zastáncem strategie překvapování trhů nečekaným zvýšením sazeb.

Guvernér Tůma: Vyjadřuje se nejprve ke svému vystoupení v médiích minulý týden, které bylo v jistém smyslu hraniční. Přesto ale byl termín dodržen, protože rozhovor pro agentury (Bloomberg, Reuters) dal ve středu. To, jak se následně rozhovor odrazil v tisku, neověřoval, vlastní rozhovor pro agentury byl ale agenturami interpretován korektně. Záměrem rozhovoru nebylo naznačit, že dojde ke zvýšení sazeb, spíše zmírnit „holubičí vlnu“, na které se nesla očekávání budoucího vývoje sazeb. Osobně neumí vyloučit, že zvýšení přijde dříve, než trhy čekají. Časování bylo také dáno příležitostí, rozhovor spojil s přednáškou na univerzitě.

Vrchní ředitel Řežábek: Pravda je, že Petruš psal o rozhovoru ve středu i ve čtvrtek. Je nepříjemné, když se objeví informace, že trh reaguje na výrok guvernéra, a ihned potom vzrostou sazby (včetně hypoték). A to bylo těsně před jednáním bankovní rady.

Guvernér Tůma: Karanténa slouží k tomu, aby trh nebyl maten výroky o tom, kam se pohnou sazby na jednání, nikoli k tomu, aby nebylo možno ovlivnit očekávání trhu. Posun klientských sazeb je proto v pořádku a byl v souladu se záměrem rozhovoru. Stávající situaci neinterpretuje jako dramatický posun historiky, jde spíše o kumulaci drobných posunů proinflačním směrem.

Proto považuje za pravděpodobnější, že příští posun bude směrem nahoru, aniž by se vyjadřoval přímo k dnešnímu rozhodnutí. Souhlasí s tím, že ze strany SMS nešlo o alibismus, SMS podpořila svým měnověpolitickým doporučením prognózu, která již několik měsíců směřuje ke zvyšování sazeb, a to je v pořádku. Otázky časování a komunikace jsou skutečně především v pravomoci bankovní rady. SMS tedy zvedla prapor správně. Důvody pro nezvýšení jsou, i když to nejsou ty, které jsou zmíněny ve stanovisku poradce. Nedomnívá se, že je dobré čekat, až bude zřejmá podoba reformy, protože to by mohly sazby zůstat nezměněny až do podzimu. Argumenty pro opatrnost jsou v tom, že je v současné době obtížné odhadnout podíl cyklu na ekonomickém vývoji. Růst je vysoký, mezera produktu je uzavřená, ale potenciál se také poněkud posunul. Druhá velká nejistota je trh práce. Pokračující konkurence, slušná produktivita a zvládnutí náporu mzdových požadavků sice zatím inflačním tlakům zamezily, ale – ve srovnání se situací před několika lety, kdy také ČNB upozorňovala na rigidity na trhu práce – je nyní překvapivé, že se cyklus do nezaměstnanosti promítá tolik. Pokles nezaměstnanosti je nečekaně vysoký. Brzdy, které v ekonomice byly, postupně opadávají, a to nás bude tlačit proinflačním směrem. Není zřejmé, zda příznivá historická zkušenost s neinflačním mzdovým vývojem zaručuje, že trh práce inflační tlaky nyní nezačne generovat. Souhlasí s tím, že „noc může být ještě mladá“, přesto se ale domnívá, že ke zvýšení dojde spíše dříve než později. Otázka načasování je tedy klíčová a souvisí s diskuzí o tom, zda má měnová politika překvapovat trhy či nikoli. Překvapit trh je občas potřeba, centrální banka by se neměla nechat táhnout očekáváními trhu, jinak dojde – jak naznačuje literatura – k vzájemnému odečítání očekávání (trh sleduje centrální banku a ta sleduje trh), které nevede k optimální měnové reakci, protože na straně obou hráčů chybí nezávislé hodnocení ekonomické situace. Je ale pravda, že centrální banky se snaží trh nepřekvapovat, aby jim nebyla vytýkána netransparence a nedostatečná komunikace, a na svá rozhodnutí ho postupně připravít. Rizikem této přípravy je ale to, že rozhodnutí se neuskuteční ve chvíli, kdy by mělo padnout, ale později. Prognóza jasně říká, že dnes, za měsíc, nejpozději za dva by bylo třeba zvýšit sazby. Alternativa prognózy je skutečně obtížně hodnotitelná, v tom souhlasí s vrchním ředitelem Řežábkem. Nejistota je ale zatím tak velká, že by alternativu nyní nepublikoval, můžeme verbálně okomentovat, že máme pracovní odhad dopadu reformy na inflaci, nikoli na měnověpolitickou inflaci. Tento komentář by podal, pokud by na tiskové konferenci padl dotaz na dopad reformy.

Viceguvernér Singer: Nesouhlasí zcela s tím, že vývoj trhu práce není překvapivý. Při šestiprocentním růstu je přirozené, že míra nezaměstnanosti klesá tak, jak klesá. Trh práce reaguje adekvátně, navíc dochází k přílivu pracovní síly ze zahraničí a tento trend bude pokračovat i v budoucnosti. Spíše je překvapivý růst než to, jak se chová nezaměstnanost. Nedomnívá se, že by bylo třeba vážit komunikaci tak jemně, jak bylo zdůrazněno ve stanovisku SMS i ve stanovisku guvernéra. Překvapení trhu ani změna sazeb není takovým problémem. Podstatné je dobře zvážit sezónní faktory, které byly již zmíněny, jako je vliv počasí a nemocnosti, a vyčkat, zda se inflační tlaky ukáží v dalším čtvrtletí, které již nebude těmito faktory tak ovlivňováno. Jádrová inflace totiž inflační tlaky nesignalizuje tak důrazně. Přímé zahraniční investice ovlivňují ekonomiku velmi výrazně a to i přes kapitalizaci pracovní síly.

Viceguvernér Niedermayer: Ať již bude rozhodnutí jakékoli, je třeba jasně komunikovat, že důvodem není reforma ani změna cíle. Dopad reformy je v rozsahu jednoho zvýšení sazeb, takže není pro diskuzi podstatný, a cíl je za horizontem měnové politiky. Souhlasí s viceguvernérem Singerem, že debata by se neměla soustředit na doladování komunikace, protože argumentovat lze poměrně sofistikovaně na obě strany bez toho, že by bylo možno dospět k jednoznačnému závěru.

Cituje bývalého viceguvernéra Kysilku, který říkal, že trh nesměruje ke správnému nastavení sazeb, ale hádá příští krok centrální banky. Křivka je plochá, protože ČNB komunikovala možné snížení, až bude komunikováno možné zvýšení, křivka se změní. Měnovou politiku by bylo dobré provádět změnami sazeb, a ne vysíláním kouřových signálů. Otevřenou otázkou je kurz. Pokud bychom chtěli zachovat status quo, tak bychom měli zvýšit. Polsko také zvýšilo, a to není jediná země, která je pro nás relevantní, která zvýšila. Důležitý bude mzdový vývoj, signály jsou smíšené. Podniky jsou stejně produktivní jako v Německu a mohly by tedy zvyšovat mzdy rychleji než dosud. Negociace dopadly dosud pro odboráře špatně, pokud mají odboráři ve Škodovce 12% nárůst mezd na skoro dva roky, tak téměř ničeho nedosáhli. Tento vývoj není ale udržitelný. Jakmile se zaměstnanci naučí lépe přesouvat z místa na místo, tak jim fyzická mobilita umožní vytlačit mzdy na vyšší úroveň, protože rozpočítaný trh práce dá zaměstnavatelům mnohem menší prostor pro jednání. Může to narážet na to, že těsnost trhu práce je velká. Při nezaměstnanosti 9 % jsme říkali, že polovina z toho jsou nezaměstnatelní. Pokud je nezaměstnanost nyní 7 %, pak už je rezervoár pracovní síly poměrně malý.

Viceguvernér Singer: Dotazuje se, zda viceguvernér Niedermayer skutečně vnímá nezaměstnanost jako strukturální problém. Osobně by přikládal váhu také výši a dostupnosti sociálních dávek, nejde o nezaměstnatelné, ale o nezaměstnatelné při dané výši dávek. Pokud ti nejhorší vypadnou ze statistik zaměstnanosti, tak se strukturální nezaměstnanost snižuje.

Vrchní ředitel Řežábek: Zaměstnanost a navyšování mezd je také ovlivňováno dovozem pracovní síly, ve stavebnictví jsou již zaměstnáváni dělníci z východních zemí, a to stlačuje mzdy dolů. Pokud bychom očistili ekonomický růst o automobilový průmysl, možná bychom viděli, že tlak na růst mezd je pouze sektorovým problémem, protože zbytek ekonomiky roste mnohem pomaleji.

Guvernér Tůma: Měnová politika musí reagovat na agregovaný, nikoli očištěný růst. Navíc roste celá ekonomika přes služby a technologie až po automobilky.

Viceguvernér Niedermayer: S růstem mezd na Slovensku bude tempo přílivu pracovní síly zpomalovat, a Slováci nejsou vzhledem k jazykové příbuznosti ve službách nahraditelní. A ti zatím chladí trh práce ve službách.

Guvernér Tůma: To už je debata v příliš velkém detailu, která těžko může pomoci při rozhodnutí o nastavení sazeb.

III. Závěrečné hlasování:

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

IV. Úkoly

Nebyly uloženy.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada ČNB rozhodla většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na stávající úrovni 2,5 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, dva členové hlasovali pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady

