

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. července 2007

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 7. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Otevírá diskuzi dotazem na graf zachycující mezeru výstupu společně s mezerou podílu spotřeby na HDP. Uvádí, že na rozdíl od proticyklického chování na minulosti, se nyní obě veličiny vyvíjejí stejným směrem.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Odklon od jasně proticyklického chování může být dán rychlejším růstem spotřeby, který je částečně možno připsat vlivu sociálních transferů a částečně také překvapivému růstu reálných mezd. Dále je však potřeba také vzít v úvahu, že podobné srovnávací grafy jsou samy o sobě poměrně hrubou optikou a odchylky v rozsahu desetin je potřeba interpretovat opatrně.

Viceguvernér Niedermayer: Nicméně, je zřejmé, že do roku 2007 se obě veličiny chovají perfektně proticyklicky, načež se otočí k pozitivní korelaci. SMS se tedy domnívá, že tato změna může být vytvořena sociálními transfery a růstem mezd? To by však znamenalo více inflační situaci.

Odpověď SMS: V prognóze spotřeby je každopádně zapracováno zpomalení růstu obou zmíněných faktorů. Zároveň dochází ke zpřísnění úrokové složky měnových podmínek, takže růst spotřeby domácností se na prognóze postupně zpomaluje.

Poradce Hurník: Zmiňuje, že SMS se snaží nesoulad v grafu vysvětlit pouze přes vývoj spotřeby. Druhým vysvětlením však může být nadhodnocení mezery výstupu. K současnému nastavení počátečních podmínek lze stejně dobře dospět méně pozitivní mezerou výstupu a více inflačním působením mezery reálných mezd.

Viceguvernér Niedermayer: Dále se táže, proč jsou v prognóze strukturálního modelu G3 odlišně nastaveny sekundární dopady úprav nepřímých daní. Je za tím nějaký fundamentální důvod?

Odpověď SMS: Daňové úpravy se v modelu G3 jen účetně přidají na počátku. Sekundární efekty nejsou nijak upravovány.

Viceguvernér Niedermayer: To je vlastnost toho modelu, tj. že neumí s daněmi pracovat jinak?

Odpověď SMS: Sekundární dopady by musely být přidány ad hoc způsobem, obdobně jako v QPM, což je technicky možné. Není to tedy tak, že by SMS měla silný názor, že se sekundární dopady daní nemohou objevit.

Viceguvernér Niedermayer: Konečně se ptá, zda za doporučením zvýšit úrokové sazby o 50 bazických bodů stojí také úvaha, že tento vývoj úrokových sazeb by mohl vyvolat posílení kurzu a tím přispět ke snížení budoucí inflace.

Odpověď SMS: Otázka, zda by navrhované zvýšení úrokových sazeb mohlo posunout kurz k silnějším hodnotám, než jaké jsou očekávány v prognóze, byla pochopitelně v SMS diskutována

v rámci její porady k měnověpolitickému doporučení. Zřejmě to byl také důvod pro ony tři hlasy pro zvýšení sazeb jen o 0,25 p.b. Je samozřejmě možné, že vzhledem k nedávnému vývoji kurzu, by další překvapení z hlediska měnové politiky mohlo kurz dále posílit. Záměr pomoci si posílením kurzu však určitě nebyl argumentem pro doporučení SMS. Na sekčním jednání k doporučení také zazněla otázka, zda by dvojí zvýšení o 0,25 p. znamenalo pro finanční trh zásadně jinou zprávu, než pokud by došlo k jednomu zvýšení o 0,5 p.b.

Viceguvernér Singer: Směřuje svůj první dotaz na poradce Hurníka, který sice dle jeho názoru přesvědčivě ve svém stanovisku k situační zprávě rozebral vývoj dat v době od dubnové prognózy, není mu však zcela jasné, z čeho nakonec odvodil své doporučení na zvýšení úrokových sazeb.

Poradce Hurník: Své doporučení odvozuje jednak od existence proinflačního šoku, který vzniká díky oslabení kurzu a jednak z prognózy strukturálního modelu G3, kde růst úrokových sazeb je reakcí na růst mezních nákladů výrobců. Mezní náklady výrobců v budoucnosti rostou, protože dochází k deceleraci růstu produktivity směrem k jejímu dlouhodobému růstu. Jinými slovy, věří, že z hlediska růstu produktivity úspěšný rok 2006 se již nebude opakovat.

Viceguvernér Singer: Toto vysvětlení mu nepřipadá zcela logické. Pokud by se například snížila očekávání o růstu investic, nebo pokud by se v Evropě obecně projevoval nějaký pokles produktivity práce, tak by mu toto vysvětlení připadalo realistické. Se zvyšující se kapitálovou vybaveností nicméně není zcela jasné, proč by minulý vývoj měl být tak výjimečný. Rozumí tomu, že možná vyprchaly nějaké pozitivní efekty v oblasti maloobchodu, ale v oblasti produkce mu při očekávání růstu zahraničních investic, poklesu dividend kvůli růstu reinvestovaných zisků, a růstu investičních úvěrů chybí důvod k deceleraci růstu produktivity práce.

Poradce Hurník: Zmiňuje, že růst produktivity sice deceleruje, ale k úrovni 5 % růstu, z předešlých 8 %.

Viceguvernér Singer: Dále uvádí, že přestože se zvyšují prognózy růstu v EU, výhled na vývoj inflace se mění jen málo. V této souvislosti se táže, proč se obdobný scénář netýká také náhledu SMS, tj. rychlejší růst potenciálního výstupu a ukotvení inflačních očekávání.

Odpoověď SMS: Také SMS ve své prognóze nechala poměrně výrazně zrychlit růst potenciálu v eurozóně. Z komunikace ECB vyplývá, že oni sami vidí rovnovážné sazby výše, potenciální růst níže a současnou mezeru výstupu již jako proinflační. Totéž se týká také budoucnosti. V prognóze SMS je předpoklad o rychlejším růstu potenciálu v eurozóně zapracován a pravděpodobně více, než jak jej vnímá nejen ECB, ale také například OECD, která ve svých analýzách vývoj potenciálu nepřehodnotila vůbec a současný vývoj HDP interpretuje jako hospodářský cyklus. Stejně tak Article IV konzultace IMF pro eurozónu. Růst produktivity v eurozóně není ve stanoviscích připisován strukturálním změnám. Naopak, stále se zmiňují přetrvávající strukturální problémy. Oživení je vnímáno jako cyklické.

Viceguvernér Singer: SMS předpokládá, že růst peněžního agregátu M2 zpomalí v roce 2008 na zhruba 7 %. Jedná se o nějaký dopočet? Táže se zejména v souvislosti s minulým vývojem, zvýšením očekávaného růstu HDP a předpokladem o budoucím vývoji inflace kolem 4 %. Není zcela jasné, proč by se měl růst peněžního agregátu M2 takto snížit.

Odpověď SMS: Prognóza růstu peněžního agregátu M2 vychází z makroekonomické prognózy jako takové a peněžní zásoba sama o sobě není součástí jádrového predikčního modelu. K sestavení prognózy růstu M2 je používán tzv. error-korekční model, jehož střednědobá část je současně používána pro hodnocení střednědobých inflačních rizik vyplývajících z vývoje peněžní zásoby. Očekávané zpomalení růstu M2 je důsledkem zpomalení růstu HDP a současně působí korekční člen. Ten se nyní dostává do kladných hodnot a v průběhu roku 2008 bude růst peněžní zásoby brzdit. Dále na snížení růstu M2 působí také růst úrokových sazeb.

Viceguvernér Singer: Přes vše výše uvedené má pocit, že očekávané snížení růstu je stále příliš silné. Přemýšlí SMS nad růstem M2 také pomocí jednoduché rovnice směny? Součet reálného růstu a inflace přece akceleruje. Korekční člen tedy musí být opravdu hodně silný, nebo musí rychlost obratu peněz opravdu hodně klesat vlivem růstu úrokových sazeb. Prognóza M2 má proto pravděpodobně také své problémy.

Odpověď SMS: Uvádí, že prognóza M2 nevstupuje zpátky do predikce ostatních veličin.

Viceguvernér Singer: Dále zmiňuje, že situační zpráva přináší dvě rozporuplná tvrzení o očekávaných vývoje úrokových sazeb v USA. Na jednom místě situační zpráva tvrdí, že z trhu mizí očekávání o poklesu úrokových sazeb, na jiném však také uvádí, že se objevují očekávání poklesu sazeb v USA. Které z těchto dvou informací je možno věřit?

Odpověď SMS: Jedná se o nedopatření, které vzniklo příchodem rozporuplných zpráv v době zpracovávání situační zprávy. To skončilo až vyjádřením předsedy FOMC FEDu Bernankeho o preferenci cenové stability před udržením zaměstnanosti. Očekávání o možném poklesu úrokových sazeb se proto utlumila.

Viceguvernér Singer: Navrhuje, že v případě kdy dochází k tak velkému přehodnocení efektu historických dat a exogenních faktorů při srovnávání prognóz jako nyní, stálo by za to provést automaticky podrobnější desagregaci.

Odpověď SMS: Bere jako námět pro další situační zprávy.

Viceguvernér Singer: Příloha situační zprávy věnovaná platební bilanci uvádí, že v souvislosti s revizí minulých dat byl revidován také náhled na budoucí vývoj. Došlo přitom také ke změně náhledu na minulost? Uvádí, že některé doposud paradoxní jevy by touto optikou mohly vypadat jinak.

Odpověď SMS: Revize minulosti výkonové bilance je reflektována v prognóze. Současně revize pomohla vysvětlit do současnosti překvapivě špatný vývoj bilance služeb, protože se pomocí revize podařilo dohledat dodatečné vývozy služeb. V tomto smyslu revize pomáhá naplnit minulá očekávání. Jinými slovy, revize potvrdila, že bilance služeb měla být na minulosti pozitivnější. Toto vše bylo promítnuto také do prognózy budoucího vývoje.

Viceguvernér Singer: Situační zpráva dále uvádí, že došlo ke snížení rozsahu vyplácených dividend na úkor reinvestovaných zisků. Vyvozuje z tohoto jevu SMS nějaké závěry pro vývoj kurzu? Stejnou otázku pak klade v souvislosti s přehodnocením očekávaného přebytku platební bilance z dubnových 28 mld. Kč na současných 74 mld. Kč.

Odpověď SMS: Velká část přehodnocení přebytku platební bilance vyplývá ze změny metodologie při prognózování platební bilance. Až do současnosti prognóza platební bilance z historických

důvodů předpokládala neměnnost úrokových sazeb a byla tedy formou podmíněné prognózy. Nyní však prognóza platební bilance přebírá implikovanou trajektorii úrokových sazeb z prognózy. Vzhledem k jejímu rostoucímu charakteru se přebytek na finančním účtu posouvá nahoru. Nemění se tedy nutně charakteristiky ekonomiky a spíše jde o změnu přístupu.

Snížení rozsahu vyplácených dividend je obtížně hodnotitelné, protože také minulá data za roky 2006 a 2005 jsou v podstatě prognózy. Skutečné rozložení dividend a reinvestovaných zisků proto ještě není známo. Důležitým faktem však je, že reinvestované zisky mohou obsahovat také dividendy, jejichž vyplacení bylo jen odloženo. Například v roce 2004 se nakumuloval velký objem vyplácených dividend, které však byly před tímto rokem částečně vykázány jako reinvestovaný zisk. Dnešní růst reinvestovaných zisků proto neposkytuje úplnou informaci o tom, co se vlastně v ekonomice děje.

Samozřejmě, z prognózy platební bilance, tak jak je sestavena s růstem úrokových sazeb, vychází výrazný tlak na posílení kurzu.

Viceguvernér Singer: Navrhuje, aby příloha č. 6, která se zabývá analýzou trhu nemovitostí, vztáhla cenové indexy k určitému ukazateli, jako je například nominální HDP.

Odpověď SMS: Bere jako námět pro další situační zprávy.

Viceguvernér Singer: Poslední otázka se týká očekávaného vývoje kurzu, kdy očekávaná hodnota kurzu na 2Q 2008 je asi o 10 haléřů silnější než současná, přičemž v mezidobí jsou úrokové sazby zvýšeny asi o 2,5 p.b. Ptá se tedy, co se to Rockymu stalo, jestli nedostal cukrovku, zápal plic, nebo rakovinu, či vše naráz, že nám chudák takhle klempíruje, když navíc v tuto chvíli projevuje známky docela živého zdraví.

Odpověď SMS: Pro odpověď viz níže reakce SMS na stanovisko poradce a následnou diskuzi.

Vrchní ředitel Holman: Táže se na vliv prognózovaného zlepšení platební bilance směrem k vývoji kurzu. V této souvislosti zmiňuje také očekávané zvýšení přímých zahraničních investic.

Odpověď SMS: Pro odpověď viz výše reakce na obdobný dotaz viceguvernéra Singera.

Vrchní ředitel Holman: Dále se ptá jak SMS vysvětluje pozorované oslabení kurzu od 1Q 2007. Jde o vliv úrokového diferenciálu, nebo o něco jiného?

Odpověď SMS: Oslabení kurzu lze rozumět jako důsledku uvědomění si rozevírajícího se negativního úrokového diferenciálu. Z toho vyplývá také náhled na budoucí vývoj kurzu. Rychlé uzavření diferenciálu by mohlo vyvolat tlak na posílení kurzu. Bohužel neexistuje přesná statistika o vývoji „carry trades“. Existuje pouze statistika o navýšení korunových aktiv bank vůči nerezidentům. Ty se od začátku roku zvýšily o 90 mld. Kč. Pokud nedávné rychlé posílení kurzu souvisí s tímto, pak bychom to možná mohli vidět ve vývoji korunových vkladů nerezidentů za červenec. Jestliže depreciační perioda byla spojena s „carry trades“, potom citlivost kurzu na úrokový diferenciál může být docela velká.

Odpověď sekce bankovních obchodů: Potvrzuje informaci o novém fenoménu v podobě „carry trades“ operací v české koruně, který se objevuje od počátku tohoto roku. Nelze však odhadnout rozsah těchto operací. Podle zpráv z finančního trhu se v době nedávného posílení kurzu konvertovalo do korun asi 2 až 3 mld. euro, což byla jen část toho, co se nakumulovalo za uplynulé období.

Vrchní ředitel Hampl: Uvádí, že dnes ponechá stranou obvyklé technické dotazy, nicméně nemůže si odpustit jeden obecný komentář. Předložené měnověpolitické doporučení je pro něj velkým zklamáním. Očekával, že po všech diskuzích, které proběhly v rámci zpracování prognózy, SMS předloží silný makroekonomický příběh budoucích inflačních rizik, jasně ukotvený v používaném modelovém rámci, jasně zmapovaná inflační rizika a z nich vyvozené silné doporučení a návrh na to jak současný stav komunikovat, tak abychom správně pracovali s inflačními očekáváními. V předloženém doporučení však nic takového nenašel. Tam vidí jen „hard“ návrh, za kterým stojí „soft“ příběh. Zmiňuje, že jeho ekonomická intuice by vedla stejným směrem jako doporučení SMS, nicméně příběh za tímto doporučením je velmi slabý. Má pocit, že SMS, když uviděla implikovanou trajektorii úrokových sazeb, tak si sama nebyla jistá co dělat dál. To podle jeho názoru vedlo k tomu, že v situační zprávě je řada komentářů, které nejsou v souladu s tím, co implikovaná trajektorie sazeb skutečně říká. SMS implikovanou trajektorii komentuje tak, že s prognózou je konzistentní nejprve rychlý růst sazeb a následně jejich stabilita. Z čísel nicméně vyplývá, že s prognózou je konzistentní rychlý růst sazeb teď, tj. dostat se ke 4% úrokovým sazbám, ale potom pokračovat ve zvyšování sazeb po celý rok 2008 až k úrovni 5%. To považuje za naprosto jiný příběh. Uvádí, že implikovaná trajektorie se změnila od dubna poměrně výrazně, kdy na období roku 2008 je výše o více než 1 p.b. ve srovnání s dubnem. Taková změna musí být dle jeho názoru opřena o silný příběh, což se však nestalo. Pokud by to hodně zjednodušil, tak má pocit, že tato změna je opřena o poslední historická data a změny ve fiskální oblasti, o kterých však nevíme, jaké vlastně budou. Jakkoliv úplně nesouhlasí se stanoviskem poradce, tak otázka tam položená: „Platí-li tedy, že ve srovnání s dubnem není rychleji rostoucí implikovaná trajektorie úrokových sazeb dána přehodnocením mezery výstupu a mezery reálných mezních nákladů, potom co je tím skutečným faktorem?“ je klíčová. Odpověď na tuto otázku však v doporučení nedostal. Očekává proto ze strany SMS k tomuto komentář. Doporučení dále dle jeho názoru neřeší otázku diskutovanou v průběhu přípravy prognózy, a to jak naložit s inflačními očekáváními. Co znamenají pro budoucí vývoj a jak s nimi pracovat? Kdyby on sám měl navenek obhajovat doporučení SMS, tak by nevěděl co k tomu říci.

Odpoověď SMS: Smyslem měnověpolitického doporučení není znovu popsat celou historiku prognózy. Ta by měla být obsahem situační zprávy a měnověpolitické doporučení by se mělo od historiky prognózy odrazit a hledat k tomuto dodatečné faktory jak směrem nahoru, tak směrem dolů. Jinak by text nutně opakoval to, co je již obsahem situační zprávy. Druhá věc je, zda se SMS dobře podařilo zachytit příběh prognózy v situační zprávě. Stanovisko poradce sice naznačuje, že úplně ne, nicméně SMS by se vůči stanovisku chtěla ohradit minimálně ve třech ohledech. Za prvé stanovisko poradce není úplně korektní v tom, že podsouvá SMS něco, co ona nikde explicitně netvrdí a následně za toto SMS na čtyřech stranách kritizuje. V situační zprávě není nikde napsáno, že současná prognóza je poptávkový příběh a není nabídkovým příběhem. Story, kterou SMS komunikovala téměř celé čtvrtletí je o kumulaci proinflačních rizik v téměř všech oblastech informací. Samozřejmě tyto oblasti jsou jak poptávkové tak nabídkové. Výsledná story je proto určitou kombinací poptávkové a nabídkové story. SMS tedy nikde netvrdí, že jde o výhradně poptávkovou story. Za druhé by SMS ráda varovala před snahou snažit se celou prognózu interpretovat optikou „rozsekávátka“ změn prognózy. Jde totiž o arbitrární cvičení, kdy je potřeba znát technický postup, který je při srovnávání prognóz používán, tj. znát jednotlivé kroky, ve kterých jsou informace postupně přidávány. Jde o pomocný nástroj, ale nedá se pomocí něho interpretovat celý příběh prognózy. Navíc někdy je potřeba shlukovat informace jiným způsobem, než je standardní postup textu. Toto se SMS snažila ukázat v rámci své

prezentace. Konečně za třetí, stanovisko poradce bere za poptávkový vliv pouze řádek „počáteční podmínky“. Tím je však zanedbáván například výhled mezery výstupu v zahraničí, který je obsažen v řádce „exogenních veličin“. Zahraniční mezera výstupu však posouvá na prognóze nahoru také domácí mezera výstupu a ta je součástí poptávkové story. V řádce „expertních úprav“ zase působí fiskál. To ilustruje fakt, že izolované použití řádku „počáteční podmínky“ je hodně nebezpečné.

Pokud by SMS měla shrnout svou story přehodnocení prognózy od dubna, potom proinflačním směrem působí všechny informace jak poptávkové tak nákladové povahy, včetně informací o zahraničí. Žádná informace sama o sobě nezpůsobila posun v řádu procentních bodů, ale protože se všechny informace nasčítaly stejným směrem, vidíme celkově poměrně výrazný posun směrem nahoru. Také implikovaná trajektorie úrokových sazeb je celkem intuitivní, a SMS by neřekla, že se výsledné trajektorie sama zalekla. Trajektorii úrokových sazeb směrem nahoru hodně posunul výhled zahraničních úrokových sazeb, kdy výhled Euriboru se pro příští rok zvýšil o 0,7 p.b. Potom skutečnost, že se v naší prognóze sazby posunuly o zhruba 1 p.b., není zase až tak překvapivá informace. Jde o něco, co bylo avizováno Grafem rizik inflační prognózy již v malých situačních zprávách. Zároveň je historka také o tom, že inflace se pohybuje nad cílem, ekonomika se pohybuje nad úrovní inflaci nezrychlujícího produktu a přitom nominální úrokové sazby se pohybují pod jejich měnověpoliticky neutrální úrovní. Růst sazeb je potom nejdříve o růstu k měnověpoliticky neutrální úrovní úrokových sazeb kolem 4 % a následně vyvolání mírné restriktce, tak aby došlo ke stabilizaci ekonomiky. SMS tuto historku nevidí jako nereálnou. Konec růstu úrokových sazeb na úrovni kolem 5 % se sice z historického hlediska může zdát poměrně vysoko, nicméně objevují se komentáře také o ECB, která se v roce 2008 dostane na 5 %. To znamená, že ani naše současná trajektorie by nemusela automaticky znamenat vygenerování kladného úrokového diferenciálu vůči eurovým sazbám.

Vrchní ředitel Hampl: Znamená to, že růst úrokových sazeb v průběhu roku 2008 o 1 p.b., tj. v době, kdy již bude docházet k odeznívání proinflačních faktorů, je vyvolán tím, že nám buď exploduje inflace v letech 2009 a 2010 nebo je to dáno cílem?

Viceguvernér Niedermayer: Nebo je to dáno úrokovými sazbami ECB? Jinak bychom nikdy nedosáhli kladného úrokového diferenciálu a neustále by nám deprecioval kurz.

Odpoověď SMS: Samozřejmě je tam vliv zahraničních sazeb. Na druhou stranu nelze říci: „že úrokové sazby v roce 2008 rostou, když zároveň odeznívají proinflační faktory“, protože ty proinflační faktory odeznívají mimo jiné díky růstu úrokových sazeb.

Vrchní ředitel Hampl: Právě proto říká, že v roce 2008 se díváme na roky 2009 a 2010, tj. očekáváme nutně něco v těchto letech.

Odpoověď SMS: Prognóza se nakonec musí vracet k 2% cíli. To v prognóze samozřejmě je. Spíše je překvapivé, že se k cíli, i přes razantní zvýšení úrokových sazeb, vrací poměrně pomalu. Proto také SMS připravila experiment reaktivnější měnové politiky.

Viceguvernér Singer: Referenční scénář pro 7. situační zprávu na základě červnového Consensus Forecast uvádí jednoroční Euribor v 2Q 2007 4,4 % a v 2Q 2008 4,7 %. Mezitím nám stoupnou úrokové sazby o 2,5 % a kurz posílí o 10 haléřů. Tento scénář rozhodně nepovažuje za realistický.

Odpoověď SMS: Konečný kurz prognózy je zhruba 27,40 Kč za Euro.

Viceguvernér Singer: Hovoří o stejném ročním posunu mezi 2Q 2007 a 2Q 2008. Výše zmíněný předpoklad o vývoji kurzu není ochoten akceptovat, navíc při očekávání velmi dobrého vývoje zahraničního obchodu.

Odpoověď SMS: Trajektorie kurzu je samozřejmě ovlivněna také nastavením krátkodobé prognózy. Připomíná však, že to co se nyní jeví jako moc vysoko, se před 14 dny jevílo jako moc nízko.

Viceguvernér Singer: Opakuje, že hovoří o období, kdy se očekává, že ČNB zvýší úrokové sazby o 2 p.b. rychleji než ECB a kurz posílí o 10 haléřů.

Odpoověď SMS: V tomto období se ale také očekává, že v české ekonomice vzroste inflace a posílení reálného kurzu se bude realizovat převážně inflačním diferencíálem a pro nominální posílení již nebude existovat prostor. Kurz se navíc v průběhu roku 2008 obrací k apreciaci, která postupně zrychluje. To je do určité míry konzistentní také se zlepšující se platební bilancí, která pro rok 2008 očekává nárůst přebytku.

Vrchní ředitel Řežábek: Apresiasi se počítá k jakému kurzu? K tomu co je dnes nebo k tomu co bylo před dvěma týdny?

Odpoověď SMS: Apresiasi se rozumí posílení proti čtvrtletnímu průměru za 2Q 2007 ve výši 28,30 Kč za euro.

Vrchní ředitel Řežábek: Pokud však kurz posílí více?

Odpoověď SMS: To samozřejmě nastat může a je to ošetřeno obvyklým citlivostním scénářem. Trajektorie sazeb je potom pochopitelně níže. Na druhou stranu ve srovnání s minulostí, kdy citlivostní scénář vyzníval jako hororová historka, ve které díky posílení kurzu dramaticky selže měnová politika v plnění svých cílů, tak nyní citlivostní scénář vypadá jako ideální výsledek měnové politiky, která vrací inflaci zpět k inflačnímu cíli a ekonomiku stabilizuje blízko jejího potenciálu. To vše, aniž by musela měnit směr pohybu úrokových sazeb.

Poradce Hurník: Uvádí k argumentu viceguvernéra Singera „o obtížně uvěřitelné stabilitě kurzu při rychlém nárůstu úrokových sazeb“, že přesně proto se snažil ve svém Stanovisku ukázat, že současná prognóza musí obsahovat velký nabídkový šok. Tomu přesně odpovídá reakce inflace, sazeb a kurzu. Pokud se provede simulace nabídkového šoku v modelu QPM je výsledkem růst inflace, reakce úrokových sazeb a depreciace kurzu. Pokud by SMS prodávala prognózu jako výsledek inflačního šoku, bude mít mnohem menší problém ji prodat.

Odpoověď SMS: Kurz v prognóze neoslabuje, to píše pouze poradce ve svém stanovisku.

Poradce Hurník: Dobře, neoslabuje, ale také při takto velkém růstu sazeb neposiluje, přičemž normálně by při takovém růstu sazeb posiloval.

Vrchní ředitel Hampl: Vrací se k diskuzi měnověpolitického doporučení. Chtěl by jen reagovat na vysvětlení koncepce měnověpolitického doporučení, protože s takovouto koncepcí by on nesouhlasil. Představa, že příběh prognózy si má čtenář najít uvnitř textu situační zprávy a text doporučení má pouze obsahovat samotné doporučení, pro něj nepředstavuje smysl textu doporučení. Naopak, ten má vše shrnout a přinést měnověpolitickou úvahu. Navíc sama SMS to tak často dělá. Jako čtenář materiálů SMS se jen snaží říci, že v tomto případě cítí velký rozdíl

mezi doporučením samotným a způsobem, jakým je sepsána měnověpolitická úvaha v textu doporučení. Jedna možnost je, že se příběh tentokrát nese-psal, druhá potom, že se žádný silný příběh sepsat nedá. Neexistuje žádný silný příběh, jde jen o spoustu drobných vlivů naskládaných za sebou. Nicméně i kdyby platila druhá varianta, tak je potřeba jí do textu doporučení dát. Dnes tam však chybí.

Odpo- věď SMS: K úrovni nízkých sazeb se ekonomika dostala díky působení přechodných faktorů spojených hodně s posílením kurzu. Tyto přechodné faktory odezněly a ekonomika se poměrně rychlým růstem dostala nad hranici potenciálu. Zároveň dochází ke zrychlování nákladových vlivů a na horizontu měnové politiky vidíme pozitivní odchylku inflace od cíle. V této situaci se úrokové sazby nachází pod politicky neutrální úrovní. Situační zpráva říká explicitně, že úrokové sazby je potřeba zvyšovat ze tří důvodů. První z nich je tlak ze strany exogenních faktorů a druhé dva jsou endogenní. Jednak jde o dohánění politicky neutrální sazby a jednak o stabilizaci inflace a inflačních očekávání na horizontu měnové politiky a za ním. Tento příběh je v doporučení zopakován. Ve stejném duchu vyzněla již lednová a dubnová situační zpráva. SMS komunikuje konzistentně stále totéž a doplňuje pouze nové informace získané v době od zpracování poslední prognózy.

Vrchní ředitel Hampl: Konstatuje, že vše, co bylo nyní řečeno, v textu doporučení právě není.

Vrchní ředitel Řežábek: Podporuje stanovisko viceguvernéra Singera a vrchního ředitele Hampla a připomíná, že sazby FRA se na konci příštího roku pohybují zhruba 1 p.b. pod implikovanou trajektorii prognózy. Opravdu proto vzniká otázka, na čem SMS postavila příběh své prognózy. Konkrétněji se dotazuje, na čem SMS postavila přehodnocení růstu reálného HDP na 6,2 %, zejména pokud se vezmou v úvahu poslední údaje za tržby v maloobchodě, které významně poklesly, nebo údaje o vývoji průmyslové produkce v květnu. Květnový 7,5 % růst se sice může zdát vysoký, ale dubnový růst byl 14 % a v loňském květnu 12,7 %. Obdobně stavebnictví v letošním květnu rostlo 1,4 %, zatímco v dubnu 17,6 % a loni v květnu 10,5 %.

Odpo- věď SMS: Sazby FRA jsou skutečně pod implikovanou trajektorii prognózy, což do určité míry odráží také předchozí komunikaci ČNB. Například v minulém čtvrtletí jsme také začínali v situaci, kdy výnosová křivka byla podstatně pod implikovanou trajektorii. Se změnou komunikace se však výnosová křivka postupně posouvala nahoru, až na konci čtvrtletí byla výnosová křivka buď v souladu s dubnovou prognózou, nebo dokonce ještě o něco výš. Poloha FRA sazeb tedy souvisí s očekáváním trhů, ale je určitě pravda, že v současnosti finanční trhy neočekávají takové zvýšení úrokových sazeb, jaké předpokládá základní scénář prognózy. Dokonce neočekávají ani takové zvyšování, jaké je obsaženo v alternativním scénáři. Nicméně zde jsou tržní a implikovaná trajektorie úrokových sazeb podstatně blíže.

Viceguvernéř Singer: Jakmile však trhy naší trajektorii uvěří tak zřejmě posílí kurz, viz nedávný vývoj jako pří- měř.

Odpo- věď SMS: Je otázka, do jaké míry se jednalo o vliv úrokového diferenciálu, protože ve stejné době došlo ke změně globálního sentimentu vůči rizikovějším aktivům. Nějakou roli úrokový diferenciál mohl sehrát, ale lze pochybovat o tom, že jenom změna úrokového diferenciálu během jednoho čtvrtletí posunula kurz o 70 haléřů. V minulosti trvalo celkem dlouho, než rozevření úrokového diferenciálu začalo na kurz působit a působilo tak po řadu

měsíců. Ted' došlo ke skokovému posílení o 70 haléřů během dvou dnů, kdy nepřišly žádné nové informace, které by ovlivnily úrokový diferenciál.

Je pravda, že prognóza růstu HDP se pohybuje spíše na optimistické části spektra. Z posledních údajů se do zvýšení prognózy růstu HDP promítla revize růstu HDP, která znamenala zvýšení odhadu růstu potenciálního produktu na minulosti. Zároveň dochází k přehodnocení výhledu v zahraničí směrem k optimističtějšímu scénáři a prognóza vychází ze současné slabší pozice kurzu a obecně uvolněnějších měnových podmínek. Všechny tyto informace míří směrem k vyšší prognóze růstu HDP pro letošní rok. Co se týká dat o maloobchodu, průmyslu a stavebnictví za poslední měsíce, tak je samozřejmě vidět, že ve stavebnictví došlo ke zpomalení vysokých temp růstu, která však byla ovlivněna mírnou zimou. Na druhou stranu z dat HDP za 1Q 2007 bylo evidentní, že teplá zima měla nejen prorůstový vliv ve stavebnictví, ale také protirůstový vliv v energetickém sektoru, kde došlo k podstatnému poklesu produkce a produktivity práce. Zpomalení stavebnictví se dalo očekávat, ve stejnou dobu však vymizí protirůstový vliv v energetice.

Co se týká průmyslu, tak jeho 7,5% růst je hodnocen jako v souladu s prognózou růstu HDP. V maloobchodu sice opravdu došlo k určitému poklesu, je však potřeba vidět, že data za maloobchod jsou obecně velmi volatilní. Navíc v situaci, kdy růst nominálních mezd v průmyslu a stavebnictví odpovídá prognóze, neexistuje příliš silný důvod se domnívat, že by mělo dojít k nějakému většímu propadu v maloobchodě.

Vrchní ředitel Řežábek: Další dotaz směřuje na vztah zvyšující se investiční atraktivitu České republiky a vývoje kurzu.

Odpověď SMS: Přímé zahraniční investice přicházející v poslední době směřují do oblasti „real estate“ a nikoliv do průmyslu. Ekonomika asi přece jen mění svou atraktivitu. Do základního kapitálu firem, případně jinde mimo „real estate“ sektor, investic nyní opravdu moc nesměruje. Zde se pro účely investic spíše používají reinvestované zisky. Je ovšem obtížné odhadnout, jak velká část reinvestovaných zisků nakonec skutečně půjde do investic.

Zdá se, že česká ekonomika si stále udržuje jistou konkurenceschopnost. Otázkou je pochopitelně vývoj mezd a jednotkových mzdových nákladů. Zde je mírný skepticismus z investorů vidět. Tři ratingové agentury při nedávném setkání zmínily, že zahraniční firmy toto vidí jako hlavní problém. Atraktivnost české ekonomiky pro investice se proto pravděpodobně omezuje.

Vrchní ředitel Řežábek: Srovnává pozorovaný vývoj inflace s prognózou z ledna 2006, tedy vrací se zpět o horizont měnové politiky. V lednu 2006 byl predikován růst reálného HDP 3,3 až 5,3 %, přičemž skutečnost je daleko vyšší. Inflace byla predikována na úrovni 4 % a je o více než 1 p.b. nižší. Přitom platí, že měnové podmínky byly po celou dobu nastavovány o něco mírněji, než předpokládala prognóza z ledna 2006. Zmiňuje, že zcela nerozumí tomu, jak jsme mohli dospět k současným číslům, když prognóza byla překonána ve všech parametrech a výsledek v inflaci je absolutně opačný. Uvítal by, kdyby docházelo k hlubší reflexi podobných historických zkušeností. Má pocit, že dnes se nacházíme v obdobné situaci. Zvýšíme předpokládaný růst reálného HDP, předpokládáme vysoké sazby, přičemž sazby FRA jsou nižší. Není mu zcela jasné jak se s takovou situací vyrovnat a žádá SMS o vysvětlení souladu prognózy z ledna 2006 s realitou.

Odpověď SMS: SMS každé čtvrtletí v průběhu zpracování prognózy předkládá materiál plnění inflačního cíle. Současná prognóza je skutečně pod prognózou vypracovanou před horizontem

měnové politiky. V rámci materiálu plnění inflačního cíle se SMS snažila důvody odchylky analyzovat. Zároveň SMS upozorňovala na úpravy modelového aparátu v období od zpracování oné prognózy z ledna 2006. Tyto úpravy by posouvaly tehdejší prognózu směrem dolů. V období od ledna 2006 byl také odlišný vývoj kurzu, který byl silnější, než bylo v lednu 2006 očekáváno. Simulace se zpracováním skutečného kurzu, změn modelového aparátu, exogenních faktorů a skutečného vývoje daní ukazuje, že takováto prognóza by byla dokonce pod skutečností. To, že prognóza byla tehdy na 4 %, bylo dáno také očekáváním vrcholu daňových úprav dříve, než skutečně nastal. Jejich skutečný dopad se však neustále odsouval v čase. Změny provedené v modelu každopádně působí protiinflačně.

Vrchní ředitel Řežábek: Pokud daňové dopady vrcholily o něco dříve, potom zcela jistě nevyšuměly za dva měsíce. Toto určitě není důvod nenaplnění prognózy.

Co se týká kurzu, tak prognóza z ledna 2006 očekávala kurz pro duben 2007 na úrovni 28,70 Kč za euro. Skutečnost byla 28,10 Kč za euro. Rozdíl je tedy pouze 60 haléřů na kurzu a zároveň více než jeden procentní bod na inflaci, to vše při mírnějších měnových podmínkách. Také očekávaný růst HDP byl na úplně jiných hodnotách, než jaké potom nastaly. Růst HDP byl 3,3 až 5,3 %, tj. střed 4,3 %. Realita je přes 6 %. Potom tedy 60 haléřů bylo natolik významných, že jsme dostali úplně jiné číslo o inflaci. Vezmeme-li současný kurz, zbývá pouze 30 haléřů. To podle SMS způsobí rozdíl 1,5 p.b. v inflaci?

Odpověď SMS: 30 haléřů je 1 % na kurzu a SMS dlouhodobě tvrdí že „pass-through“ kurzu do inflace je zhruba 25%, tj. 1% na kurzu dělá zhruba 0,2 až 0,3 p.b. do inflace. To tak prostě je.

Vrchní ředitel Řežábek: Dobře, 60 haléřů rozdílu bylo přibližně 2% na kurzu a to uvažuje duben a ne květen nebo červen, kdy koruna dále oslabila a rozdíl by byl mnohem nižší.

Poradce Hurník: Uvádí, že vrchní ředitel Řežábek srovnává současný kurz a současnou inflaci a nebere v úvahu zpoždění transmisního mechanismu. Pro současnou odchylku inflace od prognózy z ledna 2006 bylo důležité, jaký byl vývoj kurzu v průběhu roku 2006. To, že prognóza z ledna 2006 očekávala pro 2Q 2007 kurz 28,70 Kč za euro a skutečný kurz byl 28,30, je zcela irelevantní pro současnou odchylku inflace. Důležité naopak bylo, že prognóza z ledna 2006 očekávala, že kurz bude nad 28 Kč za euro po celém predikčním horizontu. Ten však byl silnější. To je skutečný problém.

Vrchní ředitel Řežábek: Připomíná, že on sám mnohokrát připomínal, zda-li náhled SMS na vývoj kurzu není příliš pesimistický.

Poradce Hurník: Opakuje, že nenaplnění prognózy z ledna 2006 je způsobeno kurzovým šokem z druhé poloviny roku 2006.

Vrchní ředitel Tomšík: První dotaz směřuje na vliv doporučení SMS zvýšit úrokové sazby o 0,5 p.b. na vývoj kurzu.

Odpověď SMS: Pro odpověď viz reakce na výše uvedený obdobný dotaz viceguvernéra Niedermayera.

Vrchní ředitel Tomšík: Dále se táže na alternativní scénář prognózy, který předpokládá stabilnější vývoj inflačních očekávání. Zmiňuje v této souvislosti inflační očekávání podniků, které představují reprezentativní vzorek. Podniky na horizontu jednoho roku očekávají inflaci pouze na úrovni 3%, a to přestože již zveřejněná dubnová prognóza obsahovala poměrně vysokou prognózu inflace. Na horizontu tří let inflační očekávání podniků navíc dosahují pouze 2,5 %. Je proto otázkou, zda-li by inflační očekávání neměla být viděna jako ukotvenější.

Odpoď SMS: Ředitel SMS Holub má sice osobní sympatie pro alternativní scénář, uvádí nicméně, že je potřeba mít na paměti relativně ad hoc způsob zpracování alternativy. Alternativa je zpracována pomocí vkládání reziduí mimo jiné tak, aby byly vypuštěny sekundární efekty daňových úprav z tvorby očekávání. Zároveň by modelová inflační očekávání nevztahoval přímo k měřeným očekáváním. Modelová očekávání jsou přece jen něco jiného. Již v rámci diskuze mzdového vývoje se SMS snažila říct, že inflační očekávání jsou redukovanou formou řady věcí, včetně zrychlování růstu nominálních mezd. Ten konkrétně naznačuje, že se něco ve srovnání s minulostí přece jen mění a že očekávání a vývoj mezd nemusí být tak ukotven stejně jako v minulosti. 3% růst nominálních jednotkových mzdových nákladů je skutečně něco, co může měnověpolitickou inflaci dostat na 3% nebo i výše. SMS opakuje, že to co pozorujeme v podnikovém sektoru, se nedá jednoduše mapovat na to, co pozorujeme v prognóze. Na druhou stranu je pochopitelně možné, že očekávání budou více strnulá, než jak předpokládá prognóza.

Vrchní ředitel Tomšík: Zmiňuje, že je překvapen výší expertních úprav uvedených na straně 8 situační zprávy. Ptá se, zda to není poprvé, kdy SMS pomocí expertních úprav snižuje celkovou prognózu inflace. Na horizontu měnové politiky expertní úpravy tlumí prognózu inflace o 0,7 p.b. Jaké jsou důvody pro takoveto úpravy? Expertní úpravy jsou provedeny zejména u vysokého růstu cen potravin a energií. Nicméně, energetické ceny jsou opravdu vysoko a ceny potravin také rostou. Není to opravdu tak, že SMS byla sama překvapena výsledky prognózy a začala prognózu tlumit?

Odpoď SMS: Použití expertních úprav vychází ze zrychlení růstu cen potravin, pohonných hmot a importních cen v 2Q a 3Q 2007, který po vložení do QPM posouvá prognózu poměrně výrazně výše. SMS usuzuje, že se jedná o dočasný šok. V případě benzínu je vidět vyšší růst cen, než by odpovídalo růstu cen ropy, což může odrážet dočasný nedostatek rafinérských kapacit v USA, který se přes vývoz benzínu přelil i do cen benzínu v Evropě. Toto je relevantní informace pro krátkodobou prognózu, a byla proto do krátkodobé prognózy vložena. Zároveň však jde pravděpodobně o dočasný vliv, a proto je tento vliv tlumen na delším horizontu. Podobně SMS přistoupila k cenám potravin, kde také působí krátkodobý element.

Tento typ úprav se nedělá úplně výjimečně. Krátkodobá prognóza může vidět určitý krátkodobý šok, který ovlivní jen nejbližší čtvrtletí a nikoliv pak dlouhodobější výhled. Proto se na delší horizont vkládají expertní úpravy, které nyní skutečně šly protiinflačním směrem. Někdy však expertní úpravy řeší také technické problémy s volatilitou sezónně očištěných řad.

Vrchní ředitel Tomšík: Strana 24 situační zprávy popisuje vývoj produktivity práce. Výpočet uvádí, že růst produktivity práce dosáhl v 1Q 2007 úrovně kolem 4%. Pro léta 2007 a 2008 prognóza nicméně předpokládá akceleraci na úroveň 5% růstu. Je tento scénář reálný? Zejména pokud úroveň zaměstnanosti je blízko hladiny odpovídající NAIRU?

Odpoď SMS: Dle názoru SMS růst produktivity práce poklesl k 4 % pouze dočasně a může za ním být také vliv velkého výpadku produkce a produktivity v energetickém sektoru v důsledku

teplé zimy (viz také odpověď na otázku vrchního ředitele Řežábka ohledně přehodnocení prognózy růstu HDP směrem nahoru). Tento výpadek ovlivňuje vývoj produktivity a nominálních jednotkových mzdových nákladů jak v sektoru průmyslu, tak na agregátní úrovni.

Vrchní ředitel Tomšík: Strana 32 situační zprávy popisuje prognózu hrubé tvorby fixního kapitálu. Ta předpokládá růst hrubé tvorby fixního kapitálu o 7 % v tomto roce a 10 % v roce 2008. Tento vývoj je kontraintuitivní ve vztahu k doporučení zvýšení úrokových sazeb, respektive obecně k předpokládané implikované trajektorii úrokových sazeb. Očekává se opravdu zvyšování úrokových sazeb a zároveň poměrně výrazná akcelerace investic?

Odpověď SMS: Zde působí pozorovaný propad tvorby fixních investic v IQ 2007, který na budoucnosti vyvolává efekty základny. SMS tento prudký propad interpretuje jako jednorázový, nebo snad dokonce jako statistickou iluzi, k jejímuž odstranění dojde v některé z budoucích revizí. Každopádně tento pokles srazí dolů celoroční růst v roce 2007 a následně zvýší růst v roce 2008. Pokud se však na investice podíváme optikou celkových investic, tak tam mezi lety 2007 a 2008 prognóza očekává zpomalení. V roce 2006 přispívaly celkové investice k růstu HDP 3 p.b., v letech 2007 a 2008 to bude 2,7 respektive 2,5 p.b. Celkové investice budou mírně zpomalovat.

Vrchní ředitel Tomšík: Jako další bod zmiňuje prognózu cen potravin. Zde za zajímavý považuje fakt, že pro konec roku 2008 je prognóza růstu cen potravin výrazně zvýšena. Situační zpráva pro toto období očekává růst cen potravin očištěný o vliv nepřímých daní o 3,2 %. Dubnová prognóza však očekávala jen růst o 1,6 %. To je dvojnásobný nárůst za poslední tři měsíce. Důležité však je, že tento nárůst tvoří více než polovinu růstu korigované inflace bez pohonných hmot. Když tedy dojde k chybě v prognóze cen potravin, automaticky dojde také k chybě v, z hlediska měnové politiky, klíčové části inflace.

Odpověď SMS: Zvýšení prognózy cen potravin v roce 2008 je důsledek vyšších importních cen a vyšších tlaků z reálné ekonomiky. Makroekonomický příběh je tedy podobný jako v případě korigované inflace bez pohonných hmot. V roce 2007 pozorujeme velký skok v importních cenách potravin, který se přes různé persistence promítá také do roku 2008.

Vrchní ředitel Tomšík: Poslední otázka směřuje k citlivostnímu scénáři na vývoj kurzu. Tento scénář standardně předpokládá posílení a oslabení kurzu o 3 % a je vždy připraven vzhledem k základnímu scénáři prognózy. Nyní však máme k dispozici ještě alternativní verzi prognózy s odlišným průsakem inflačních očekávání. Pokud spojíme tento alternativní scénář s citlivostním, dostáváme trajektorii úrokových sazeb, která se na rozdíl základního scénáře s růstem sazeb k 5 % pohybuje jen na úrovni sazeb kolem 4 %. Jistá kombinace alternativního a citlivostního scénáře tak může přinášet věrohodnější historiku o ekonomice.

Odpověď SMS: Ačkoliv je hypoteticky možné kombinovat alternativu s citlivostním scénářem, přece jen samotné posílení kurzu již tlumí inflační očekávání. Potom přidání dodatečných reziduí, která jsou motivována tím, že inflační očekávání nevzrostou, do scénáře kde očekávání opravdu nerostou, může znamenat určitý „double counting“. Ten již může znamenat příliš silnou ránu do základního scénáře. Navíc vyhodnocení posledních několika prognóz ukazuje, že po zohlednění kurzového vývoje se minulé prognózy posouvají pod skutečnost.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Niedermayer: Uvádí, že nic překvapivého se v rámci projednání situační zprávy nedozvěděl a zdá se, že vše pokračuje v nastolených trendech. Překvapivá, nikoliv však neobvyklá je nedávná korekce kurzu. Domácí ekonomika sice pokračuje ve slibném růstu, do budoucna by však nevyloučil určité zpomalení a to díky zápornému příspěvku čistých exportů. Silná domácí poptávka však bude pokračovat. To je potvrzováno posledními údaji z ekonomiky, zejména informacemi z trhu práce. Za poměrně dynamický považuje také růst peněžní zásoby. Tento příběh je potvrzován také údaji o vývoji inflace.

Domácí vývoj není kompenzován vývojem v zahraničí, naopak také tam pokračuje robustní růst. Fakt zvýšení zahraničních úrokových sazeb vytváří tlak na oslabení kurzu. Je pravděpodobné, že naše ekonomika bude čelit vyšší importované inflaci a to zejména v oblasti cen energetických surovin, kde nedošlo k očekávanému poklesu. Navíc se zdá, že určitá úzká místa se projevují také na jiných komoditních trzích.

Na otevřené části jednání zazněla otázka, jak je možné, že v zahraničí zrychluje ekonomický růst a inflace zůstává stabilní. Domnívá se, že ECB se skutečně podařilo být dostatečně vpředhledící a oné stability inflace bylo dosaženo za cenu nevýrazného zvýšení úrokových sazeb.

Prognóza samotná jej nepřekvapuje, co je trochu překvapivé, je míra snahy utlumit její výsledky. Přesto je prognóza jaká je a vyžaduje poměrně výraznou reakci úrokových sazeb. Pokud by se prognóza potvrdila, asi by to znamenalo, že měnová politika již je trochu „behind the curve“. Domnívá se, že bychom neměli být z prognózy překvapeni. Všechny exogenní vstupy tlačí prognózu nahoru a pozorujeme dynamický růst HDP, ke kterému se připojil růst inflace. Toto jednoduše musí vést ke zvýšení budoucích inflačních tlaků. To však neznamená, že neexistuje nejistota o tom, že ekonomika může fungovat zcela odlišně od toho, jak si její fungování představujeme. Může se stát, že ekonomika náhle zpomalí, nebo dojde k poklesu rizikové prémie a posílení kurzu. Určitě by si proto netroufal tvrdit, že reakce úrokových sazeb musí být taková, jak doporučuje prognóza. Zároveň však naopak platí, že ani taková reakce nemusí být dostatečná. Nesoustředil by se na skutečnost, že úrokové sazby by měly být v průběhu roku 2008 mezi 4 a 5%, ale zdá se mu robustní poznání, že v současné fázi by měly být určitě nad 3%.

Za užitečnou považuje alternativu se stabilnějšími inflačními očekáváními, ale jak již bylo řečeno v průběhu otevřené části jednání, je ošidné ji kombinovat s některými dalšími. Ačkoliv by nevyloučoval, že kurz posílí v reakci na výrazné zvýšení úrokových sazeb, v žádném případě to neznamená, že kurz posílí, pokud sazby nevzrostou. Můžeme tedy volit mezi dvěma zly. Za první, sazby budou nižší, kurz slabší a budeme čelit vyšší inflaci. Za druhé sazby vzrostou výrazněji, kurz posílí a inflace bude nižší, než očekáváme. Nastavit měnové podmínky přesně mezi tyto dvě varianty je ovšem nesmírně obtížné.

Viceguvernér Singer: Co jej osobně překvapuje na prognóze, je přes hrozivou rétoriku poměrně malá odchylka měnověpolitické inflace od středu inflačního cíle. To platí, přestože cíl postupně přechází k nižší úrovni. Co se týká ekonomického růstu, domnívá se, že rizika prognózy jsou zhruba vyrovnaná. Předpoklad prognózy o vývoji kurzu je však daleko od toho jak on sám o kurzu uvažuje, tj. jako o trendu a kolem nějž probíhá proces náhodné procházky. Proto nemůže než opakovat, že při výrazné změně úrokového diferenciálu včetně změny znaménka, neakceptuje očekávanou stagnaci kurzu. Již z prosté logiky vyplývá, že prognóza kurzu není v souladu s platební bilancí, což si o to více uvědomil v rámci debaty o možném navýšení reinvestovaných zisků díky odložené výplatě dividend. Kdo by také dividendy převáděl, pokud je kurz slabší ve

srovnání s tržními očekáváními? S vývojem kurzu není konzistentní ani očekávání o akceleraci investic, které jemu samotnému připadá logické. V okamžiku kdy prognóza obecně říká, že velikost českého trhu vyjádřená v eurech poroste zhruba 10% ročně nebo dokonce více, kolik takovým trhů s relativně stabilním politickým prostředím má zahraniční investor k dispozici?

Domnívá se tedy, že k inflačnímu cíli lze dojít také s pomocí jiné trajektorie úrokových sazeb. Situační zpráva a prognóza v ní obsažená jej každopádně nepřesvědčuje jako konzistentní dokument o tom, jak se k inflačnímu cíli dostat.

Z hlediska minulých čísel považuje za významné, že odchylka zhruba 0,5 p.b. od minulé prognózy se v průběhu 2Q 2007 nerozšiřovala, a že v případě korigované inflace bez pohonných hmot je odchylka od minulé prognózy minimální.

Za jediný správný krok považuje zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b. a velmi by varoval před vyšším zvýšením. Pokud by se tak stalo, došlo by k protržení tržních očekávání a mohlo by dojít k posílení kurzu. To by dále mohlo vést ke snížení inflace, zvýšení reálných mezd a ztrát konkurenceschopnosti podniků. Toto riziko by v žádném případě nepovažoval za triviální. Obává se také negativního vlivu na vývoj inflačních očekávání a možná také perverzní reakce ekonomických subjektů v jejich snaze získat úvěr dokud je to ještě možné.

Jedinou část prognózy, kterou považuje za konzistentní, je prognóza strukturálním modelem G3. Zde je však potřeba hlubší analýzy vývoje produktivity, zejména pokud by tento model měl být v budoucnu standardně využíván.

Vrchní ředitel Řežábek: Domnívá se, že rétorika vyšší inflace by mohla vést ke zvýšení inflačních očekávání a následnému vyššímu tlaku na růst mezd ze strany odborů. Tím by vznikl dodatečný inflační faktor a inflace by skutečně mohla být vyšší. Proto doporučuje počkat na vývoj ekonomiky v 3Q 2007, včetně vývoje kurzu. Vychází z toho, že prognózy vyšší inflace se dlouhodobě nenaplnily a to je pro něj důvod být raději zdrženlivější. Lze definovat také protiinflační rizika, jako například zpomalení růstu průmyslové produkce, stavebnictví a tržeb v maloobchodě. Pokud si dobře pamatuje, před nedávnem se tyto faktory vydávaly za proinflační rizika a dnes působí na opačnou stranu.

Dále uvádí, že podle Zprávy o finanční stabilitě má 90 % podniků v ČR pro své úvěry sjednány jednoleté fixní sazby. Musíme si proto položit otázku, jaké efekty by razantní zvýšení sazeb mělo na podnikovou sféru.

Vrchní ředitel Holman: Domnívá se, že inflační tlaky z reálné ekonomiky nepřicházejí nebo jsou jen velmi slabé. Již několik let pozorujeme silný hospodářský růst při nízké inflaci, jež se dokonce nachází pod inflačním cílem. Není jasné, co se stalo, respektive co by se muselo stát, aby tento vývoj neměl dále pokračovat. Za velmi nejisté považuje také působení fiskálního impulsu na inflaci. Prognóza samotná očekává pozitivní impuls v tomto roce a negativní impuls v roce příštím. Dopady reformy přitom stále nejsou součástí prognózy, nicméně lze se domnívat, že jediný dopad na inflaci může mít změna sazby DPH. Také zde je však nejisté, zda změna sazby DPH vůbec ovlivní inflační očekávání. Přesvědčujeme se, že také ceny ropy inflaci ovlivňují jen velmi málo. Zdá se, že hlavní determinantou inflace je kurz, že jsou to změny kurzu, které inflaci silněji ovlivňují. Kurzový kanál měnové transmise je v našich dnešních podmínkách jediný funkční. Protože však kurz nelze v krátkém a středním období dostatečně dobře prognózovat a inflace je ve vleku kurzu, nejlepší měnovou politikou je dlouhodobá stabilita sazeb. Na druhou stranu však vidíme, že za poslední dvě čtvrtletí je kurz ovlivněn úrokovým diferenciálem a ostatní faktory

nejsou schopny rozevírající se úrokový diferenciál překrýt. Jsme tedy ve vleku toho, co se děje s úrokovými sazbami ve světě, zejména ve vleku toho co dělá ECB. Další rozevření úrokového diferenciálu by pravděpodobně vedlo k oslabení kurzu. Proinflačním faktorem je také růst peněžního agregátu M2.

K otázce vývoje inflačních očekávání uvádí, že dle jeho názoru inflační očekávání v ekonomice s dlouhodobě nízkou inflací, která se navíc nachází pod inflačním cílem, nebo se více méně drží na cíli, nejsou tak citlivá na různé faktory jako je například změna daní. Domnívá se, že inflační očekávání jsou dlouhodobě ukotvena buď inflačním cílem pro vpředhledící subjekty nebo minulou inflací pro vzadhledící subjekty. Vyjadřuje pochybnosti o krátkodobé volatilitě inflačních očekávání.

Doporučení SMS považuje za hodně odvážné, zejména v souvislosti s nedávným zvýšením úrokových sazeb o 0,25 p.b.

Vrchní ředitel Hampl: Pro něj osobně je otázkou dnešního jednání zda zvýšit úrokové sazby o 0,25 nebo o 0,5 p.b. Zmiňuje, že před tím než situační zprávu vůbec četl, uvažoval o zvýšení sazeb o 0,5 p.b. Po jejím přečtení sice stále intuitivně cítí, že zvýšení by mohlo být o 0,5 p.b., ale neuměl by zcela vysvětlit proč. Očekával, že situační zpráva přinese jasný a silný proinflační příběh, na základě kterého bude zvýšení úrokových sazeb o 0,5 p.b. konzistentní a rozumné rozhodnutí. Situační zpráva však tento příběh neobsahuje. Jedná se spíše o souhrn drobných faktorů, z nichž některé jsou navíc technické a týkají se minulých dat. Na jednu stranu by to vedlo k opatrnosti a zvýšení pouze o 0,25 p.b. Na druhou stranu, pokud dnes nedojde ke zvýšení sazeb o 0,5 p.b., měly by se úrokové sazby dle prognózy zvyšovat až do listopadu každý měsíc o 0,25 p.b. Z toho by mohla plynout určitá komunikační rizika. Pokud dnes budeme komunikovat inflační výhled a pravděpodobnost brzkého zvýšení sazeb, tak můžeme čelit dotazu, proč jsme vlastně nezvýšili sazby o 0,5 p.b. Intuitivně tedy míří ke zvýšení o 0,5 p.b., přestože by čelil problémům toto rozhodnutí odůvodnit a přestože vnímá velké množství nejistot. Připomíná, že již v rámci diskuze minulé situační zprávy se bankovní rada shodovala, že zatímco většina proinflačních rizik dubnové prognózy se realizovala, většina protiinflačních vymizela. Tato situace dále trvá, s jednou jedinou výjimkou na straně protiinflačních rizik a tou je kurz koruny k dolaru. Na závěr komentuje, že pokud bychom měli věřit současné prognóze, tak ta znamená konec příběhu o beznákladovém přechodu na nový inflační cíl.

Vrchní ředitel Tomšík: Zmiňuje, že prognóza opravdu počítá se zvýšením úrokových sazeb o 0,5 p.b. Na druhou stranu oceňuje dnes představené měnověpolitické experimenty. Jeden z nich předpokládá zvyšování úrokových sazeb v krocích po 0,25 p.b. a ukazuje, že takto lze taky postupovat. Pokud by však zvyšování probíhalo po 0,25 p.b., čekalo by nás osm nebo devět měsíců nepřetržitého zvyšování. Takto je prognóza sestavena. Připojuje se však k postoji vrchního ředitele Hampla v tom smyslu, že měnověpolitické doporučení neobsahuje jednoznačný příběh o tom, proč sazby zvyšovat s navrhovanou razancí. K prognóze samotné by se rád vymezil pomocí jejího alternativního scénáře. Domnívá se, že inflační očekávání jsou opravdu velmi důležitá. Ačkoliv SMS nedoporučuje kombinovat tuto alternativu s citlivostním scénářem kurzu, kurz je Achillovou patou QPM a prognózy. Protože si nemůžeme být jisti vlivem zvýšení úrokových sazeb na vývoj kurzu, určitá opatrnost je tedy na místě. To, co nás zajímá, je měnověpoliticky relevantní inflace, která se odvíjí od korigované inflace bez pohonných hmot. Na otevřeném jednání však SMS přiznala, že prognóza je až do konce roku 2008 do značné míry ovlivněná prognózou růstu

cen potravin, jež byla pro rok 2008 zvýšena z 1,6% na 3,2%. SMS odůvodnila toto zvýšení vlivem dovozních cen potravin. Za těmi ale opět stojí kurz. Opakuje, že si nemůžeme být jisti vlivem zvýšení úrokových sazeb o 0,5 p.b. na kurz a následným dopadem do inflace.

Guvernér Tůma: Uvádí, že také pro něj je dnešní rozhodování o zvýšení úrokových sazeb buď o 0,25 nebo o 0,5 p.b. Ačkoliv zdůvodnění zvýšení o 0,5 p.b. se může někomu zdát nejasné, vyplývá ze všech použitých instrumentů. Ať již je to nový strukturální model G3, standardní prognóza pomocí modelu QPM, nebo intuice, vše ukazuje jedním směrem. Na druhou stranu, prognóza opravdu nastřeluje implikovanou trajektorii úrokových sazeb hodně vysoko. Třebaže nepochybně platí, že minulé chování nemá vliv na budoucnost, přece jen určitá nejistota zůstává. Kdykoliv v minulosti prognóza nastřelovala implikovanou trajektorii hodně nahoru, tak se následně ukázalo, že přestřelovala. Stejně tak však platí, že pokud se necítím být komfortní s implikovanou trajektorií, stejně neumím nakreslit jinou. Maximálně se k té existující mohu vymezit. Protože trajektorie sama o sobě není závazkem, můžeme se po nějaké trajektorii vydat a později může dojít k určité korekci.

Otázka pohybů kurzu v krátkém horizontu pro něj osobně není příliš důležitá. Kurz je volatilní veličina, která je jednoduše chvíli silnější a chvíli slabší. Nedávná debata na řídicím výboru byla v tomto ohledu velmi zajímavá. Otázky tam kladené směřovaly právě k vysvětlení oslabení kurzu v období od začátku letošního roku a nedávného skokového posílení. Vysvětlení může být několik, žádné z nich však není fundamentální. To jen dokládá fakt, že tyto kurzové změny mohou být spuštěny bez jakéhokoliv vztahu k naší ekonomice. Jedna z hypotéz, která zazněla na řídicím výboru, byla, že korekce kurzu byla vyvolána opouštěním „emerging markets“ z důvodu problému na U.S. dluhopisovém trhu. Opouštění „emerging markets“ vedlo k velkému úbytku „carry trades“ na koruně a posílení kurzu. Kurz se tedy může pohybovat krátkodobě tím či oním směrem, ale to, že reaguje na úrokový diferenciál, je učebnicová záležitost, o které on sám nikdy nepochyboval.

Dnešní debata je o rychlosti reakce a podobnou jsme měli již opakovaně v minulosti. Jedna pozice je taková, že pokud je změna potřeba, tak má být provedena hned a nečeká se na přizpůsobení trhu. Zmiňuje, že on sám tímto směrem vždy argumentoval. Na druhou stranu má pocit, že pokud obecně dochází k razantním krokům, je to vždy v reakci na nějaký šok. V minulosti se razantně reagovalo např. na kurzové apreciační šoky. Dnes však nejde o šok a razantnější reakce by mohla takový dojem navodit. Existuje proto možnost rozložit zvýšení sazeb na řadu menších kroků. Nerad by navozoval atmosféru nějakého šoku, kdy se centrální banka ocitá „behind the curve“ a chce rychle situaci řešit zvýšením o 0,5 p.b. Přestože si tedy myslí, že se situace vyvíjí proinflačním směrem, a že několik zvýšení během letošního roku může být potřeba, tak si není zcela jistý, že to musí být zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b. každý měsíc. Situace bude jako doposud vyhodnocována na měsíční bázi.

Opakuje, že většina razantnějších reakcí centrálních bank byla podmíněna nějakým šokem, jinak jsou reakce spíše o sekvenci menších kroků. Připomíná postupné zvyšování úrokových sazeb FEDem.

On sám nemá o příběhu prognózy takové pochybnosti. Ať již se dívá na standardní prognózu, prognózu strukturálním modelem G3 nebo jen na poslední údaje, vše ukazuje jedním směrem.

Viceguvernér Niedermayer: Má dvě poznámky k vývoji kurzu. Za prvé, guvernér Tůma přišel s hypotézou, že vliv kurzu nemusí být zase až tak významný. To je docela dobře možné, protože

všechny studie na „pass-through“ kurzu do inflace byly udělány za období, kdy se kurz docela hýbal. Dnes je však mnohem stabilnější.

Guvernér Tůma: Upřesňuje, že neříká, že kurz není významný pro vývoj inflace, ale jen že krátkodobé pohyby kurzu nehrají významnou roli pro jeho momentální rozhodování. Nechce, aby jeho rozhodování bylo ve vleku kurzu.

Viceguvernér Niedermayer: Za druhé, nedávné rychlé posílení, které neumíme vysvětlit, vede k úvaze, že případné překvapení by se mohlo odehrát spíše na silnější stranu.

K debatě o zvýšení sazeb o 0,25 versus 0,5 p.b. uvádí, že on sám by dnes hlasoval pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b. také v případě, že by úrokové sazby byly zvýšeny o 0,25 p.b. na minulém jednání. Domnívá se, že úrokové sazby by dnes měly být na úrovni 3,25%. Na druhou stranu sdílí argumenty, že zvýšení úrokových sazeb o 0,5 p.b. by mohlo být ošidné. Co by mohlo pomoci, je úvaha o chybě prvního a druhého typu, která však také mírně vyznívá ve prospěch zvýšení úrokových sazeb o 0,5 p.b. Pokud by totiž úrokové sazby dnes byly zvýšeny o 0,25 p.b., jen těžko si dokáže představit údaje, které budou k dispozici v průběhu příštího měsíce, a které budou ukazovat na potřebu ponechat sazby na úrovni 3%. Obdobně si jen těžko umí představit situaci, kdy by bylo potřeba během následujících měsíců snížit úrokové sazby z úrovně 3,25%. Je otázka co by pro trh bylo destruktivnější, zda-li dnešní zvýšení o 0,5 p.b., nebo zvýšení jen o 0,25, přičemž by bylo jasné, že příště se sazby opět zvýší. Výhoda zvýšení o 0,5 p.b. je zřejmě také v tom, že příště by rozhodování mohlo být uvolněnější. Případné zvyšování úrokových sazeb o 0,5 p.b. z úrovně 3% již považuje za problematické.

Viceguvernér Singer: Zmiňuje, že úrokové sazby lze konec konců zvýšit o 0,5 p.b. také příští měsíc, pokud by se aktuální situace vychýlila proinflačním směrem. Co však považuje za důležité je, že mimo prognózy, které jak je známo věří méně než zbytek bankovní rady, žádné nové silné informace nevidí. Odchylka inflace od minulé prognózy je stále stejná a korigovaná inflace bez pohonných hmot má teprve nyní začít akcelarovat. Když navíc vidí, jaký kurz prognóza očekává na horizontu jednoho roku, tak toto kurzové očekávání považuje za největší slabinu celé prognózy. Domnívá se, že je sice potřeba přijmout opatření směrem, který rizika naznačují, ale za výhodnější považuje počkat, jestli se prognóza začne naplňovat. Ačkoliv si taky myslí, že příští měsíc bude potřeba zvýšit úrokové sazby o dalších 0,25 p.b., tak by nejdříve rád viděl naplňování prognózy alespoň v korigované inflaci bez pohonných hmot. Pokud se tak stane, tak nevidí problém s další úpravou úrokových sazeb. Dnešní situaci však nehodnotí tak dramaticky. Má proto výhrady vůči doporučení, které je sice postaveno na nové prognóze, ale není jasné na základě jaké nové informace byla prognóza sestavena.

Vrchní ředitel Hampl: Jaká je však jiná báze pro rozhodnutí než prognóza?

Viceguvernér Singer: Vyhodnocení nových dat prostřednictvím modelového aparátu mu jednoduše nepřipadá věrohodné a nepřináší takovou přidanou hodnotu, aby na základě v podstatě stejných informací bylo možno tvrdit, že teď je potřeba zvýšit úrokové sazby o 0,5 p.b.

Viceguvernér Niedermayer: Dovede si naopak představit příchod nových informací, které ukáží, že již nebude potřeba dalších devět čtvrtletí úrokové sazby zvyšovat, ale nyní by situace spíše vyžadovala silné informace pro nezvýšení sazeb o 0,5 p.b.

Viceguvernér Singer: To je již otázka vyhodnocení.

Viceguvernér Niedermayer: Viceguvernér Singer sice hledá nové informace, ale pokud se vrátíme zpět k dubnové prognóze, tak ta se naplňuje spíše na své horní straně. To znamená, že platí to, co se tehdy očekávalo a v této situaci není normální, že se úrokové sazby nemění. Spíše by tedy potřeboval vidět čísla, které ukazují směrem dolů. Samozřejmě, taky by rád znal údaje o jeden měsíc dopředu, ale to by také mohlo znamenat, že se rozhoduje podle aktuálních údajů o korigované inflaci bez pohonných hmot.

Viceguvernér Singer: Sám nechce plně spoléhat na prognózu, která předpokládá stabilitu kurzu při změně úrokového diferenciálu o více než 1 p.b. Navíc v situaci, kdy nikdo nezpochybňuje fakt, že dlouhodobý trend kurzu je posilování o 3 % ročně.

Viceguvernér Niedermayer: Tady se však má na mysli reálné posilování. Vyšší inflace však způsobí existenci pozitivního inflačního diferenciálu. Navíc při jakémkoliv zvýšení úrokových sazeb zůstává úrokový diferenciál stále záporný. V této situaci nelze očekávat posílení nominálního kurzu, ledaže by kurz byl do prognózy vkládán exogeně.

Vrchní ředitel Řežábek: Připomíná minulé prognózy, které definovaly pouze mírná rizika. Není proto úplně jasné, co nového se stalo, aby implikovaná trajektorie úrokových sazeb byla takto růstová.

Viceguvernér Niedermayer: Pro vyjasnění této otázky se ptá přítomného ředitele SMS na implikovanou trajektorii dubnové prognózy.

Ředitel SMS Holub: Dubnová prognóza určitě předpokládala na 3Q2007 zvýšení úrokových sazeb minimálně o 0,25 p.b. Současně uvádí, že dnešní prognóza se do značné míry podobá té z října 2006, tedy z doby před poslední apreciační periodou kurzu. Prognóza z října 2006 předpokládala úroveň 3M úrokových sazeb na 3Q 2007 rovnu 3.8% a s touto trajektorií nebyl vysloven zásadní nesouhlas.

Viceguvernér Singer: Nesouhlas z jeho strany nebyl vysloven jen proto, že on sám automaticky diskontuje vše, co jde za první čtvrtletí prognózy.

Vrchní ředitel Hampl: Prognóza z dubna předpokládala úrokové sazby ve 3Q 2007 rovny 3.1%, současná 3.4%.

Viceguvernér Niedermayer: Zvýšení úrokových sazeb o 0,5 p.b. by tedy bylo konzistentní také s minulou prognózou.

Vrchní ředitel Hampl: Souhlasí s guvernérem Z. Tůmou ve věci jeho náhledu na váhu krátkodobých pohybů kurzu pro rozhodování o nastavení úrokových sazeb. Určitě bychom se neměli snažit řídit kurz. K dilematu 0,25 p.b. versus 0,5 p.b. se ptá, zda-li je správné učinit rozhodnutí v okamžiku, kdy k němu získá podklady, a nesnažit se rozhodnutí fázovat do několika následujících období. Takto si pamatuje interní uvažování SMS. Raději rozhodnout teď, než čekat na další měsíce, kdy stejně žádnou novou informaci mít nebudu a jen budu měsíc nebo dva před novou prognózou. Pokud tedy věříme prognóze, potom bychom měli do listopadu zvyšovat úrokové sazby každý měsíc.

Viceguvernér Singer: Jistě, principiálně s tímto souhlasí. Jeho výhrady vůči prognóze však zůstávají v platnosti.

Guvernér Tůma: Principiálně také souhlasí. Proti tomu však jde zkušenost s razantní reakcí jen pro případ šoků, což asi není dobrý popis současné situace.

Vrchní ředitel Řežábek: Zmiňuje, že vrchní ředitel Hampl otevřel zásadní otázku vývoje kurzu. On sám dnes na otevřeném jednání vědomě vyvolal záležitost prognózy z ledna 2006. Jediné zásadní zdůvodnění jejího nenaplnění je evidentně vývoj kurzu. Potom však kurz nemůžeme pominout při rozhodování.

Guvernér Tůma: Jeho vyjádření v žádném případě neznamenalo, že by kurz opomíjel. Chtěl jen vyjádřit, že krátkodobé pohyby kurzu v uplynulém měsíci by neměly hrát významnou roli v měnověpolitickém rozhodování.

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 zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Vrch. řed. Hampl	hlasuje pro zvýšení úrokových sazeb o 0,50 p.b.
Vrch. řed. Holman	hlasuje pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Vrch. řed. Řežábek	hlasuje pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b.
Vrch. řed. Tomšík	hlasuje pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 p.b.

IV. Úkoly

Nebyly zadány.

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů zvýšit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,25 procentního bodu na úroveň 3,0 % s účinností od 27. července 2007. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu zvýšit diskontní a lombardní sazbu na 2,0 %, respektive 4,0 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo šest členů bankovní rady, jeden člen hlasoval pro zvýšení úrokových sazeb o 0,5 procentního bodu.

Zapsal: Jaromír Hurník, poradce bankovní rady