

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 30. srpna 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 8. situační zprávy

Viceguvernér Singer: Ti z členů bankovní rady, kteří nepovažují čtvrtletní prognózy za tak závažně silný dokument, nejsou posledním vývojem zase tak překvapeni. SMS v červenci velmi horlivě doháněla to, co zameškala v dubnu. Naštěstí se bankovní rada s jejím doporučením neztotožnila a ocenila ho na polovinu. Dnes je zjevné, že vývoj není vůči červencové prognóze milosrdný. I po odečtení možného statistického vlivu sezónnosti je u korigované inflace výchylka mimořádně netradiční. Kurz koruny je silnější, výhled na další zvyšování úrokových sazeb ECB méně jistý. Mimo jiné se nám nepovedlo výrazně trhům říci, co si o sazbách v rámci prognózy myslíme. Trhy si tak vůbec neuvědomují, že jsme až do dneška viděli sazby velmi brzo až někde nad 5%. Obává se, že se na tomto podepsal i článek ředitele SMS Tomáše Holuba „Inflace na vzestupu“ v týdeníku Ekonom, který nic takového nenaznačuje. Naštěstí nás realita koriguje, v opačném případě bychom měli problém. Další věcí, která mu vadí, je to, že si SMS přisvojila roli, která jí nepřísluší. Bankovní rada mnohokrát komunikovala, že si bude sama rozhodovat taktiku měnověpolitického rozhodnutí, a že od SMS očekává objektivní chladné doporučení bez ohledu na komunikační a jiné taktické úvahy. SMS se pouští do taktických úvah, přičemž to zaštiťuje turbulencemi na trzích. V tomto případě by ale očekával, že se SMS pokusí vyčíslit, jak velký dopad tato turbulence způsobuje. SMS bohužel podlehla argumentaci typu „něco takového tu ještě nebylo“. Něco takového tu již mnohokrát bylo. Akciové trhy jsou někde, kde byly ani ne před rokem. Toto nemá nic společného s velkou turbulencí, která by v jeho očích opravňovala to, že si SMS bere na sebe taktické rozhodování. U problému subprime hypoték a hedgeových fondů, které jsou viděny jako jádro těchto problémů, se bavíme o rozsahu maximálně 200 mld. USD na americkém trhu subprime hypoték a o 100 mld. USD na hedgeových fondech. Toto zní dramaticky, pokud si neuvědomíme, že se jedná o pouze o cca 1,5-2 % amerického HDP. V nominálním vyjádření se jedná pouze o čtyřikrát větší problém, než byl problém krize v roce 1997 v ČR, která je však mnohem menší ekonomikou (tehdejší problém tvořil 50% HDP). Ztráty zahraničních bankovních institucí se pohybují v řádu miliard USD. Tyto bankovní instituce jsou buď bez problémů zachraňovány, nebo jsou zakupovány, protože se očekává, že se toto vyplatí. Nedomnívá se, že se děje něco tak strašlivého kromě toho, že někteří z těch, kteří byli zvyklí na to, že jim portfolio stále roste, teď zjišťují, že může i klesnout. To někteří z nás vědí. Až do včerejška, než si přečetl doporučení SMS se domníval, že to ví i ona. Zajímalo by ho, zda SMS po uklidnění hypoturbulence navrhne zvýšení o 0,75 p.b., protože i nadále tvrdí že věří své historice ze 7. SZ.

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi o hypoturbulencích a doporučení SMS): Sdílí zmatení nad doporučením SMS, které je pro něj obtížně čitelné. SMS v něm přešla z exaktní roviny situační zprávy, kterou smíchala s problematikou hypoturbulence. Ta je sice také do určité míry exaktní, SMS ji však exaktně neposoudila. Přitom jí ale přisoudila poměrně významnou váhu. Na druhou stranu si dovede představit to, že se přepínáme do citlivostní analýzy se silnější úrovní kurzu. I

kdybychom v ní ale dále zohlednili možný nižší budoucí růst eurových sazeb, povede tato citlivostní analýza k růstu úrokových sazeb. Doporučení SMS tedy znamená utlumení vpřed hledící složky měnové politiky. Domnívá se, že zatím neexistují žádné silné důvody pro to, aby úrokové sazby v dohledné době skončily na 3 %. S doporučením má bankovní rada problémy konstantně, jak s formou, tak někdy i s obsahem. Ale je to doporučení SMS.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o hypoturbulencích a doporučení SMS): Souhlasí s tím, že pokud je klíčovým argumentem pro nerespektování poměrně agresivní implicitní trajektorie sazeb očekávaný dlouhodobý dopad hypoturbulence na vývoj české ekonomiky, pak by se SMS měla v situační zprávě tomuto fenoménu věnovat. Je možné analyzovat vývoj měn, které mají podobný průběh jako česká koruna (švýcarský frank či japonský jen) a pokusit se diskutovat jejich vývoj s trhy. Pokud ale SMS tvrdí, že je dopad hypoturbulencí na českou ekonomiku relativně omezený a krátkodobý, pak je podruhé za sebou poměrně těžké rozumět tomu, co chce SMS ve svém měnověpolitickém doporučení sdělit. Věřící SMS stále trajektorii úrokových sazeb, která byla prezentována v 7. SZ? Uvádí, že mu vůbec nevadí, pokud se SMS ve svém MPD bude pouštět do jakýchkoli úvah. Otázkou je, co poté SMS obhájí.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o hypoturbulencích a doporučení SMS): Stejně jako SMS ve svém doporučení, které není podloženo žádnými výpočty, zhodnotí současnou situaci poněkud beletristicky tak, že v prognóze byli popsáni velcí strašáci, které teď SMS neumí vyrobit. Otázkou je, jak z tohoto utéci, aby tuto zakázku nemuseli splnit.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): SMS souhlasí s tím, že propady na akciových trzích a ztráty na subprime hypotékách v USA jsou z hlediska vývoje naší ekonomiky nezajímavé. Trhy jsou v současnosti pod vlivem panické atmosféry, ale jak ukazuje případ Long Term Capital Management (LTCM), jehož krach byl ve své době všemi vnímán jako velká krize přičemž do vývoje ekonomiky neměl žádný vliv, tato část transmise nebude významná. Hlavní transmise do české ekonomiky je jednak prostřednictvím vývoje Euriboru, jednak prostřednictvím vývoje kurzu. Kurz se momentálně pohybuje 70 haléřů pod předpokladem prognózy, výnosové křivky na euru se posunuly směrem dolů, vzhledem k pochybnosti, zda bude ECB v září zvyšovat svoje sazby. Kurz se může někde ustálit, trh zřejmě tuto úroveň vezme jako novou výchozí hodnotu, od které bude vyvozovat svá očekávání budoucího vývoje. SMS chápe výhradu, že v doporučení chybí názor, kde se kurz ustálí, momentálně zde ale není schopna říci nic seriózního. Pohyby kurzu do značné míry nesouvisí s našimi fundamenty, jsou přisuzovány uzavírání carry trades. Momentálně není podle informací sekce bankovních obchodů (dále jen SBO) zřejmé, že by se nějaké nové carry trades otevíraly.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o hypoturbulencích a doporučení SMS): Podle argumentace SMS bychom otevírání nových carry trades poznali tak, že by koruna oslabovala. Argumentace se zde podle něj točí v kruhu.

Odpoověď SMS: Problémem je, že SMS k tomuto problému nemá žádná data, tudíž neví, jaká bude nová výchozí úroveň kurzu. V kvantifikaci této nejistoty je možné odkázat se na citlivostní analýzu ze 7. situační zprávy, která předpokládala vůči základnímu scénáři o 3 % (resp. 80 haléřů) silnější kurz. Pokud by kurz zůstal na stávajících hodnotách, dopad by mohl být významný, neznamenal by ale, že by mělo dojít ke snižování resp. nezvyšování sazeb, potřebná míra zvyšování sazeb by se podstatně utlumovala. V této situaci SMS považovala za mírně výhodnější počkat, nejedná se ale o vyhraněně silnou preferenci. SMS chápe výhradu, že lehce zabředla do sféry bankovní rady diskuzí taktických otázek, na druhou stranu tyto taktické otázky souvisejí se

sílou bilance rizik prognózy. Kurz je protiinflačním rizikem, SMS pouze neví jak silným. Na druhou stranu pokud by před měsícem došlo ke zvýšení úrokových sazeb o 50 b.p. na 3,25 %, jednalo by se asi o lepší hladinu pro vyčkávání.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o hypoturbulencích a doporučení SMS): Jaká by byla optimální hladina? 4 %?

Odpoověď SMS: Situace je taková, že čelíme výhledu inflace, který míří nad 5 %, s ekonomikou, která je podle odhadu SMS cca 1 % nad potenciálem. Úrokové sazby jsou přitom pod jakýmkoliv rozumným odhadem jejich neutrální úrovně.

Guvernér Tůma (v diskuzi o hypoturbulencích a doporučení SMS): Proč tedy SMS nenavrhl zvýšení? V situační zprávě i v prezentaci SMS je stále stejná historika jako v minulé situační zprávě.

Odpoověď SMS: Trhy reagují i na změnu sazeb. Optimální úroveň sazeb se pohybuje někde výše.

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi o hypoturbulencích a doporučení SMS): Nezdá se, že by se koruna stala po zvýšení o 25 b.p. investovatelnou měnou, protože má stále záporný úrokový diferenciál. Zdá se, že carry trades jsou mrtvé. SMS tak podle jeho názoru přebila exaktní argumenty určitou „dojmologií“. Bankovní rada nyní zpochybňuje onu „dojmologii“.

Odpoověď SMS: To, že jsou carry trades mrtvé a nebudou se obnovovat, možná znamená, že kurz zůstane na silnější hodnotě.

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi o hypoturbulencích a doporučení SMS): Zde se ale jedná o citlivostní scénář ze 7. SZ.

Odpoověď SMS: SMS má z určitého pohledu k citlivostnímu scénáři sympatie.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o hypoturbulencích a doporučení SMS): Co tedy citlivostní scénář znamená pro trajektorii úrokových sazeb? V prognóze je historicky nejvyšší odchylka mezi trajektorií implicitních sazeb a tím co očekávají trhy. Ani výhled změn sazeb v eurozóně nemůže znamenat, že by zvýšení o 25 b.p. bylo chybou.

Viceguvernér Singer: Táže se, co je příčinou odchylování FRA od trajektorie implicitních sazeb. Je to nedůvěra, nedostatečná komunikace naší prognózy? Domnívá se SMS, že by bylo vhodné zveřejnit trajektorii implicitních sazeb? Byla by nyní situace jiná, kdybychom ji zveřejnili?

Odpoověď SMS: Rozdíl mezi trajektorií implicitních sazeb a tržními sazbami je dán tím, že prognóza předpokládala zvýšení o 0,5 p.b., kdežto skutečný nárůst byl 0,25 p.b. Dále došlo ke změně úrokové věty oproti původnímu návrhu SMS, dle kterého „je s prognózou konzistentní výrazný růst úrokových sazeb“. Bankovní rada slovo „výrazný“ vyřadila, bylo následně vyškrtáno i z článku ředitele SMS v týdeníku Ekonom. Došlo také k neočekávanému posílení kurzu, které může souviset s poklesem výhledu eurových sazeb. Byla inkasována chyba v prognóze inflace za červenec. Bezprostřední reakcí trhů na červencové rozhodnutí bylo zvýšení sazeb ve všech splatnostech. Negativní zprávy o vývoji světové ekonomiky a posílení kurzu vedly k postupné redukci očekávání ohledně zvyšování sazeb.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o odchylce FRA od implikovaných sazeb): Domnívá se, že tvrzení, že se SMS drží prognózy, není korektní. SMS zde nechotně přiznává, že prognóze v tuto chvíli tolik nevěří, doporučení SMS ale říká, že je prognóza v pořádku.

Odpoověď SMS: Malé situační zprávy jsou o posuzování rizik. SMS vidí riziko silnějšího kurzu a nižších zahraničních sazeb. Celkem SMS nevidí žádné zásadní riziko.

Viceguvernér Singer: Domnívá se SMS, že by růst inflace na cca 5 % mohl vést k růstu nominálních mezd nad úroveň 10 %?

Odpoověď SMS: Prognóza počítá pro příští rok s růstem nominálních mezd v podnikatelském sektoru v průměru o 8,7 %, neočekává tedy akceleraci nad 10 %. Poslední čísla byla oproti prognóze o 0,2 p.b. slabší. Odbory nicméně půjdou do mzdových vyjednávání pro příští rok s podstatně vyššími požadavky, než bylo letošních 7 %. K inflaci ve výši 5 %, která souvisí se změnami nepřímých daní, si odbory mohou připočíst cca 4 % reálný růst mezd a požadovat řádově 9 % růst nominálních mezd. K tomuto již došlo v minulosti pro případy změn regulovaných cen či nepřímých daní. Vyjednávací síla odborů bude silnější v podmínkách nízké nezaměstnanosti. Důvod očekávat další zrychlení růstu nominálních mezd v roce 2008 tedy existuje.

Viceguvernér Singer: Jak SMS vysvětluje, že když kurz posílil vlivem uzavírání carry trades, tak při jejich opětovném otevírání kurz neoslabuje? Jaká je zde příčinná souvislost?

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o kurzu a carry trades): V popisu problematiky devizového kurzu na s. 24 chybí diskuze carry trades, na které se SMS minulý měsíc velice vehementně odvolávala. Táže se, zda je návrat k přirozenému a očekávanému trendu apreceiace důsledkem ztráty tlaku z carry trades, nebo zda se carry trades vracejí a nemají vliv. Dá se očekávat, že se carry trades obnoví ve stejné výši? Uvítal by v této souvislosti vyjádření sekce bankovních obchodů. Od sekce bankovních obchodů by rovněž uvítal 2-3 dny před zasedáním krátkou informaci o vývoji a výhledu devizového trhu.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o kurzu a carry trades): Vzhledem k tomu, že carry trades mohou být důležitým argumentem pro rozhodování, rád by se zeptal zástupce sekce bankovních obchodů Frydrycha, zda dochází k vrácení půjček v korunách a uzavírání původních kontraktů. Co vlastně kupují zahraniční investoři, kteří zůstávají? Včera byla zaslána zpráva, že v aukci patnáctiletého dluhopisu byla velmi nízká poptávka i z důvodu snížené poptávky zahraničních investorů. Pokles akciového trhu by měl mít dopad na kurz. Jsme vůbec schopni metodologicky nadefinovat data, která potřebujeme pro to, abychom si řekli, kolik carry trades jsou?

Odpoověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): V souvislosti s krizí subprime hypoték došlo k „flight to quality“, kdy vzrostla prudce averze k riziku ze strany investorů. Prudké uzavírání carry trades na japonském jenu v první polovině srpna vedlo k jeho posílení pod hranici 115 JPY/USD, následně posilovaly financovací měny jako švýcarský frank a česká koruna. IMM report o spekulativních pozicích ukazoval na to, že všechny pozice carry trades na JPY a na CHF byly zřejmě uzavřeny. Česká koruna není pro IMM reportovací měnou, takže jsme pro ni odkázáni na informace domácích hráčů. Podle jejich ne zcela přesných informací činil objem carry trades zhruba 10 mld. EUR, současný odliv by mohl být v tomto řádu. Nevíme, zda se všechny carry trades uzavřely, byla však zřejmě uzavřena jejich velká většina. JPY je s úrokovými sazbami 0,5 % stále lukrativní financovací měnou, takže by měl při uklidnění situace opět oslabovat. Toto asi nebude pravda pro českou korunu, která při stávajícím výhledu úrokových sazeb postupně ztrácí status financovací měny.

Viceguvernér Singer: Zajímalo by ho, zda SMS vidí možnost více záporného fiskálního impulsu. Očekával by, že reforma veřejných financí zasáhne nízkopříjmové domácnosti, které větší část svého příjmu dávají do spotřeby. Při dezagregovaném odhadu by tak vliv reformy měl být vyšší než uváděných -0,2 % HDP.

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o vlivu reformy veřejných financí): Deficit veřejných financí má být pro příští rok snížen z 3 % na 2,3 %, přičemž se jedná především o snížení strukturálního deficitu. Jedná se o velmi velké snížení, přičemž SMS ve svém shrnutí na str. 2 interpretuje dopady do inflace jako zanedbatelné.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o vlivu reformy veřejných financí): Hodnocení fiskální reformy je v situační zprávě podle jeho názoru zatím velice povrchní. Na půdě bankovní rady mnohokrát zazněla diskuze o boomu hypoték. Domnívá se, že daňové změny budou mít na tuto oblast velký dopad, který by bylo dobré vyčíslit. Dopady reformy budou působit částečně na snížení poptávky.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o vlivu reformy veřejných financí): Rovněž ho překvapily relativně nízké dopady reformy veřejných financí do poptávky. Táže se, zda se dají očekávat rozdílné dopady reformy do poptávky domácností a firem. Reformu zřejmě nejvíce odnesou domácnosti, pro firmy se jedná o odlehčení. Minulý měsíc jsme komentovali, že i přes růst úrokových sazeb očekáváme zrychlení růstu investic. Pokud budou firmy v souvislosti s reformou ještě více ziskové, budou jejich investice ještě vyšší? Do příští situační zprávy by bylo dobré se podívat na reformu z pohledu poptávkového impulzu a jeho odlišného dopadu na spotřebu domácností a do investic firem.

Odpoověď SMS: SMS souhlasí s názorem, že by v realitě mohl být restriktivní dopad výraznější. Odhad je prováděn na agregované úrovni a nezohledňuje redistribuční vlastnosti reformy. Reforma nejvíce ulevuje daňovou zátěž vysokopříjmovým skupinám domácností s nízkým sklonem ke spotřebě, dopady zvýšení DPH a nižších sociálních transferů budou výraznější pro střední a nižší příjmové skupiny obyvatel. Zároveň ve vyhodnocení dopadů reformy prozatím nebyly vůbec hodnoceny dopady na hypotéky a následně na investice domácností, ani na investice firem. SMS nebyla schopna provést detailní analýzu dopadů fiskální reformy, neboť dokončovala situační zprávu ve čtvrtek, zatímco reforma byla schválena ve středu. V 9. SZ by SMS měla být schopna říci více, ještě více bude zapracováno v rámci prognózy v 10. SZ. V základních bodech kvantifikace reformy je SMS ve shodě s experty MF. Aktuálně se státní rozpočet vyvíjí velmi dobře, má dobrá inkasa DPH a DPPO, zlepšuje se inkaso spotřební daně.

Guvernér Tůma (v diskuzi o vlivu reformy veřejných financí): SMS má pro letošní rok v prognóze předpoklad o deficitu ve výši 3,5 % HDP. Mohl by být výsledek lepší? Dle náměstka MF Janoty dojde ke zlepšení deficitu na 3,7-3,8 %, MF je však vždy skeptičtější.

Odpoověď SMS: V tuto chvíli ještě nikoli, vývoj spíše naplňuje naše vidění nižšího deficitu v porovnání s odhadem MF. Nové informace by mohl přinést návrh státního rozpočtu, který přijde v pondělí, MF ale zřejmě bude opět opatrné až do konce roku.

Vrchní ředitel Holman: SMS předpokládá velmi silný dopad změn daní do celkové inflace, ale zanedbatelné či dokonce protiinflační riziko do měnověpolitické inflace. SMS zřejmě předpokládá velmi malý průsak zvýšení nepřímých daní do inflačních očekávání a do inflace (sekundární efekty). V souvislosti s tím se táže, zda SMS vycházela ze zkušeností ze zahraničí, ze zemí jako je Slovensko, které má podobnou ekonomiku a kde proběhla velmi podobná reforma s dokonce ještě vyšším zvýšením DPH. Jaké jsou zkušenosti z Německa?

Viceguvernér Singer (v diskuzi o průsacích změn nepřímých daní): Jaké má SMS zkušenosti se svojí prognózou průsaků změn DPH z počátku milénia? Jaká je úspěšnost tohoto odhadu? Pokud vyšla chyba, jak byla velká?

Odpověď SMS: SMS počítá pro zvýšení DPH se stoprocentním dopadem do regulovaných cen. U tržních částí cenového indexu se předpokládá zhruba třetinové ztlumení dopadu zvýšení DPH v maržích výrobců a prodejců. Toto je poměrně střízlivý odhad vzhledem k tomu, že se jedná většinou o životně nutné statky. Situace tak není zcela srovnatelná s letošním zvyšováním DPH v Německu, u kterého se jednalo o zvýšení standardní sazby DPH. Nižší dopad zvýšení DPH do inflace v Německu je vysvětlitelný daňovými úlevami firem. Firmy tak nemusely při vstřebávání dopadů zvýšení DPH příliš upravovat své marže. V ČR bude možná v souvislosti se snížením daně ze zisku částečně podobná situace. V Německu však byly daňové úlevy mnohem významnější. Se Slovenskem SMS prozatím změny daní neporovnávala. Žádná z našich vlastních zkušeností se změnou DPH není se současnou změnou plně srovnatelná. V souvislosti se vstupem ČR do EU došlo v roce 2004 k posunu některých služeb ze snížené do základní sazby, zároveň se snižovala základní sazba DPH z 22 % na 19 %. V rámci svého odhadu bezprostředních sekundárních efektů SMS správně předpokládala, že v případě přesunu služeb do základní sazby DPH dojde k neúplnému průsaku. Skutečné promítnutí bylo oproti předpokladu o něco nižší. Teoretický dopad byl zhruba 14 %, SMS odhadovala dopad zhruba 10 %, skutečnost byla kolem 7 %. Pro snížení základní sazby DPH z 22 % na 19% pro průmyslové zboží SMS opět odhadla, že nedojde k plnému promítnutí do snížení cen, přičemž došlo k chybě odhadu míry jeho intenzity. Vzhledem k tomu, že zde byl posun pouze o 3%, byla ale tato chyba kvantitativně méně významná. Co se týče dlouhodobých sekundárních efektů v modelu, tyto byly tlumeny standardně na 20 % standardní modelové kalibrace.

Vrchní ředitel Holman: Jak si SMS vysvětluje obrázek na str. 5, dle kterého je pro 2.Q 2008 prognóza sazeb ČNB téměř o jeden procentní bod nad tržními sazbami a tržními implikovanými sazbami? Na straně 15 nahoře uvádí SMS v souvislosti s indikátory budoucího hospodářského růstu robustní vývoj peněžní zásoby. Táže se, zda má SMS nějak kvantifikován příspěvek růstu peněžní zásoby k hospodářskému růstu.

Odpověď SMS: Informaci o vazbě růstu M2 a růstu HDP nelze chápat v kauzálním smyslu. SMS standardně používá vazbu mezi vývojem M2 a HDP jako jeden z indikátorů v předstihových a souběžných modelech. Růst M2 a jeho struktura stejně tak jako vývoj protipoložek na straně úvěrů nejsou v rozporu s předpokladem zachování tempa růstu hospodářské aktivity kolem 6 % s příspěvkem investiční poptávky a spotřeby domácností.

Vrchní ředitel Hampl: Jaké klíčové faktory budou stát za očekávaným růstem cen potravin?

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o růstu cen potravin): Překvapil ho údaj ze str. 21, podle kterého ceny obilovin vzrostly o 36 %, na základě čehož pak rostly ceny zemědělských výrobců v červenci meziročně o 11 %. Na druhou stranu je letošní úroda komentována jako jedna z nejlepších, a to nejen v České republice, ale i v okolních zemích.

Odpověď SMS: Riziko růstu cen potravin neovlivňují domácí faktory, ale spíše globální faktory. Hlavním faktorem jsou rekordně nízké světové zásoby obilovin obecně, které jsou nejnižší za posledních asi 20 let. To tlačí ceny vzhůru v souvislosti se zvýšenou poptávkou především v zemích třetího světa (Čína a Indie), hovoří se o dopadu sucha v Austrálii, o vlivu biopaliv a podobně. V souladu s tím pozoruje SMS vyšší růst dovozních cen potravin a vyšší růst cen potravin v týdenních šetřeních za srpen. Prognóza SMS po očištění o vliv daní počítá s růstem cen v intervalu 2-3 %, vůči tomu SMS vidí mírné proinflační riziko zejména na nejbližší měsíce. Zatím se ale jedná jen o „strašáka“, protože aktuální ceny rostou jen o něco rychleji než SMS očekávala. Odhady poptávky po obilovinách však končí koncem letošního roku. Dalším faktorem

je také poměrně vysoká poptávka po produktech živočišné výroby v západní Evropě, což zvyšuje ceny produktů živočišné výroby u nás.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o růstu cen potravin): V argumentaci zaznamenal i vliv biopaliv. Když se na toto ptal v květnu, SMS odpověděla, že toto na naše ceny potravin nebude mít dopad.

Odpověď SMS: Biopaliva se uvádí jako jeden z faktorů růstu cen obilovin ve světě, ale jedná se spíše o faktor marginální.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o růstu cen potravin): S uvedenou argumentací nesouhlasí. Při pohledu z letadla v době, kdy kvete řepka, je Evropa žlutá. Tím se dává čím dál tím méně prostoru pro pěstování obilí a více pro řepku. Biopaliva tak ceny obilovin neovlivňují přímo, ale nepřímo posunem v osevních plochách. Problém není jen v tom, že se pšenice spotřebuje pro výrobu lihu.

Odpověď SMS: Řepka ale nevytěsňuje obiloviny, ale spíše ostatní zemědělské komodity, jako je cukrovka a podobně. V letošním roce byly osevní plochy obilovin v ČR vyšší než v předchozím roce, především vzhledem k tomu, že obiloviny jsou pro zemědělce stabilním zdrojem příjmů z důvodu garantovaných cen.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o růstu cen potravin): Jak to ale vypadá pro Evropu?

Guvernér Tůma (v diskuzi o růstu cen potravin): Není třeba jít do detailů, SMS by se na toto měla podívat v budoucnu. Také se domnívá, že by tento vliv mohl být velký. Je možné, že řada produkcí na výrobu biopaliv zkrachuje, neboť jsou ceny vstupů jiné, než na základě kterých byla učiněna investiční rozhodnutí.

Odpověď SMS: SMS včera získala první draft World Economic Outlook IMF, který obsahuje přílohu o důvodech růstu cen základních plodin i ve vztahu k biopalivům. Biopalivům je zde připisován poměrně velký vliv do cen kukuřice, která však pro nás není tak relevantní. Za poslední tři roky činila výroba bioetanolu v USA zhruba 60 % přírůstků celosvětové spotřeby kukuřice. Oproti tomu články německých výzkumných ústavů, které komentují primárně situaci v Evropě, tento fenomén vytěsňování pro obiloviny neuvádějí. SMS slibuje podrobnější analýzu.

Vrchní ředitel Hampl: Zajímalo by ho, zda má SMS nějaké analýzy o tom, zda ČNB změnami svých sazeb ovlivňuje přímo sazby spotřebitelských úvěrů. Tedy zda naše změny sazeb mají přímý dopad na poptávku příjemců těchto úvěrů se sazbami zhruba nad 10 % p.a.

Odpověď SMS: SMS má k dispozici analýzu Ancy Podpierové, která s využitím cross-section dat přes individuální banky zkoumá závislost úrokových sazeb pro nově poskytnuté úvěry na sazbách peněžního trhu. Úrokové sazby jsou členěny podle délky splatnosti a délky fixace. Projekt zatím není dokončen, první výsledky je možné zaslat. Pro spotřebitelské úvěry je vzhledem k vysoké klientské rizikové premii vazba na sazby peněžního trhu volnější než u prime-rate úvěrů. Toto bylo vidět i v červenci, kdy po zvýšení sazeb ČNB došlo ke zvýšení úrokových sazeb pro krátkodobé úvěry nefinančních podniků a pro hypotéky s fixací do 5 let, zatímco u hypoték nad 5 let a u spotřebitelských úvěrů se klientské sazby příliš nezměnily. Nárůst sazeb byl pro ně pohlcen v maržích bank.

Vrchní ředitel Hampl: U podstřelení predikce SMS u korigované inflace bez pohonných hmot věří vysvětlení SMS, dle kterého se jedná o důsledek změn koše v cenách zahraničních rekreací. Jedná se zde o naplnění rizika, které jsme komunikovali v březnových minutes. Zajímá ho, jestli existují nějakí další „horcí kandidáti“, kteří by potenciálně mohli v příštích měsících překvapit svou nenormální sezónností.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o změně sezónnosti některých položek korigované inflace): Na začátku situační zprávy je uvedeno, že odchylka korigované inflace bez pohonných hmot směrem dolů je z velké části dána přístupem ČSÚ, který při změně koše nekomunikoval metodické změny v detailech. Připojuje se k dotazu, zda můžeme očekávat nějaké další překvapení do budoucna. Toto selhání komunikace ČSÚ ho překvapilo, navíc se může opakovat v souvislosti se započítáváním poplatků ve zdravotnictví. Otázkou je, jak s ČSÚ komunikovat, abychom již dále nebyli překvapováni.

Odpoověď SMS: Změny sezónnosti nedokáže zřejmě SMS posoudit. Příklad se zahraničními rekreacemi ukazuje na míru nejistoty, kterou v této souvislosti obecně máme. Je asi málo realistické, že se budeme zabývat každou ze 750 jednotlivých položek spotřebního koše. Rizikovými resp. problémovými místy by mohla být oblast zdravotnictví, kde byly v rámci fiskální reformy zavedeny poplatky u lékařů, které ve spotřebním koši vůbec nejsou. ČSÚ v těchto případech používá takzvané subindexy, u kterých na základě interních dat počítá svůj spotřební koš pro daný subindex. U tohoto způsobu výpočtu, u kterého se metodika musí zákonitě změnit, existuje nejistota. Další nejistota se váže k regulovaným cenám zemního plynu, které bude energetický regulační úřad nově pouze věcně usměrňovat (dříve je přímo určoval).

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o změně sezónnosti některých položek korigované inflace): V současnosti tedy nejsme schopni definovat kategorie, u kterých by mohlo dojít k zásahu výjimečným průběhem sezónnosti. Jedná se tedy o přirozenou nejistotu prognózy.

Odpoověď SMS: Přesně tak, SMS se těší na prosincová data, kde poprvé bude srovnávací základna loňského roku a kde by metodické problémy měly odeznít.

Vrchní ředitel Hampl: U diskuze vnějšího prostředí na str. 8 si klade otázku, zda není pro českou CPI klíčové spíše zahraniční PPI místo zahraničního CPI. Jinými slovy zda CPI a PPI fungují jako substituty, kdy je jeden možné nahradit druhým, či jako komplementy, kdy každý z nich dává nějakou informaci důležitou pro predikci našich dovozních cen?

V měnověpolitickém doporučení se u argumentů pro nižší úroveň sazeb objevuje tvrzení, podle kterého je riziko silnějšího kurzu dále umocněno snížením tržního výhledu jednorozhodných sazeb Euribor. Očekával by ale, že se tato změna promítla do kurzu okamžitě a že je v něm již oceněna. Na str. 3 se ve 2. odst. dále objevuje doporučení „poté se s přihlédnutím mj. k úrovni nominálního měnového kurzu koruny rozhodnout o dalším tempu zvyšování úrokových sazeb“, což reflektuje doporučení SMS „nechat sednout prach“. Zajímá ho, zda se zde SMS přesunula ke kurzovému cílování.

Odpoověď SMS: SMS pracuje s oběma ukazateli, se zahraničním PPI pro účely krátkodobé prognózy, zahraniční CPI je v modelu. Z hlediska používaných modelů krátkodobé prognózy jsou oba tyto ukazatele statisticky téměř rovnocenní. Nevýhodou německého PPI je to, že se v něm stejná produkce může opakovat vícekrát, a dále to, že měří ceny produkce určené pro německý trh. Není až tak podstatné, který z indexů se použije, každý z nich má své výhody a nevýhody. Nižší výhled Euriboru by již v kurzu měl být oceněn, i když SMS má pochybnost o tom, zda se trhy v poslední době chovaly racionálně a sledovaly fundamentální vývoj. Z pohledu naší prognózy nižší trajektorie budoucího Euriboru posouvá směrem dolů naši úrokovou trajektorii. Z tohoto pohledu je to tedy argument pro nižší úrokové sazby.

Vrchní ředitel Řežábek: Přimlouvá se za zahrnutí měnově relevantní inflace do grafu rizik prognózy (GRIP).

Vrchní ředitel Tomšík: Na str. 3 se píše, že „na rozdíl od 7. SZ nově nepředpokládáme absorpci části zvýšení daní snížením marží u výrobců a dovozců cigaret“. Na základě čeho došlo ke změně tohoto předpokladu mezi dvěma situačními zprávami?

Při dnešní prezentaci bylo uvedeno, že SMS očekávala pokles tempa růstu ve stavebnictví ve 2.Q. Nicméně u posledního známého měsíčního údaje za červen je pokles o 4,4 % poměrně razantní. Očekávala SMS takto vysoký pokles? Jaká je její prognóza dalšího vývoje?

V situační zprávě je uvedeno, že „hospodářství eurozóny rostlo ve 2. čtvrtletí 2007 nejnižším tempem za poslední dva roky“. Táže se, zda je toto pro nás také překvapením a co očekáváme dále.

Odpoověď SMS: Na trhu se již objevily cigarety za nové vyšší ceny. Od 7. SZ pak byly publikovány nové ceníky, dle kterých již producenti a dovozci nebudou tlumit část zvýšení spotřební daně.

SMS skutečně pokles stavebnictví v červnu neočekávala. Anekdotická evidence naznačuje, že stavebnictví není v situaci, kdy by čelilo propadu poptávky a nevyužitým kapacitám. Spíše se zdá, že stavebnictví čelí nabídkovým úzkým místům, nedostatku stavebníků, nedostatku stavebních materiálů apod. Roli mohou hrát vysoké růsty stavební výroby v zimě, čímž si firmy jednak „napracovaly“ a jednak vyčerpaly zásobu vstupů. Časové řady jsou zde velice volatilní, pravděpodobně se situace v horizontu několika měsíců vrátí k růstu v řádu 10 %. Dovoz investičního zboží podle dat o obchodní bilanci ve 2.Q nijak nepolevuje, investice nezpomalují a nelze očekávat zpomalení stavební výroby v části dotýkající se investic podniků.

Rovněž u eurozóny SMS takto nízký růst neočekávala, předpokládala mezikvartální růst 0,5 %, výsledek byl 0,3 %, což bylo horší než očekávání trhu.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

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

Viceguvernér Singer: Již „chválil“ kolegy ze SMS za to, že bankovní radě umožňují rozhodovat o měnové politice bez zbytečných vodítek a návodů. Proto mu nezbývá než si udělat odečet změn vůči prognóze sám. Ve vnějším prostředí je většina ukazatelů v souladu s prognózou, výjimkou je pokles zahraničních úrokových sazeb. Veřejné rozpočty jsou mírně restriktivnější. U trhu práce jsou některé ukazatele vyšší a některé nižší. Ač je růst mezd v průmyslu a ve stavebnictví mírně nižší než prognóza, nadále akceleruje. Ekonomický růst je podle jeho názoru v souladu s prognózou, růst peněžní zásoby je mírně rychlejší. CPI zůstává i po očištění o zahraniční rekreace pod prognózou (o 0,1 p.b.). Vývoj cen potravin je zřejmě otázkou názoru, nicméně se zdá, že nějaký argument pro jejich budoucí růst existuje. Dále máme již tradiční problém s kurzem.

Dnešní rozhodování má podle něj tentokrát dvě dimenze. První souvisí s tím, že se každý člen bankovní rady musí rozhodnout o tom, co si myslí o vývoji kurzu. Toto nepokládá za příjemné, neboť také není fándou cílení kurzu. Druhou dimenzí je dimenze komunikační. Minulý měsíc jsme signalizovali možnost zvýšení o 0,5 p.b. a poté zvýšili o 0,25 p.b. V situaci, kdy jsou informace v souladu s prognózou, případné ponechání sazeb na stávající úrovni znamená nutnost řádně vykomunikovat důvody tohoto nezvyšování (například kurz). Nerad by byl viděn při tom, že věří argumentaci, podle které mají americké subprime hypotéky na českou ekonomiku tak velký vliv, že je kvůli nim nutné odkládat rozhodování. Volatilita se na trhy vrací, může tam být klidně rok a on kvůli tomu nebude odkládat rozhodování o sazbách.

Vrchní ředitel Hampl: A to i přes to, že osobně prognóze nevěří?

Viceguvernér Singer: Nemá filosofický problém vrchního ředitele Hampla, trajektorie úrokových sazeb z prognózy ho nechávají zcela chladným. Jeho chlad se za poslední měsíc ještě zvýšil. Je jasné, že se rozhodování bude pohybovat mezi ponecháním sazeb a zvýšením o 0,25 p.b. Je připraven poslechnout si argumenty pro a proti.

Viceguvernér Niedermayer: Hypoturbulence podle něj nepřinesly do diskuze žádný užitečný tón. Vliv těchto turbulencí na měnovou politiku může existovat pro případ zemí jako je USA či eurozóna, u kterých se dá spekulovat o tom, že by pro ně hypoturbulence mohly zbrzdit ekonomický růst. Jiný vliv může mít turbulence na země, které disponují rizikovou premií, jako je Turecko či Maďarsko. My ani do jedné z těchto kategorií nespadáme. Co se týče vývoje ekonomiky, asi by opakoval to, co říkal viceguvernér Singer. Data nejsou mimořádně silná ani slabá, jsou víceméně v souladu s očekáváními. Investiční dovozy rostou mezitím o 28 %, pokračuje vlna poměrně silné domácí spotřeby, pokračuje vysoký ekonomický růst tažený domácí poptávkou a investicemi. Přehodnocení trajektorie Euriboru dolů se dá připsat vliv do naší úrokové trajektorie nejvýše o 0,25 p.b. Nový údaj o inflaci je relevantní. Pohled na alternativní ukazatele, jako jsou nákladové indexy či medián inflace, ale ukazuje, že tyto jsou vyšší než naše očekávání. Dopad daňových změn do inflace je relativně dramatický, dohromady bude činit 1,5 až 1,7 p.b. Vývoj kurzu nás dostal blíže alternativě, což ho nepohoršuje. Znamenalo by to, že celková inflace se nedostane až ke 4 %, mezera výstupu by se uzavřela rychleji. Případné zpomalení ekonomiky by snížilo urgenci reagovat na sekundární efekty daní, jejichž riziko je tím větší, čím více bude ekonomika nad potenciálem. Nicméně i citlivostní scénář předpokládá do konce roku zvyšování úrokových sazeb. Pokud existuje akutní riziko, že inflace bude nad 4 %, pak nepovažuje za správné řešení mít úrokové sazby na 3 % a čekat, že inflační tlaky budou tlumeny inflačními očekáváními a vývojem kurzu. Vliv fiskálních reforem je komplikovaný. Možná, že se některé podniky budou snažit přesvědčit zaměstnance, že dostávají přidáno na čisté mzdě, zaměstnanci a odbory se k tomuto hlásit nebudou. Strukturální úvahy spojené s reformou veřejných financí jsou složité. Data ukazují, že celý reformní manévr je fiskálně neutrální, neboť ušetřených 10 mld. Kč je zanedbatelná položka. V této konstelaci by podle jeho názoru musely být důvody pro ponechání úrokových sazeb opravdu silné, najít je nepovažuje za triviální.

Vrchní ředitel Řežábek: Stejně tak jako je obtížné hledat silné důvody pro ponechání sazeb, je obtížné hledat silné důvody pro jejich zvýšení. Obdobně silné argumenty opakovaně padaly při projednávání nastavení měnových podmínek v minulosti, včetně předpokladů o kurzu. Byl by nerad, aby bankovní rada přešla do stejných tónů při měnověpolitickém rozhodování. Historka o kurzu se nenaplnila ani na 28,3 CZK/EUR, apetit na zvyšování sazeb ECB oslabil. U reformy veřejných financí je diskutabilní její dopad do skutečné ekonomiky. Již při otevřeném jednání zmiňoval příklad dopadů na hypotéky, možných dopadů by se dalo najít více. Při hodnocení výhledů inflace je třeba vzít v úvahu hodnocení naplňování prognóz v rámci měnového horizontu, kdy bývá skutečná inflace i významně nižší. Proto se domnívá, že vývoj není příliš inflační a že bankovní rada nemusí hledat důvody pro rychlou reakci.

Vrchní ředitel Holman: Pro měnověpolitické rozhodování je podle jeho názoru nejvíce relevantní protiinflační riziko vyplývající z vývoje na trhu práce, kde je vývoj růstu mezd oproti naší prognóze pomalejší. Z diskuze o „hypoturbulencích“ lze podle jeho názoru vyvodit pouze závěr „buďme obezřetní a vyčkávejme“. O carry trades nevíme ani kolik jich je, ani jak se budou vyvíjet. O krátkodobém budoucím vývoji kurzu tak nedokážeme nic podstatného říci, v dlouhodobém horizontu bude koruna s nejvyšší pravděpodobností posilovat. U cen ropy vidí rovněž protiinflační

riziko, může se ale jednat o krátkodobý výkyv související s vývojem na finančních trzích. Dopady reformy veřejných financí vypadají podle situační zprávy dramaticky, inflace se z důvodu zvýšení nepřímých daní ustálí na 5 %. Ve skutečnosti ale toto zvýšení cenové hladiny nemá pro naše měnověpolitické rozhodování vůbec žádný vliv, protože ho z dobrých důvodů výjimečně. Nejedná se zde o vliv na inflaci, ale o jednorázové zvýšení cenové hladiny, což není totéž jako zvýšení inflace nad inflační cíl. Přimlouval by se za to, aby tento argument zazněl i v komunikaci. SMS neodpověděla na jeho otázku z otevřeného jednání bankovní rady ohledně sekundárních dopadů změn daní. SMS odpovídala pouze na to, jaké budou primární efekty nepřímých daní a jaký bude dopad do marží. Toto jsou ale primární efekty, které nejsou z hlediska měnověpolitického rozhodování důležité. Sekundární efekty, které se do dlouhodobé inflace prosazují prostřednictvím inflačních očekávání, SMS vůbec nediskutovala. Osobně se domnívá, že tyto vlivy jsou velmi malé, a že inflační očekávání jsou vůči takovýmto změnám dlouhodobě odolná. Přál by si, aby v příští situační zprávě bylo o této problematice poskytnuto více informací včetně kvantitativního odhadu dopadů zvýšení nepřímých daní do dlouhodobé měnověpoliticky relevantní inflace. Vrací se ke svému doporučení vyjít pro tuto kvantifikaci z mezinárodních zkušeností, zejména ze zkušeností Slovenska, kde před několika lety došlo k podstatnému zvýšení DPH. Česká ekonomika je velice podobná té slovenské. Dopady našeho zvýšení DPH v roce 2004 mohou být také určitým vodítkem, v roce 2004 se však jednalo o poměrně malý segment cen. Schválením reformy jsme se posunuli od základního scénáře k alternativnímu, chtěl by vědět, zda to bude mít vliv na dlouhodobou inflaci či nikoli.

Vrchní ředitel Hampl: V tuto chvíli neumí vyhodnotit, zda bylo poslední rozhodnutí bankovní rady a rozsah zvýšení úrokových sazeb správné. Takové vyhodnocení je z definice možné až za 12-18 měsíců, tedy po proběhnutí „měnověpolitického“ zpoždění. Přesto ale souhlasí s názorem SMS, podle kterého by se nám nyní dýchalo lépe na úrovni 3,25 %. Od poslední situační zprávy došlo k nižší skutečné inflaci. Z oněch 0,7 % chyby v korigované inflaci bez pohonných hmot je více než polovina tvořena technickou změnou, u které očekáváme její kompenzaci v horizontu dvou měsíců. Nejedná se tedy o informaci, která mění budoucí výhled vývoje inflace. U problematiky hypoturbulencí je zajímavé, že čím méně o ní víme, tím více o ní mluvíme. Zatím necítí, že by hypoturbulence mohly mít zásadní dopad na českou ekonomiku a na zmapované proinflační faktory. Pokud je hypoturbulence asymetrickým šokem, pak dopadá na jiné ekonomiky, než je ta naše. Stejně tak jako je zdrženlivý, pokud jde o zvyšování úrokových sazeb při krátkodobém oslabování koruny, tak se nedomnívá, že by její krátkodobé posílení mělo vést k přehodnocení trajektorií, které jsou pro bankovní radu výchozím bodem pro rozhodování. Návrh SMS v tuto chvíli podle jeho názoru není neutrálním krokem. Vzhledem k tomu, jak obrovský růst implikovaných sazeb prognóza předpokládá, by neutrálním krokem bylo zvýšení sazeb o 0,25 p.b. Varianta nezvyšování je naprosto defenzivní variantou, která by znamenala to, že nedůvěřujeme prognóze. Velmi ofenzivní variantou by bylo zvyšovat o 50 b.p. V tuto chvíli ho nejistota vede k neutrálnímu rozhodnutí, tedy ke zvýšení o 0,25 p.b. Vydal by se tak „polskou cestou“ a bez ohledu na to, jaké asymetrické šoky postihují vyspělé trhy, by dnes zvýšil sazby o 25 b.p.

Vrchní ředitel Tomšík: Historce, která je konzistentní s prognózou z července rozumí a do určité míry se s ní ztotožňuje. Obrázek o české ekonomice je poměrně jasný a za měsíc se nezměnil. Na druhou stranu vývoj kurzu za poslední tři týdny se blíží k hraničnímu citlivostnímu scénáři. Pokud by se kurz na této úrovni udržel až do konce 3.Q, pak bychom se po roce při post mortem meetingu znovu dozvěděli, že nás opět kurz překvapil a zase že je inflace opět podstřelena. Velmi

ho překvapilo, že je chyba v korigované inflaci bez pohonných hmot způsobena změnou sezónnosti. Ráno zaznělo, že výchylka je 0,4 p.b. a sezónnost činí 0,2 p.b., takže i po očištění o vliv sezónnosti je korigovaná inflace pod prognózou. V rámci hodnocení veřejných financí souhlasí s viceguvernérem Niedermayerem, že ušetřených 10 mld. je bezvýznamných, když tvoří pouhá 3 promile HDP. Skutečný dopad do spotřeby domácností je však nejistý. Firmy na reformě vydělají, ale tomu, že by dále zvýšily svoji investiční aktivitu, příliš nevěří. Z jeho pohledu není současná situace o tom, kdo je „holubice“ a kdo „jestřáb“, ale o tom, zda chce být proaktivní nebo opatrný. Kurz dnes indikuje nejistoty a vede k opatrnému rozhodování.

Guvernér Tůma: Přesto, že měl minule pochybnosti o trajektorii sazeb a inflace, není stále přesvědčen, že by v nich byl nějaký systematický problém. Tyto trajektorie intuitivně souhlasí s historikou o ekonomice, takže nemá pochybnosti o tom, kam by sazby měly ve střednědobém horizontu směřovat.

Změny, ke kterým došlo od minule, jsou spíše potvrzením historiky minulé prognózy. Úrokový diferenciál by se mohl snižovat v reakci na neočekávané snížení úrokových sazeb v USA, došlo ke změně u kurzu, což tlačí prognózu směrem k citlivostní analýze. I když tato citlivostní analýza není plnohodnotnou prognózou, indikuje přesto zvýšení sazeb o 50 b.p. Směr sazeb tak zůstává zachován, kurz je nejistotou téměř vždy. Také má problém s konzistencí doporučení SMS. I když souhlasí s vrchním ředitelem Hamplem, že má SMS ve svém doporučení plnou svobodu, což je to zakotveno i v Organizačním řádu, by byl rád, aby byla SMS konzistentní. Pokud bude SMS pokaždé zvažovat jiné faktory, snižuje se vypovídací hodnota jejího doporučení. Je těžké najít v této problematice rovnováhu, ale doposud byla tato rovnováha ustálena existencí modelové prognózy, od které SMS odvíjí své doporučení. I když prognóza není čistě modelová a vstupuje do ní také expertní úsudek, SMS se vždy zastavila na hranici toho, co je zabudováno v prognóze a již nešla nad její rámec z hlediska taktiky a úvah o komunikaci. Tentokrát má pocit, že SMS vykročila dále, z čehož vyplývá otazník nad konzistencí doporučení. Nejistota u kurzu přitom směřuje oběma směry. V reakci na poznámku vrchního ředitele Holmana ke komunikaci primárních a sekundárních dopadů změn nepřímých daní uvádí, že vždy, když dochází k větší změně daní, tak na tiskové konferenci komunikuje ve smyslu výjimkování primárních dopadů změn nepřímých daní s tím, že měnová politika reaguje pouze na sekundární dopady.

Na mzdy má jiný názor než vrchní ředitel Holman. Stále se jedná o proinflační faktor, odchylka od prognózy ve výši 0,1-0,2 p.b. byla při růstu mezd kolem 8 % spíše minimální a historiku prognózy spíše potvrzuje. Postupně se otáčí dosavadní příznivý vývoj, kdy byl růst mezd pod růstem produktivity a kdy klesaly nominální jednotkové mzdové náklady. U změn nepřímých daní se jedná o poměrně významný proinflační šok, otazník existuje nad sekundárními efekty. Nemá ale pochybnost, že nějaké existují a že nebudou záporné. Souhlasí s tím, že jsou velmi dobře ukotvena inflační očekávání, nicméně u výrazných změn nepřímých daní dopady do očekávání existují. Byť může mít pochybnosti o trajektorii, o směru změn úrokových sazeb pochybnost nemá.

Viceguvernér Singer: K obecnému tématu svobody SMS uvádí, že problém nevidí ani tak v konzistenci doporučení, ale v efektivnosti vynaložených nákladů. Namlouvat si, že poté co bankovní rada uvolní SMS ruce ve všech taktických a komunikačních úvahách se pak SMS bude věnovat psaní toho co má, mu připadne jako naivní. Pokud se chce SMS volně epicky rozmáchnout, pak by to mělo být na základě konkrétních čísel. Z doporučení SMS získává pocit, že jeho rychlé surfování na internetu mu přináší lepší kvantifikaci kvazikrizí, než jaké je schopna celá stočlenná sekce.

Debatu o mzdách chápe tak, že se bankovní rada shoduje v tom, že jsou mzdy protiinflační vůči prognóze a proinflační ve svém vývoji. Akcelerující mzdové náklady potvrzují historiku, že se ekonomika dostává do určitých úzkých míst.

Varuje vrchního ředitele Tomšíka před interpretací vazby mezi úroky a spotřebou nižší střední třídy. Nižší střední třída, která tvoří masu spotřebitelů, má nadále více finančních aktiv než pasiv. Zvyšování úrokových sazeb tedy nemá tak jasný dopad do jejich spotřeby. Převodní mechanismus je jasný u vysokopříjmových domácností, které jsou relativně velmi zadlužené. Tyto domácnosti nás však příliš nezajímají, protože jejich spotřeba bude posílena nižšími daněmi.

Vrchní ředitel Řežábek: Těmto domácnostem se ale zdraží hypotéky, kromě vyšších úroků na tyto domácnosti budou působit i nižší odpočty ze slevy na dani.

Viceguvernér Singer: Souhlasí s tím, že je potřeba se podívat na efekty v dezagregaci.

Viceguvernér Niedermayer: Odečitatelná částka byla 12 000 Kč.

Viceguvernér Singer: Jeho žena si spočítala, že na dani ušetří 3 000 Kč. Nezdá se mu, že dnes bankovní rada fundamentálně debatuje o tom, zda úrokové sazby zvyšovat či nikoliv. Historiku o ekonomice, na základě které by úrokové sazby měly růst, v současnou chvíli vnímá jako nejpravděpodobnější. Nesouhlasí ale s tím, že je zpráva o chybě v inflaci bezvýznamná. Jak je uvedeno ve stanovisku poradce, stejně jako nyní jsme se u korigované inflace bez pohonných hmot nemýlili v předchozích šesti čtvrtletích, a to ani po očištění o tzv. sezónní vliv. Osobně je ve vysvětlení opatrný, nechce SMS obviňovat z toho, že by zde bankovní radu klamala, logicky má ale SMS tendenci k sebepotvrzujícím se vysvětlováním. Z hlediska dnešního rozhodnutí si musí bankovní rada připustit vliv na kurz. Fundamentální nejistota zde zůstává, ČNB nejspíše potáhne sazby směrem vzhůru. Není si ale jistý, jestli je vhodný čas teď. Proti tomu stojí otázka jak velká je pravděpodobnost toho, že by byla bankovní rada nucena své rozhodnutí v budoucnu anulovat. Tuto pravděpodobnost vidí jako nevelkou. Nemá ale pocit nutného spěchu, zvláště s ohledem na zmíněnou odchylku korigované inflace od předpokladu prognózy již v prvním měsíci.

Ředitel SMS Holub: K sekundárním dopadům uvádí, že v simulacích SMS pro účely GRIP se standardně předpokládá 20 % a tedy poměrně slabý sekundární dopad. Dopad do měnověpolitické inflace byl v řádu 0,2 p.b., bod „inflation“ v GRIP byl blízko nule, když sekundární dopady daní a vyšších regulovaných cen zhruba kompenzovaly odchylku -0,2 p.b. v červencových datech.

Viceguvernér Niedermayer: Odhad dopadu změn daní do cen ve výši zhruba 1,5 p.b. je zřejmě v pořádku. Pokud by tyto změny znamenaly pouze jednorázový posun cenové hladiny při zachování tempa růstu cen, o kterém hovořil vrchní ředitel Holman, pak by to mimo jiné znamenalo, že by tuto daňovou změnu ignorovaly i mzdy. Kromě toho výrobci ve svých maržích již akomodovali nezanedbatelné nákladové tlaky. Ceny elektrické energie rostly třetí rok po sobě tempem 15 %, zvyšovaly se ceny dopravy v souvislosti s posunem cen nafty, bylo zavedeno mýtné apod. Domnívá se tedy, že určité průsaký nastanou, a že by na ně měla měnová politika reagovat. Z hlediska strukturálních dopadů reformy by vysokopříjmové skupiny mohly se zmíněným fiskálním transferem naložit jinak, mohly by například zhoršit deficit obchodní bilance, což by mohlo změnit vývoj devizového kurzu. To, že je reforma makroekonomicky neutrální, je již patrné, ale strukturální dopady budou velkou otázkou. Na čem nejvíce záleží, je fáze ekonomického cyklu. Slovensko tak není relevantním příkladem, neboť provádělo reformy v době, když byla ekonomika v depresi. My budeme mít cenovou náказu v okamžiku, kdy je ekonomika podle všech našich analýz výrazně nad potenciálem.

Vrchní ředitel Řežábek: Kolik budou činit primární dopady daňové reformy?

Ředitel SMS Holub: U zvýšení DPH by plné promítnutí činilo 1,1 p.b., SMS očekává vliv ve výši 0,8 p.b. U vlivu spotřební daně u cigaret očekává SMS vliv ve výši 0,57 p.b., u ekologických daní 0,2 p.b. Celkem tedy od ledna 2008 dohromady dopad 1,5-1,6 p.b., již po vstřebání bezprostředních sekundárních dopadů.

Viceguvernér Niedermayer: Součet primárních dopadů by činil zhruba 1,9 p.b.

Vrchní ředitel Řežábek: V tomto případě příliš nechápe graf ze strany 7, který se jinak dělá „podle kopíráku“. Podle tohoto grafu se předpokládá, že se letos rapidně zvednou ceny, v lednu se ceny zvednou řádově o 0,2 p.b. Kde je zde vidět dopad daní ve výši 1,5 p.b.? Promítne se do cen již letos?

Ředitel SMS Holub: Zmíněný graf rekapituluje prognózu ze 7. SZ, ve kterém velká část zvýšení nepřímých daní nebyla zahrnuta. Jedná se pouze o rekapitulaci prognózy, nejedná se o novou prognózu se zahrnutím nových informací. Ta bude dostupná až v říjnu.

Guvernér Tůma: Inflace by tam tedy měla v lednu vyletět vzhůru.

Viceguvernér Niedermayer: Jedná se o meziroční inflaci, ta se nutně nemusí zvýšit o celých 1,6 p.b. Zub tam ale bude.

Vrchní ředitel Řežábek: Tento zub jde ale oproti červencové prognóze směrem dolů. Predikce směřuje vždy směrem vzhůru, realita však směřuje směrem dolů.

Viceguvernér Singer: Nákladovými tlaky na výrobce by tak vehementně neoperoval. PPI šlo dolů na 4,1 %, reforma dává výrobcům prostor pro vyšší zisky po zdanění. Především ale neexistuje žádný signál o špatné finanční situaci nefinančních podniků. Opět klade otázku, proč cítíme, že musí dojít k rychlé změně sazeb již nyní, v situaci s odchylkou v kurzu i v korigované inflaci? Především pokud SMS konečně připustila, že své historce již tak moc nevěří, takže bankovní radě bude příští měsíc navrhopvat zvýšení o 0,75 p.b. jen velice nepravděpodobně.

Ředitel SMS Holub: Zvýšení o 0,75 p.b. by asi SMS na dalším měnovém zasedání nenavrhl, dovede si však představit návrh na zvýšení o 0,25 p.b.

Viceguvernér Singer: To, že by SMS příště navrhla zvýšení o 0,25 p.b., si dokáže představit, dokázal si to představit již dnes.

Ředitel SMS Holub: Mohla by pak následovat i doporučení na zvýšení o 0,5 p.b. v říjnu, pokud se kurz navrátí k prognóze.

Guvernér Tůma: Zde se jedná právě o zmíněnou vyčkávací strategii. Tu si dokáže představit, nedokáže si však představit, že by pak SMS po měsíci doporučila zvýšení o 0,25 p.b. V tomto případě by se domníval, že se SMS zbláznila a že zcela zapomněla na to, co je vpřed hledící měnová politika. I když se osobně domnívá, že data spíše potvrzují prognózu, pro vyčkávací strategii mohou existovat některé argumenty. Pak by ale vyčkal na novou prognózu. Pokud se bavíme o trajektorii sazeb na rok a půl, pak by SMS jedno číslo nemělo vykolejit.

Viceguvernér Singer: S guvernérem Tůmou ne zcela souhlasí. Domnívá se, že máme dvě nová silná čísla, a to kurz a korigovanou inflaci, která nám vyšla dramaticky níže i po uvěření vysvětlení ohledně sezónnosti cen rekreací.

Guvernér Tůma: U korigované inflace se může jednat o jednorázový výkyv, který může být příští měsíc korigován. Domnívá se, že by měnová politika takto neměla vypadat.

Viceguvernér Niedermayer: Nikdy nevíme dopředu, co se stane s kurzem, proto děláme citlivostní analýzy, kterým bychom měli přikládat vyšší význam. Přitom citlivostní analýza ukazuje, že i při dalším posílení kurzu by pro třetí čtvrtletí mělo dojít ke zvýšení sazeb minimálně o 0,25 p.b. Druhým možným přístupem je kurzové cílení, kdy by se bankovní rada rozhodovala o nastavení měnové politiky na základě změn kurzu, takovýto přístup se mu ale nelíbí. Korigovaná inflace byla velkým překvapením, zároveň zde ale je vliv nového koše, zajímavá je historika o mediánu inflace. Inflace je na 2,3 %, včerejší průzkum mezi analytiky pro srpen ukázal odhad 2,4 %. Situace je tedy taková, že je inflace někde mezi 2 % až 2,5 %, naše sazby jsou na 3 %. V lednu dojde evidentně ke zvýšení cenové hladiny nejméně o 1 p.b., přitom ekonomika roste 6% tempem. Mzdy rostou ne o 8 %, ale o 7,8 %, což nepovažuje za revoluční informaci. Můžeme čekat na to, až inflace vzroste, v lednu můžeme čekat na sekundární efekty změn daní. Toto ale není vpřed hledící měnová politika. Domnívá se, že na velmi blízkém horizontu dojde s rozumnou jistotou k nárůstu inflace minimálně k cíli. Minule bankovní rada vedla taktickou diskuzi o tom, zda sazby nezvyšovat o celých 0,5 p.b., kterou podpořil. Zřejmě zde ale nikdo nezpochybnuje, že by se nám nyní lépe dýchalo se sazbami 3,25 %. Guvernér Tůma konzistentně tvrdí, že pokud existuje riziko, že je historika jiná než v situační zprávě, pak je zvyšování sazeb v září hodně divoké. Vrchní ředitel Hampl by se k tomuto zřejmě nemohl hlásit, protože se domnívá, že „prach zvržený není“. Domnívá se ale, že se v dohledné době ČNB dočká nárůstu inflace. ČNB se může nyní mýlit, je možné, že v prosinci bude inflace na 1 %, ale zdá se mu to jako velmi velmi nepravděpodobné.

Vrchní ředitel Hampl: Upozorňuje na zajímavý paradox, který se opakuje již podruhé. Ti, kteří souhlasí s návrhem SMS, používají zcela jiné argumenty než SMS, a ti, kteří s ním nesouhlasí, pak používají argumenty, které vycházejí z prognózy a které by se od SMS očekávaly. Za normálních okolností by situace takováto být neměla. I kdyby z poloviny platila trajektorie z poslední velké situační zprávy, tak by bylo bezpečnější dnes zvýšit o 0,25 p.b. Ohledně argumentů pro vyčkávání uvádí metaforu se zdoláváním hory. Vyčkávat na lepší počasí se dá v základním táboře, ale pokud věříme prognóze, pak v základním táboře v tuto chvíli nejsme a teprve k němu šplháme. Teprve až v něm budeme, pak bude čas na to bavit se o tom, zda je lepší čekat na změnu počasí. Souhlasí nicméně s viceguvernerem Singerem, že toto vše vychází z předpokladu, že v zásadě důvěřujeme prognóze. Pokud ne, pak chápe pozici viceguvernera Singera, pokud ano, pak se domnívá, že je logická pozice guvernera Tůmy. Za sebe argumentuje, že zde základní tábor není. To, že máme při rozhodování tendenci vyhýbat se překvapování trhů, je dnes irelevantní, neboť jak defenzivní, tak neutrální krok trhy nepřekvapí. K měnové politice bychom se měli snažit přistupovat symetricky, ke změně dlouhodobé úvahy by neměl vést fakt, že kurz krátkodobě znehodnocuje či zhodnocuje, ani to, že je poslední naměřená inflace oproti očekáváním vyšší či nižší. Nová informace má váhu, pouze pokud mění budoucí výhled. Pro něj nové informace výhled v tuto chvíli nemění.

Vrchní ředitel Tomšík: Mrzí ho, že se diskuze stočila k tomu, jak bychom rozhodovali příští měsíc. Domnívá se, že by bankovní rada měla rozhodovat o argumentech, které má v současné chvíli. Vrchní ředitel Hampl řekl, že nevidí relevantní argumenty pro přehodnocení výhledu, on sám dva relevantní argumenty zmínil. Vrací se především ke kurzu. Připomíná situaci při vytváření červencové prognózy, kdy byl kurz na úrovni 28,60 CZK/EUR, bankovní rada se bavila o tom, zda do prognózy dát kurz 28,50 nebo 28,30. Teď je kurz na úrovni 28,70, přičemž je na této

úrovni již dosti dlouho. Při post mortem jsme vždy kurzem překvapeni. Diskuze není o cílování kurzu, ale o tom, že je zde jasný signál, že se prognóza může mýlit.

Guvernér Tůma: Kurz je nyní měsíc silnější, před tím byl dva měsíce slabší.

Viceguvernér Niedermayer: Máme ale citlivostní scénář, měnovou politiku přeci nelze redukovat na hádání kurzu na dva měsíce dopředu.

Viceguvernér Singer: Vrchní ředitel Hampl dělá velkou chybu, že se nesnaží vrátit si do paměti pečlivě moment, ve kterém byla korigovaná inflace o 0,7 p.b. jinde, než byl předpoklad prognózy. Tento stav si nepamatuje ani pro očištěnou chybu 0,4 p.b. Jeho historická zkušenost obsahuje několik momentů, kdy se ukázalo, že se prognóza naplnila nikoliv z 50 %, ale na minus 100 %. Z toho hlediska by situaci nepřeceňoval, i když připouští, že jeho vztah k prognóze je chladný. Dostáváme se do diskuze, kterou již nepovažuje za plodnou. Vše je možné vysvětlit souhrou náhodných šoků, ale tato teorie neprochází Occamovou břitvou a navíc není příliš diskutovatelná.

Vrchní ředitel Řežábek: Rád by doplnil viceguvernéra Singera. Zatím se vždy nenaplnila rizika směrem vzhůru. Výsledek na horizontech měnové politiky byl vždy podstřelení inflace. Toto je důvod, proč přistupuje k rizikům směrem vzhůru střídměji.

Guvernér Tůma: Bankovní rada by neměla k prognóze přistupovat mechanicky, stejně tak by ale neměla mechanicky přistupovat k tomu, že prognóza nevychází. Je třeba se vždy dívat na to, co se děje v ekonomice.

Viceguvernér Niedermayer: Toto jsou „užitečné“ diskuze, které se opakují každý měsíc, kdy děláme z prognózy a z našeho aparátu fackovacího panáka. Pokud mají někteří členové bankovní rady pocit, že je situace tak hrozně špatná, ať tedy navrhnou, jak to dělat jinak. Bankovní rada není placena za to, aby si vylévala svou spokojenost či nespokojenost za náš staff, ale aby udělala dobré rozhodnutí. Nyní je tedy otázka, zda je k číslům adekvátní sazby zvýšit či nikoli.

Vrchní ředitel Řežábek: Potom by ale výsledkem rozhodnutí měla být inflace kolem cíle.

Viceguvernér Singer: Reaguje na viceguvernéra Niedermayera, jehož argumenty nepovažuje za objektivní. On sám několikrát navrhoval přejít do režimu, ve kterém se nebudeme snažit endogenizovat kurz, ve kterém budeme pracovat více s jinými, jednoduššími modely. Na tyto změny nebylo v bankovní radě nikdy potřebné kvórum. Podle jeho názoru teď SMS neudělala po sobě dvě doporučení dobře a zodpovědně, což je zřejmé i z toho, jak o nich bankovní rada diskutuje. Toto je věc, která na jednání bankovní rady zaznít musí.

Vrchní ředitel Hampl: Bankovní rada v minulosti několikrát otevírala diskuzi o důvodech podstřelování cíle. Za sebe říká, že má v tuto chvíli přiměřenou jistotu, že pokud by prognóza platila jen z poloviny, bylo by dnešní zvýšení v pořádku. Diskuze o tom, zda je v prognóze systémový problém, je něco zcela odlišného.

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 0,25 p.b.
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 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 3,25 % s účinností od 31. srpna 2007. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu zvýšit diskontní a lombardní sazbu na 2,25 %, respektive 4,25 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady, tři členové hlasovali pro ponechání úrokových sazeb beze změny.

Zapsal: M. Hlaváček, poradce bankovní rady