

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 25. října 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. Diskuse navazující na prezentaci 10. situační zprávy

Viceguvernér Niedermayer: Považuje 10. SZ za dobře zpracovanou a obsahující užitečné experimenty. Za přínos považuje kompaktně zpracovanou alternativní prognózu v modelu G3, která byla na měnovém jednání poprvé prezentována. Nicméně považuje za nutné připravit setkání sekce měnové a statistiky s bankovní radou za účelem vyladit zejména komunikaci výsledků modelu G3. Nepříliš potěšující je fakt, že značné rozdíly ve výsledcích obou modelů jsou dány tím, jak moc jsou agenti vpředhledící a jak moc jsou ukotvena inflační očekávání. Obě věci nejsou měřitelné a panuje nejistota ohledně jejich stability.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Pokud jde o externí komunikaci modelu G3, byla publikována výzkumná práce popisující model a připravuje se prezentace základních charakteristik současné verze modelu v rámci setkání s analytiky. Další fáze budou následovat i vůči bankovní radě.

Viceguvernér Niedermayer: Není růst exportní výkonnosti prostřednictvím efektů FDI (str. 4) příliš optimistický? Zdá se mu, že optimismus není zcela v souladu s přílohou o platební bilanci, v níž je naznačováno zpomalení přílivu FDI, jimž budou navíc dominovat reinvestované zisky. Rovněž aktuální vyjádření Czechinvestu nevyznívají příliš optimisticky. Vytváření nových kapacit také příliš nepodporuje situace na trhu práce. Kromě klastru kolem Nošovic nelze žádné větší investice očekávat.

Odpověď SMS: Sekce nadále předpokládá poměrně značný příliv FDI, i když značná část z nich skutečně bude probíhat formou reinvestovaných zisků. To odpovídá fázi přílivu FDI. Poměrně velké investice do exportních kapacit probíhají např. ve Vrchlabí či v Nošovicích. Navíc se rozšiřují kapacity ve dříve realizovaných projektech. Proto považuje navázání FDI na exporty za adekvátní.

Viceguvernér Niedermayer: Považuje SMS za optimální způsob, jakým je v růstu regulovaných cen reflektován růst regulovaného nájemného? Z přílohy se zdá, že růst by mohl být vyšší a i anekdotická evidence naznačuje, že zejména ve velkých městech by mohly nastat velké nárůsty.

Odpověď SMS: Sekce předpokládá v příštím roce růst regulovaných nájmů o 20 %, z toho 10 % v lednu a 10 % ve třech dalších kvartálech, neboť existuje povinnost zvyšovat nejdříve 12 měsíců po předchozím zvýšení. Vyhláška Ministerstva pro místní rozvoj uvádí tisíce položek pro různé kategorie obcí a měst a domů či bytů. Z toho experti ministerstva spočítali průměrný růst na úrovni 23 %, ze zkušeností se ale sekce domnívá, že maxima nebude dosaženo. Nicméně 20 % je průměr, v některých lokalitách může činit nárůst až 50 %, což je v souladu se zprávami v médiích. Do inflace to pak dopadá v rozsahu asi 0,35 p.b.

Viceguvernér Niedermayer: Klade si otázku, zda vzhledem k tomu, že regulované nájemné je v současnosti odvozováno od tržních cen, má smysl tuto kategorii nadále zařazovat do regulovaných cen.

Odpoověď SMS: Prostřednictvím změn regulovaného nájemného se růst tržních cen nemovitostí skutečně nepřímou dostává do růstu indexu spotřebitelských cen, i když se značným zpožděním a s rozložením do tří let. Vazba je tedy nepřímá.

Viceguvernér Niedermayer: Z odečtu změn v prognóze na str. 8 vyplývá, že do nové prognózy byl výrazně promítnut nižší než minulou prognózou předpokládaný růst korigované inflace bez pohonných hmot. Ve špičce o 1,7 p.b. Zdá se, že nevíme proč, ale ve srovnání s minulou prognózou bude korigovaná inflace bez pohonných hmot nízká. Předpoklad v nové prognóze vnímá jako hodně optimistický a táže se, zda z něj nevyplývají rizika směrem vzhůru.

Vrchní ředitel Hampl: Podobně jako viceguvernér Niedermayer by se rád zastavil u korigované inflace bez pohonných hmot, resp. u toho, jak vidíme její mezikvartální vývoj. Pokud platí řádek efekty historických dat a NTF v této SZ a jeho srovnání s tím, jak vypadal v 7. SZ, tak je zřejmé, že máme problém s odhadem inflačního jádra. Nejenže největší dopad má zahrnutí historických dat a NTF, které do výpočtu vstupuje pouze na jeden kvartál, ale tento dopad je velmi persistentní. V prvním kvartálu 2009 má dopad 0,6 % do korigované inflace bez pohonných hmot, je to stále nejsilnější faktor. V minulé prognóze zaznamenal podobně silné vlivy, ale s opačným znaménkem. Vypadá to, že necílujeme budoucí inflaci, ale její minulou hodnotu a odchylky minulé inflace od toho, co jsme očekávali. To by nebylo zrovna optimální.

Odpoověď SMS: K prognóze korigované inflace bez pohonných hmot lze uvést, že v září tento ukazatele skončil zhruba o 0,5 p.b. pod prognózou navzdory tomu, že u zájezdů došlo k očekávané kompenzaci. Z toho 0,2 p.b. připadá na pokles cen v oblasti komunikací, ale je tam další rozdíl v rozsahu 0,3 p.b., který SMS neumí vysvětlit. Telekomunikace jsou novou složkou korigované inflace bez pohonných hmot, pokles cen je pravděpodobně i odrazem tlaků na pokles cen roamingu a částečně pomáhá vysvětlit i zpomalující se růst ostatních nontradeables.

Odchylka skutečnosti oproti předcházející prognóze se promítá do prognózy nové, je tam propagace přes inflační očekávání a výchozí hodnota proto ovlivňuje prognózu v delším horizontu. Snížení korigované inflace bez pohonných hmot v nové prognóze je však dáno nejen její nižší počáteční úrovní, ale také silnější korunou v referenčním scénáři. Minulá prognóza odrážela opačnou kombinaci stejných faktorů. Korigovaná inflace byla vyšší a kurz oslabil. Dopady v obou prognózách byly velmi výrazné, pouze s opačným znaménkem. Nová prognóza ovšem počítá s korekcí u zájezdů a prognóza korigované inflace bez pohonných hmot není příliš rozhozená a je stále dosti rostoucí. Pouze zohledňuje nevysvětlený rozdíl ve výši 0,3 p.b. SMS nadále eviduje problém s měřením korigované inflace bez pohonných hmot, zaznamenala i dotaz zahraničního analytika na ČSÚ, jemuž se zdálo, že nesedí jednotlivé analytické subagregáty inflace. Odpoověď ČSÚ byla taková, že v letošním roce jednotlivé subagregáty nejsou aditivní a funguje tam něco jako řetězení u HDP, kde se mění váhy jednotlivých komponent. Jedním z vysvětlení problému SMS je to, že počítá tento ukazatel aditivním způsobem, což může vést ke zkreslení.

Viceguvernér Niedermayer: Zaujalo jej rozložení vývoje cen v jednotlivých okruzích na str. 25. Vyplývá z něj, že zrovna ty ceny, které by měly v současnosti růst, naopak klesají. Proč klesají

ceny zrovna položek v kategorii neobchodovatelné služby neregulované? Má podezření, že s měřením inflace nemusí být vše v pořádku.

Viceguvernér Singer: K otázce viceguvernéra Niedermayera uvádí, že přesnější formulací otázky by byla ve smyslu změny růstu.

Odpoověď SMS: Jedním z faktorů, který by částečně mohl vysvětlit zpomalující se cenový růst v kategorii ostatní nontradeables je pokles cen v odvětví komunikace např. vlivem roamingu.

Viceguvernér Niedermayer: V příloze č. 1 se uvádí, že výdaje na státní sociální podporu vzrostly o 41 %. Jsou v této kategorii všechny složky rozpočtů, které lze definovat jako sociální výdaje (růst rodinných přídávků, pokles příspěvku v nezaměstnanosti)? Takto drastický vliv by byl pro něj překvapením.

Odpoověď SMS: V kategorii výdaje na státní sociální podporu jsou relativně méně významné položky (pohřebné, porodné, rodičovské přídávky). Nepatří tam penze nebo příspěvky v nezaměstnanosti. Je to nicméně část, které se dotklo předvolební zvyšování výdajů a proto je procentní změna tak výrazná.

Viceguvernér Singer: Situační zpráva obsahuje sofistikovanou historku s výrazným fiskálním vlivem. V souladu s touto historkou ovšem není příliš to, co pozorujeme u kurzového kanálu. Táže se na dopad změn ve veřejných rozpočtech do fiskálního impulzu, který má vlnovitý charakter. Vychází aktuální prognóza a vývoj fiskálního impulzu v ní z předpokladu, že tato vláda již kromě již schválených reforem v dalších letech žádné další reformní kroky neprosadí?

Odpoověď SMS: Vlnovitý dopad změn fiskálního impulzu je dán předpokladem, že bez schválení dalších reformních kroků dojde po roce 2008 k opětovnému zhoršení schodků veřejných rozpočtů.

Viceguvernér Singer: Dosavadní data naznačují relativně příznivý vývoj veřejných rozpočtů v tomto roce ve srovnání s očekáváními. Je to spíše sezónní záležitost nebo už je předpokládán lepší výsledek a ten byl již promítnut do fiskálního impulzu?

Odpoověď SMS: Aktuální čerpání rozpočtu do určité míry odráží sezónnost. Optimistického výsledku bylo dosaženo převody z rezervních fondů ve výši téměř 50 mld. Kč. Zároveň platí to, že makroekonomická prognóza vzniká v metodice ESA95, která s rezervními fondy nepracuje.

Viceguvernér Singer: Rozumí správně tomu, že posilování koruny je při současně klesajícím úrokovém diferenciálu v modelu brzděno inflací vyvolanou z více než poloviny růstem regulovaných cen a daňových sazeb? Je to skutečně ten kanál?

Vrchní ředitel Hampl: Připojuje se k dotazu ohledně malé očekávané nominální apreciaci v příštím roce a průběhu reálné apreciaci prostřednictvím inflačního diferenciálu.

Odpoověď SMS: Pokud jde o modelové posilování koruny v roce 2008, část agentů vytváří svá kurzová očekávání na základě části rovnovážné reálné apreciaci, která nejde přes inflační kanál. To pak při růstu inflace vlivem daní a regulovaných cen částečně tlumí nominální zhodnocování. Je to ale částečně očišťováno tím, že daně nevstupují do definice reálného kurzu a sekundární dopady jsou utlumeny na 20 %. Nicméně ten šok je natolik velký, že určitý vliv má.

Viceguvernér Singer: Proč SMS očekává růst mezd v roce 2008 o pouhých 8,7 %, když jsou očekávání hodně zpěthledící a je napjatý trh práce? Vzhledem k charakteru historiky by sám odhadoval vyšší růst.

Odpoověď SMS: Meziroční zvýšení mezd v roce 2008 o 8,7 % je ve srovnání s minulostí dosti vysoké číslo. Ještě před půlrokem by se to jevílo jako neadekvátně vysoké číslo. Tato úroveň zároveň odráží strnulost modelu a konzervativní předpoklad ohledně rovnovážného tempa růstu mezd. Určitá rizika zde existují.

Viceguvernér Singer: Na str. 29 se hovoří o snížené propagaci sekundárních dopadů růstu daní ve srovnání se standardním předpokladem na 20 %. Co to ale standardní výše a z čeho je odvozena? Není ve skutečnosti snižená propagace vzhledem k jejímu dlouhodobému používání tím skutečným standardem?

Odpoověď SMS: Pro SMS je skutečně standardním předpokladem propagace snižená na 20 % mechanicky odvozeného dopadu nedaňových cenových šoků. Je to kandidát na změnu terminologie.

Viceguvernér Singer: Na str. 23 se hovoří o mírném poklesu produktivity práce v průmyslu. Je to odvozeno od 37% poklesu produktivity a přidané hodnoty v subodvětví výroba elektřiny a rozvodu plynu a vody. Podíl tohoto odvětví na přidané hodnotě je 3 %. Je tento údaj možno považovat za šum nebo má reálný základ?

Odpoověď SMS: Na propad produktivity a přidané hodnoty v odvětví výroby a rozvodu elektřiny, plynu a vody se SMS dotázala ČSÚ. Ten odkazuje na mírnou zimu, což ale stěží vysvětluje meziroční změnu ve 2. čtvrtletí. Loni tam mohly být v této době vysoké exporty elektřiny a to mohlo vytvořit vysokou srovnávací základnu. Další z možností je problém s deflátory, které v prvním a druhém čtvrtletí vzrostly až o 40 %, ačkoli výrobní ceny v tomto odvětví rostly výrazně umírněněji.

Viceguvernér Singer: Do jaké míry je prognóza platební bilance v souladu s trajektorií měnového kurzu v prognóze?

Odpoověď SMS: Prognóza platební bilance je konsistentní s výraznějším posilováním v roce 2008 než v roce 2009. Nicméně analýzy historického vztahu mezi platební bilancí a měnovým kurzem naznačují existenci zpoždění. Zároveň má SMS značnou nejistotu ohledně jednotlivých položek a za indikátor tlaku na změnu kurzu jedním směrem považuje např. přebytek určitého účtu ve výši desítek miliard korun.

Viceguvernér Niedermayer: Poznamenává, že z platební bilance je obtížné prognózovat vývoj měnového kurzu bez znalosti pohybu mimobilančních položek, z nichž některé mohou mít na kurz krátkodobě dominantní vliv.

Viceguvernér Singer: Souhlasila by SMS dnes s úvahou, že alternativní prognóza v modelu G3 díky jeho podrobnější struktuře lépe vystihuje současný vývoj české ekonomiky?

Odpoověď SMS: Model G3 jednoznačně disponuje podrobnější strukturou. Nicméně jeho slabinou je zapracování daňových změn a cenových deregulací. Prozatím je nutno na modelu G3 nadále pracovat a teprve po vyřešení některých aspektů je s ním možno uvažovat jako s nejlepší možným modelem české ekonomiky. Prozatím je sekce na půli cesty.

Viceguvernér Singer: Pokud jde o kurzovou simulaci s cílem udržet ve 4. čtvrtletí 2007 dosavadní výši sazeb, že kurz je zaveden ve 4. čtvrtletí 2007 na hodnotu 26,60 CZK/EUR, ale pak již jsou uplatněny v dalších čtvrtletích v simulaci ty postupy, které vedou k tomu, že dlouhodobě jsme překvapováni na apreciační straně. Proč nejsou experimenty jako např. pohyb měnového kurzu $\pm 3\%$ kolem baselinu prováděny i v modelu G3?

Odpověď SMS: V prognóze jsou u kurzu použity stejné mechanismy jako v minulosti. Odkazuje na to také poradce ve svém stanovisku. Nicméně po provedení změn v rovnovážných trajektoriích na počátku roku 2006 by problém měl být mnohem nižší než v minulosti. Vyhodnocení plnění cíle ve 3. kvartálu 2007 např. uvádí, že při zahrnutí exogenních faktorů a změn v modelu by byl kurz zpětně replikován. Měnověpolitické experimenty je možno v modelu G3 provádět. Určité experimenty typu agresivnější reakční funkce lze provádět jednoduše, nicméně G3 již obsahuje agresivnější reakční funkci v relaci s QPM. Při tvorbě příští prognózy je možno simulovat dopad kolísání kurzu koruny v pásmu $\pm 3\%$.

Vrchní ředitel Holman: Vzhledem k tomu, že výchozí kurz baselinu ve 4. čtvrtletí 2007 je nastaven na 27,60 CZK/EUR, předpokládá zřejmě SMS, že oproti současným úrovním kolem 27,15 bude koruna oslabovat. Domnívá se SMS, že koruna nyní přestřelila a ve zbytku kvartálu bude oslabovat? Čím je takový názor podložen?

Odpověď SMS: Aktuální kurz představuje určité riziko. Stávající krátkodobá prognóza vznikla v době, kdy byl kurz na úrovni 27,50 CZK/EUR. Je nutno připomenout, že letos jsou výkyvy kurzu mimořádné a je obtížné odhadnout, co se v daném čtvrtletí stane. Problém je tedy spíše ve velké volatilitě kurzu v letošním roce.

Vrchní ředitel Holman: Současné vysoké ceny ropy jsou sekci označovány za nepodložené fundamenty. Proč je tedy dle SMS v současné době ropa tak drahá?

Odpověď SMS: Za fundamentální faktor vývoje cen ropy považuje SMS světový hospodářský růst. U toho se v letošním roce očekává zpomalení, což by se mělo promítnout i do cen ropy. Pokud namísto toho cena ropy roste, tak je to částečně oslabováním dolaru, v nichž producenti ropy fakturují a částečně za tím musí být i politické faktory. Zdá se, že kurz dolaru se k silnějším úrovním hned tak nevrátí a dolarová cena ropy zůstane poměrně vysoká.

Vrchní ředitel Hampl: Pokud by dolar naopak oproti euru zhodnotil, promítlo by se to symetricky v poklesu cen ropy?

Odpověď SMS: V podstatě ano, uvažování subjektů typu OPEC je ale složitější. Za prvé se dívají, co to udělá s americkou ekonomikou, která je velkým konzumentem ropy. Cena nemůže růst extrémně vysoko, neboť američtí spotřebitelé to musí zaplatit v dolarech. Na druhou stranu nechtějí jít s dolarovou cenou ropy tak nízko, aby byla příliš levná pro evropské zákazníky. Snaží se tak manévrovat mezi evropským a americkým trhem. Nicméně kromě ekonomických faktorů jsou zde šoky, které producenti neovlivní a ty pak umožňují posunovat hranici jedním či druhým směrem.

Vrchní ředitel Holman: Pozastavuje se nad poklesem tempa růstu spotřeby domácností ze současných 6 % na 3,6 % v 2008 a 4,3 % v roce 2009. Pokles se mu jeví jako příliš dramatický. Je

to odvozeno pouze z reformy veřejných financí? Je to založeno na hypotéze vyššího sklonu k úsporám u vysokopříjmových kategorií nebo je za tím i jiná úvaha?

Odpoď SMS: Sekce odhaduje, že příspěvek fiskální reformy bude v roce 2008 zhruba -0,7 p.b. do spotřeby domácností. Jsou tam prvky působící na spotřebu oběma směry. Kromě poklesu přímých daní a zvýšení nepřímých daní je tam i uvedený redistribuční efekt. Navíc je tam efekt dodatečných výdajů, který by se měl u nízkopříjmových skupin projevit poklesem míry úspor. Jinými slovy, redistribuční efekt je započítán, ale dělá z toho jen menší část. Zpomalení se může jevit dramatické i proto, že v letošním roce fiskální impulz tlačí spotřebu nahoru. Určitý dopad budou mít i změny mzdové dynamiky a zaměstnanosti.

Vrchní ředitel Holman: Na str. 4 se uvádí, že jednorázové faktory mají omezený průsak do inflačních očekávání, následně je však uváděno, že růst inflace v prognóze je značně spojen s růstem inflačních očekávání. Nepodceňuje nová prognóza fakt, že došlo ke snížení inflačního cíle na 2 % od roku 2010, což by mělo vést k poklesu inflačních očekávání? Ze slovenských zkušeností je navíc zřejmé, že inflační obavy spojené s dopady reform se nenaplnily. Z čeho tedy SMS usuzuje na výrazný nárůst inflačních očekávání? Zaznamenal také, že podle 10. SZ inflační očekávání ČNB v horizontu jednoho roku jsou nejvyšší ze všech subjektů. Má ČNB lepší informace než ostatní subjekty? Neměla by ČNB jako měnová autorita zodpovědná za dosahování cíle vykazovat naopak nejnižší inflační očekávání?

Odpoď SMS: Dopad změn daní, cen potravin a regulovaných cen je kvantitativně natolik velký, že i při poměrně nízkých koeficientech propagace očekávaná inflace naroste dosti významně. Rozdíl mezi ČNB a analytiky spočívá primárně v tom, že analytici očekávají silnější korunu a zároveň oproti ČNB očekávají větší zpomalení růstu HDP.

Vrchní ředitel Holman: Na str. 4 se uvádí, že v roce 2009 bude působení reálné ekonomiky protiinflační. Na druhé straně je ale předpokládáno, že v roce 2009 se zvýší deficit a mezera výstupu se rozšíří. Není v tom rozpor?

Odpoď SMS: Protiinflačně bude reálná ekonomika působit jen v roce 2008 zejména vlivem dopadů fiskální reformy. V roce 2009 však bude působení reálné ekonomiky již proinflační a fiskální impulz bude jedním z faktorů.

Vrchní ředitel Holman: Proti růstu průměrných úrokových sazeb z hypotečních úvěrů vlivem zrušení daňového zvýhodnění hypotečních zástavních listů bude podle 10. SZ působit konkurence mezi bankami. Předpokládá SMS, že banky mají stále v maržích dostatečnou rezervu a že konkurence jim neumožní marže udržet? Nebo se očekává nárůst konkurence z jiných důvodů?

Odpoď SMS: Prognostický tým zvažoval sílu dopadu eliminace daňového zvýhodnění HZL a nakonec se rozhodl akceptovat dopad do sazeb ve výši 0,1 p.b. Nicméně i kdyby byl dopad do úrokových sazeb mnohem silnější, např. 0,5 p.b., jak uvádějí např. banky, tak by dopad do prognózy byl stále velmi malý.

Vrchní ředitel Řežábek: Pokoušela se SMS spočítat vývoj inflace pomocí odhadu růstu vývoje cen v jednotlivých skupinách spotřebního koše? Je tento výpočet v souladu s prognózou inflace a měnověpolitické inflace v modelu?

Odpoď SMS: SMS provedla odhad vývoje inflace pomocí inflace jednotlivých součástí spotřebního koše. Dívá se na inflaci desagregovaně. Tento výpočet vidí do konce tohoto roku zvýšení inflace až na 4 %, na čemž se podílí značně i vliv základny. V loňském roce došlo

k poklesu regulovaných cen, cen potravin a pohonných hmot. Nyní se to prakticky otočí. Nárůst na počátku roku 2008 pak odráží daňové dopady.

Vrchní ředitel Řežábek: Prognóza je založena na počátečním předpokladu mírně uvolněné kurzové složky. Platí to stále nebo jen pro 3. čtvrtletí 2007?

Vrchní ředitel Tomšík: Ze srovnání trajektorií skutečného a rovnovážného reálného měnového kurzu vyplývá, že převládají uvolněné kurzové podmínky. Je tento předpoklad při existujícím kurzovém vývoji realistický?

Odpoověď SMS: Kurzové podmínky hodnotí SMS stejně jako v 7. SZ jako uvolněné, i když míra uvolněnosti je výrazně nižší. To odpovídá intuitivně tomu, že u kurzu došlo k určitému obratu. Aktuální míra reálného podhodnocení koruny činí při kurzu z referenčního scénáře zhruba 1,5 p.b. Pokud zohledníme skutečný kurz v současnosti, bude koruna víceméně na rovnovážné úrovni.

Vrchní ředitel Řežábek: Poradce ve stanovisku navrhl změnit větu ohledně implicitní trajektorie, navrhuje vypustit část věty „do konce roku 2008“ a ponechat postupný růst a jejich stabilizaci v průběhu roku 2008. Vzhledem k tomu, že prognóza z 10. SZ je ústupem proti předchozí prognóze, doporučil by rovněž mírnější komentář.

Odpoověď SMS: SMS se snažila co nejvíce transparentně popsat vývoj trajektorie. Diskrece ČNB v této oblasti je nyní k dispozici naposledy, příště již budeme trajektorii sazeb publikovat. Předpokládá, že komunikace trajektorie sazeb bude předmětem uzavřeného jednání.

Vrchní ředitel Řežábek: Prognóza vychází z pásma snižujícího se cíle ze 3 % na 2 %. Deklarovali jsme i veřejně změnu cíle jako snižování pásma a má tento přístup vliv na měnověpolitické doporučení?

Odpoověď SMS: Při komunikaci inflačního cíle vůči veřejnosti pracuje v měnověpolitických dokumentech SMS s 3% cílem až do konce roku 2009. Na základě shody bankovní rady se však pracuje v interních dokumentech s postupně klesajícím cílem, což má samozřejmě i dopad do měnověpolitického doporučení. Při diskusi o trajektorii úrokových sazeb je třeba mít na paměti, že v modelu je klesající cíl.

Vrchní ředitel Hampl: V 10. SZ se na str. 28 uvádí, že MF plánuje prodat v zahraničí dluhopisy nenominované v EUR za 60 mld. Kč. V jaké míře je to pravděpodobné?

Odpoověď SMS: Sekce nepředpokládá vzhledem ke zkušenostem, že by vláda v roce 2008 emitovala v zahraničí bondy za 60 mld. Kč, jak je uvedeno v návrhu státního rozpočtu.

Vrchní ředitel Hampl: Za jeden z inflačních faktorů je v 10. SZ považováno zvýšení růstu nominálních jednotkových mzdových nákladů o 2,8 %. Není to vzhledem k 3% cíli spíše faktor, který eliminuje spíše tlak na podstřelování?

Odpoověď SMS: Ano, růst nominálních jednotkových mzdových nákladů ve výši 2,8 % je skutečně v souladu s cílem. Lze konstatovat, že jednotkové mzdové náklady přestávají působit protiinflačně.

Vrchní ředitel Hampl: Proč se díváme na vývoj regulovaných cen jako na administrativní faktor, když je většina z nich tažena ekonomickou logikou? Ceny energií i nájemné dnes odrážejí

ekonomické faktory a jsou určovány jinak než např. poplatek ze psa. Rozumí tomu, že jde o interní dělení, neměly by však být některé položky již odmazány z této kategorie a převedeny do běžných složek inflace?

Odpověď SMS: Sekce musí pracovat s různými skupinami regulovaných cen, přičemž u některých skupin je možno aplikovat ekonomický přístup odvozený z tržní situace, zatímco u jiných jde stále o administrativní přístup. U některých cenových okruhů se např. stále vychází z výhledu regulátorů. Vzhledem k tomu, že k regulovaným cenám přistupuje téměř totožně i ČSÚ, považuje SMS za účelné stávající přístupy zachovat, i když souhlasí s tím, že mnohdy nejde o přímo regulované ceny.

Vrchní ředitel Hampl: Na str. 42 je v grafu srovnávána prognóza inflace se skutečným klesajícím cílem, zatímco v textu je srovnávána prognóza s oficiálním bodovým cílem. Působí to matoucím dojmem, vhodnější by bylo uplatňovat logiku klesajícího cíle, na němž se bankovní rada shodla.

Odpověď SMS: Sekce se bude v maximální míře snažit, aby grafické a textové pasáže byly konsistentní.

Vrchní ředitel Hampl: V měnověpolitickém doporučení se hovoří o okamžitých sekundárních dopadech změn sazeb DPH. Toto názvosloví může být matoucí. Rozumí tomu správně tak, že tím SMS rozumí, že primární dopady nebudou plně promítnuty? Domnívá se, že sekundárními dopady je průsak do jiných cenových okruhů. Jde o zaběhnutý termín?

Odpověď SMS: Termín okamžité sekundární dopady SMS dlouhodobě a konsistentně používá. Jiný termín se obtížně hledá. Občas se hovoří o bezprostředních sekundárních efektech. Terminologie je zažitá a SMS nepovažuje za vhodné ji měnit.

Vrchní ředitel Hampl: K měnověpolitickému doporučení má námět, aby kromě vývoje výnosové křivky korunových sazeb byla uváděna i výnosová křivka eurová.

Odpověď SMS: Sekce tyto návrhy vítá a je připravena eurové výnosové křivky v měnověpolitickém doporučení uvádět.

Vrchní ředitel Tomšík: Poznává, že vývoj mezery výstupu je dominován fiskálním impulzem a klade si otázku, zda je možné, aby poměrně malý fiskální impulz měl tak silný vliv na mezeru výstupu. Konkrétně fiskální impulz ve výši 0,5 % změní mezeru výstupu o 1,5 p.b. Model je tudíž podle něj příliš citlivý na fiskální impulz. 10. SZ předpokládá růst HDP v roce 2009 o 5,5 % při poklesu zaměstnanosti o 0,2 %. To implikuje rychlý růst národohospodářské produktivity kolem 6 %. Tak rychlý růst produktivity jsme doposud příliš neviděli a je otázkou, jak by dopadl do inflace. V modelu G3 je dokonce předpokládán růst produktivity až o 8 %. Odpovídá to realitě?

Odpověď SMS: Při odhadu růstu zaměstnanosti v roce 2009 a růstu národohospodářské produktivity SMS vychází z předpokladu existence zpoždění mezi vývojem zaměstnanosti a mezery výstupu. Takže stagnace zaměstnanosti v roce 2009 odráží zpomalení růstu v roce 2008. V souladu s tím národohospodářská produktivita zrychlí zhruba ze 4,5 na 6 %, je to ale hodně cyklický fenomén. Pokud jde o model G3, tempo růstu implikované agregátní technologie není zcela srovnatelné s pozorovanými tempy národohospodářské produktivity práce. Technologickým procesům (podobně jako TFP) někdy z komunikačních důvodů říkáme technologické produktivity. Pokud bychom tuto technologii chtěli přiblížit k národohospodářské produktivitě práce, byla by

tempa růstu více volatilní, přibližně však s podobným časováním vrcholu a dna. Tato technologie je identifikována jako důležité křížové omezení růstu všech reálných agregátů národních účtů, tj. jde o v podstatě o společnou složku těchto veličin (spotřeba, investice, atd.).

Vrchní ředitel Tomšík: Vycházíme z toho, že růst cen potravin je nižší, než naznačuje krátkodobá prognóza. Korigovaná inflace bez pohonných hmot je níže, než jsme předpokládali a tak nás vlastně růst cen potravin přibližuje k cíli. Nemůže být aktuální růst cen potravin dán tím, že výrobci i prodejci se snaží zvýšit si marže již před zvýšením sazby DPH a pak už budou ceny spíše držet? Pak by efekt na ziskové marže mohl být menší než prezentovaná jedna třetina.

Odpověď SMS: Tabulka změn v prognóze na str. 6 uvádí, že v krátkodobé prognóze je výhled potravin nižší, než by odpovídalo čistě modelové prognóze. Je to dáno tím, že model vidí historicky vysoký mezikvartální nárůst cen potravin, mohl by se tohoto trendu chytit a ve 4. kvartálu předikovat ještě silnější nárůst cen potravin. Zahrnutí krátkodobé prognózy nárůst částečně tlumí.

Vrchní ředitel Tomšík: Z odečtu změn v prognóze na str. 8 vyplývá, že efekty růstu daní výrazně průběžně navyšují PRIBOR. Je tento efekt skutečně tak silný, když primární dopady změn daní jsou předmětem výjimky?

Odpověď SMS: Primární dopady jsou předmětem výjimky. Nicméně sekundární dopady jsou nezanedbatelné z toho důvodu, že primární šok je velmi silný.

Vrchní ředitel Tomšík: Zastavuje se u toho, co vrchní ředitel Hampl označuje za fikci evropských peněz, konkrétně u přílohy č. 5, která se věnuje platební bilanci. Uvádí se zde, že návrh státního rozpočtu na rok 2008 předpokládá čisté čerpání zdrojů ze zahraničí ve výši 120 mld. Kč. Naše prognóza předpokládá pouhých 40 mld. Kč, je tam tedy rozdíl 80 mld. Kč. Není to příliš velký rozdíl?

Odpověď SMS: Vzhledem k tomu, že v platební bilanci jde o čisté pohyby prostředků, nejde o rozpor 120 vs. 40 mld. Kč, ale pouze o 60 vs. 40 mld. Kč. SMS považuje 60 mld. Kč za přehnaný údaj a věří pouze ve 40 mld. Kč. Její skepse tedy je menší.

Vrchní ředitel Tomšík: Byla prezentována alternativní prognóza v modelu G3. Když se podívá na tabulku na str. 12 poslední přílohy, je tam prognóza HDP na příští rok ve výši 3,7 % (v QPM zhruba 5 %), v roce 2009 o 4,3 % (QMP 5,5-5,6 %). To jsou příliš velké rozdíly. V modelu G3 je pak dlouhodobý průměr kurzu 27,40 CZK/EUR, což se mu nezdá být příliš realistické.

Odpověď SMS: Toto tempo růstu je výrazně ovlivněno fixováním nízkých až záporných temp růstu vládních výdajů, pokud uvážíme nezanedbatelný podíl vládních výdajů na HDP. Zároveň dochází, při nemalém růstu spotřeby a pozvolném zpomalení růstu reálných investic, k pouze pozvolnému zpomalení růstu reálného objemu importu. Díky apreciaci měnového kurzu však dochází k relativně výraznějšímu zpomalení reálného objemu vývozu, které je dále podpořeno předpokladem o stabilizaci vnímání kvality našich statků v zahraničí. Je to částečně důsledek skutečnosti, že v reálném vyjádření exporty reagují na vývoj reálného kurzu více a rychleji než importy. Toto jsou hlavní dvě složky přispívající v G3 k poklesu HDP a po narovnání těchto prvků dochází opět ke zvýšení temp směrem k 5% hranici. Z hlediska srovnání modelu s daty se SMS domnívá, že importy mohou reagovat poněkud méně rychle, což ukazují frekvenční charakteristiky modelu pro tuto proměnnou.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Po diskusi o nastavení úrokových sazeb navrhuje vrátit se k debatě o struktuře měnověpolitického doporučení (MPD), v němž je od počátku roku odstavec „Další měnověpolitické úvahy“. Je třeba si ujasnit, zda v bankovní radě panuje shoda na této struktuře, neboť v předcházejících měsících zaznamenal různé názory.

Viceguvernér Niedermayer: Diskuse se SMS se podle něj zabývala řadou marginálních témat, nicméně nedošlo k otevření debaty o celkové měnověpolitické historce. Z toho vyvozuje, že právě diskuse o historce by měla být předmětem uzavřeného jednání. Domnívá se, že bankovní rada nemá zásadní pochybnosti o tom, co se v současnosti v české ekonomice děje. Nadále zůstává v platnosti celková historka vývoje české ekonomiky. Rychlý hospodářský růst se udrží někde nad pěti procenty bez očekávání zásadního obratu. Lze očekávat, že spotřebitelská poptávka poroste stejně nebo dokonce překročí růst HDP. I když diskuse nebyla tentokrát věnována trhu práce, předpokládá, že panuje shoda na tom, že pracovní trh je hodně napjatý a že míra nezaměstnanosti klesla pod NAIRU. Domnívá se, že tento pohled je důležitý i v kontextu diskuse ohledně zmiňovaných zkušeností Slovenska se zaváděním vyšší DPH. Ty nejsou podle něj relevantní, neboť slovenská ekonomika byla v době reformu ve fázi neočekávaného hospodářského cyklu, zatímco česká ekonomika nyní zažívá boom. Nesouhlasí se stanoviskem poradce, který zdůrazňuje předchozí zkušenosti s proinflačními tlaky. Tento přístup podle něj ignoruje skutečnost, že současnou historku jsme doposud neměli. Určité paralely mohou spočívat v tom, že ekonomika bude čelit nějakému vnějšímu či vnitřnímu šoku. Ovšem to, jak se tento šok promítne do cenového vývoje, je dáno tím, v jakém rámci se v současnosti pohybujeme. Domnívá se, že rámec, v němž se pohybujeme celou řadu čtvrtletí, lze stěží zpochybnit.

Nová prognóza představuje viditelnou korekci té ze 7. SZ, v korigované inflaci bez pohonných hmot došlo k velkému manévru. Lze akceptovat argumenty SMS ohledně technických aspektů jejího výpočtu, stejně tak je možné, že jde o korekci přestřelení. Určitou novinkou je to, že jsou k dispozici dvě prognózy. Prognóza v QPM je odrazem vysoké míry persistence a ne příliš agresivní reakční funkce, což se promítá do vysoké a pomalu klesající inflace. Alternativa v G3 pak vychází z toho, že ČNB je natolik kredibilní, že dojde k rychlému poklesu inflace, aniž je nutno cokoli udělat. Chybí pak třetí prognóza, která by ukázala, že věci mohou jít hodně špatně, např. jako v některých pobaltských zemích nebo jiných evropských zemích, v nichž inflace přestřeluje najednou stanovený cíl. Nedomnívá se, že to je v případě české ekonomiky nejpravděpodobnější varianta, ale umí si představit, že i něco takového může v kontextu současné historky nastat.

Fiskální vývoj prognózu vývoje dosti ovlivnil a vede k výkyvům v mezeře výstupu. Je to logické, neboť dochází k pohybům v řádu desítek miliard. Domnívá se, že dopad nemusí být tak rozsáhlý. V letošním roce bude výsledek hospodaření veřejných rozpočtů pravděpodobně lepší než očekávaný. Není si ale jist, zda výsledek rozpočtů v příštím roce bude stejně dobrý jako letos. Má určité obavy ohledně hospodářského růstu, vnímá určitá rizika směrem dolů, ale pokud byl kurz na úrovni 27,60 CZK/EUR uvolněný, tak v současnosti se nachází víceméně na rovnovážné trajektorii a drastické dopady nedávné apreciacie do ekonomické aktivity lze stěží očekávat. Očekává, že v ekonomice se více projeví situace na trhu práce, nejen v oblasti domácí

nezaměstnanosti, ale i změny v oblasti zahraničních dělníků, kde se ukazuje, že problém je celoevropský a rezerva zahraničních dělníků se hodně snižuje. Diskuse se hodně věnovala měnovému kurzu, byl by rovněž rád, pokud bychom jej lépe prognózovali, ale je to prakticky nemožné. Poukazuje na simulaci SMS, podle níž je nezvyšování úrokových sazeb v současnosti kompatibilní s kurzem na úrovni 26,60 CZK/EUR.

Viceguvernér Singer: Odhaduje, že ČNB čeká náročné období z hlediska měnověpolitického rozhodování. Budou dominovat tři faktory - fiskální politika, zahraniční vývoj, který se mu zdá nedoceněný, a kurz koruny. Pokud by věřil v takovou sílu dopadů vývoje veřejných financí, jaká je obsažena v prognóze, tak by cítil potřebu hovořit o konkrétním mixu měnové a fiskální politiky. Pro něj je to nová situace, nicméně někteří veteráni již takové období zažili. Fiskální politika bez dalších kroků vlády překlápí kladnou mezeru výstupu do záporné a pak opět do kladné. Cítí potřebu zdůraznit, že jde o předpoklad postavený na neexistenci dalších kroků vlády. Zdá se mu, že vláda bude pravděpodobně činit i další kroky a jeví se mu také, že vláda další kroky činit chce. Pokud jde o zahraničí, vnímá, že zatímco v 7. SZ byly sazby ČNB taženy nahoru zahraničními sazbami, tak nyní jsou tato očekávání velmi ochlazená. Výhledy se však neustále mění a podkladem aktuální SZ není poslední přehodnocení.

Kurz na úrovni 26,60 CZK/EUR na konci roku 2009 považuje ve světle stávajícího vývoje za nerealistický, pokud vezmeme v potaz předpoklad prognózy o překlopení úrokového diferenciálu do kladných hodnot. Této historce bez dalšího vysvětlení těžko může uvěřit. Pokud je vzat v potaz aktuální vývoj kurzové složky a zároveň se předpokládá zvyšování sazeb ČNB, tak je tím popírána zkušenost získávaná již od konce 90. let. Pokud se pak podíváme nad tím, že nás v minulosti kurz překvapoval na apreciační straně, tak se obává, že směřujeme k pokračování tohoto adrenalinového zážitku. Jemu osobně to připomíná ošklivý aforismus, kdy se sklerotik stále směje témuž vtípu.

Inflace je tažená cenovými deregulacemi a změnami daňových sazeb, což snižuje jeho víru v modelem předvídané inflační tlaky. Pokud jde o mzdová očekávání, průběh jednání s představiteli odborů vnímal tak, že de facto říkali, že ČNB směřuje ke zhruba 8% až 9% růstu mezd a jim se to jeví také jako umírněné a rozumné a ostřejší tón bankovní rady považují za zbytečný. Přímou by jim to neřekl, ale v podstatě mají pravdu. Zdá se, že budou mít pravdu v tom, že tlaky budou vznikat spíše z nedostatku lidí na trhu práce, než z tlaku odborů, neboť ty historicky dávají přednost zachování pracovních míst před prudším růstem mezd.

V příštím roce podle něj reforma způsobí cenový šok, který povede k rozkmitání cyklu. Přitom se mu zdá, že ekonomika je ve stavu, kdy žádný brzdný manévr nepotřebuje a pokud z fiskální politiky vznikne negativní poptávkový šok (i když není přesvědčen, že v dalším roce dojde k překlopení fiskální politiky do expanze), mohla by si měnová politika podle jeho názoru zvláště při nejistotách ze zahraničního vývoje dovolit vyčkávat a sledovat výsledek. Zasáhnout by měla především při podezření, že nepřiměřeně rostou sekundární tlaky.

Předpokládá, že v budoucnosti bude ČNB hodně přihlížet k zahraničním úrokovým sazbám, bude sledovat vývoj cen potravin jako relativně autonomní složky inflace mimo dosah měnové politiky, neboť je hodně spojena s globálními vlivy. ČNB bude dále sledovat, co provedou s inflací a inflačními očekáváními administrativní složky cenového koše. SMS pak bude doufat a modlit se, aby se kurz vyvíjel v souladu úrokovou paritou v modelu QPM, on takové zbytečnosti nicméně provádět nebude.

Za pikantní považuje to, že dnešní rozhodnutí může být self-defeated pro ty, jejichž hlas převáží. Když se totiž bankovní rada rozhoduje mezi změnou a nezměnou, může se stát, že růst MP sazeb může být skutečně apreciační, neboť potvrdí „hawkish bias“ ČNB a naopak udržení sazeb na stávající úrovni může být depreciační. Takovou korekci by považoval za mírně ironickou. Sám za sebe říká, že pokud si bankovní rada chce přiložit polínko na apreciaci, tak ať zvýší sazby. On osobně by při nejistotách zahraničního vývoje, měnového kurzu a výsledků simulace v modelu G3 očekával, že pravda bude někde uprostřed a to je důvod, proč by s dalším růstem sazeb ještě počkal.

Vrchní ředitel Řežábek: Pro něj je historka otázkou fiskálního impulzu, daňových změn, cen potravin a rovněž měnového kurzu. Za důležitý považuje hospodářský růst, z něž podle něj prozatím nevyplývá přehřívání, neboť dynamika postupně klesá. Proto jej nepovažuje za zdroj nebezpečí. Zatím nebylo příliš komentováno vnější prostředí. Je skeptický vůči tomu, že by ECB v dohledné době zvýšila sazby a tím by došlo k rozšíření úrokového diferenciálu. Spíše si klade otázku, zda ECB nezačne diskutovat spíše opačný trend. Připomíná, že opakovaně byla vedena diskuse v tom smyslu, že při tak vysokém hospodářském růstu lze očekávat každoroční zhodnocování koruny o tři až čtyři procenta a aktuální vývoj by tak neměl být velkým překvapením. Přidal by se k názoru, že pokud bankovní rada chce vyvolat očekávání ohledně hawkish chování ČNB, tak je na jestřábech, aby dnes zvýšili. Nepřekvapilo by jej, pokud by koruna následně apreciovala a nerad by pak takovou politiku veřejně obhajoval. Rozumí tomu, že pro někoho má zvyšování sazeb v souvislosti s projednáváním nové prognózy určité výhody. Připomíná nicméně, že došlo k určitému ústupu z předchozích pozic a proto by si raději také počkal, zda nedojde k podobnému vývoji jako mezi 7. a 10. SZ nebo zda skutečně vznikne potřeba výrazně zareagovat na ekonomickou situaci.

Vrchní ředitel Holman: Pokud jde o inflační tlaky z reálné ekonomiky, tak poselství 10. SZ vnímá tak, že povolily a nepředpokládá, že růst mezd vyvolá takové inflační tlaky, jak bylo původně předpokládáno. Bankovní rada by podle něj potřebovala propracovanější a konsistentnější historku vypovídající o tom, co očekáváme z vývoje na trhu práce. Nebyl si zcela jist, zda SMS vnímá tlaky z trhu práce jako faktor vytvářející nadále proinflační impuls nebo zda ty tlaky již spíše pominuly. Nicméně po přečtení 10. SZ se přiklání k tomu, že inflační tlaky z trhu práce nebudou tak silné, jak ČNB dříve očekávala. Hlavním faktorem, který bude ovlivňovat mezeru výstupu, bude fiskální impuls, který nicméně bude v roce 2008 klesat, což považuje za protiinflační faktor na horizontu měnové politiky.

Vychází z toho, že jsme svědky apreciačního šoku po depreciační bublině v první polovině roku a domnívá se, že dopady apreciačního šoku hned tak nepominou. To rovněž považuje za významný protiinflační faktor. Vzhledem k problémům s vývojem kurzu v modelu navrhuje zvážit, zda se namísto endogenní rovnice nesnažit expertně odhadnout jeho trend a ten pak do modelu nevložit. Co se týče zahraničí, je tam evidentní tendence nezvyšovat sazby a to ČNB rovněž orientuje k protiinflačnímu pohledu. V souhrnu je překvapen návrhem SMS zvýšit sazby, nepřipadá mu to konzistentní s tím, jak 10. SZ celkově vyznívá.

Vrchní ředitel Hampl: Správně predikoval, že dnešní jednání bude dosti komplikované a kolega Niedermayer dnes také správně predikoval, že diskuse na uzavřeném jednání bude o tom, co je velký obrázek. Přesně to nastalo. Souhlasí s VG Niedermayerem, pokud jde o velký obrázek. Tj.

rovněž vnímá relativně těsný trh práce a rychlý růst, ale zároveň rozumí tomu, že 10. SZ to tak přesně nevidí. Model nenaznačuje inflační tlaky jdoucí z těch gapů, které my považujeme z hlediska vývoje inflace za klíčové, tedy z mezery reálných mezních nákladů ani z mezery výstupu. 10. SZ zprávu lze interpretovat tak, že těsný trh práce vlastně až tak těsný není. Hospodářský růst je sice rychlý, ale rovnovážný a inflaci nezpůsobující. Jeho intuice však nicméně není v souladu s tím (poté, co před třemi měsíci naopak intuitivně neakceptoval tak dramatický růst sazeb), jak klidný průběh gapů ukazuje model. Zdá se mu, že těsnost trhu práce v tuto chvíli zdůrazňuje spíše bankovní rada a on to považuje za relevantní argument. Když si tedy sestaví velký obraz, tak to vnímá podobně jako kolega Niedermayer, i když to nemusí být přesně v souladu s tím, co říká prognóza, což naznačuje profesor Holman.

Na proinflační straně jsou faktory, na nichž je bankovní rada schopna se jednoznačně shodnout jako růst cen potravin. Pravděpodobně shoda panuje také ohledně těsného trhu práce. Třetím faktorem je pak dopad změn od 1. ledna do inflačních očekávání. Na protiinflační straně vidí opět část toho, co se má odehrát od 1. ledna, tj. restriktivní poptávkové dopady fiskální reformy. Za druhé je to nižší výhled zahraničních sazeb a nejistota vývoje v zahraničí inklinující obecně spíše k protiinflačnímu vlivu. A třetím faktorem je pro někoho záhadně a pro někoho naopak očekávaně nízká korigovaná inflace bez pohonných hmot. Když srovná faktory pro a proti a promítne si srovnání do implikované trajektorie měnověpolitických sazeb, tak se mu jeví, že měnověpolitické sazby ČNB stále ještě nevzrostly na úroveň zabezpečující pohodu klidného rozhledu a pojistku toho, že jsou na úrovni, kterou ČNB naprosto nezbytně potřebuje pro to, aby mohla čekat na další vývoj. Trajektorie sazeb v předchozí prognóze byla hodně dramatická, dnešní je mnohem méně dramatická, ale stále se pohybuje na úrovni 4 % a více. Kdyby byl zahrnut aktuální kurz na fixní úrovni nebo ještě dál mírně apreciovaný, došlo by k dalšímu snížení korigované inflace bez pohonných hmot. Ale ani v tomto případě by se nedalo říci, že ČNB je již se sazbami na úrovni, která zajišťuje udržení inflace na požadované úrovni.

V souhrnu souhlasí s doporučením SMS a doporučuje ještě jedno zvýšení repo sazby, které by mělo mít přímý dopad na inflaci a inflační očekávání a komunikačně by posílilo kredibilitu ČNB. V komunikaci by zdůraznil jednorázovost proinflačních změn v příštím roce a maximálně by se snažil o stabilizaci inflačních očekávání, aby nemusely následovat o půl roku později razantní kroky. Zároveň si umí představit, že k utlumení inflačních tlaků bude stačit menší růst sazeb než ten implikovaný prognózou a že repo sazba zvýšená oproti současnosti o 25 bodů by mohla představovat na dlouhou dobu parkovací úroveň, z níž se pak bude možno dívat na to, co udělat dál. Své vystoupení zakončuje klasickým woodfordovským konstatováním, že nejenže na inflačních očekáváních záleží, ale na máločem jiném v měnové politice záleží. Zdůrazňuje, že dnes se hraje o inflační očekávání a udržení víry v nízkoinflační prostředí a proto považuje za adekvátní ještě jedno zvýšení a k tomu komunikaci jednorázovosti současných proinflačních faktorů s cílem udržet i v období 2009 a dále nízkoinflační prostředí.

Vrchní ředitel Tomšík: Popsaný ekonomický příběh ze 7. SZ vnímá jako konsistentní, rovněž očekává, že se udrží relativně rychlý hospodářský růst. Vnímá rovněž situaci na trhu práce, kterou je možno označit za těsnou. Prognóza podle něj málo zdůrazňuje externí rizika. Na řídicím výboru zaznělo ze sekce bankovních obchodů, že nervozita z trhu peněz se promítá i do reálné ekonomiky a je možno předpokládat zpomalení hospodářského růstu v EU. Druhým významným faktorem je měnový kurz. Prognóza se primárně zabývá kurzem koruny vůči euru. Zapomínáme ovšem na vývoj kurzu koruny proti dolaru, který v prognóze vystupuje pouze prostřednictvím importních

cen surovin, tj. existuje pro něj pouze jediný kanál. Prognóza tedy dostatečně vývoj koruny proti dolaru nepokrývá. Nyní ke kurzu koruny k euru. Byl diskutován break-even point tohoto kurzu z hlediska stability repo sazby. Pokud jde o citlivostní scénář na str. 44, tak šok v 1. kvartálu představuje skutečně 90 haléřů oproti počáteční úrovni, ale pak se rozpouští na 40, 30 atd. Na čtyři kvartály je to pak v průměru 70 haléřů. No a 50 haléřů z toho už proběhlo v současném kvartálu. Tvorba prognózy začala na 27,70, pak na schůzce k prognóze došlo ke snížení na 27,60. Nyní je kurz blízko 27. Když to srovnáme v horizontu roku, tak jsme se sazbami na break-even úrovni. To zároveň implikuje pokles repo sazby o 0,7 p.b. oproti prognóze. Kurz je tedy v této chvíli velmi významný.

Zastavil by se ještě u cen potravin. Domnívá se, že výrobci a prodejci mají k dispozici určitou vatu a dopad tudíž nebude tak velký. Nemusí to vyvolat tak velkou inflaci a nárůst inflačních očekávání. Za riziko vnímá předpoklad produktivity v prognóze. Osobně si nepamatuje situaci, kdy by národohospodářská produktivita rostla o 5 až 6 %. Považuje tento předpoklad za příliš optimistický. G3 dokonce indikuje 8 %, i když koncept produktivity je odlišný, tj. kointegrační vektor s novými technologiemi. Pokud by se to ukázalo realistické, tak by inflace skutečně nemusela tolik vzrůst. Dalším rizikem je vývoj růstu hrubé tvorby fixního kapitálu. Minule jsme jej předpokládali až úrovni 9 % s tím, že se do něj promítne část zásob. Dnes bylo prezentováno snížení tohoto ukazatele na 7 %, což je rovněž nová a důležitá informace. V souhrnu tedy rozumí ekonomickému příběhu, vnímá ale existenci značných rizik, která nejsou v nové prognóze vlivem její tvorby v průběhu několika týdnů plně zahrnuta. Vzhledem k tomu, že ČNB v posledních dvanácti měsících repo sazbu zvýšila čtyřikrát, další zvýšení sazeb by bylo indikací toho, že ČNB vnímá velká proinflační rizika. Za této situace si klade otázku, zda se nevyplatí chvíli počkat.

Guvernér Tůma: Připomíná, že v minulosti byla prognóza včetně její historiky rovněž značně přepisována. Pozitivně hodnotí to, že i když je nová prognóza oproti té ze 7. SZ kvantitativně výrazně jiná, v historice samotné je držena konzistence a posuny jsou spíše zapracováním nových informací typu vládní reformy. Jde tedy spíše o ladění historiky z posledních měsíců, která se mu jeví jako kredibilní. Otazník může být nad trajektorií sazeb, která ve finále může ležet oproti prognóze níže, ale celkově to tlačí sazby bezpochyby nahoru. Pokládá si otázku, jak těsně se trajektorie implikované prognózou držet, zda je vhodné rychle nastoupit s růstem sazeb a pak zvolnit, má-li bankovní rada určité pochybnosti. To je pro něj osobně dilema.

Pokud jde o jednostranné překvapování kurzu, tak připomíná, že loni měla bankovní rada rovněž pocit, že koruna bude pouze apreciovat a pak byla skutečnost odlišná, kurz korigoval mnohem více, než ČNB očekávala. Na apreciačním trendu občas dochází ke korekcím a koruna umí překvapit i depreciačním směrem, což si i pro následující měsíce umí představit. Upozorňuje také na to, že ani zahrnutí externích rizik dle aktuálních projekcí zahraniční ekonomické aktivity, které nezpochybňuje, by nevedlo podle provedených simulací k odlišné trajektorii implikovaných sazeb. Nicméně pro něj dilema zůstává v tom směru, že vždy varoval před unáhlenými reakcemi měnové politiky v odezvě na výkyvy kurzu. Koneckonců to může být tak, že trh vzhledem ke komunikaci ČNB vyznívajícím směrem ke zvýšení sazeb již mohl další zpřísnování měnové politiky ČNB zabudovat a korunu mohl poslat již tam, kde by podle jeho odhadu mohla být při vyšších sazbách. Stejně tak si umí ale představit, že by další zvýšení sazeb ještě další apreciaci vyvolalo. Do toho vstupuje nejistota ze zahraničí, která ale zatím nebyla promítnuta do korekcí relevantních prognóz. Prognózy pro USA i Evropu jsou stále docela optimistické. Pořád je to tedy pouze o riziku směrem dolů. Je však nutno přiznat, že další zvyšování sazeb ve světě, se kterým ČNB doposud

počítala, není příliš pravděpodobné. Je naopak pravděpodobné, že zahraniční sazby zůstanou na stávajících úrovních. Nemyslí, že by došlo k jejich dalšímu poklesu. I když dilema pro americkou měnovou politiku je poměrně obtížné a na trhu s bydlením je řada problémů, tak ekonomika jako celek funguje stále dobře. Pokud by se ukázalo, že růst sazeb by vedl k apreciaci koruny, zpřísnění měnových podmínek by mohlo být relativně velké. Právě zúžení úrokového diferenciálu je to dilema, které vnímá. Historiku prognózy akceptuje a souhlasí s tím, že by měla směřovat ke zvýšení sazeb. Na druhé straně existuje obava z vyvolání apreciačního šoku. Připouští podobně jako viceguvernér Singer, že když dojde ke zvýšení, může se kurz dostat rychle na úroveň 26,60 CZK/EUR, kterou vnímá SMS jako konsistentní se stabilitou sazeb; budou-li naopak sazby ponechány na stávající úrovni, tak může v krátkém období dojít i ke korekci kurzu, a to by zase opravňovalo zvýšení sazeb. Není to tedy vůbec triviální.

Připomíná dále, že po rozhodnutí o nastavení sazeb bude nutno dohodnout se o komunikaci ohledně trajektorie sazeb, protože poradce ve stanovisku navrhol jiné znění než SMS. Ta navrhuje v MPD větu o trajektorii ve znění „s makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní růst nominálních úrokových sazeb do konce roku 2008, pak jejich stabilita, resp. pozvolný pokles.“ Poradce ve stanovisku navrhl kratší alternativní znění „s makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní postupný růst nominálních úrokových sazeb a jejich stabilizace v průběhu roku 2008.“ Navzdory tomu, že od ledna 2008 bude ČNB publikovat trajektorii měnověpolitických sazeb, nepředbíhal by událostem a preferoval by vyjádření, že s makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní postupný růst nominálních úrokových sazeb.

Vrchní ředitel Tomšík: Upozorňuje, že pokud dojde k vynechání části věty o stabilitě a pozvolném poklesu sazeb, návrh SMS se zásadně změní. Navrhuje také prodiskutovat, zda je shoda na tom, že rizika základního scénáře jsou vyvážená.

Vrchní ředitel Řežábek: Doporučuje vyjít z návrhu poradce, tj. vypustit zmínku o pozvolném poklesu sazeb, a zjednodušit formulaci na „stabilita v roce 2008“.

Guvernér Tůma: Vypustil by rovněž časové údaje.

Viceguvernér Niedermayer: Nepovažuje za vhodnou formulaci „růst, stabilita a pak pokles“.

Vrchní ředitel Hampl: Byl opatrný s termínem „postupný“, což by mohlo být vykládáno ve smyslu více kroků. Je zároveň pro co největší stručnost. Při nezvýšení je jednoduché oznámení růstové trajektorie dobrým komunikačním nástrojem a je do jisté míry ekvivalentem termínu „vigilance“, který používá ECB.

Viceguvernér Singer: Vzhledem k rozhodnutí bankovní rady se rovněž přiklání k jednoduché formulaci o růstu úrokových sazeb. Navíc je přesvědčen, že tato formulace je i vzhledem k předchozí komunikaci členů bankovní rady očekávaná a nevyvolá žádné překvapení.

Vrchní ředitel Holman: Preferuje oznámení horizontu růstu sazeb.

Vrchní ředitel Hampl: Upozorňuje, že je nutno se primárně shodnout na tom, zda je s prognózou konsistentní růst sazeb. Bylo by možné rovněž komunikovat, že trajektorie leží níže než v předchozí prognóze.

Ředitel SMS Holub: V reakci na dotaz uvádí, že by srovnání s předchozí prognózou vzhledem k nepublikování její úrovně nepovažoval za přidanou hodnotu.

Guvernér Tůma: Domnívá se, že konstatování o stabilitě sazeb po jejich růstu je zbytečné, neboť je přirozené, že pokud nedojde k přestřelení a následnému poklesu sazeb, musí dojít automaticky po růstu ke stabilizaci sazeb. Debatu uzavírá s tím, že se mu jeví shoda na rostoucí trajektorii a na symetrickém rozložení rizik, a proto bude nejlépe přejít k hlasování o tom, zda získá dostatečnou podporu návrh věty „s makroekonomickou prognózou a jejími předpoklady je konzistentní růst nominálních úrokových sazeb“. Po hlasování konstatuje, že návrh získal většinovou podporu a je tedy přijat.

Ptá se, zda bankovní rada chce MPD odvozené pouze z modelové prognózy nebo nejlepší možné doporučení. Podle něj je těžké udělat jednoduchou dělicí čáru, nicméně SMS by si neměla hrát na tvůrce měnové politiky a zároveň by měla vést ekonomické úvahy. Měla by dát nejlepší doporučení opírající se o model a expertní znalost. Jemu osobně současný model vyhovuje, spíše se ptá, zda to tak vidí i další členové bankovní rady.

Vrchní ředitel Hampl: Je pro volnost přístupu ze strany SMS, nicméně její úvahy musí být v souladu s průběhem a podpořeny daty. Závěry těchto úvah by měly být opřené o průběh v prognóze a SMS by je měla umět obhájit.

Guvernér Tůma: Souhlasí, nicméně zdůrazňuje, že takový mandát není slučitelný s tím, aby jednou SMS vystupovala jako ekonomický expert a příště naopak z pozice policymakera.

Vrchní ředitel Řežábek: Upozorňuje, že SMS již bylo jednou ze strany bankovní rady komunikováno, že by způsobem policymakera neměla do debaty vstupovat.

Vrchní ředitel Hampl: Podotýká, že to bylo v době turbulencí, kdy neměla SMS k dispozici data a doporučení nebylo v souladu s průběhem.

Viceguvernér Singer: Stávající formu MPD považuje za vyhovující. MPD by podle něj mělo odrážet modelovou prognózu a dostupná data, necítí potřebu tento dokument příliš měnit. Rizikem velké volnosti pro SMS může být to, že se bude věnovat zajímavým debatám, ale bude ignorovat to složité a důležité.

Guvernér Tůma: Shrnuje diskusi tak, že v zásadě je bankovní rada se stávající strukturou MPD spokojena. SMS má volnost k prezentaci nejlepšího možného doporučení, přičemž by neměla vystupovat z pozice tvůrce měnové politiky.

Viceguvernér Niedermayer: Připomíná, že v brzké době bude bankovní rada muset více hovořit o G3 a v souvislosti s modelem G3 může dojít ke změnám v MPD. V horizontu několika měsíců bude nutno se modelem G3 na úrovni bankovní rady podrobně zabývat, zejména diskutovat se

SMS, jak se bude o G3 psát, jak bude SMS komunikovat s bankovní radou a jak budou veřejně komunikovány výsledky prognóz v modelu G3.

III. Závěrečné hlasování

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

V. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada rozhodla většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 3,25 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady, dva členové hlasovali pro zvýšení úrokových sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsal: Jan Frait, náměstek ředitelky Samostatného odboru ekonomického výzkumu a finanční stability