Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 7. února 2008

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 1. situační zprávy

Guvernér Tůma: Proč sekce měnová a statistiky ve své predikci cen potravin přepokládá po zpomalení růstu těchto cen v 1.Q 2008 jejich mírné zrychlení ve 2.Q 2008?
Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): *Do značné míry se jedná se o efekt srovnávací základny.*

Viceguvernér Singer: Vliv srovnávací základny zde nevidí.

Viceguvernér Niedermayer: Vliv srovnávací základny je jasný pouze pro 4.Q 2008.
Odpověď SMS: Roli také může hrát to, že model pracuje s určitou perzistencí cenového vývoje. Po vysokých růstech cen potravin ve 3.Q a 4.Q 2007 a v 1.Q 2008 má tendenci predikovat poněkud vyšší mezikvartální nárůst pro 2.Q 2008. Toto potom SMS v diskuzi měnověpolitického doporučení (dále jen MPD) označuje za protiinflační riziko prognózy. Základní scénář v zásadě přepokládá, že rychlý růst cen potravin postupně odezní a vrátí se na normální hladinu kolem 3 %. Pro rok 2009 je tak výhled růstu cen potravin podobný jako v říjnové situační zprávě (dále jen SZ). Riziko SMS vidí v tom, že by mohlo dojít i k úrovňovému posunu cen potravin směrem dolů, ceny v roce 2009 by tak mohly propadnout výrazněji.

Vrchní ředitel Řežábek (v první části diskuze o potravinách): Není mu jasná argumentace SMS v souvislosti s nejistotami ohledně rychlosti odeznění současných tlaků na růst cen potravin. Jak je toto myšleno? Co tedy očekává SMS v případě letošní průměrné sklizně?
Odpověď SMS: Nyní je součástí základního scénáře předpoklad zpomalení růstu cen potravin v roce 2009 na standardní hladinu kolem 3 %. Nedojde k žádnému úrovňovému propadu cen. V případě průměrné sklizně by mohlo dojít k dalšímu poklesu cen potravin.

Vrchní ředitel Hampl (v první části diskuze o potravinách): Tato argumentace z MPD mu připadne jako nekonzistentní s obsahem SZ (str. 41). SMS implicitně očekává nižší než průměrnou úrodu, protože argumentuje, že kdyby byla úroda průměrná, tak pokles cen bude oproti základnímu scénáři ještě větší.
Odpověď SMS: Model explicitně nepracuje s očekávanou úrodou ani s úrovní potravinářských cen. Rovnice modelu, která endogenně popisuje vývoj cen potravin, předpokládá, že se po cenovém šoku růst cen potravin vrátí na normální hodnotu. SMS v MPD argumentuje, že se nemusí vrátit na normální hodnoty pouze růst cen potravin, ale i jejich úroveň. To by samozřejmě znamenalo tlak na pomalejší růst cen potravin, případně i na jejich meziroční pokles. Toto není v základním scénáři zahrnuto a proto se jedná o protiinflační riziko.

Vrchní ředitel Hampl (v první části diskuze o potravinách): Při nastavování předpokladů prognózy proběhla diskuze o tom, co je nejlepším nestranným odhadem budoucí úrody. SMS v této diskuzi uvedla, že nejlepším nestranným odhadem je průměrná úroda. Domníval se tedy, že

je toto součástí základního scénáře. SMS nyní argumentuje, že je základním scénářem něco jiného. Nezajímá ho technika prognózy, ale její vyznění.
Odpověď SMS: Základní scénář v sobě má implicitní předpoklad o tom, že se hladina cen stabilizuje, ale že nedojde k jejímu poklesu.

Vrchní ředitel Hampl (v první části diskuze o potravinách): Průměrná úroda tedy bude oproti předpokladům prognózy lepší, takže bude pro nás protiinflačním překvapením. To mu ale nepřipadne jako komunikovatelné.

Vrchní ředitel Tomšík (k první části diskuze o potravinách): SMS pracuje s předpokladem průměrné sklizně (strana 41), na druhou stranu je však výrazně přehodnocena prognóza cen zemědělských výrobců směrem dolů (pokles do - 10 %). Toto přehodnocení ale nemá téměř žádnou implikaci na očekávaný vývoj cen potravin z CPI, které by měly růst o 3,5%, v 10. SZ to bylo 3,4 %. SMS tak výrazně přehodnocuje ceny zemědělských výrobců, ale s prognózou cen potravin téměř nehýbá.
Odpověď SMS: Průměrná úroda nutně nemusí vést k poklesu cen. Vyšší nabídka se bude střetávat s trendově rostoucí světovou poptávkou. Je otázkou, zda v nynější epizodě vysokých cen měly větší váhu krátkodobé nabídkové nebo dlouhodobé poptávkové faktory. Zároveň nadále platí, že světové zásoby jsou na rekordně nízkých hodnotách. Pokud bude část průměrné úrody použita k doplnění zásob, povede to k vyšší poptávce a k méně výraznému propadu cen.

Vrchní ředitel Hampl (v první části diskuze o potravinách): Zde ale SMS odpovídá na trochu jinou otázku. Členové bankovní rady se ptali na to, co je základním scénářem. Na dvou místech SZ je napsáno něco jiného. Jednou je to průměrná úroda a tedy její nejlepší nestranný odhad, podruhé (MPD) je to horší než průměrná úroda. Není jasné, co vlastně očekáváme, a jestli pro nás průměrná úroda bude šokem směrem k nižším cenám či nikoli. Pochopil z toho, že bude.
Odpověď SMS: Šokem nebude průměrná úroda, ani ta nemusí znamenat výrazný pokles cen. SMS spíše tvrdí, že „úrovňový pokles cen potravin by byl z hlediska základního scénáře šokem“.

Viceguvernér Niedermayer: SMS v modelu QPM hodnotí nastavení úrokové složky měnových podmínek pro 4.Q 2007 jako neutrální, resp. jako mírně uvolněné. Model G3 však hodnotí úrokovou část měnových podmínek jako výrazně více uvolněnou, na sazbě Pribor o zhruba 0,5 %, u sazby Euribor o cca 0,1-0,2 %. Čím je dán tento rozdíl?
Odpověď SMS: Úroková složka měnových podmínek je skutečně mírně uvolněná v domácí složce a mírně přísná ve složce Euriboru. Uvolněnost je dána vysokými inflačními očekáváními ve vazbě na inflaci. Model G3 vidí situaci řádově stejně, vývoj spotřeby a reálné ekonomické aktivity je v modelu G3 podobný vývoji základního scénáře QPM. V modelu G3 se obtížně hodnotí uvolněnost či přísnost úrokových sazeb, protože tento model nemá přesně definovanou jejich rovnovážnou hodnotu.

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi nastavení úrokové složky měnových podmínek v modelu G3): Pouze ho zarazilo, že v rozkladu implikované trajektorie sazeb v modelu G3 byly sloupečky odpovídající Priboru a Euriboru vysoké (součet obou vlivů téměř 0,75 p.b.). Interpretoval si to tak, že to je indikace toho, že by sazby měly být v minulosti vyšší.

Vrchní ředitel Holman: V situační zprávě se píše, že jedním z důvodů více proinflačního působení mezery výstupu je to, že nárůst cen potravin obsahuje také poptávkovou složku. Doposud si situaci vysvětloval tak, že nárůst cen potravin je dán vyloženě nákladovými faktory. Zajímalo by ho, s jakou poptávkovou složkou zde SMS pracuje, zda má důkazy o tom, že zde

trvá zvýšená poptávka po potravinách, která táhne ceny potravin nahoru. Toto mu z formulací SZ není zcela jasné.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o poptávkových vlivech na ceny potravin): Situace mu připadne ještě horší. Na str. 2 je v SZ uveden pro něj neuvěřitelný poslední odstavec, dle kterého „...mezera výstupu působí více proinflačně, než bylo předpokládáno“. Z tohoto vyvozuje, že se zde SMS vymezuje vůči předešlé prognóze. Dále následuje text: „To odráží zejména vysoký nárůst inflace cen potravin, který i přes svůj významný nákladový charakter zřejmě obsahuje i poptávkovou složku“. Má-li tomu rozumět tak, že poptávkou tažený růst potravin má vysvětlovat odchylku mezery výstupu od prognózy, pak upozorňuje na to, že se korigovaná inflace od prognózy příliš neodchýlila. Přitom korigovaná inflace je vůči poptávce nejvíce pružnou částí inflace. Toto neumí interpretovat a považuje to za naprosto podivné čtení dat.
Odpověď SMS: SMS se domnívá, že se u růstu cen potravin dominantně jedná o nákladový vliv jednak ze strany vysokých cen v zahraničí, jednak ze strany zvýšení DPH. SMS si však navíc kladla otázku, zda je normální, že si supermarkety promítají zvýšenou sazbu DPH do cen s předstihem, čímž si na tři měsíce poměrně zásadním způsobem zvyšují marže. Toto by zřejmě nebylo možné, pokud by supermarkety očekávaly výraznou reakci poptávky. Celkové poptávkové prostředí, řadu let rostoucí ekonomika, rychle rostoucí příjmy a klesající nezaměstnanost však znamenají příhodnější prostředí pro toto předčasné promítnutí DPH do cen. SMS tak při identifikaci počátečních podmínek prognózy expertně určila, že se z pozorovaného vysokého nárůstu cen potravin promítne do odhadu pouze čtvrtina, tři čtvrtiny byly očištěny jako jednorázový šok. Při identifikaci inflačních tlaků z reálné ekonomiky se používá jak korigovaná inflace, tak ceny potravin. Vliv tlaků z reálné ekonomiky se samozřejmě předpokládá vyšší u korigované inflace. Ta sice byla v souladu s prognózou, ale to vše v situaci podstatně silnějšího kurzu a při podstatně výraznějším poklesu dovozních cen. To, že se pokles dovozních cen neprojevil v oproti očekáváním nižší korigované inflací, filtr interpretuje jako o něco vyšší tlaky z domácí ekonomiky. Tento efekt se naprosto stejně projevil i při identifikaci počátečních podmínek v modelu G3, není však nijak dramatický a prognózu zásadně neovlivňuje.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o poptávkových vlivech na ceny potravin): Rád by toto viděl v kvantitativním vyjádření. O kolik se v důsledku poptávkových tlaků zvedla korigovaná inflace a jakou část z růstu cen potravin přikládáme poptávkové inflaci? Zajímá ho, které z těchto dvou čísel je vyšší. SMS může poslat vyjádření mailem.
Odpověď SMS: Jedinou možností jak toto rozdělení určit by bylo při použití „rozsekávátka“ vyhodnotit tyto vlivy popořadě.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o poptávkových vlivech na ceny potravin): Má tomu rozumět tak, že SMS toto rozdělení neprovedla a že vliv poptávkových tlaků na ceny potravin je uveden bez dostatečné analýzy? Potom však argumentaci SMS v tomto bodě považuje za tzv. „wishful thinking“.
Odpověď SMS: Filtr dostává všechny informace simultánně, přičemž zná transmisní mechanismus v ekonomice. Jedná se o použití standardního ekonometrického nástroje, jehož výsledek SMS následně interpretuje.

Vrchní ředitel Holman: Má určité problémy s tím, jak se v SZ pracuje s mezerou výstupu. Bankovní rada ve svém měnověpolitickém rozhodování reaguje na změny mezery výstupu pouze pokud je tato změna důsledkem změny v reálné ekonomice. Dle SZ jsou však změny mezery

výstupu projevem modelových změn v inflačních očekáváních. Nedomnívá se, že by měla bankovní rada měnověpoliticky reagovat na tuto změnu mezery výstupu, která je důsledkem modelového cvičení.
Odpověď SMS: SMS při nastavení filtru na identifikaci počátečních podmínek musela modelové změny zohlednit. Interpretaci pozice reálné ekonomiky v rámci cyklu však modelové změny ovlivnily marginálním způsobem, cenové tlaky z reálné ekonomiky jsou stejné jako v předchozí prognóze.

Vrchní ředitel Holman: SMS vysvětluje udržení silné investiční poptávky pomocí pokračujícího přílivu FDI. Osobně si však není vědom žádných velkých investičních projektů založených na FDI. Pokud se jedná o reinvestované zisky, nedomnívá se, že by tyto mohly udržet tak silnou investiční aktivitu.
Odpověď SMS: SMS předpokládá, že reinvestované zisky budou i nadále poměrně vysoké, neboť celkové zisky v ekonomice rostly rychle, a to především v sektoru, který je vlastněný zahraničně. Zároveň SMS připomíná, že se v letošním roce bude dokončovat automobilka v Nošovicích, mluví se také o (prozatím ne zcela jistém) rozšíření výroby Volkswagenu ve Vrchlabí. Pro SMS je obtížné zmapovat všechny investice spojené se subdodávkami navázanými na tyto primární investice, z dostupných informací je však zřejmé, že reinvestované zisky nepokrývají pouze obnovovací, ale i rozšiřující investice.

Guvernér Tůma (v diskuzi o přílivu FDI): Připomíná, že se v této souvislosti hovoří také o privatizaci pražského letiště s předpokládaným příjmem cca 73 mld. Kč, a to zřejmě až v roce 2009. Investoři si již nyní testují možnost financování v ČR. Umí si tedy představit, že se tato privatizace projeví na kurzu koruny s předstihem.

Vrchní ředitel Holman: SMS předpokládá (viz str. 4 dole), že inflace na horizontu měnové politiky v druhé polovině roku 2009 klesne pod cíl. Znamená to, že SMS předpokládá podstřelení cíle?
Odpověď SMS: Inflace skutečně poklesne pod stávající 3 % cíl, optikou tohoto cíle bude možné vnímat situaci jako podstřelení. Z hlediska prognózy, která se snaží o plynulý přechod mezi cílem 3 % a 2 % se však jedná o pokles na cíl. Jistou oporu k tomu, aby toto nebylo vnímáno jako chyba měnové politiky, má SMS v prohlášení při stanovení nového cíle. ČNB explicitně uvedla, že by s předstihem zhruba jednoho roku chtěla inflaci nechat klesat směrem k novému 2% cíli tak, aby jej dosáhla počátkem roku 2010.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o předpokladu podstřelení cíle): V 1.Q 2009 je inflace prognózována na 3,4%, pro 2.Q 2009 na 2,4 %, během jednoho čtvrtletí se tak inflace sníží o 1 p.b.. Pokud by tento trend snižování inflace dále pokračoval, znamenalo by to pro 3.Q 2009 inflaci již pod 2 %, tedy pod novým bodovým cílem. Vědomě přehání, v realitě takovýto vývoj inflace asi nejde očekávat, ale inflace 2,4 % ve 2.Q 2009 je již v dolní polovině horní poloviny tolerančního pásma. Nebylo by lepší blížit se k novému cíli v rámci tolerančního pásma tohoto cíle?
Odpověď SMS: Inflace se v prognóze ke konci roku 2009 stabilizuje zhruba na 2,3-2,4 %, pro začátek roku 2010 se nachází stále mírně nad 2 %. Tempo poklesu inflace v roce 2009 samozřejmě nelze takto extrapolovat, inflace ve počátkem roku 2009 klesá, protože z meziročního indexu odezní letošní proinflační šoky. Toto je vidět také ze srovnání trajektorie inflace s daněmi

a bez daní, kde je pokles inflace v roce 2009 je dán vyprcháním vlivu daní, jejichž zvyšování pro rok 2009 již SMS nepředpokládá.

Vrchní ředitel Holman: Poznamenává, že by v úvodním shrnutí vedle shrnutí prognózy mohlo být i shrnutí hospodářského vývoje za poslední období, což by SZ celkově zpřehlednilo.

Vrchní ředitel Holman: V modelu předpokládané zvýšení tempa rovnovážné reálné apreciace se projeví zvýšením tempa nominální apreciace. V grafu na str. 45 je v porovnání se starou verzí modelu trajektorie sazeb výrazně nižší, oproti tomu výhled kurzu je významně apreciovanější. Tato přehodnocení však nejsou v souladu s logikou úrokového diferenciálu. Jediným vysvětlením by mohlo být, že ECB sníží své úrokové sazby ještě více než my.
Odpověď SMS: Oba scénáře, základní scénář i alternativa, v sobě již mají zapracovaný nový výhled Euriboru, který je vůči říjnové prognóze podstatně níže. V tomto není mezi těmito scénáři žádný rozdíl. Rozdíl je v tom, že v základním scénáři nedochází k průsaku nákladových šoků z regulovaných cen a z cen potravin do korigované inflace. Následně jsou si tohoto vědomi i ekonomičtí agenti v modelu, kteří neinterpretují stávající nárůst inflace jako faktor nadměrného zpřísňování kurzových podmínek, které by muselo být vyrovnáno nominální depreciací kurzu. Nákladové šoky v základním scénáři přes tento kanál tolik nepůsobí a proto může být v prognóze vygenerovaný apreciovanější nominální kurz i při nižším úrokovém diferenciálu. V obou modelech je stejná rovnice nepokryté úrokové parity, ale v té jsou vedle úrokového diferenciálu také kurzová očekávání. Ta jsou v základním scénáři prognózy výrazně jiná než v alternativě právě proto, že je zde jiný výhled inflace a jiný výhled průsaků nákladových šoků do cen. Základní scénář zde působí intuitivněji právě v tom, že šok do regulovaných cen a do cen potravin nepodkopává tak výrazně naši konkurenceschopnost.

Vrchní ředitel Holman: Co SMS vede k tomu, že v příloze 3 snižuje výhled růstu peněžní zásoby? Pokud toto opírá pouze o změnu růstu nominálního produktu, pak by bylo možné namítat, že růst úvěrů bude i nadále silný. Jak vyplývá z argumentů finanční stability, podíl úvěrů na HDP je u nás stále nízký, růst úvěrů a tím pádem také peněžní zásoby by tak z pohledu konvergence k vyspělým zemím mohl udržet svoji dosavadní vysokou dynamiku.
Odpověď SMS: Prognóza M2 je odvozována satelitně, není součástí prognostického nástroje a přebírá výhled růstu reálného HDP, inflace a úrokových sazeb z prognózy. Prognóza vychází z předpokladu platnosti funkce poptávky po penězích, která byla odhadnuta na minulých datech. Předpokladem prognózy je také pokračování trendů rychlostí oběhu peněz, růstu úvěrů apod. Hlavním důvodem poklesu prognózy růstu M2 o 1 p.b. je snížení výhledu reálného růstu ekonomiky. Rovnovážné dohánění podílu úvěrů na HDP a jejich rychlý růst SMS předpokládá i nadále. Rozdíl v tempech růstu M2 a úvěrů se projevuje v rychlosti obratu peněz.

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi prognózy M2): SMS zároveň předpokládá zpomalení růstu úvěrů.

Vrchní ředitel Řežábek: Táže se ředitelky Samostatného odboru ekonomického výzkumu a finanční stability (dále jen SAO EV a FS) Šmídkové na stanovisko SO EV a FS. Na str. 7 nahoře je uvedeno že „Dosavadní vývoj spíše potvrzuje hypotézu, že investoři považují CZK za stabilní měnu, do které přesouvají část svých investic při očekávání nižší výnosnosti dolarových aktiv“. S tímto souhlasí. Následující větě „Nicméně riziko dalšího nadměrného zhodnocování koruny by mohlo značně snížit zveřejnění trajektorie s poměrně rychle klesajícími sazbami (zejména pokud

bude rozhodnuto ponechat měnověpolitickou sazbu na stávající úrovni)“ však nerozumí. Žádá o vysvětlení.
Odpověď ředitelky SO EV a FS Šmídkové: Pokud zveřejníme trajektorii sazeb, která možná trhy překvapí, protože uvidí, že v ní sazby klesají rychleji oproti očekáváním založených na předchozích prognózách ČNB, tak toto pak může znamenat určitý zlom ve vývoji kurzu. Mohlo by to vést k pomalejšímu zhodnocování koruny. Věta tak česky měla znít spíše „Riziko dalšího nadměrného zhodnocování koruny by mohlo být sníženo zveřejněním trajektorie úrokových sazeb“.

Vrchní ředitel Řežábek: Velká část diskuze je věnována potravinám. Připomíná, že loňský růst cen potravin začal informací o neúrodě v Austrálii. Táže se, zda si SMS ověřila výhled produkce potravin na této části zeměkoule, kde je sklizeň oproti severní polokouli o 6 měsíců posunuta.
Odpověď SMS: SMS při své predikci cen zemědělských výrobců nejde do takových detailů, aby sledovala odhady úrody v jednotlivých zemích. Nicméně implicitně toto SMS dělá tak, že podobně jako ve stanovisku poradce sleduje tržní výhledy cen, které jsou sestavovány na základě chování hráčů na trhu. Tito hráči všechny informace sledují a ty by tudíž měly být v cenách zohledněny. Tržní výhled zatím naznačuje určitý pokles cen obilovin někdy v srpnu roku 2008. To znamená spíše po úrodě na severní polokouli, než po úrodě v Austrálii. Tento výhled je pak zhruba konzistentní s výhledem cen zemědělských výrobců, který SMS prezentuje v boxu a který vnímá jako protiinflační riziko.

Vrchní ředitel Řežábek: V SZ je na str. 3 uvedeno, že reálná ekonomika od 2. čtvrtletí 2008 působí protiinflačně. V prezentaci SMS se posléze dozvěděl, že reálná ekonomika působí proinflačně. Obojí je pravda, ale neví, proč SMS pokaždé komentuje něco úplně jiného v závislosti na tom, zda se dívá dozadu či dopředu. Bylo by dobré tyto věci více sladit.
Odpověď SMS: Tato změna má popsat očekávaný rychlý posun v působení reálné ekonomiky na inflaci. Od přelomu let 2005/06 bylo toto působení proinflační, zejména ze strany mezery výstupu. Nyní se SMS domnívá, že na konci minulého roku již byla ekonomika na vrcholu cyklu, přičemž nyní dojde k poměrně výraznému zpomalení růstu. To povede k tomu, že proinflační působení odezní a reálná ekonomika začne působit spíše protiinflačně.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o posunu inflačního působení reálné ekonomiky): Toto vše chápe, překvapilo ho, že při prezentaci SMS byl uveden pouze první kvartál a nikoli další vývoj, což ho trochu zklamalo.
Odpověď SMS: Jeden ze snímků v prezentaci pokrýval výhled tlaků z reálné ekonomiky.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o posunu inflačního působení reálné ekonomiky): SMS slovně použila argument, že reálná ekonomika bude působit proinflačně.
Odpověď SMS: Pokud to takto vyznělo, jednalo se o přeřeknutí, skutečnost je taková, že výchozí působení reálné ekonomiky je proinflační, na prognóze pak protiinflační.

Vrchní ředitel Řežábek: Chyběl mu podrobnější komentář k vývoji cen pohonných hmot a ropy. Dle posledních informací došlo za leden k poklesu cen pohonných hmot o 1 Kč na litr (cca 3 %). Táže se, zda je toto dle SMS významné a jaké to má implikace do budoucna. Poslední informace ze světového trhu s ropou ukazují, že zásoby ropy v USA výrazně narostly a ceny klesají.
Odpověď SMS: Týdenní šetření cen pohonných hmot jsou zapracovány v prognóze, předpokládají mírné meziměsíční zvýšení cen pohonných hmot, což je konzistentní s prognózou.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o cenách pohonných hmot a ropy): Tomu nerozumí, četl, že pohonné hmoty poklesly o cca korunu na litru, sám kupuje naftu, připadne mu, že ceny poklesly z 31,90 Kč za litr na 30,90 na stejných čerpacích stanicích. Neslyšel žádnou informaci o dopadu extrémních mrazů v Číně, která je jedním z největších exportérů na světě. Může to mít nějaký vliv?
Odpověď SMS: Nelze vyloučit, že se objeví pokles cen pohonných hmot, ale až v únorových datech. Data k indexu spotřebitelských cen se sbírají do 15. dne daného měsíce, případný pokles po 15.1.2008 by již byl zahrnut v datech únorové inflace. Shodou okolností je právě 15. leden datem, kdy se uzavírá prognóza. Co se týče dopadů mrazů v Číně, SMS k tomuto příliš říci neumí, jedná se zřejmě o lokální věc. SMS nezaznamenala žádný komentář, který by toto vztahoval k výkonnosti čínské ekonomiky.

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi o cenách pohonných hmot a ropy): V Číně mají Nový rok a týdenní dovolenou, na kterou nemohou pracující z důvodů mrazů odjet. Jedná se tedy o politický problém, globální ekonomické dopady jsou zanedbatelné.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o cenách pohonných hmot a ropy): Měl na mysli především energetickou infrastrukturu, o které se v poslední době celosvětově hodně diskutuje.
Odpověď SMS: Zde se jedná spíše o dlouhodobější záležitost (informace o stavbě ropovodu, plynovodů a podobně), SMS se nedomnívá, že by toto mohlo ovlivnit ceny v dohledném horizontu. Ceny ropy jsou v současnosti ve vleku poměrně výrazného oslabení americké ekonomiky, které postihuje i ty části ekonomiky, které doposud rostly (služby, pokrývající 55 % ekonomiky USA). Toto samozřejmě tlačí na zásoby, které se zvyšují. Cena ropy tak bude asi klesat rychleji, než je zahrnuto v Consensu Forecasts.

Vrchní ředitel Řežábek: Domnívá se, že prezentovaná obava ze zveřejnění trajektorie úrokových sazeb a jejího vlivu na trhy není zcela férová. Členové bankovní rady aktivně komentovali vývoj ekonomiky, přičemž zveřejnění trajektorie tyto komentáře spíše potvrdí. Na závěr uvádí, že SZ přestává úplně rozumět. V textu SZ je na str. 3 uvedeno vyznění prognózy, dle kterého by mělo v 1.Q 2008 dojít ke zvýšení sazeb, které by se měly ještě v roce 2008 snižovat. MPD doporučuje zvýšit sazby o 0,25 p.b. a dlouhodobě ponechat, trajektorie implikovaných sazeb předpokládá pro 1.Q 2008 sazby 4,20 %, posléze jejich snížení postupně až na 3,20 %. Pokud vezme v úvahu, že současný rozdíl tříměsíčního Priboru a dvoutýdenní repo sazby je přibližně 0,3 p.b., pak to znamená, že by naše dvoutýdenní repo sazba měla být ve čtvrtém kvartálu letošního roku na 2,90 % a v horizontu 1 roku výrazně poklesnout. Pokud by byl analytikem na trhu a dal si tyto tři věci dohromady, pak by vůbec reakci centrální banky nerozuměl.
Odpověď SMS: Trh hodnotil komentáře z ČNB jako poměrně nejednoznačné, přičemž je vyhodnotil ve smyslu zvýšení a následné stability sazeb. I přes tuto komunikaci, nebo spíše díky ní je výhled stále výše, než to co bude ČNB zveřejňovat. Rozdíl mezi aktuální sazbou 3M Pribor a mezi dvoutýdenní repo sazbou je standardní pro situaci, kdy je očekáváno a v sazbách plně oceněno zvýšení sazeb. Jinak se obě tyto sazby tradičně pohybují velmi blízko. Ve chvíli, kdy je stabilní výhled sazeb a na trhu není žádný likviditní problém, mezi nimi bývá rozdíl do 0,1 p.b.. Při zvýšení repo sazby by se tak již 3M Pribor neměl posouvat dále nahoru ze současných 3,8 %.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o předpokládané budoucí trajektorii sazeb): SMS ale má v prognóze pro 1.Q 2008 sazby 4,2 %.

Odpověď SMS: SMS toto interpretuje na základě měnověpolitických experimentů volněji. Doporučuje jedno zvýšení, které by znamenalo průměrný Pribor pro první i druhé čtvrtletí ve výši zhruba 3,8 %, poté by měl následovat obrat k postupnému poklesu sazeb.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o předpokládané budoucí trajektorii sazeb): SMS ale posléze ve 3.Q 2008 předpokládá sazby 3,4 %. Budeme tedy dnes sazby zvyšovat, abychom s nimi nejpozději ve 3.Q 2008 „zakvedlali" zase zpátky, ve 4Q.2008 se předpokládá další snížení sazeb. V SZ i v MPD je komentováno, že „s makroekonomickou prognózou je konzistentní nejprve mírný nárůst a posléze ještě v roce 2008 pokles úrokových sazeb, v roce 2009 pak zhruba stabilita". Není však uvedeno, že ono „kvedlání" sazbami dolů bude výraznější než počáteční nárůst. Jedná se podle jeho názoru o rozpor v argumentaci SMS.
Odpověď SMS: SMS parafrázuje důvody protisměrných pohybů sazeb tím, že vedeme válku na dvou polích. První válka je proti aktuálně vysoké inflaci, která se může začít promítat do inflačních očekávání. Model tuto situaci interpretuje tak, že kdybychom toto všechno v minulosti věděli, pak by nyní musely být úrokové sazby podstatně výše. V souvislosti s vpředhledícností měnové politiky však tato začne poměrně rychle otáčet svoji pozornost k druhé válce, kterou je válka proti zpomalování ekonomiky a proti záporné mezeře výstupu, která se na horizontu měnové politiky projevuje v poklesu inflace. Po posledním zvýšení úrokových sazeb by mělo následovat pětiměsíční až půlroční období stability, které se SMS nejeví jako krátkodobá stabilita a „kvedlání" se sazbami nahoru a dolů. V druhé polovině roku pak bude následovat obrat směrem dolů. Tento obrat nemusí být tak rychlý potud, dokud budeme přisuzovat určitou pravděpodobnost méně příznivému scénáři sekundárních efektů nákladových šoků z alternativní simulace. Do té doby, než bude jasné, že jsme první bitvu vyhráli, asi nemá cenu stáhnout všechna vojska do bitvy druhé. Může tak být obezřetné držet sazby na vyšší úrovni po delší dobu, než je oněch 5 měsíců, které naznačuje základní scénář. Toto do určité míry odpovídá i na následující dotaz vrchního ředitele Tomšíka.

Vrchní ředitel Tomšík: SMS uvádí, že současné poptávkové inflační tlaky jsou generovány zejména kladnou mezerou výstupu na úrovni 1,3 p.b.. SMS nadále očekává poměrně rychlý růst investic, který byl dokonce přehodnocen z 8 % na 11 %. Tyto investice na jedné straně zvýší inflaci neakcelerující produkt, na druhou stranu SMS očekává, že skutečný HDP v letošním roce poměrně rychle poklesne. V kombinaci obou těchto faktorů kladná mezera výstupu poměrně rychle překmitne do záporné. Poptávkové inflační tlaky tak rychle zmizí.
Odpověď SMS: Skutečně dochází k této změně mezery výstupu, ta je teď na 1,3 %, na prognóze padá zhruba k -1 %, takže na prognóze působí protiinflačně. Dojde tedy velmi rychle k vymizení poptávkových inflačních tlaků.

Vrchní ředitel Tomšík: Již v 10.SZ bylo argumentováno ve prospěch přehodnocení HDP směrem dolů, protože disponibilní příjmy neporostou tak rychle. V SZ na straně 5 je v tabulce aktuální prognózy a jejích předpokladů uveden růst reálné mzdy ve výši 4,4 %. Při inflaci kolem 6 % mu tento růst připadne jako hodně vysoký. Navíc je tento růst v rozporu s růstem reálných mezd z výběrového šetření uvedeného na str. 36 ve výši 1,1 %, resp. 0,7 % pro 2.Q 2008.
Odpověď SMS: Pro letošní rok počítá SMS s růstem reálných mezd na úrovni celé ekonomiky jen 1,5 %, z čehož také vyplývá pokles růstu reálné spotřeby na 2,8 %. Existuje zde ale výrazná diferenciace, když podnikatelský sektor zaznamenává 9 % nominální a 3 % reálný růst mezd, ale u nepodnikatelského sektoru se reálné mzdy propadají v návaznosti na úsporné balíčky.

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi o vývoji mezd): Připomíná překvapivý nárůst mezd ve státní správě 3.Q 2008, který SMS vysvětlovala možnou souvislostí s očekávaným nízkým nárůstem mezd zaměstnanců v nepodnikatelské sféře letos.. Platí tato hypotéza i nadále? Nestálo by za to tyto růsty vyhladit? Jak se změní disponibilní příjmy, když poměrně výrazně vzrostla i zaměstnanost (o 2 %)? Z tohoto hlediska by se jednalo o argument ve prospěch menšího zpomalení spotřeby.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o vývoji mezd): Na druhou stranu budou působit i nižší sociální dávky, na disponibilní důchod bude mít vliv i snížení daně z příjmu.
Odpověď SMS: SMS zatím nic lepšího než tuto hypotézu ohledně vývoje mezd v nepodnikatelské sféře nemá. SMS neočekává pro nepodnikatelskou sféru nominální růst mezd pouze 1,5 %, což by znamenalo reálný pokles, ale růst zhruba 4 %. Přímé daně nejsou součástí reálných hrubých mezd, ale nižší přímé daně budou spolu s vyšší zaměstnaností skutečně zvyšovat disponibilní příjmy.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o vývoji mezd): Ti, kteří budou benefitovat ze změn daňového systému, budou ale ti, kteří dodatečný disponibilní důchod neutratí.
Odpověď SMS: SMS u této skupiny předpokládá mírný nárůst míry úspor.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o vývoji mezd): SMS nyní říkala, že reálné mzdy za celou ekonomiku porostou tempem 1,5 %, ale na straně 5 v tabulce předpokladů prognózy je uveden růst reálných mezd 4,4 %.
Odpověď SMS: Zde se jedná zřejmě o růst mezd pouze pro podnikatelský sektor. SMS se omlouvá, příště musí tabulku opravit a dát jasný popisek.

Vrchní ředitel Tomšík: SMS provedla měnověpolitický experiment, který spočíval v tom, že pro 1.Q 2008 byly ponechány sazby na stejné úrovni jako v 4.Q 2007. V tomto experimentu je průběh celkové inflace na celém prognózovaném období zhruba na úrovni základního scénáře prognózy, obdobně je zde zhruba shodný vývoj úrokových sazeb pro 2.Q 2008. To jinými slovy znamená, že zvýšení sazeb téměř nemá vliv. Závěry tohoto experimentu ho hodně překvapily.

Vrchní ředitel Tomšík: Index reálných měnových podmínek se dle SMS v této chvíli jeví jako restriktivní, a to nikoli z pohledu úrokové složky, ale zejména z pohledu kurzu. Na druhou stranu se však SMS obává, že by dnešní uveřejnění klesající implikované trajektorie úrokových sazeb mohlo vést ke korekci kurzu. Pokud se tento předpoklad naplní, kurz oslabí a reálné měnové podmínky budou najednou výrazně uvolněné. Pokud naopak sazby nezvýšíme a kurz se neznehodnotí, změníme naprosto ze dne na den náhled na reálné měnové podmínky.
Odpověď SMS: Měnové podmínky jsou mírně restriktivní i při předpokládaném kurzu 26,30 CZK/EUR. I kdyby nyní kurz zkorigoval, asi bychom se stěží překmitli do uvolněného působení měnových podmínek, pro které by kurz musel jít zpět nad 26,5 až 27,0. SMS očekává, že i v případě korekce kurzu bude působení měnových podmínek mírně restriktivní.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o kurzu a měnových podmínkách): Přesto SMS navrhuje zvýšení sazeb, což povede k ještě restriktivnějším měnovým podmínkám.
Odpověď SMS: Základní scénář v sobě již toto zvýšení obsahuje. Měnové podmínky budou mírně restriktivní po celý horizont měnové politiky.

Vrchní ředitel Hampl: Táže se ředitelky SO EV a FS Šmídkové na turbulentní přílohu o finančních trzích zpracovanou SO EV a FS, která podává velice zajímavé shrnutí situace.

SO EV a FS v ní explicitně říká, že se nesnaží o přímé měnověpolitické implikace. To je škoda, na základě přílohy se o takovéto implikace pokusí a žádá o potvrzení, zda jsou jeho interpretace správné. Jeho interpretace příběhu z přílohy je zhruba následující: Americká ekonomika se dostala do smyku, centrální banka ve smyku točí volantem opačně, než se hýbe zadek vozu. V minulosti nedošlo k přizpůsobení rychlosti ekonomiky stavu vozovky a vůz se stal neřiditelným. Ekonomika se do této fáze dostala také (nebo dokonce zejména) díky předchozí uvolněné měnové politice. Na druhou stranu dle argumentů SO EV A FS takováto rizika v České republice zatím nehrozí, zatím vůz kontrolujeme a pokud jej budeme dobře řídit, jsme schopni kluzkou část vozovky objet. SO EV A FS v příloze i ve své komunikaci ale zvedá varovné červené praporky, že se již zadlužení domácností začíná zvyšovat hodně. Toto si osobně překládá tak, že pro to, abychom se vyhnuli smyku, musíme jít dnes se sazbami nahoru, tj. musíme jít nahoru s klíčovou cenou, která způsobuje změny poptávky po něčem, co by se v dlouhém období mohlo ukázat jako neudržitelná bublina.

Viceguvernér Singer (v diskuzi k turbulentní příloze): Táže se vrchního ředitele Hampla, co myslí předkem a zadkem ekonomiky, jakou roli zde hrají sazby?

Vrchní ředitel Hampl: Předek ekonomiky jsme my, minimálně to předstíráme navenek.
Odpověď ředitelky SO EV a FS Šmídkové: Její osobní interpretace je taková, že ve smyku opravdu nejsme, neboť jsme na dráhu vyjeli o hodně později než ostatní, takže naše gumy nejsou ještě tak ojeté. V materiálu jsou naznačeny návrhy toho, co udělat, abychom se smyku vyhnuli, jedná se však spíše o návrhy pro diskuzi o fiskální politice, jako je například snížení daňových pobídek úvěrů a hypoték. O možnosti ČNB zabránit svými sazbami dalšímu růstu úvěrů má určité pochybnosti. Bankovní rada by podle jejího názoru dnes měla sazby zvýšit, neboť existují nejistoty, které v tuto chvíli volají po této reakci měnové politiky. Pokud by se posléze ukázalo, že je krize větší, než se myslelo, a že vede ke zpomalení hospodářského růstu, pak by samozřejmě byla odpovídající reakcí opět sazby rychle snížit.
Odpověď náměstka SO EV a FS Fraita: Pokud jde o interpretaci jízdy po širokých amerických dálnicích, souhlasí s interpretací vrchního ředitele Hampla. Vzhledem k tomu, že při projednávání MPD hlasoval pro ponechání sazeb, pak je jeho interpretace jízdy na úzkých českých silničkách poněkud odlišná. Při svém hlasování na MPD se snaží do značné míry abstrahovat od témat finanční stability, jako je zadluženost, ceny aktiv a podobně, neboť se domnívá, že v režimu cílování inflace, který aplikujeme, nemáme tyto proměnné v reakční funkci. Jeho osobní stanovisko nezvyšovat sazby vyplývá z jeho názoru, že je Concensus Forecasts „behind the curve“ a že se bude postupně se zpožděním přizpůsobovat poklesu ekonomické aktivity v zahraničí. Domnívá se také, že je velké riziko poklesu světových úrokových sazeb, zvyšování sazeb ČNB by tak mohlo vést k neadekvátnímu zhodnocování koruny, které by pak mohlo mít negativní dopad na ekonomickou aktivitu a následně i na inflační tlaky. Pokud jde o komentáře finanční stability ohledně zadlužování domácností apod., domnívá se, že rizika pro makroekonomickou situaci jsou stále velmi nízká. Souhlasí s ředitelkou Šmídkovou, že jsme v jiné fázi než zahraničí. Naše prohlášení ohledně zadlužování domácností na veřejnosti hrají spíše roli ochrany spotřebitele, finančního vzdělávání a podobně.

Vrchní ředitel Hampl: Na úvodních schůzkách k prognóze se tázal, zda jsme schopni udělat měnověpolitickou úvahu, jakým způsobem v této chvíli nejúčinněji ovlivňovat inflační očekávání. Vzhledem k tomu, že SMS znovu komentuje, že u inflačních očekávání máme jedno

z největších rizik prognózy, táže se, zda nějaká takováto úvaha proběhla a co máme v tuto chvíli pro účinné ovlivnění inflačních očekávání dělat.
Odpověď SMS: SMS se domnívá, že nejúčinnější akcí je nyní sazby zvýšit a zároveň publikovat základní scénář prognózy. Přitom komunikovat, že silně věříme tomu, že je letošní inflace dočasná a že rychle odezní. Na druhou stranu je třeba říci, že toto je podmíněno absencí sekundárních průsaků do korigované inflace. Pokud by tyto nastaly, pak jsme připraveni na ně reagovat spíše v souladu s alternativou.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi optimální komunikace): Znamená to, že součástí komunikace bude i publikace grafu předpokládané trajektorie sazeb včetně trajektorie z alternativního scénáře ve zprávě o inflaci?
Odpověď SMS: SMS navrhla tento graf do Zprávy o inflaci, protože ze strany bankovní rady cítila poptávku, aby alternativu komunikovala poněkud více, než je obvyklé.

Vrchní ředitel Hampl: Při diskuzích bankovní rady se SMS ohledně změny modelu argumentoval rizikem ztráty intuice o tom, jakou ekonomiku model popisuje. Obává se, že k něčemu podobnému v tuto chvíli došlo. SMS navíc udělala změnu rovnovážného růstu reálné mzdy, o které se při předchozích schůzkách k prognóze nediskutovalo. SMS v okamžiku, kdy posouváme rovnovážnou reálnou apreciaci vzhůru, posunuje rovnováhu pro reálnou mzdu směrem dolů, což si neumí ekonomicky příliš vysvětlit. Ekonomika rovnovážně bohatne rychleji, než jsme si mysleli, ale zároveň zaměstnanci relativně chudnou ve srovnání s odměnami jiných výrobních faktorů. Tuto změnu chápe jako čistě technickou. Kdyby SMS rovnováhu reálných mezd neměnila a nechala rozšířit negativní mezeru výstupu, znamenalo by to rychlejší pokles inflace a rychlejší pokles sazeb. Dodatečná změna v rovnováze mezd činí prognózu dosti nečitelnou, a to jak pro bankovní radu, tak pro samotnou SMS. Ta v MPD argumentuje „měnověpolitickou vidinou“ dle které bychom „měli komunikovat vidinu ponechání sazeb na vyšší úrovni, než je v základním scénáři“. Jinými slovy, SMS udělala v modelu změny, po jejich zapracování v rovnováhách začal model generovat výrazně nižší trajektorie inflace a sazeb. SMS se těchto trajektorií zděsila, a tak do modelu začala vkládat expertní úpravy, aby se posunula trajektorie někam doprostřed mezi starý a nový model. Trajektorie sazeb připadne SMS stále ještě příliš nízká a navrhuje vůči trhu komunikovat tak, že jí příliš nevěříme. V tuto chvíli mu připadne jako mnohem jednodušším řešením ponechat model tak, jak byl, včetně rovnovážných trajektorií. Domnívá se, že guvernér Tůma bude mít na tiskové konferenci poměrně obtížné vysvětlování.
Odpověď SMS: SMS souhlasí, že by snížení rovnovážného růstu reálných mezd nesedělo s nárůstem reálné rovnovážné apreciace kurzu, pokud by za tímto přehodnocením byla historka vyššího růstu produktivity v ekonomice. Na předchozích schůzkách k prognóze však již bylo argumentováno, že SMS dlouhodobou historku vnímá stále stejně, ale že se nyní jedná o jakési technické řešení stávajícího cenového šoku, který účetně zvyšuje pozorovanou reálnou apreciaci měřenou CPI a snižuje reálný růst mezd měřený CPI.

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi o změnách rovnovážných trajektorií): Provedené změny jsou alternativou změny deflátoru.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o změnách rovnovážných trajektorií): Technice této změny rozumí, má ale problém s tím, že pro ni nemáme žádné fundamentální vysvětlení. Přitom se provedená změna rovnovážné reálné apreciace promítá až do roku 2013, nejedná se tedy o

krátkodobou změnu. SMS stále nevysvětlila, proč musí nutně přehodnotit rovnováhu pro mzdy a proč by se cenový šok nemohl nechat projevit v rozšíření negativní mezery v reálných mzdách.
Odpověď SMS: Příkladem, který vysvětluje adekvátnost přístupu SMS, jsou zdravotnické poplatky, které mají dopad do CPI 0,5 p.b.. Tento nárůst zpřísňuje reálný kurz měřený přes CPI. Nikdo si ale asi nemyslí, že zdravotnické poplatky podkopají naší konkurenceschopnost. To je důvod pro dočasné zvýšení rovnovážné reálné apreciace, aby nedošlo ke zpřísnění kurzové složky měnových podmínek. Stejně tak nebude pro podniky pokles reálných mezd vyplývající z nárůstu poplatků ve zdravotnictví znamenat pokles jejich reálných nákladů práce umožňující zlevnění jejich zboží. SMS proto symetricky ke zvýšení reálné rovnovážné apreciace snížila rovnovážný růst reálných mezd.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o změnách rovnovážných trajektorií): Tento problém by ale řešila i změna mezery v reálných mzdách.

Viceguvernér Niedermayer (v diskuzi o změnách rovnovážných trajektorií): Takováto změna by ale měla měnověpolitické dopady, což si ale my nemyslíme.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o změnách rovnovážných trajektorií): Toto je právě velká otázka.
Odpověď SMS: Pak by právě docházelo ke zlevňování rohlíků a automobilů proto, že byly zavedeny zdravotnické poplatky, na což by pak musela měnová politika reagovat. SMS se však domnívá, že to tak nenastane.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o změnách rovnovážných trajektorií): Je možné argumentovat i opačně. Kdybychom nechali nákladový šok projevit do mezery v reálných mzdách, projevily by se důchodové efekty nárůstu cen.
Odpověď SMS: To, že by toto byla určitá zkratka pro důchodové efekty, je pravda, SMS ale snížila růst reálných mezd méně, než bylo zvýšení reálné rovnovážné apreciace. Určitý prostor pro implicitní důchodový efekt tak v modelu je. Reálné mzdy však mají v modelu aproximovat především reálné výrobní náklady, nikoli reálné důchody. Jak základní scénář, tak alternativa v sobě obsahují stejné expertní úpravy, ty jsou symetricky zapracovány do obou scénářů.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o změnách rovnovážných trajektorií): Pokud se tedy bavíme o reálných mzdách, promítá se změna jejich rovnováhy i do vyšší trajektorie alternativy?
Odpověď SMS: Ano. SMS přikládá alternativě určitou váhu. V minulosti sice nebyly sledovány sekundární průsaky nákladových faktorů a v základním scénáři je tedy lepší je neuvažovat, na druhou stranu je však současný šok velmi silný, dotýká se nezbytných statků a velkého počtu položek. Existuje tedy určité riziko, že SMS provádí modelovou změnu ve špatný okamžik.

Vrchní ředitel Hampl: Žádá SMS, aby bankovní radu explicitně ujistila, že na změny modelu neplatí Lucasova kritika, tedy že SMS neudělala z trajektorie úrokových sazeb cíl.
Odpověď SMS: Toto nebyla motivace změny modelu. SMS by se z hlediska komunikace vůči bankovní radě asi žilo lépe s původní trajektorií úrokových sazeb.

Vrchní ředitel Hampl: Proč stále reálnou apreciaci ztotožňujeme hlavně nebo možná i výlučně s Balassa-Samuelsonovým efektem, což je již překonaný stav poznání? Existuje řada výzkumných prací, které uvádějí, že B-S efekt vysvětluje reálnou apreciaci ani ne z poloviny, projevují se zde další efekty jako je nárůst kvality apod.
Odpověď SMS: SMS Balassa-Samuelsonovým efektem myslí nikoli staré, ale moderní pojetí.

Viceguvernér Singer: SMS v MPD i zde rozvíjela famózní úvahy o tom, jak jsme schopni ovlivňovat 3M PRIBOR pomocí naší komunikace trajektorie budoucích úrokových sazeb včetně rizik protisměrných pohybů. SMS dokonce předpokládá naši schopnost tímto způsobem ovlivňovat i kurz. Toto mu pro první měsíc, kdy začneme trajektorii sazeb uveřejňovat, připadne jako velice neuvěřitelné.

Viceguvernér Singer: Zajímalo by ho, zda model v tuto chvíli v dlouhém období stále dosahuje dlouhodobé neutrální úrovně úrokových sazeb, tedy zda jsou sazby 2,9 % součtem rovnovážné reálné úrokové míry a inflačního cíle.

Viceguvernér Singer: SMS zvýšila rovnovážnou reálnou apreciaci, v SZ ale chybí komentář opory této změny. Opravuje se tímto náš dosavadní názor, nebo je změna pouze krátkodobá?
Odpověď SMS: Vyšší reálná apreciace v modelu je pouze reakcí na krátkodobý šok, nejedná se o nic dlouhodobě fundamentálního. Viz také odpověď na otázku vrchního ředitele Hampla.

Viceguvernér Singer: Navazuje na dotaz vrchního ředitele Tomšíka. Táže se, co se stane s korigovanou inflací, pokud se naší komunikaci nepodaří oslabit kurz na původně předpokládané hodnoty, a ten bude dále postupně posilovat o 4 % ze stávajících úrovní. Kam se korigovaná inflace posune a jak rychle? V této souvislosti připomíná, že promítnutí kurzového kanálu do cen je oproti úrokovému kanálu rychlejší. Domnívá se, že SMS tyto efekty vůbec neuvažovala.
Odpověď SMS: Pokud nebudou působit sekundární průsaky do cen, pak by korigovaná inflace klidně mohla spadnout do záporu. To, že je u kurzu oproti sazbám rychlejší transmise, modelový aparát standardně předpokládá, přímý kurzový kanál působí během dvou čtvrtletí.

Viceguvernér Singer: Táže se, co naznačují týdenní šetření cen potravin, jinými slovy, co si SMS myslí o zítřejší úrovni inflace ve vztahu k cenám potravin.
Odpověď SMS: Týdenní šetření cen potravin na leden ukazovala zhruba 1% zvýšení cen potravin. Byly zde poměrně výrazné protisměrné pohyby, poklesly ceny, které na konci minulého roku rostly nejvíce, jako jogurty, máslo, apod., u dalších cen docházelo naopak ke zvyšování. Tento růst je v souladu s prognózou SMS i s argumentem, že se zvýšení DPH zřejmě promítlo ve větší míře do cen již na podzim. Růst cen potravin z týdenních šetření se týká „nečistých" cen potravin včetně DPH, 1% nárůst cen potravin za leden je jedním z nejnižších nárůstů za několik posledních let.

Viceguvernér Singer: V loňském roce jsme byli ohledně fiskální politiky velmi skeptičtí, teď jsme si opravili názor. Domnívá se SMS, že je toto výsledek vývoje ekonomiky nebo rezervních fondů?
Odpověď SMS: Z hlediska hospodářského vývoje nedošlo k žádnému překvapení. Došlo k mimořádným změnám, které SMS nepředvídala, a které nyní nově zapracovává do akruální metodiky. Jedná se o již zmíněná vysoká inkasa spotřebních daní, DPH a také o neočekávaný meziroční pokles výdajů v prosinci. K tomu došlo ve složkách rozpočtu mimo transfery, primárně se jednalo o zpomalení investičních aktivit apod.

Viceguvernér Singer: Jak je to s výběrem spotřební daně z cigaret, u kterých se dle SMS zvýšilo inkaso spotřební daně v důsledku předzásobení. Kdy se u nich zúčtovává spotřební daň?
Odpověď SMS: U spotřebních daní na cigarety dochází k placení daně do 60 dnů od odběru kolků. Když se ale odebírají kolky, tak ještě cigarety nemusejí být vyrobeny.

Viceguvernér Singer: Růst přidané hodnoty pro podniky pod zahraniční kontrolou dosáhl 22,4 %, u soukromých domácích podniků došlo k jejímu poklesu o 7 %. Domnívá se SMS, že vývoj kurzu tlačí na posun ekonomiky do dvourychlostního modelu?
Odpověď SMS: Rozdíl mezi vývojem přidané hodnoty pro zahraniční podniky a pro soukromé domácní podniky je markantní především pro podniky nad 250 zaměstnanců. Aktuální problém ČSÚ s touto skupinou spočívá v tom, že obsahuje pouze malý počet podniků, agregátní data tak mohou ovlivnit jeden či dva velké podniky. Již na minulé bankovní radě byl zmíněn nepříjemný růst nominálních mzdových nákladů zejména v odvětví výroby a distribuce energie. SMS nemůže vyloučit, že se zde neprojevuje stejný problém .

Viceguvernér Singer (v diskuzi o rozdílu mezi růstem PH mezi domácími a zahraničními podniky): Doplňuje svůj dotaz. Čísla by mohla znamenat, že většina českého sektoru může být v horším finančním stavu, než si myslíme. Přitom mezitím marže dále poklesly o 3 %. Zajímalo by ho tedy, které podniky si půjčují. Jedná se především o úvěry ČEZu, nebo těm podnikům, které si tak skvěle finančně nevedou?
Odpověď SMS: Paradoxem dat je to, že si ČEZ vede skvěle, ale přitom ČSÚ v tomto sektoru vykazuje čtvrtinový pokles přidané hodnoty. Záhada statistiky je také v tom, že u domácích podniků není rozdíl zdaleka tak dramatický, i zde dochází k růstu přidané hodnoty.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o rozdílu mezi růstem PH mezi domácími a zahraničními podniky): Kolik mají tyto podniky výkonů do tuzemska, kolik do zahraničí, jak se pohybují ceny. Nemůže se zde jednat o vliv kurzu?
Odpověď SMS: Importy by neměly ovlivňovat reálnou přidanou hodnotu podniku. Nová data o finančních výsledcích podniků jsou pro SMS záhadou.

Vrchní ředitel Holman: SMS v SZ několikrát zmiňuje své očekávání korekce kurzu. Táže se, co k tomu SMS vede. Dle naší prognózy by měl být kurz koruny asi 26,3 CZK/EUR, dnes je ale již na úrovni 25,5. Jak toto SMS hodnotí, překvapil ji tento silnější kurz natolik, že by jej označila za chybu prognózy?
Odpověď SMS: Pokud kurz zůstane na 25,50 CZK/EUR, bude to znamenat relativně velkou chybu prognózy. Na druhou stranu řada účastníků trhu věří, že dojde ke korekci kurzu. Průměr za 1.Q zřejmě skončí oproti předpokladu prognózy na silnější hladině, nevíme však, jak bude tato chyba prognózy velká.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o kurzu): SMS stále hovoří o tom, že v prognóze očekávaný růst sazeb již je promítnutý v kurzu. Toto však SMS tvrdila již při projednávání 10.SZ, při které uvažovala nárůst sazeb na 4,1 %. Sazby vzrostly asi o 0,6 p.b. méně, přesto nás kurz nepřekvapil na silné straně.
Odpověď SMS: U kurzu se jedná o úvahy typu „ceteris paribus“. Pokud nenastane nějaký nefundamentální tlak na posílení koruny, tak je skutečně dnešní zvýšení sazeb v kurzu již oceněné. SMS má informace ze sekce bankovních obchodů, že se hromadí likvidita a že se tedy očekává nárůst sazeb. Dnešní zvýšení by tak již nemělo mít dodatečný vliv na posílení kurzu. Novou informací pro trh bude doprovodné prohlášení a nová prognóza. Zde by trh mohl být překvapený relativně nízkou novou prognózou inflace a klesajícím výhledem sazeb, což by mohlo tlačit na depreciaci kurzu.

Vrchní ředitel Hampl (v diskuzi o kurzu): Táže se vzhledem k tomu, že se i na uzavřeném zasedání bude diskutovat otázka rizika rychlejší apreciace kurzu oproti základnímu scénáři. Jaká

by musela být průměrná úroveň kurzu v 1.Q 2008, aby se se sazbami nemuselo nic dělat a dopad na inflaci byl takový jako prognóza předpokládá?
Odpověď SMS: SMS tentokrát neprovedla měnověpolitický experiment s break-even hodnotou kurzu. Byla provedena pouze standardní citlivostní analýza apreciace o 3%, která naznačuje snižování sazeb. Break-even scénář by měl být někde mezi touto citlivostní analýzou a základní scénářem.

Guvernér Tůma (v diskuzi o kurzu): Hodně otázek bylo ke kurzu, žádá SMS a ředitele Sekce bankovních obchodů Bauera o jejich vysvětlení posledního posílení kurzu.
Odpověď ředitele sekce bankovních obchodů (dále jen SBO) Bauera: V současném kurzu jsou již oceněna očekávání dnešního zvýšení úrokových sazeb. Na začátku roku se na posílení kurzu podílely určité technické faktory, které souvisely s expirací opčních struktur a opčního hedgingu. Vývoj po začátku února je pro SBO spíše překvapením, očekávali spíše určité sezónní oslabení, související například s repatriací dividend.
Odpověď SMS: Prozatím domácí analytici i analytici finančního trhu očekávají do poloviny letošního roku znehodnocení koruny. Trajektorie kurzu z prognózy je tak shodná s tržním výhledem, který byl však sbírán ještě před tím, než koruna dosáhla aktuálních rekordních hodnot. V minulosti kurz koruny vykazoval určitý sezónní charakter, kdy koruna na přelomu roku v podmínkách nízké likvidity a neexistence dividendového odlivu posilovala, v průběhu roku poté v souvislosti s výplatou dividend docházelo ke korekci, v závěru roku pak kurz opět posiloval. Do jaké míry se však tento vývoj naplní i letos je otázkou. Loni byl takový vývoj zaznamenán, na druhou stranu efektivní trh by neměl vykazovat zřetelnou sezónnost.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o kurzu): Má SMS přehled, jak velké dividendy budou vyplaceny? V loňském roce některé firmy vyplácely mimořádně zisky, které se naakumulovaly v průběhu předchozích let.
Odpověď SMS: SMS se domnívá, že v loňském roce mimořádné dividendy nebyly již tak vysoké, jako např. v roce 2006, kdy mimořádné dividendy vyplácely některé banky.

Guvernér Tůma (v diskuzi o kurzu): Ke korekci kurzu v průběhu roku docházelo několik let za sebou, nejedná se tedy nejspíše o jednorázový vliv.

Vrchní ředitel Řežábek: SMS ještě nesdělila poměr svého hlasování.
Odpověď SMS: V SMS byl poměr hlasování 5/0 ve prospěch zvýšení sazeb, zástupci přizvaných sekcí hlasovali 1pro zvýšení a 2 pro ponechání.

Vrchní ředitel Hampl: Pro zítřek očekáváme růst meziroční inflace o 6,7 %?
Odpověď SMS: Pokud poplatky ve zdravotnictví přihodí 0,4 p.b., tak je to odhad SMS.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

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

Viceguvernér Niedermayer: Dnešní jednání je velmi komplikované, nejistoty jsou hodně velké a bankovní rada nemůže od SMS očekávat, že dostane jasný obrázek. Prognózu vidí jako konzistentní popis jednoho ze scénářů, na kterém se těsná většina dohodla. Z tohoto pohledu se mu líbí obrázek ze Zprávy o inflaci, kde je vedle základního scénáře uvedena mimořádně i alternativa. Domnívá se, že základní scénář odpovídá argumentaci bankovní rady o tom, že inflace rychle odezní. Domnívá se, že technická změna rovnovážné reálné apreciace byla provedena oprávněně. Bylo by možné donekonečna diskutovat o očekáváních, byl zvolen jeden z možných přístupů.
Nejistoty této prognózy jsou z velké části ex ante neřešitelné. Pro tento rok se jedná především o nejistotu, do jaké míry se projeví sekundární dopady. V tomto ohledu je optimistický a věří základnímu scénáři. Velká nejistota panuje ohledně ekonomického růstu. Výchozí čísla podle jeho názoru nejsou zásadně pesimistická, zpomalení ekonomiky nevylučuje, s jistotou jej však nezpůsobí fiskální politika, tak jak SMS do značné míry očekává. Velká nejistota se dotýká směnného kurzu, který je opravdu hodně silný a my nevíme proč.
Tyto nejistoty zdědíme i do příštího roku. Od konjunkturní situace tomto roce se budou odvíjet mzdy, kdy budou odbory chtít dohnat deficit mezd, což ovlivní inflační situaci. Z hlediska rozhodování mu přijde jako zajímavé upozornění SMS, že během jednoho či dvou měsíců nezjistíme, ve kterém ze dvou scénářů jsme. Bankovní rada by tak neměla propadat panice a měla by zaujmout střednědobý pohled na několik měsíců dopředu a ten jasně komunikovat. Situace zároveň volá po značné míře flexibility, neboť směr dalšího pohybu úrokových sazeb je nejasný více než kdykoliv jindy.

Viceguvernér Singer: Vzhledem ke svému dlouhodobě skeptickému vztahu vůči prognóze SMS považuje současnou situaci za zajímavou v tom smyslu, že nová prognóza umožňuje těm členům bankovní rady, kteří se s ní rádi ztotožňují (např. vrchní ředitel Hampl), aby si užili to, že dnes žádné takové vodítko nemají. Domnívá se, že je to užitečné cvičení, obdobně jako jsou cvičení na krizi v bankovnictví.
Je evidentní, že to, co prognóza není schopna zachytit a to, co všechny trápí, jsou implikace pro hospodářský růst. V okamžiku, kdy FED dvakrát po sobě razantním způsobem snižuje sazby, je naprosto jasné, že nejistoty jsou globální a mimořádné. Výhled inflace v Evropě je nejistý. Nebýt vysoké inflace, pak by ECB nejspíše také ráda snížila úrokové sazby. ECB se cítí být v klasickém stagflačním dilematu, kdy by současně chtěla podporovat růst a současně chtěla snižovat inflaci.
Pokud jde o naší situaci, domnívá se, že jsme na tom velmi podobně, náš vývoj je pouze volatilnější. To je zčásti dané zvýšením DPH, přičemž nevíme, co tyto všechny změny udělají se spotřebou, nevíme, co udělají se mzdami. Bude pokračovat umírněný mzdový vývoj, který je pochmurný pro pracující, ale jinak vcelku optimistický pro ekonomiku. Případné nové stávky se jeví jako nepravděpodobné a i kdyby k nim došlo, pak dodatečný růst mezd v řádu 1,5 %, který stávkou zaměstnanci vybojují, není z hlediska produktivity žádným neštěstím.
Další obtížnou dimenzí rozhodování je dimenze komunikační. Dráhu sazeb poprvé zveřejníme zrovna jako na potvoru v době, kdy je skutečně všechno možné. Navíc SMS doporučuje toto doprovodit protisměrným pohybem sazeb, o kterém říkáme, že jej budeme za 2-3 sezení korigovat.

Bankovní rada se pohybuje ve velké míře nejistot, a to jak z hlediska předpokládaného vývoje, tak z hlediska interpretace současnosti. K diskuzi o kurzu již nic nového oproti otevřenému jednání říci nejde. Řešením stávající situace by mohla být pružnost měnové politiky. Sazby se mohou rychle snížit i z vyšších úrovní sazeb, než je ta dnešní.

Vrchní ředitel Tomšík: Máme poměrně velkou nejistotu zda se vydat podle základního nebo alternativního scénáře. Pokud bankovní rada tuto nejistotu přijme, pak toto implikuje, že by měla jít se sazbami směrem vzhůru. Obtížné bude samozřejmě tuto změnu vykomunikovat, neboť implikovaná sazba ze základního scénáře předpokládá pokles úrokových sazeb v budoucnu.
Dalším faktorem, který vede k doporučení dnešního zvýšení sazeb, jsou vysoká měřená inflační očekávání, u kterých dochází k významnému nárůstu nejen v ročním, ale i v tříletém horizontu. K tomu dochází navzdory naší komunikaci dočasnosti stávajícího nárůstu inflace a novému nižšímu inflačnímu cíli.
Důležitou informací je také poměrně rychlá akcelerace korigované inflace z 0,7 % ve 3. čtvrtletí na 1,2 % ve 4. čtvrtletí, kde se projevují určité poptávkové tlaky. Překvapuje ho předpokládané rychlé překlopení kladné mezery výstupu ve výši 1,3 % do záporné z jednoho čtvrtletí na druhé. Toto je obrovská změna: i guvernér Tůma při první schůzce se SMS u tvorby této prognózy sdělil, že moc nevěří poklesu růstu HDP na 3,5 % v roce 2008. Pokud by k tomuto poklesu skutečně došlo, pak by se bankovní rada musela chovat proaktivněji a úrokové sazby upravit.
Bankovní rada by si měla ujasnit řešení problému s komunikací nového inflačního cíle. V nové SZ je jasně zapracovaný nový inflační cíl, prognóza jednoznačně míří pod starý 3% cíl. V minulosti jsme často komunikovali, že prognóza míří v horizontu měnové politiky na střed inflačního cíle, rozdíl je dán samozřejmě tím, že jsme nezveřejnili, že uvažujeme klesající cíl.
Při uvážení všech faktorů mu vychází spíše zvýšení úrokových sazeb, opačně působí očekávaný pokles HDP.

Vrchní ředitel Hampl: Dnešní rozhodování je opravdu obtížné, pro něj osobně se jedná o nejtěžší měnověpolitické rozhodování za dobu, kdy je v ČNB. Začala se hromadit rizika oběma směry s podobnou intenzitou. Osobně vnímá riziko vývoje světové ekonomiky silněji než SMS a spíše v souladu se stanoviskem SO EV a FS. Na jedné straně se jedná o riziko ekonomického růstu našich hlavních obchodních partnerů, kdy jsme z hlediska reálné ekonomiky poslední tři roky profitovali z největší konjunktury Německa od jeho sjednocení. Je přitom možné, že tato konjunktura již končí. Na druhé straně se globální ekonomika vezla na vlně globálního outsourcingu, která ovlivnila změnu globálního inflačního prostředí pro období delší než je jedna dekáda. Je možné, že díky rigiditám a pomalé reakci nabídky na poptávku můžeme zažívat období, kdy se obě tato rizika materializují najednou.
Z hlediska vývoje naší ekonomiky je možné považovat vývoj ve světě za typický příklad asymetrického šoku. Ekonomika je v tuto chvíli na vrcholu konjunktury a generuje nenulové proinflační tlaky. Navíc zde existuje riziko explicitně nezmíněné v MPD, že trvání vysoké poptávky po potravinách a pomalá reakce nabídky může trvat déle, než jsme si mysleli.
Ke zmíněným rizikům navíc dnes přibývá riziko prognózy. Ať se ale podíváme na starou verzi prognózy, které v tuto chvíli věří více, nebo na její novou verzi, pak obě z nich znamenají nutnost zpřísnit sazby. Nepěkný vývoj inflačních očekávání rovněž směřuje ke zpřísnění měnové politiky.

V rámci komunikace se kloní k tomu, aby se transparentním způsobem komunikovala nejistota, která existuje s jedinou výjimkou: tou je jeho doporučení komunikovat navenek i nadále to, že výkyv inflace bude jednorázový.

Argumenty tedy dnes směřují na stranu zpřísnění. Na rozdíl od jiných SZ, kdy odcházel na jednání bankovní rady s poměrně silným názorem připravený jej změnit, dnes takovýto názor dopředu neměl a strávil nad SZ více času než normálně. Zvýšení sazeb však vypadá přesvědčivě.

Vrchní ředitel Holman: Trajektorie úrokových sazeb z prognózy předpokládá, že bychom měli nejprve sazby zvýšit ke 4 % a potom je zase v průběhu tří čtvrtletí opět snížit téměř o 1 p.b.. Toto je podle jeho názoru dosti radikální měnová politika, která bude mít vliv na reálnou ekonomiku a na finanční trhy. Ty si budou nově zveřejněnou trajektorii úrokových sazeb promítat do klientských sazeb. Z hlediska hospodářského růstu by se podle jeho názoru jednalo nesporně o fine tuning. Zatím bankovní rada fine tuning neprováděla. Nevidí dostatek důvodů pro to, aby se takto začala chovat nyní.
Domnívá se, že tomu, co chceme zveřejnit jako prognózu úrokových sazeb, nevěří ani samotná SMS, která argumentovala, že pokud sazby zvýšíme, pak bychom je na této úrovni měli nějakou dobu ponechat. Finanční trhy budou z této komunikace pravděpodobně zmateny. Je možné, že toto povede k oslabení kurzu, bankovní rada však asi nechce pomocí úrokových sazeb ovlivňovat kurz, který necíluje. Má stále pocit, že je tento „hrb“ ve vývoji úrokových sazeb důsledkem snížení inflačního cíle, kterého by jinak SMS zřejmě nedosáhla. V minulosti jsme ale komunikovali a sami sebe přesvědčovali, že snížení inflace k novému inflačnímu cíli lze dosáhnout vhodnou komunikací a působením na inflační očekávání, a že kvůli tomu nebude třeba zpřísňovat měnovou politiku.
Co se týče inflačních očekávání, ty považuje za pro nás neviditelnou veličinu, kterou neumíme odhadnout a kterou bychom se neměli snažit ovlivňovat krátkodobými a razantními změnami úrokových sazeb. Inflační očekávání mohou být ukotvena především dobrou komunikací, jakou bylo například vysvětlování ČNB ohledně dočasnosti současného skoku inflace směrem nahoru, který je ovlivněný jednorázovými faktory. I krátkodobé inflační přestřelení by mu vadilo méně, než změna sazeb během tří kvartálů o 1 p.b.. Co se týče hospodářského růstu a jeho vlivu na inflaci, souhlasí se stanoviskem SO EV a FS a domnívá se, že pokles světové poptávky a světového hospodářského růstu nás zasáhne výrazněji než předpokládá SMS na základě Concensus Forecasts. Při takovémto stavu věcí by nebylo rozumné manipulovat úrokovými sazbami směrem nahoru s tím, že se domníváme, že následně poklesnou.

Vrchní ředitel Řežábek: Rozhodování je dnes zajímavé. Jednoznačné je, že inflace významněji stoupla, na druhou stranu ale všichni ze SMS tvrdí, že by měla rychle odeznít, což je i názor většiny členů bankovní rady. Jak již bylo komentováno, hrb v implikované trajektorii sazeb ztrácí jakékoliv významnější opodstatnění. Připomíná, že oproti 10.SZ je předpokládán pokles růstu HDP o 1 p.b.. Zároveň by chtěl připomenout, že inflaci nezvyšující růst se pohybuje mezi 5-5,5 %, tedy o 1-1,5 p.b. výše než je prognóza růstu HDP. Z tohoto pohledu by se dalo říci, že přísnější měnové podmínky mohou být až nezodpovědné.
Jediné, na čem se dá zvýšení sazeb postavit, je snaha být v roce 2010 na 2% inflačním cíli. S ohledem na předchozí je ale otázkou, jestli má takováto restriktivní politika opodstatnění. Výhled indexu spotřebitelských cen se zdá jako celkem rozumný. Podporuje argument vrchního ředitele Holmana v předpokladu dopadů ze zpomalení světové ekonomiky, na které relativně dramaticky reagovaly americké měnové autority. ECB se zatím tváří, že by chtěla bojovat více proti inflaci, začínají se však objevovat názory španělských i jiných autorit, že by bylo přece jenom vhodnější reflektovat i vliv na ekonomický růst. Pokud má průměrná úroda vést k tomu, že potraviny budou výrazným protiinflačním faktorem, mohou nás tyto opět překvapit protiinflačním

působením. Kurz nás standardně překvapuje, na to jsme si již zvykli. Pokud se bavíme o reakci trhu a o očekáváních analytiků, je otázkou, nakolik se jedná čistě o názor trhu a nakolik se jedná o názor ovlivněný vyjádřeními ředitele SMS Holuba v médiích.
Za největší riziko považuje to, že nikdo nezná skutečný rozsah stávající finanční krize, která se ve světě teprve začíná projevovat. Skutečný rozsah krize bude podle jeho názoru zřejmý až v létě, kdy budou známy auditované hospodářské výsledky více finančních institucí. V době, kdy již v USA poběží žaloby na ratingové agentury, pak můžeme být donuceni sazby opět relativně rychle snižovat z navrhovaných vysokých úrovní, osobně by se přidržel klidnější reakce. Jsme-li přesvědčeni o tom, že inflace časem odezní, pak bychom v době krize neměli až tak příliš reagovat.

Guvernér Tůma: Otazníků kolem prognózy je pro něj celá řada. Je zvědavý, jaký bude ekonomický růst. Propad očekávaný prognózou je poměrně silný, některé dodatečné indikátory tímto směrem neukazují. Připomíná ale, že primárním cílem ČNB je cenová stabilita, úvahy o zpomalení ekonomického růstu jsou až sekundární. Byť byl vždy zastáncem názoru, že pokud je centrální banka kredibilní, pak může v normálních časech leccos uřídit dobrou komunikací, domnívá se, že v dnešní situaci, kdy bude inflace atakovat hranici 7 %, je pro kredibilitu centrální banky potřeba také něco udělat. Slovo je mocné, ale nikoliv všemocné.
Na komunikaci jakéhokoli dnešního rozhodnutí je nepříjemné, že zatímco v minulých měsících a dá se říci i letech, byl komunikován více méně jistý ekonomický obrázek nízkoinflační ekonomiky s robustním ekonomickým růstem, tak dnes pro nejbližší měsíce takovýto obrázek není možné nalézt. Obává se tak, že budeme tentokrát asi těžko opakovat formulku o tom, že se náš náhled na ekonomiku nemění. Jedná se o souběh externích šoků, změn v našem modelovém aparátu i v komunikaci. Z toho vyplývá komplikovanost dnešního rozhodnutí.
Byť dává v rámci režimu inflačního cílení velkou roli komunikaci a byť věří tomu, že je současný vývoj jednorázovým výkyvem, přesto se domnívá, že by centrální banka měla dát najevo, že je pro svou dlouhodobou kredibilitu připravena něco udělat.

Viceguvernér Singer: Nedomnívá se, že zvýšením úrokových sazeb na dva kvartály o 0,25 p.b. je možno dosáhnout cíle inflace nižšího o 1 p.b.. Kdyby to bylo tak snadné, byla by měnová politika opravdu jednoduchá. Dilema dnešního rozhodování spočívá v tom, že si bankovní rada nemůže být jista, zda platí základní scénář nebo alternativa. Bankovní rada si současně uvědomuje, že její mandát spočívá v dosahování cenové stability, růst je druhotný. Tento přístup vychází z dobrých zkušeností. To znamená, že i kdyby se světová ekonomika měla ocitnout v stagflačním období, pak je centrální banka zodpovědná za „flační“ část tohoto slova. Tento přístup vychází ze zkušeností, které se ukázaly být dobrými a těžce prožitými. Co se týče našeho růstu, domnívá se, že v okamžiku, kdy hlavní starostí exportérů je vedle silného kurzu nedostatek pracovní síly, nemáme dostatečné signály o tom, že se ekonomika propadá. Ekonomika sice zpomalí, jedná se ale do jisté míry o umělé zpomalení, které je dané tím, že nominální údaje o HDP jsou stabilnější než nárůst indexu z titulu nárůstu DPH. Ještě absurdněji působí uchopení poplatku ve zdravotnictví, které ČSÚ promítá do indexu vyššího o 0,5 %. Každý přitom dobře ví, že zdravotnictví není zadarmo a že jeho ceny jsou zcela někde jinde, než na úrovni poplatků 30 Kč za návštěvu lékaře. Takovýto nárůst cen nám způsobuje zpomalení HDP, i když se jedná o umělé artefakty účetnictví HDP.
Z toho hlediska považuje za jistější variantu mít sazby na 3,75 %. Komunikačně je ochoten dát, stejně jako vrchní ředitel Hampl, velkou míru jistoty tomu, že nárůst cen je dočasný, ale nerad by

riskoval, že sám způsobí, že dočasný nebude, protože by bankovní rada se zvýšením sazeb zaspala.
Nepochopil poznámku vrchního ředitele Holmana, že se snažíme řídit kurz, žádnou takovouto ambici nemá. V kurzu nalézá vždy jen poslední číslo z dnešního rána.

Vrchní ředitel Holman: Když tuto trajektorii úrokových sazeb zveřejníme, tak to povede k oslabení kurzu, protože si to trhy takto přeloží.

Viceguvernér Singer: Není si tímto jistý. Trhy podle něj budou interpretovat především zvýšení sazeb, trajektorii budoucích sazeb zveřejňujeme poprvé, takže podle něj nebude mít tak velký dopad.

Guvernér Tůma: Domnívá se, že vrchní ředitel Holman interpretuje zveřejnění sazeb jako budoucí závazek ČNB. ČNB ale od začátku komunikuje, že se o žádný závazek nejedná, že jde o určitou aproximaci okolního světa, která je generována zjednodušeným pohledem modelu. Trajektorie sazeb neznamená, že příští měsíc či kvartál uděláme tu či onu změnu.

Viceguvernér Singer: Navíc se jedná o prognózu aparátu ČNB, nikoli prognózu bankovní rady. Nedávno prezentoval komunikační změny a reakce jeho protiřečníka, kterým byl V. Kotlán, byla následující: „Chtěli bychom, abyste se jasně vymezovali vůči sazbám, které jsou prognózou aparátu“. Jinými slovy, tato trajektorie rozhodně není vnímána jako závazek bankovní rady.

Vrchní ředitel Hampl: V. Kotlán je nicméně poučenější uživatel těchto informací, riziko je u jiných uživatelů.

Viceguvernér Singer: Tomu rozumí, ale stejně tak existuje riziko opačné, že analytici řeknou, že ČNB zveřejňuje informaci, která je stejně k ničemu a nebudou jí dávat žádnou váhu. Jak si trhy novou informaci přeberou zjistíme během několika týdnů.

Vrchní ředitel Hampl: Tak jako při měnových zasedáních často přikyvuje, když hovoří guvernér Tůma, tak takto činil i dnes. Domnívá se, že vyjádření rizika spočívá v tom, že z pohledu roku 2009 či 2010 je stejně pravděpodobné, že jakékoli dnešní rozhodnutí bude označeno za špatné. Ať děláme, co děláme, po dvou letech to může zpětně být označeno za chybu. K diskuzi komunikace doplňuje, že by bylo dobré se vrátit k abecedě inflačního cílování. To, že ČNB tvrdí, že se inflace vrátí zpět k cíli, neznamená, že se tam vrátí sama. Směřování prognózy je podmíněno nastavením měnové politiky, která pro to musí něco udělat. Dnešní otázkou je, co dnes udělat, abychom tohoto cíle dosáhli. Pokud se dívá na vývoj ve světě jako na asymetrický šok, tak ho příliš netrápí, že by bankovní rada dnes změnila sazby jiným směrem než zbytek světa. To je mimochodem důkaz toho, že je dobře, že máme autonomní měnovou politiku a že nemáme měnovou politiku eurozóny.

Viceguvernér Singer: To platí pouze pakliže naše rozhodnutí nebude chyba.

Vrchní ředitel Hampl: Samozřejmě, toto ale platí pokaždé. Pokud jsou ale naše rozhodnutí v zásadě správná, což se doposud jeví jako pravděpodobné, pak to může být naopak důkaz toho, že máme v tuto chvíli hýbat volantem jinam než zbytek světa. Souhlasí s názorem, že hlavní dilema spočívá v tom, do jaké míry udělá globální útlum kus dezinflační práce za nás. Může také dojít k tomu, že se budou divergentně vyvíjet ceny a produkt, což je také poměrně velké riziko.

Viceguvernér Niedermayer: Je jisté, že v této situaci nejsme sami a že nebudeme jediná centrální banka, která bude sazby zvyšovat. Polská centrální banka zvyšovala sazby minulý týden.

Situace centrální banky v malé ekonomice je výrazně odlišná od situace ekonomiky hodně velké. Problém, který řešíme, není originální stejně tak jako jeho řešení, ke kterému se zde jak se zdá kloní většina. Největší nejistotou je podle něj to, jakým směrem se ekonomika vydá. O něco menší nejistota spočívá v tom, že zdaleka nepanuje shoda na tom, zda je dnešní zvýšení sazeb pouze doháněním minulých událostí, nebo zda jsme stále vpředhledící. Co mu připadne jako nejméně sporné je to, že bychom úrokové sazby měli zvýšit. Jakkoliv říká, že v této situaci nejsme sami, je třeba říci, že v situaci, kdy se bojíme inflace ve výši 7 % při sazbách kolem 3%, rozhodně osamoceni jsme. Pokud zvýšíme úrokové sazby a pokud zítra bude inflační číslo kdekoliv mezi 5 a 7 %, pak toto neznamená problém. Zároveň se ale bankovní rada není schopna shodnout na otázce flexibility. Bylo by pro něj přijatelné pokud by bankovní rada za dva či tři měsíce udělala významné rozhodnutí směrem, který teď neumíme odhadnout. Na tom nevidí nic špatného, situace je nyní enormně nejistá. To, že se ex post ukáže, že rozhodnutí bylo špatné, mu nevadí, otázkou je, zda byla správně vyhodnocena existující informační množina. Dnešní rozhodování mu připadne jako jednodušší, než vyjádření se k tomu, kam ekonomika spěje.

Vrchní ředitel Tomšík: Reaguje na to, že zde bylo argumentováno proti restriktivnosti měnové politiky. Zvýšení sazeb o 0,25 p.b. podle jeho názoru nelze interpretovat jako restriktivní měnovou politiku v situaci, kdy hrozí inflace mezi 5-7 %, úrokové sazby jsou na 4 % a reálné úrokové míry jsou tedy záporné. Jediným způsobem, jak by ČNB mohla tyto sazby stabilizovat na neutrální měnovou politiku by bylo podívat se na kurz, bankovní rada však nemá ambici kurz cílovat.

Viceguvernér Singer: Na kurz může mít každý svůj názor, byť se mu zdá, že čistý trend s náhodnou procházkou okolo je nejlepší model vystihující posledních několik let. Potom ale vrchní ředitel Tomšík nemá pravdu, protože pokud je trend kurzu kolem 4 %, pak jsou měnové podmínky v tuto chvíli zhruba neutrální. Dokud kurz jeví tendenci posilovat, tak je to restriktivní parametr ekonomiky. Kdyby měl základnímu scénáři věřit a měl by jistotu, tento není jen přestřelení omylů předchozích prognóz na opačnou stranu, pak by pro zvyšování úrokových sazeb dnes nebyl. Argumentaci základního scénáře však moc nevěří. Podle všech analýz již v posledním období předešlý model nevykazoval tak velké chyby jako předtím.

Vrchní ředitel Holman: Vrací se k tomu, že případné zvýšení úrokových sazeb bude s nejvyšší pravděpodobností krátkodobé. Můžeme říkat, že publikovaný budoucí vývoj úrokových sazeb není naším závazkem, ale jedná se v každém případě o naši prognózu. Tou říkáme jak sobě tak trhům, že považujeme za pravděpodobné, že úrokové sazby zvýšíme a během 2-3 kvartálů je opět snížíme o 1 p.b.. Neví, proč toto chceme dělat, zda nechceme pouze ukázat, že jsme odhodlaní. V rámci abecedy inflačního cílování silně pochybuje o tom, že zvýšení sazeb o 0,25 p.b. na 2-3 čtvrtletí může nějak ovlivnit inflaci a inflační očekávání. Zvýšení sazeb může inflaci ovlivnit pouze pokud si myslíme, že tam sazby po nějakou dobu zůstanou. Dávalo mu to smysl doposud, když jsme říkali, že trajektorie úrokových sazeb je rostoucí, což si trhy překládaly tak, že působíme proti inflaci. Pokud nyní říkáme, že zvýšíme úrokové sazby, abychom je potom snížili, tak mu to nedává smysl. Nepovažuje za rozumné zvyšovat sazby v situaci, kdy se bude světový hospodářský růst snižovat, poklesne zahraniční poptávka, což dopadne na náš hospodářský růst i inflaci. K tomu se dále přidávají nejistoty vyplývající z hypoteční krize a jejího možného přelití do Evropy.

Vrchní ředitel Hampl: Nesoustředil by se na hodnocení restriktivnosti měnové politiky s odkazem na to, jaká je aktuální inflace. To podle něj není správný metodologický přístup. Můžeme toto hodnotit z hlediska toho, co vidíme za 1,5 roku z hlediska nastavení měnových podmínek. Podívat se na včerejší číslo a říci, že zvýšení sazeb není restrikcí, mu nepřipadne jako metodologicky správné. U grafu budoucího vývoje úrokových sazeb byla již argumentována obava, aby se z něj nestal závazek pro trh, z dnešní argumentace má pocit, že se z něj stává implicitně závazek pro bankovní radu. Tak to ale není.

Viceguvernér Singer: Uvádí, že pro něj to závazek není.

Vrchní ředitel Holman: Jedná se o prognózu, ukazujeme, co je pravděpodobné, že se stane. Pokud bychom měli nový model, tak bychom minule nezvyšovali.

Vrchní ředitel Hampl: Pokud ale vrchní ředitel Holman více věří dřívějšímu nastavení modelu, pak by mohl argumentovat, že by bylo potřeba udělat ještě hodně kroků vzhůru.

Vrchní ředitel Holman: Věří tedy vrchní ředitel Hampl trajektorii úrokových sazeb ze základního scénáře prognózy nebo nikoli?

Vrchní ředitel Hampl: Pokud vrchní ředitel Holman poslouchal jeho dopolední komentáře k tomu, jak jsou v modelu nastaveny rovnováhy, tak si může tento závěr udělat sám.

Guvernér Tůma: Pokud centrální banka za dva až tři kvartály pohne se sazbami, tak to pro něj není žádné „kvedlání“.

Vrchní ředitel Holman: Podle něj to „kvedlání“ je.

Vrchní ředitel Hampl: Jaká je tedy podle vrchního ředitele Holmana trajektorie úrokových sazeb, která zajistí plnění inflačního cíle?

Guvernér Tůma: Vrchní ředitel Holman by chtěl, aby šly sazby pouze jedním směrem, může se ale stát, že optimální reakcí měnové politiky bude nejprve sazby zvýšit a ty pak změní směr. Vrchní ředitel Holman zde argumentuje, že by se zde sazby mohly zprůměrovat, ale model toto neumí.

Viceguvernér Niedermayer: Pokud by za těchto okolností měla centrální banka měnit sazby až za 2-3 kvartály, pak by toto považoval za překvapivé. Klidně si ale dokáže představit, že se projeví potřeba dalšího zvyšování. Nedomnívá se, že je něco špatného na změnách úrokové sazby. Buď akceptuji určitou míru volatility úrokových sazeb, aby zbytek ekonomiky nebyl volatilní, nebo akceptuji volatilitu reálné ekonomiky ve jménu stability úrokových sazeb. Odvolává se na fan chart budoucího vývoje úrokových sazeb. Varianta stability úrokových sazeb kolem 4 % leží uvnitř tohoto fan chartu. Je také možné říci, že na konci tohoto roku budou s 50% pravděpodobností úrokové sazby mezi 2,7 % a 3,8 %, tedy jinými slovy s 50% pravděpodobností budou mimo toto pásmo. Toto podle něj dostatečně popisuje naši nejistotu.

Vrchní ředitel Hampl: Možností je také dát graf vývoje úrokových sazeb i do grafu na tiskovou konferenci v té podobě, ve které je ve zprávě o inflaci, tedy i s alternativní trajektorií, aby bankovní rada zdůraznila, jakou míru nejistoty v tuto chvíli má.

Viceguvernér Niedermayer: Prognóza je dnes dobrá, resp. byla dobrá v okamžiku, kdy byla sestavena, ale již zítra bude pravděpodobně přepsána novým inflačním číslem.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. 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 3,75 % s účinností od 8. února 2008. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu zvýšit diskontní a lombardní sazbu na 2,75 %, respektive 4,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady, dva členové hlasovali pro ponechání úrokových sazeb beze změny. Pro zvýšení sazeb o 0,25 p.b. hlasovali guvernér Tůma, viceguvernér Niedermayer, viceguvernér Singer, vrchní ředitel Hampl a vrchní ředitel Tomšík, pro ponechání sazeb na stávající úrovni hlasovali vrchní ředitel Holman a vrchní ředitel Řežábek.

Zapsal: Michal Hlaváček, poradce bankovní rady