

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. března 2008

Přítomni: guvernér Z. Tůma, viceguvernér M. Hampl, viceguvernér M. Singer, vrchní ředitel R. Holman, vrchní ředitel P. Řežábek, vrchní ředitel V. Tomšík, vrchní ředitelka E. Zamrazilová.

I. Diskuze navazující na prezentaci 2. situační zprávy

Viceguvernér Hampl: Oceňuje přílohu, která je zajímavá a aktuální. Doporučuje v případě takto dlouhých příloh vložit na počátek textu stručné exekutivní shrnutí. Dotazuje se, jaké poptávkové faktory jsou za vyšší než očekávanou korigovanou inflaci bez pohonných hmot. Dále se ptá, zda by bylo možné zpracovávat do grafu rizik prognózy (GRIP) v situační zprávě (dále jen SZ) úvahu o ekonomické interpretaci faktorů zobrazených v GRIPu, kterou během prezentace popsal ředitel sekce měnové a statistiky (SMS). Souhlasí s tím, co bylo během prezentace řečeno, že stávající zpracovávání rizik je mechanické, což se nyní projevilo u ohodnocení počátečních podmínek a fiskálního impulzu, které měly být spíše neutrální než protiinflační riziko. Uvažuje, zda by při jiném zpracování GRIPu již nešlo o nový typ SZ. Dotazuje se, zda rychlý růst mezd na počátku roku 2008, který dle SMS souvisí s daňovou optimalizací, může vysvětlit vyšší než očekávaný výběr daně z příjmů.

Odpoověď Sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Detailnější pohled na korigovanou inflaci ukazuje, že rostlo hodně imputované nájemné, průsak nákladových šoků se také promítl do cen v pohostinství. Důležitým faktorem může být změna v přepočítávání indexu, teprve od ledna 2008 je k dispozici plnohodnotný propočet meziroční inflace. Mohlo se stát, že inflační tlaky byly v ekonomice již dříve, SMS upozorňovala, že odhad inflace může být po změně koše zkreslený směrem dolů. Tyto jednorázové šoky ale celou odchylku nevysvětlují a je faktem, že korigovaná inflace nás zaskočila - a to v situaci silného kurzu a zpomalení reálných příjmů. Hypotézou SMS je, že v ekonomice jsou poptávkové inflační tlaky. Proto byl také GRIP v prezentaci expertně upraven směrem k nižším protiinflačním rizikům.

Technicky je možné zpracovávat nové informace do GRIPu méně mechanicky. Šlo by ale již o jistý posun směrem k vytvoření plnohodnotné nové krátkodobé prognózy a počátečních podmínek. Pak by skutečně šlo o nový typ malé situační zprávy.

Rychlejší výběr způsobený daňovou optimalizací by se byl projevil až v únoru, takže daňová optimalizace zřejmě rychlejší výběr daní vysvětlit nemůže.

Viceguvernér Singer: Vyjadřuje se kriticky ke kvalitě „malé“ SZ, na kterou bylo v porovnání s loňským rokem – vzhledem ke snížení počtu měnověpolitických jednání – více času. Bankovní rada se dokonce ohledně harmonogramu zpracování situačních zpráv přizpůsobila SMS, přestože tento harmonogram s sebou nese problém se zveřejňováním některých důležitých dat těsně po měnověpolitických jednáních. SZ se v získaném prostoru mohla věnovat mnohem detailněji údajům, které nás ve srovnání s únorovou prognózou překvapily. Očekával mnohem detailnější rozbor důvodů vyšší než očekávané korigované inflace, analýzu poptávkových a nabídkových faktorů a šoků. Připojuje se tedy k dotazu viceguvernera Hampla o korigované inflaci. Dále žádá vysvětlení, proč nevidíme žádné protiinflační působení kurzu, který oproti prognóze zhodnotil,

ale korigovanou inflaci nezpomalil. SZ opsala vyznění prognózy QPM, která se nyní liší od skutečnosti více, než bývá zvykem, místo aby se zaměřila na komentování odchylek prognózy od skutečnosti. V SZ jsou patrné známky nekvalitní editace (např. na str. 3 první věta o tabákových průsacích není srozumitelná). Dotazuje se, proč je v boxu o zadlužení domácností ukončena časová řada v roce 2006 a proč jsou tato data prezentována právě nyní. Analogickou analýzu bylo možno udělat již v loňském roce. Box budí dojem, že vyplňuje místo. Ptá se, jak vidí SMS vývoj objemu mezd, nikoli průměrné mzdy, která se zdá být pod kontrolou. Může se přece stát, že rostli zaměstnanost, pak i při pomalejším růstu průměrné mzdy má růst objemu mezd proinflační poptávkový efekt. Dále se ptá, proč se v textu hovoří poměrně rozsáhle o finančních výsledcích podniků, aniž jsou data v SZ uvedena. Údaje mohou svědčit o poptávkových tlacích. Žádá o komentář, jak skloubit dohromady informace o očekávaném snížení sazeb v eurozóně s údaji o vyšší inflaci v eurozóně a záměrech ECB sazby nesnižovat. Dotazuje se, jak interpretovat vývoj peněžních a úvěrových agregátů, které nevykazují známky zpomalení, ačkoli v textu je tato interpretace naznačena. Osobně nepovažuje změnu tempa růstu z 35,5 na 35,3% a „pidivlnu“ v grafu na straně 25 za známky zpomalení dynamiky. Taková interpretace napíná jeho schopnost identifikovat pokles na samotnou hranu. Ptá se, proč na grafu 13 chybí údaje o kolektivním vyjednávání za rok 2007. Má SMS alespoň přibližnou představu o výsledcích?

Odpověď SMS: SZ byla zestručněna po dohodě s bankovní radou a dle stejné dohody byla také obohacena o nově pojatou tabulkovou a grafickou přílohu a o tematickou přílohu. Určitý stín malé SZ nebyl překročen v tom, že se neopírá o novou prognózu, nedošlo tedy k plnohodnotnému odhadnutí nových počátečních podmínek. Při projednávání harmonogramu vyslovila bankovní rada souhlas s časováním jednání před zveřejňováním některých důležitých údajů, proto je nyní reakce na harmonogram překvapivá. Harmonogram lze samozřejmě pro příští rok v případě zájmu změnit.

Detailnější pohled na korigovanou inflaci ukazuje, že rostlo hodně imputované nájemné, průsak nákladových šoků se také promítl do cen v pohostinství. Důležitým faktorem může být změna v přepočítávání indexu, teprve od ledna 2008 je k dispozici plnohodnotný propočet meziroční inflace. Mohlo se stát, že inflační tlaky byly v ekonomice již dříve, SMS upozorňovala, že odhad inflace může být po změně koše zkreslený směrem dolů. Tyto jednorázové šoky ale celou odchylku nevysvětlují a je faktem, že korigovaná inflace nás zaskočila - a to v situaci silného kurzu a zpomalení reálných příjmů. Hypotézou SMS je, že v ekonomice jsou poptávkové inflační tlaky. Proto také byl GRIP v prezentaci expertně upraven směrem k nižším protiinflačním rizikům. Plná analýza a rozklíčování na poptávkové a nabídkové šoky si ale vyžaduje spuštění prognostického rámce a na tom SMS nyní začíná pracovat. Určitý náznak, že k průsaku inflace dochází tu je, ale na základě pouze dvou měsíců se ještě nedá rozhodnout. Je otázkou, zda bankovní rada chce přejít na systém plnohodnotné prognózy pro každou SZ tak, jako to dělá švédská centrální banka, která má šest jednání za rok a vždy s novou prognózou.

Jednotkové mzdové náklady ukazují, že relativně k produktivitě zpomalil koncem roku i objem mezd, nikoli jen průměrná mzda.

Výraz „nižší“ u průsaku tabákových výrobků označoval v textu „nižší ve srovnání s prognózou“. Šlo o následek krátkodobého snížení marží ze strany některých výrobců, až budou marže opět zvýšeny, dojde zřejmě k technickému zvýšení měnověpolitické inflace.

Finanční výsledky podniků jsou dobrým námětem pro zařazení informace do příští SZ, je ale třeba upozornit, že ČSÚ již některé ukazatele nesleduje a jde o dopočet ČNB. Dle dohody s bankovní radou měla být finančním výsledkům podniků věnována jedna z tematických příloh

velké SZ. Data naznačují dobré výsledky a podporují prognózu značné investiční poptávky, spíše ji ale potvrzují, tj. nenaznačují ve vztahu k prognóze proinflační riziko.

Výhled sazeb eurozóny přebírá SMS z tržního výhledu, jde o odhad z výnosových křivek, ne o odečet Consensus Forecasts. Jde ale o mechanické převzetí, nikoli o expertní názor SMS. Přehodnocení očekávání ekonomického vývoje v eurozóně není až tak výrazné, jak se čekalo. Navíc inflace v eurozóně je nad cílem. Proto může být rozhodnutí o snížení sazeb odloženo.

Nová data o peněžních agregátech nevysílají jednoznačné signály. Ze samotných čísel závěr o zpomalení vyvodit nelze, ale ve struktuře se ukazuje, že zpomalují tahouni růstu -zpracovatelský průmysl a obchod, což může být indikace celkového zpomalení. Opačným směrem působí úvěry nefinančních institucí. Zpomalení poptávky domácností po hypotéčních úvěrech lze vyvodit z vyšších úrokových sazeb, poklesu dynamiky reálného disponibilního důchodu a odeznění demografických vlivů. Indikátory peněžního převisu jsou v příloze. Došlo k aktualizaci za 4. čtvrtletí. Ta ukazuje, že pokračuje trend k návratu převisu k neutrální hodnotě, převis je ale zatím stále ještě v záporných hodnotách.

Box o domácnostech byl zařazen po vzoru z loňska, kdy bankovní rada informaci chválila. Opírá se o výběrové šetření, které bylo za rok 2006 publikováno letos v únoru.

Údaje o výsledcích kolektivního vyjednávání za rok 2007 nejsou k dispozici, odhad SMS je růst mírně nad 5%. Letos odbory více akcentují zisky podniků, spíše než inflaci.

Vrchní ředitel Řežábek: Oceňuje stručnost prezentace. Dotazuje se na názor SMS na probíhající finanční krizi v USA, na její možný přenos do Evropy, o kterém se hovoří, a na možné dopady na českou ekonomiku. Zdá se, že u nás zatím dopady nepozorujeme, peněžní agregáty i ceny nemovitostí rostou. Ale informace přicházející z USA jsou do jisté míry znepokojující, hovoří se o více než 11% propadu cen nemovitostí. Oproti možným protiinflačním dopadům této krize je ale třeba podle jeho názoru počítat také s proinflačním působením hospodářského růstu Číny, také z důvodu olympijských her. Analýza tohoto dopadu by ale byla asi příliš náročná. Dotazuje se na očekávaný vývoj realitního trhu v České republice, prognózy zatím stále hovoří o růstu cen. Dále se dotazuje na názor SMS, zda koruna vydrží v relativní stabilitě na stávající hladině. V posledních dnech koruna krátce korigovala. Připomíná, že i v únorové prognóze se pracovalo s hypotézou relativní stability, a přitom poslední vývoj přinesl další posílení. Dotazuje se, zda je opravdu možno měnověpolitické doporučení prezentovat tak jednoznačně, jak bylo uvedeno ředitelem SMS, a zda si SMS stojí za interpretací vývoje, kterou prezentuje únorová prognóza. Dále se ptá, zda revize údajů o HDP nesouvisí s jistým předzásobením před realizací očekávaných daňových změn. Upozorňuje, že ceny pohonných hmot jsou přibližně na stejné úrovni, jako byly v červenci 2006, což není z pohledu české ekonomiky nijak riziková situace. Překvapující ale je, že rozdíl mezi cenou benzínu a nafty je relativně hodně malý. Má pro to SMS nějaké vysvětlení?

Odpověď SMS: SMS pracuje s hypotézou, že dopady krize na českou ekonomiku jsou pouze nepřímé, promítají se přes kurz a sníženou zahraniční poptávku. Ani v Americe není zpomalení úvěrové aktivity příliš pozorovatelné, došlo k němu pouze v segmentu hypoték. Růst úvěrů je 12-15%.

Metodologie odhadu fáze vývoje na realitním trhu je teprve připravována. V příští malé SZ bude tematická příloha věnovaná cenám aktiv, což je v souladu se seznamem témat, která loni vygeneroval viceguvernér Hampl. Metodologie bude aplikována na česká data a pokud se vše

stihne, budou výsledky prezentovány v letošní Zprávě o finanční stabilitě formou boxu. Momentálně ale SMS není schopna tuto fázi přesně určit.

Některé faktory růstu HDP měly povahu předzásobení (např. nákupy léků), u těch lze očekávat, že v prvním čtvrtletí 2008 dojde k jejich zpomalení. Obdobně opravy silnic mohou mít tento charakter. Na Slovensku se hodně hovořilo také o předzásobení cigaretami před změnou daně. Na počátku roku lze skutečně vypořádat jisté známky zpomalení v maloobchodě, v průmyslu se ukazuje jisté zpomalení objednávek ze zahraničí. MF ČR očekává, že může dojít k revizi dat o spotřebě vlády směrem dolů.

Sbližování cen benzínu a nafty není jen český fenomén, poptávka po naftě se zvyšuje v celé EU. Dalším faktorem je nárůst kamionové dopravy přes ČR po vstupu do EU.

Hodnota, na které se kurz nyní ustálil, je poměrně stabilní, i když řada analytiků očekává další korekci během dividendového období ve druhém pololetí. Pokud by ke korekci došlo, pak by argument pro snížení sazeb naznačený GRIPem nebyl tak silný.

Odpověď Sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Kurzotvorný dopad měla spekulace na zajištění evropských strukturálních fondů. Po oznámení připravované dohody tento efekt pominul. Banky si vytvořily pozici pro očekávaný příliv, po oznámení o dohodě byly pozice zavřeny. Nejsou zatím žádná data o repatriaci dividend. Kurz je zatím silnější, než SBO očekávala na počátku roku.

Vrchní ředitel Tomšík: Podíváme-li se na GRIP, jsou po dlouhé době body na grafu velmi rozptýlené. Dotazuje se, co vedlo SMS k interpretaci fiskálního impulzu jako silného protiinflačního rizika. Sečtení všech rizik GRIPu ukazuje na velmi silný posun sazeb dolů v celém horizontu prognózy, v průměru o 1,3 procentního bodu. Jak SMS tak silný posun interpretuje? Ptá se na interpretaci SMS přehledové tabulky o mzdovém vývoji. Je to opravdu tak, že zrychlený mzdový vývoj na počátku roku byl způsoben daňovou optimalizací a že po vyplacení odložených loňských bonusů dojde ke zpomalení tempa růstu? Pokud by tomu tak totiž nebylo a pomalejší mzdový vývoj na konci roku 2007 ve finančním sektoru nebyl způsobem odložením bonusů, ale dopady finanční krize, mohl by být stávající mzdový vývoj odrazem inflačních tlaků a důležitým inflačním rizikem. Dotazuje se, zda SMS skutečně cítí, že na počátku druhého kvartálu dojde k překmitu mezery mezních nákladů o 0,7 procentního bodu, jak je uvedeno na straně 6. Takový překmit je velmi výraznou změnou, která by ukazovala, že inflační tlaky vymizí relativně rychle. Připojuje se k dotazu viceguvernéra Hampla a Singera, jak SMS vysvětluje velmi výraznou chybu v prognóze korigované inflace bez pohonných hmot, jde totiž právě o tu složku inflace, kterou bychom měli umět predikovat. Na základě vysokých čísel korigované inflace bez pohonných hmot se SMS domnívá, že základní scénář je stále platný nebo se již kloní k tomu, že stávající situaci lépe vystihuje scénář alternativní? Připomíná, že SMS přesvědčovala v únoru bankovní radu o vhodnosti přechodu na novou kalibraci, která pracuje s nižším průsakem exogenních šoků do inflace. Nakonec navazuje na dotaz viceguvernéra Singera týkající se peněžních a úvěrových agregátů. Přestože SMS pracuje v QPM s těmito agregáty jako endogenními, které de facto nejsou pro prognózu inflace relevantní, považuje za důležité znát názor SMS na možná rizika převisu peněžní zásoby nad poptávkou pro inflaci. Jsou taková rizika možná?

Odpověď SMS: SMS odchylku korigované inflace od prognózy jako argument pro přechod k alternativě zatím nehodnotí, protože odchylka nastala na tříměsíčním horizontu, který je pokryt krátkodobou prognózou (NTF), a objevila by se tedy i při alternativě.

Detailnější pohled na korigovanou inflaci ukazuje, že rostlo hodně imputované nájemné, průsak nákladových šoků se také promítl do cen v pohostinství. Důležitým faktorem může být změna v přepočítávání indexu, teprve od ledna 2008 je k dispozici plnohodnotný propočet meziroční inflace. Mohlo se stát, že inflační tlaky byly v ekonomice již dříve, SMS upozorňovala, že odhad inflace může být po změně koše zkreslený směrem dolů. Tyto jednorázové šoky ale celou odchylku nevysvětlují a je faktem, že korigovaná inflace nás zaskočila - a to v situaci silného kurzu a zpomalení reálných příjmů. Hypotézou SMS je, že v ekonomice jsou poptávkové inflační tlaky. Proto také byl GRIP v prezentaci expertně upraven směrem k nižším protiinflačním rizikům. Plná analýza si ale vyžaduje spuštění prognostického rámce a na tom SMS nyní začíná pracovat.

Nová data o peněžních agregátech nevysílají jednoznačné signály. Ze samotných čísel závěr o zpomalení vyvodit nelze, ale ve struktuře se ukazuje, že zpomalují tahouni růstu - zpracovatelský průmysl a obchod, což může být indikace zpomalení. Opačným směrem působí úvěry nefinančních institucí. Zpomalení poptávky domácností po hypotéčních úvěrech lze vyvodit z vyšších úrokových sazeb, poklesu dynamiky reálného disponibilního důchodu a odeznění demografických vlivů. Indikátory peněžního převisu jsou v příloze. Došlo k aktualizaci za 4. čtvrtletí. Ta ukazuje, že pokračuje trend k návratu převisu k neutrální hodnotě, převis je ale zatím stále ještě v záporných hodnotách.

Rychle rostoucí mzdový vývoj v lednu zatím SMS vysvětluje pomocí hypotézy daňové optimalizace, která je podpořena anekdotickou evidencí. Silné potvrzení toho, že se nejedná o urychlení růstu mezd, který by byl odrazem průsaku inflačních očekávání, však zatím k dispozici není.

Při grafické prezentaci byla nově v GRIPu spojena informace o HDP, trhu práce a fiskálu, který sám o sobě v minulosti nepřinášel dostatečnou informaci a byl obvykle znázorněn ve středu GRIPu. Protiinflační vyznění kombinovaného bodu je důsledkem nízkého růstu mezd, který GRIP mechanicky zobrazí jako protiinflační riziko. SMS tento bod nepovažuje za reálný odraz situace. Možné vyšší důchody zatím zohledněny nebyly, protože SZ pracují se schválenými zákony. Ve velké SZ se již pravděpodobně jejich mírně proinflační vliv objeví. Rozptyl bodů v GRIPu byl i v minulosti velký, na rozdíl od minulých zpráv si SMS vystačila se standardním měřítkem.

Specifikace překmitnutí reálné ekonomiky do protiinflačního módu je samozřejmě obtížná. SMS nemá ještě k dispozici data ani za první čtvrtletí 2008, takže ke druhému čtvrtletí je nyní obtížné říci něco nového oproti prognóze. Historika se naplňuje dobře v oblasti spotřeby domácností, která jeví známky zpomalení.

Vrchní ředitel Tomšík: Celkové vyznění GRIPu je ale hodně protiinflační, na druhou stranu říkáme, že alternativa může být platná. Tato dvě tvrzení spojená dohromady jsou kontraintuitivní.

Odpověď SMS: GRIP samozřejmě hodnotí rizika optikou základního scénáře, riziko, že by mohla platit alternativa, jde za rámec GRIPu. Jeho vyhodnocení je součástí měnověpolitického doporučení.

Odchylky sazeb od nuly jsou tak velké, protože sazby reagují výrazně na vývoj zahraničních sazeb. Co se týče kurzu, tak víme, že kurz má silný vliv na vývoj sazeb i inflace.

Odpověď poradce guvernéra: Kdyby se GRIP dělal na starší verzi modelu QPM, která byla použita pro zpracování alternativy, pak by odchylka byla stejná, samozřejmě by ale šlo o odchylku od jiné trajektorie.

Odpověď SMS: Toto bylo komentováno v měnověpolitickém doporučení.

Vrchní ředitel Holman: Ptá se, proč mělo dle názoru SMS zveřejnění dohody mezi ČNB a MF ČR o privatizačních příjmech kurzotvorný charakter. Vzhledem k tomu, že v minulosti nebyly privatizační příjmy realizovány přes trh, tržní aktéři zřejmě nemohli očekávat, že se tak stane nyní. Dotazuje se, jak SMS pracuje s Consensus Forecasts. Dle prognózy Consensus Forecasts by sice evropské sazby měly poklesnout, ale rétorika Evropské centrální banky tomu vůbec nenasvědčuje. Znamená to, že SMS přebírá prognózu Consensus Forecasts pouze mechanicky bez dalších úvah? Dle údajů SZ vypadají inflační očekávání jako dobře ukotvená, přesto analytici zřejmě nevěří naší trajektorii úrokových sazeb, kterou vidí výše položenou, než ji má ČNB. Dotazuje se, zda tento rozdíl znamená, že trhy nevěří, že se ČNB podaří dostat inflaci zpátky do cíle. Dále se ptá, co přesně znamená na straně 24 tvrzení, že ve vývoji úvěrů se projevilo zhodnocení kurzu. Dotazuje se, proč SMS na straně 25 spekuluje o poklesu poptávky domácností po úvěrech, když sazby sice na konci roku 2007 vzrostly, ale pak zase klesly a banky stále soupeří o podíl na trhu a je mezi nimi v tomto směru silná konkurence. Připojuje se k dotazu viceguvernéra Singera, proč pracuje SMS v boxu o domácnostech s údaji za rok 2006 a zda nejsou k dispozici novější data. Oceňuje přílohu o agresivitě centrálních bank, uvítal by ale srovnání s bankami, které cílí na inflaci - například se švédskou centrální bankou, a také simulaci různých kalibrací agresivity v QPM, protože bez takové simulace je příloha čistě teoretická.

Odpověď SMS: Výhled sazeb eurozóny přebírá SMS z tržního výhledu, jde o odhad z výnosových křivek, ne o odečet Consensus Forecasts. Jde ale o mechanické převzetí, nikoli o expertní názor SMS. Přehodnocení očekávání ekonomického vývoje v eurozóně není až tak výrazné, jak se čekalo. Navíc inflace v eurozóně je nad cílem. Proto může být rozhodnutí o snížení sazeb odloženo.

Nová data o peněžních agregátech nevysílají jednoznačné signály. Ze samotných čísel závěr o zpomalení vyvodit nelze, ale ve struktuře se ukazuje, že zpomalují tahouni růstu zpracovatelský průmysl a obchod, což může být indikace zpomalení. Opačným směrem působí úvěry nefinančních institucí. Zpomalení poptávky domácností po hypotéčních úvěrech lze vyvodit z vyšších úrokových sazeb, poklesu dynamiky reálného disponibilního důchodu a odeznění demografických vlivů. Indikátory peněžního převisu jsou v příloze. Došlo k aktualizaci za 4. čtvrtletí. Ta ukazuje, že pokračuje trend k návratu převisu k neutrální hodnotě, převis je ale zatím stále ještě v záporných hodnotách.

Box o domácnostech byl zařazen po vzoru z loňska. Opírá se o výběrové šetření, které bylo za rok 2006 publikováno letos v únoru. Novější data k dispozici nejsou.

Analytici zřejmě věří tomu, že ČNB splní inflační cíl. Jinak je tomu ale s prognózou sazeb. Očekávání trhu jsou výše než trajektorie ČNB, nachází se mezi základním scénářem a alternativou. Tržní výhled sazeb byl ovlivněn zveřejněním fanchartu v únoru, ale tento efekt byl přehlušen zveřejněním dat o inflaci, která si trh interpretuje jako inflační riziko (stejně jako ČNB). Pokud by došlo ke zveřejnění protiinflační bilance rizik po dnešním zasedání, trh by se zřejmě posunul směrem k trajektorii ČNB udané základním scénářem.

Zhruba 20% úvěrů a 10% vkladů je v eurech, takže efekt kurzu je čistě statistický. Objem úvěrů a vkladů je přepočítáván na koruny stávajícím kurzem, a proto se mění v čase.

Za připomínky k příloze SMS děkuje, bere je jako náměty pro další práci.

Dohoda s MF ČR byla kurzotvorná, protože zahrnuje také vliv strukturálních a kohezních fondů. Když se na veřejnost dostala informace, že některé přijímající instituce uvažují o hedgingu, kurz skokově posílil, po oznámení o připravované dohodě kurz oslabil.

Odpověď SBO: Kurzotvorný dopad měla opravdu spekulace na zajištění evropských strukturálních fondů. Po oznámení připravované dohody tento efekt pominul. Banky si vytvořily pozici pro očekávaný příliv, po oznámení o dohodě byly pozice zavřeny. Nejsou zatím žádná data o repatriaci dividend. Kurz je zatím silnější, než SBO očekávala na počátku roku.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Připojuje se ke kolegům v hodnocení vývoje korigované inflace, která se odchýlila od prognózy, jako nejdůležitějšího tématu diskuze. Korigovaná inflace je podstatná pro měnověpolitické rozhodování a odchylka pozorovaného rozsahu by již mohla signalizovat riziko přenosu sekundárních dopadů inflačních šoků dále do inflace. Také mzdový vývoj je pro rozhodování podstatný a bylo by dobré mu věnovat více pozornosti. Poslední zveřejněný údaj za leden přinesl některé zneklidňující momenty, zejména z oblasti zpracovatelského průmyslu. Doporučuje více zdůvodnit, proč se eurozóna zdá být rezistentnější vůči americkému zpomalení. Dotazuje se, zda faktory, které tuto rezistenci umožňují, budou působit po celém horizontu prognózy a zda tedy již přestane platit, známe rčení „Amerika kýchne a Evropa dostane rýmu“, které bylo populární v minulých dekadách. Uvítala by detailnější objasnění informace o zvýšené poptávce investorů po komoditách. Lze očekávat, že poptávka po zemědělských komoditách je zčásti spekulativní a může zvyšovat ceny komodit i nadále a odpoutat je od ekonomických fundamentů? Příště doporučuje takovéto informace pouze nezmiňovat, ale hlouběji analyzovat.

Odpověď SMS: Detailnější pohled na korigovanou inflaci ukazuje, že rostlo hodně imputované nájemné, průsak nákladových šoků se také promítl do cen v pohostinství. Důležitým faktorem může být změna v přepočítávání indexu, teprve od ledna 2008 je k dispozici plnohodnotný propočet meziroční inflace. Mohlo se stát, že inflační tlaky byly v ekonomice již dříve, SMS upozorňovala, že odhad inflace může být po změně koše zkreslený směrem dolů. Tyto jednorázové šoky ale celou odchylku nevysvětlují a je faktem, že korigovaná inflace nás zaskočila - a to v situaci silného kurzu a zpomalení reálných příjmů. Hypotézou SMS je, že v ekonomice jsou poptávkové inflační tlaky. Proto také byl GRIP v prezentaci expertně upraven směrem k nižším protiinflačním rizikům. Plná analýza si ale vyžaduje spuštění prognostického rámce a na tom SMS nyní začíná pracovat.

Rychle rostoucí mzdový vývoj v lednu zatím SMS vysvětluje pomocí hypotézy daňové optimalizace, která je podpořena anekdotickou evidencí. Silné potvrzení toho, že se nejedná o urychlení růstu mezd, který by byl odrazem průsaku inflačních očekávání, však zatím k dispozici není.

Agrární komodity se skutečně začaly chovat jako investiční nástroj a to je může odtrhávat od fundamentů, spekulace je může posunout – stejně jako ropu – směrem nahoru.

Eurozóna je zřejmě rezistentnější, protože nyní obchoduje mnohem více, než tomu bylo v minulosti, s východní Evropou než s Amerikou.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Tuto hypotézu má také, žádala ale SMS, aby se příště této problematice věnovala detailněji.

Odpověď SMS: Bohužel v malé SZ není prostor pro detailnější analýzy.

Viceguvernér Singer. Po odpovědi SMS se vrací znovu k harmonogramu a k charakteru malé SZ. Pamatujeme si, jak to bylo a že harmonogram byl odůvodněn primárně komfortem sekce na úkor komfortu bankovní rady kolem svátků či znalosti posledních dat. Stávající SZ se opírá o prognózu QPM tak, jako by byla blízko realitě. Přitom prognóza se od reality výrazně odchýlila a to mělo být v SZ reflektováno detailnějším rozbohem příčin. Ve stávající podobě není SZ dostatečně aktuální. Cenové okruhy měly být analyzovány mnohem detailněji, především s ohledem na průsak kurzového vývoje do cen, aby bylo zřejmé, u kterých segmentů došlo ke snížení průsaku proti očekáváním. Kurz je silnější, než předpokládala únorová prognóza, a na korigované inflaci se to neprojeví. Z přednesených dotazů je zřejmé, že bankovní rada považuje tento problém za podstatný. SMS ale tento problém jako podstatný vůbec nezdůraznila, přestože měla větší časový prostor pro analýzy než v minulých letech.

Guvernér Tůma: Vyslovuje opačný názor na průsak kurzového vývoje do cen. Není překvapivé, že se zatím silná koruna v korigované inflaci neprojeví, průsak není tak rychlý, přijde nejdříve po třech měsících. Odchylku korigované inflace od prognózy by nepřičítal prognostickému rámci, ve stanovisku poradce je uvedeno, že prognostický rámec ČNB je v porovnání s jinými institucemi kvalitní.

Viceguvernér Singer: Ve svém příspěvku nekomentoval kvalitu prognostického rámce ČNB, ale skutečnost, že prognóza se v posledních dvou měsících – což je jiný časový úsek, než se kterým pracuje stanovisko poradce - od reality odklonila. Taková odchylka musí být důvodem hlubší analýzy. Souhlasí s tím, že průsak kurzu do cen nepříjde okamžitě, ale koruna je silná více než tři měsíce, a přesto je korigovaná inflace vysoká.

Guvernér Tůma: Diskuze je nyní o odchylce reality od prognózy, která je z února, takže horizont je kratší než tři měsíce. Je samozřejmě důležité analyzovat jednotlivé cenové okruhy korigované inflace, ale složky, které odchylku způsobují, jsou z textu zřejmé. Výrazně se odchýlily ceny potravin, které se vždy prognózuji obtížně. Pokud bankovní rada chce změnit podobu malých situačních zpráv, je nutné dát SMS jasné zadání, které bude vhodné formulovat po ukončení měnověpolitického jednání. On sám nachází v textu řadu potřebných informací. Za vyšší inflaci jsou vyšší ceny potravin a také ceny ropy.

Viceguvernér Singer: V korigované inflaci nejsou pohonné hmoty zahrnuty. Potravin jsou nejvíce obrátkové zboží, u kterého by se mělo zhodnocení kurzu promítnout nejrychleji. V ekonomice se něco děje a SZ měla poskytnout interpretaci tohoto vývoje.

Viceguvernér Hampl: Diskuze podle něj naráží na tři problémy. Bude třeba prodiskutovat, jak časovat měnověpolitická jednání příští rok. Podstatné bude se více zaměřit na příčiny růstu korigované inflace. Modelový aparát bude od poloviny roku změněn, takže není třeba diskutovat vlastnosti QPM do větších detailů.

Odpoověď SMS: Upozorňuje, že prognóza na tříměsíčním horizontu, o které je řeč, byla a bude vytvářena NTF (odvozeno od near-term forecast), takže případné odchylky nejdou na vrub QPM a přechod na G3 nebude mít na prognózu v tomto krátkém horizontu výrazný vliv. Odchylky inflace od prognózy jsou selháním celého prognostického aparátu, nikoli QPM jako takového.

Viceguvernér Singer: Opakuje, že mu nešlo o modelový aparát, ale o aktuálnost a kvalitu SZ. Postrádá vyjasnění vysoké inflace v období posílení kurzu, ke kterému došlo.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Hampl: Poprvé za dobu jeho působení v bankovní radě jsou dotazy bankovní rady k SZ tak „hawkish“, zatímco SZ tak „dovish“. Dotazy bankovní rady se zaměřily na proinflační rizika a ukazovaly protiinflační náladu, zatímco SMS spíše akcentovala protiinflační rizika. On osobně vnímá proinflační rizika jako výraznější, než je odhaduje SMS pomocí GRIPu. Poptávkových tlaků je v české ekonomice vzhledem k aktuální pozici hospodářského cyklu zřejmě více, než se zdálo, a měnová politika by na ně měla reagovat. Vzhledem ke snížení počtu měnověpolitických jednání na 8 ročně by měla reagovat urychleně.

Viceguvernér Singer: Dnešní debata je ovlivněna tím, že malá situační zpráva nedostala od SMS novou podobu a neodpoutala se od formy, ve které byla psaná v minulosti, kdy na ni bylo relativně málo času vzhledem k vyšší frekvenci měnověpolitických jednání. Trvá na tom, aby byl při tvorbě malých zpráv lépe využit nově získaný časový prostor a jejich kvalita se zlepšila. SZ neadresuje fundamentální nejistoty, jimž bankovní rada při svém rozhodování dnes čelí. Mezi tyto nejistoty řadí především perzistentní odchylku korigované inflace od prognózy, zahraniční vývoj a téměř již tradiční odchylku kurzového vývoje od prognózy. Tyto nejistoty dohromady vyžadují detailní rozklíčování na poptávkové, nabídkové a kurzové efekty. V jednotlivých oblastech nejsou pozice nejasné, i když je nelze opřít o detailnější analýzu, protože ta v SZ chybí. Ceny potravin a futures cen potravin ukazují na jisté inflační tlaky. Ceny průmyslových výrobců naopak tak silný signál nevysílají, protože jsou taženy odvětvími, která mají svou povahu nejbližší ke zpracování surovin (jako je výroba trubek) a nejsou tedy typickými průmyslovými odvětvími. Tyto dva cenové indexy vysílají protichůdný signál, a proto se obtížně interpretují. Zahraniční vývoj se interpretuje ještě obtížněji. Na jednu stranu probíhá finanční krize, která mimochodem nebyla v SZ téměř zachycena, na druhou stranu volí Evropská centrální banka protiinflační rétoriku. Upozorňuje, že v minulém roce byla koruna na 4. místě mezi 79 nejvýnosnějšími finančními instrumenty, jejichž seznam byl sestaven na základě sledování široké škály mezinárodních instrumentů. Izraelský šekel byl na 9. místě, polský zlotý na 7. místě. Nejvýnosnější byly drahé kovy. Takové umístění naznačuje, že kurz je ovlivňován vlnou spekulativního zájmu, kterou by zvýšení sazeb mohlo povzbudit, a to by nepovažoval za vhodné.

Vrchní ředitel Řežábek: Situace se opravdu interpretuje obtížně vzhledem k řadě protichůdných signálů. Dopady finanční krize nejsou dosud plně vyčísleny. Domnívá se ale, že vliv krize se nakonec - i když s mírným zpožděním - projeví. Ceny potravin se vydaly vlastní cestou a ani dovozy je zřejmě nedotlačí k původním hladinám. Nejvarovnější signál vysílá měnověpolitická inflace ve výši 5,4%. To je nezvykle vysoké číslo.

Vrchní ředitel Holman: Situace je poměrně jasná. Proinflační rizika jsou nezřetelná. Jistá rizika lze vyčíst z trhu práce, kde se mohou začít projevovat jisté proinflační tlaky. Protiinflační tlaky jsou naopak zřetelné. Silný kurz a očekávaný pokles zahraniční poptávky budou působit

protiinflačně a způsobí, že ponechání sazeb na stávající úrovni bude znamenat relativně přísnější nastavení měnové politiky. Silná koruna je důsledkem útěku od dolaru. Návrat k dolaru v horizontu relevantním pro měnovou politiku příliš nehrozí, proto není pravděpodobná ani reverze domácího kurzového vývoje. Zdůrazňuje, že měnová politika nereaguje na současnou, ale na budoucí inflaci. Současná vysoká inflace by měla být předmětem diskuze pouze proto, že by mohla ovlivnit inflační očekávání a stát se tak inflačním rizikem. Důležitou roli v transmisi očekávání do inflace sehraje trh práce, o kterém je potřeba mít k dispozici detailní analýzy, aby bylo zřejmé, zda inflace prosakuje do mezd. Nesouhlasí s dříve vysloveným názorem, že malá SZ by měla být jiná. Stávající podoba je vyhovující, jde o stručný dokument, který odráží skutečnost, že mezi dvěma prognózami není k dispozici mnoho nových údajů.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Vidí řadu rizik na proinflační straně, především nákladové faktory a trh práce. Problémem je spekulativní tlak na ceny potravin, který by mohl způsobit, že růst cen potravin neodezní tak rychle, jak se očekávalo. Protiinflačně ale působí silný kurz, minimální záporný úrokový diferenciál vůči euru a kladný vůči dolaru. Souhlasí s názorem viceguvernéra Singera, že v takové situaci není vhodné povzbudit spekulativní zájem o korunu. Navrhuje ponechat sazby na stávající výši.

Vrchní ředitel Tomšík: Zahraniční vývoj představuje dle jeho názoru poměrně velkou nejistotu. Změna náhledu na vývoj v Evropě a eurozóně sama o sobě způsobuje v logice GRIPu posun trajektorie sazeb dolů o 0,8 procentního bodu, což je velmi výrazná změna, kterou jsme dlouho neviděli. Jde o protiinflační riziko. Z nových údajů považuje za důležité informace o HDP, které jsou spíše proinflačním rizikem, a o vývoji mezd, které jsou spíše protiinflačním rizikem. U mzdového vývoje vysílají ale údaje za konec roku 2007 a počátek roku 2008 odlišné signály, a to ztěžuje interpretaci. Zarážející je vysoká korigovaná inflace bez pohonných hmot, zvláště v situaci, kdy – a zde nesouhlasí s guvernérem Tůmou – koruna posiluje již poměrně dlouho. Vývoj korigované inflace bez pohonných hmot by spíše korespondoval s únorovým alternativním scénářem, ale zahraniční vývoj jde v protisměru. Proto také navrhuje počkat na další informace a sazby zatím ponechat na stávající výši.

Guvernér Tůma: Diskuzi o podobě situačních zpráv by ponechal až po skončení měnověpolitického jednání. Kurzový vývoj a jeho průsak do cen se bude SMS obtížně analyzovat. Domnívá se, že je možné vyjít ze dvou hypotéz, ale verifikace není jednoduchá. Podle první hypotézy se průsak příliš nemění a je obdobný jako před několika lety (např. v letech 2001-2002). Pokud tomu tak je, uvidíme ve druhém čtvrtletí výrazné zpomalení inflace. Druhá hypotéza říká, že se v ekonomice něco změnilo a je nyní lépe adaptována na režim plovoucího kurzu. Může být ve srovnání s rokem 2001-2002 mnohem více zahedgovaná. Pokud tomu tak je, pak bude průsak kurzových změn do cen rozložen v čase, to ale neznamená, že k němu nedojde, bude pouze pomalejší. Intuitivně se přiklání ke druhé hypotéze, nečeká v příštích měsících tak silnou reakci ekonomiky na kurz jako v minulosti. V každém případě je kurz silným protiinflačním faktorem a v daném okamžiku vyvažuje proinflační rizika, která v ekonomice bezpochyby jsou a projevují se v korigované inflaci a dalších indikátorech. Navíc, jak je řečeno ve stanovisku poradce, mohou ostatní centrální banky svým snižováním sazeb měnověpolitické zpřísnění částečně odpracovat za nás. V daném okamžiku je obtížné se přiklonit na jednu stranu,

pouze ke snížení sazeb by se nepřiklonil. Navrhuje počkat na novou prognózu, která může některé nejistoty částečně rozptýlit.

Viceguvernér Hampl: Rád by rozšířil vstupní komentář o některé další úvahy. Souhlasí s tím, že nereagujeme na minulou inflaci, a málokdo toto v minulosti tak zdůrazňoval jako on. Problémem ale je, že v dané fázi cyklu je česká ekonomika velmi náchylná k promítnutí poptávkových tlaků do inflačních očekávání. Kurz koruny je opravdu problém. Je nesmírně obtížné či spíše koncepčně nemožné rozlišit spekulativní obchod od jiného obchodu a pro měnověpolitické analýzy není ani podstatné, zda obchod s korunou proběhl ze spekulativních důvodů či nikoli. Je docela pravděpodobné, že posilování koruny má kořeny spíše v ekonomických fundamentech, což je hypotéza, kterou – domnívá se - v minulosti citoval i guvernér Tůma. Vyspělé ekonomiky jsou nyní vystaveny velké nejistotě, zatímco rozvíjející se ekonomiky jsou momentálně pro investora více srozumitelné. Z hlediska investora je tedy racionální umístit prostředky právě do rozvíjejících se ekonomik a to do těch, které mají stabilní a věrohodné prostředí, s historicky malými vnitřními a vnějšími nerovnováhami, a které vykazují relativně vyšší růst než vyspělé ekonomiky. Investice do koruny jsou v tomto kontextu pochopitelné a není jasné, zda jsou spekulativní či se opírají o fundamenty. Pokud tato hypotéza platí, pak změna sazeb na této úvaze příliš měnit nemusí. Zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu nemusí znamenat dramatický zvrát v trajektorii kurzu. Pravdou zůstává, že rozhodování je velmi obtížné. Intuitivně se ale kloní k tomu, přidržit se těch informací, které jsou spojeny s nižší nejistotou, a to jsou informace o domácí ekonomice. Naopak informace o zahraničním vývoji jsou spojeny s nejistotou mnohem větší, a proto by jim v rozhodování měla být přisouzena nižší váha. Domácí ekonomika – ačkoli je interpretace SMS poněkud jiná – kumuluje rizika na poptávkové proinflační straně. Vezmeme-li v úvahu fakt, že část poptávky se díky jednorázovým vlivům přesunula z konce roku 2007 na počátek tohoto roku a ještě se ani neprojevila. Rychlý růst HDP mohl překvapit ještě více, pokud by nebylo daňových úprav.

Guvernér Tůma: Na dokreslení hypotézy o kurzu, kterou opravdu citoval, upozorňuje, že nejistota na vyspělých trzích musí být opravdu velká, když se izraelský šekel dostal v současné geopolitické situaci na 9. místo mezi investičními aktivy. Pokud má kurzový vývoj fundamentální charakter a koruna by posilovala dál bez významnější korekce, je to argument pro ponechání sazeb.

Viceguvernér Hampl: Zvýšení sazeb by ale posílení neurychlilo, což je obava, kterou někteří členové bankovní rady během diskuze vyslovili.

Viceguvernér Singer: Podstatné opravdu není, zda jsou za posílením kurzu koruny spekulativní či fundamentální motivy, podstatné ale je, zda je kurz citlivý na změnu sazeb. Proto je rád, že se závěr předchozího příspěvku zabýval tímto tématem. Kurz v minulosti reagoval citlivě na změnu sazeb. Occamova břitva by řekla, že reakce kurzu na zvýšení sazeb je tím nejjednodušším – i když ne vyčerpávajícím - vysvětlením toho, co se stalo od minulého měnověpolitického jednání. A to je dobře, protože by mělo dojít ke snížení inflačních tlaků. Není si ale jist, zda víme a zda trhy docenují, co se děje s výsledovkami v ekonomice, která je malou otevřenou ekonomikou a jejíž měna posílila meziročně o 13% v eurech a o 30% v dolarech. Takové tempo posílení je ve srovnání s maržemi průmyslových podniků dramatické. Zarážející sice je, že ve výsledovkách

není efekt zatím vidět, ale nebylo by dobré experimentovat s tím, zda bude vidět, zvýšíme-li posílení ze 30 na 45% v době, kdy světová ekonomika zpomaluje. Vývoj nedává velkou oporu tvrzení, že kurz na změny sazeb nereaguje. Úvahu opravdu komplikuje situace na mezinárodních trzích, která není přehledná a ve které se dokáže izraelský šekel umístit na 9. místě a polský zlotý na 7. místě, což nejsou země, které jsou jednoznačně přístavy jistoty (safe heavens).

Viceguvernér Hampl: Jsou daleko do Ameriky.

Viceguvernér Singer: Poláci jsou tradičně vnímání jako země Americe blízka.

Viceguvernér Hampl: Myšleno daleko geograficky.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Mezi domácí nejistoty je třeba také zařadit skutečnost, že ČNB zvýšila od loňského května sazby v pěti krocích a že plný dopad této unikátní série zvýšení na českou ekonomiku nelze dosud plně vyhodnotit. Doporučuje vyčkat, zda se toto zpřísnění měnové politiky v květnu, kdy je další měnověpolitické jednání, již v popptávce více neprojeví. V květnu také budou k dispozici údaje o sklizni na druhé polokouli a bude patrnější, výhled cen potravin signalizuje zklidnění.

Viceguvernér Hampl: V květnu nebudeme vědět o tolik více, než víme dnes. Reaguje dále na komentář viceguvernéra Singera, který v minulosti říkal, že na slovíčku „stagflace“ zajímá ČNB jen druhá část „flace“. Proto nyní nerozumí argumentu, proč by měl vliv silného kurzu na výsledovky být tak důležitý pro měnověpolitické rozhodování, jehož smyslem je zajistit plnění inflačního cíle.

Viceguvernér Singer: Když to nevydrží ekonomika, tak ceny spadnou dramaticky samy. Šlo o popptávkovou situaci.

Viceguvernér Hampl: Samozřejmě platí, že existuje vztah mezi kurzem a změnou sazeb, ale tento vztah bývá různě silný v různých obdobích.

Viceguvernér Singer: V posledním období ale byl tento vztah silnější. Jde o popptávkovou situaci.

Viceguvernér Hampl: Není jednodušším vysvětlením, že kurz reaguje na nejistotu na vyspělých trzích a že až tato nejistota pomine, vrátí se ke slabším hodnotám?

Viceguvernér Singer: Hypotéza o roli nejistoty není nejjednodušším vysvětlením, nejjednodušším vysvětlením je funkční vazba mezi kurzem a změnou sazeb.

III. Úkoly

Úkoly nebyly uloženy.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na stávající úrovni 3,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo šest členů bankovní rady: guvernér Tůma, viceguvernér Singer, vrchní ředitel Holman, vrchní ředitel Řežábek, vrchní ředitel Tomšík a vrchní ředitelka Zamrazilová. Jeden člen hlasoval pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu: viceguvernér Hampl.

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady