

## Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 7. května 2008

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

### I. Diskuze navazující na prezentaci 3. situační zprávy

**Viceguvernér Hampl:** Táže se na nastavení rovnováh, zejména na zásadní navýšení růstu potenciálního produktu v roce 2009. Jaké faktory to způsobují a který z nich nebyl znám již při přípravě předchozí prognózy?

**Vrchní ředitel Tomšík:** Zdůrazňuje, že růst potenciálního produktu, který prognóza předpokládá ve výši 6,5 %, nemá precedent.

**Vrchní ředitel Holman:** Uvádí, že růst potenciálního produktu může souviset s pozitivními nabídkovými změnami nebo může docházet ke snížení celkového inflačního prostředí v důsledku strukturálního vývoje. Předpokládá, že ke zvýšení potenciálu došlo v situační zprávě (dále jen SZ) z prvního důvodu, proto se táže na to, jaké například vlivy na straně nabídky za tím stojí.

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Přiznává, že zvýšení růstu potenciálu je účelový krok v prognóze. K podobné situaci již došlo i v letech 2002 a 2003, kdy měna také výrazně posilovala. Nedošlo tehdy k tak silnému zpomalení ekonomické aktivity, jak by odpovídalo cyklickému vlivu podle modelové kalibrace. To se projevilo ve filtraci jako dočasné zvýšení potencionálního růstu. Není vyloučeno, že se tato situace bude kvalitativně opakovat, tj. že ekonomika bude zpomalovat, ale zpomalení nebude tak výrazné. Kolem dlouhodobého trendu potenciálu, který v QPM reprezentuje technologie, dochází k fluktuacím.*

*Mezi dodatečné fundamentální faktory konzistentní s dočasným zrychlením potenciálu patří velké plánované investice v roce 2009 a dopady reformních opatření. Kromě toho v krátkodobé prognóze (dále jen NTF) se změnil mírně výhled čistého vývozu optimističtější směrem právě kvůli zlepšení na nabídkové straně ekonomiky.*

**Viceguvernér Hampl:** Pozastavuje se nad terminologií používanou při popisu modelu G3. Předpokládá, že se jedná o ne-gapový model, nicméně v textu se vyskytují výrazy jako je mezera reálných mezních nákladů, atp. Poznnamenává, že již bylo dohodnuto, že by měla být vytvořená nová terminologie odlišná od toho, co se používá u modelu QPM, aby nedocházelo při komunikaci k nedorozuměním.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Ohledně terminologie modelu G3 se táže na to, jak se v něm používá termín čistě inflace.

*Odpověď SMS: Mezera reálných mezních nákladů je v modelu G3 odchylka poměru mezních nákladů a skutečné ceny od jeho rovnovážné hodnoty, o které se předpokládá, že se v čase nemění. V tomto smyslu je tedy mezera reálných mezních nákladů pouze odchylkou od konstanty.*

*Model G3 přebírá prognózu regulovaných cen a změn daní z krátkodobé prognózy jako exogenní a predikuje zbytek. Tímto zbytkem není měnověpolitická inflace, protože ta očišťuje jen o primární vliv nepřímých daní, ale jsou v ní zahrnuty regulované ceny. Prognózovaná veličina tedy odpovídá definici čistě inflace. Ta však není cílována, cílována je měnověpolitická inflace (dále jen MP inflace). Jinými slovy se prognóza dle G3 skládá ze tří částí, z predikce daní, regulovaných cen a čistě inflace. Ta však není na rozdíl od QPM dále dělena na korigovanou inflaci a potraviny.*

**Viceguvernér Hampl:** Požaduje vysvětlení revize minulého vývoje efektivní inflace v eurozóně.

*Odpoověď SMS:* *Takové revize jsou skutečně neobvyklé, ale Německo změnilo svůj spotřební koš a v souvislosti s tím došlo ke zpětné revizi indexu CPI. Kvůli velké váze Německa v efektivním indexu se to projevilo významným způsobem i tam.*

**Viceguvernér Hampl:** Táže se, zda v situační zprávě byla zachována informace o měsíčním rozkladu predikce inflace. Tabulka v obvyklé podobě tam není.

*Odpoověď SMS:* *Čísla jsou v tabulkách k dispozici, konkrétně v tabulce Inflace I v příloze.*

**Viceguvernér Hampl:** Požaduje bližší vysvětlení toho na čem je založena predikce cen potravin. Předpokládá se, že ceny zemědělských výrobců (CZV) zůstanou přibližně konstantní? Jaká jsou rizika tohoto základního scénáře?

**Viceguvernér Singer:** V boxu, který se týká cen potravin, je nedokončená věta, která může zásadně ovlivnit vyznění celé této části. Požaduje doplnění chybějící informace. Táže se také na názor sekce měnové na budoucí vývoj zemědělských komodit. V této souvislosti uvádí analýzy JP Morgan, které vyznívají v neprospekch pokračování dalšího růstu cen.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Navazuje na dotaz viceguvernéra Singera. Informace v části, která se týká cen potravin, považuje za příliš obecné. Požaduje kvantifikaci jednotlivých zmíněných bodů.

**Vrchní ředitel Holman:** Vyjadřuje zklamání nad tím, jak je zpracována velmi aktuální problematika cen potravin, které představují 16-17 % spotřebního koše. Uvádí, že pokud se celkové nízko-inflační prostředí změní, může to být právě v důsledku růstu cen potravin. Táže se po příčinách cenového vývoje, zda se jedná o růst poptávky nebo o vlivy nabídkové, jakým je například kolísání úrody. Požaduje analýzu vlivu spekulativního kapitálu na ceny zemědělských komodit, která by mj. měla obsahovat informaci, jaký objem kapitálu se na tomto trhu angažuje a jaký vliv na ceny by mohlo mít jeho stažení. Dále by uvítal analýzu vlivu rostoucích cen potravin na ceny průmyslového zboží. Informace v příslušném boxu považuje za příliš obecné.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Připojuje se k požadavku na zpracování analýzy trhu se zemědělskými komoditami a potravinami.

*Odpoověď SMS:* *Mnoho nových fundamentálních informací není. K dispozici jsou nově odhady sklizně v Austrálii, kde se zdá, že sklizeň bude úspěšná. Proto nejsou identifikovány nové tlaky na růst cen. Výčet faktorů, které stojí za růstem cen, je kvalitativní, sofistikovanější analýza, která by kvantifikovala příspěvky jednotlivých vlivů, není k dispozici a zřejmě ji nemá žádná instituce. Zdá se, že vývoj je do značné míry tažen finančními toky, například je vidět značná korelace s tím, co se děje na trhu s ropou. Finanční toky však nejsou dobře dokumentovány. Volatilita cen je velká, například ceny potravinářské pšenice kolísaly až o 20 % během 14 dnů. To lze přisoudit vlivu spekulativních nákupů a prodejů.*

*Situační zpráva vychází primárně z měsíčně aktualizovaných údajů US Department of Agriculture, které obsahují analogii Consensus Forecast pro zemědělství. Tato publikace mapuje vývoj zemědělských komodit na celém světě včetně sklizní, zásob, poptávky ve světě; vše rozklíčováno pro jednotlivé země. V posledních pěti vydáních nedošlo k podstatné změně v odhadech objemů. Nicméně ceny se změnily, v současnosti se například již nečeká, že budou podstatněji klesat ceny po sklizni v roce 2008.*

*Ohledně chybějícího slova v boxu: Správně tam má být vyjádřeno, že dojde ke stabilizaci cenové hladiny na vysoké hodnotě.*

*SMS neměla k dispozici zmiňovaný rozbor JP Morgan.*

**Viceguvernér Hampl:** Poukazuje na to, že ačkoliv se základní scénář vydává za nejpravděpodobnější, popisovaná rizika jsou všechna proinflační. To považuje za určitý rozpor.

**Viceguvernér Singer:** Připojuje se k dotazu na celkové vyznění prognózy. Táže se, zda je možné potvrdit, že její předpoklady jsou ve srovnání s tím, co bylo o ekonomice předpokládáno dříve, celkově více „dovish“, tj. jsou takové, že vedou k předpovědi nízké inflace a sazeb?

**Vrchní ředitel Tomšík:** Podobně jako předřečníci poukazuje na možnou vychýlenost základního scénáře s ohledem na celkově zřejmou proinflační bilanci rizik.

*Odpoověď SMS: Srovnání modelu naposled použitého v 10. SZ se současným nastavením, které je obsahem jednoho rizikového scénáře, ukazuje, že nové nastavení je skutečně více „dovish“. Nové nastavení čeká nižší inflaci i nižší nastavení úrokových sazeb. SMS zatím není schopna mezi těmito dvěma scénáři, které se liší až v predikci pro rok 2009, diskriminovat. Další rizikové scénáře spíše reagují na poptávku ze strany bankovní rady. První scénář posuzuje riziko změněného vlivu silné měny na mezery výstupu, druhý kvantifikuje mzdové riziko. Mzdová citlivostní simulace je navíc poměrně drastická, protože veškerý dodatečný růst reálných mezd se v něm dostává do mezery reálných mezd. V reálných odhadech to bývá jinak, růst rovnovážných mezd je dosti pružnou veličinou. SMS nakonec mzdové riziko vnímá jako symetrické, protože prognóza mezd byla při dopracování prognózy zvýšena. Základní scénář je tedy vnímán sekci jako nejpravděpodobnější. Celkově je však bilance rizik spíše proinflační a to s ohledem na nejistotu ohledně sekundárních dopadů nákladových šoků do inflace.*

**Viceguvernér Hampl:** Žádá srovnání odhadu ztrát světových finančních institucí, které utrpěly v důsledku finanční krize s objemem dodatečně likvidity poskytnuté Federálním rezervním systémem a dalšími centrálními bankami.

*Odpoověď samostatného odboru ekonomického výzkumu a finanční stability (dále jen SAO EVFS): Očekává se přibližně 400 mld. USD ztrát ve finančním sektoru, z čehož 200 mld. USD připadne na americké banky, což povede ke snížení kapitálové přiměřenosti. To bude mít dopady do tempa růstu úvěrů a do tempa růstu peněžní zásoby. Likviditní injekce jsou velmi diskutované, nicméně jde o navýšení rozsahu likvidity dodávané centrální bankou jen o 20-30% ve srovnání s normálním stavem. Došlo k prodloužení splatností a uvolnění podmínek. Dopad do bilancí bank a do jejich rekapitalizace je velmi zprostředkovaný. Pozitivní vliv na finanční situaci bank spočívá v tom, že nižší úrokové sazby, pokud jsou těmi opatřeními dosaženy, zlevní rekapitalizaci, případně přispějí ke snížení ztrát. Efekt na úvěry a peníze by měl být poměrně malý, americká měnová báze navzdory těmto opatřením příliš neroste a klesá multiplikátor. Do jisté míry zde existuje analogie situace v Japonsku po prasknutí bubliny na trzích aktiv.*

**Viceguvernér Hampl:** Poznnamenává, že navíc jsou sazby na peněžním trhu odtrženy od sazeb centrálních bank, takže měnové podmínky počítané z tržních sazeb jsou úplně jiné než podmínky na základě sazeb centrálních bank. Táže se, zda likviditní injekce jsou pouze přiměřenou kompenzací ztrát nebo zda rostoucí ceny komodit a některých dalších aktiv potvrzují hypotézu monetárního dopadu akcí Federálního systému.

*Odpoověď SAO EVFS: V roce 2001 velmi nízké úrokové sazby spolupůsobily při růstu celého sektoru vysoce pákových investic, kde docházelo k distorzím. Nyní se mohou nízké sazby podobně projevat na cenách komodit či na trzích zemědělských produktů, které se mohly stát do jisté míry aktivy. Na samotné úvěrové podmínky nízké úrokové sazby Fedu nemají příliš silný dopad. Proto se tato debata redukuje na otázku, do jaké míry má měnová politika reagovat na ceny aktiv, která je ale velmi obtížná. Pokud je pravdivá hypotéza, že růst cen komodit a cen zemědělských produktů je*

*odrazem finančních investic, tak se dá očekávat, že i tato bublina časem splaskne a ceny půjdou dolů.*

**Viceguvernér Singer:** Požaduje upřesnit, zda předpoklad mírné propagace změn nepřímých daní na úrovni 20 % je novinkou nebo zda tato kalibrace byla používána již dříve. Domnívá se, že to novinka není, avšak formulace v situační zprávě na straně 33 je nejasná.

*Odpoověď SMS: Není to novinka, používá se to již delší dobu. Po přechodu na model G3 však tato otázka již bude bezpředmětnou.*

**Viceguvernér Singer:** Poukazuje na to, že situační zpráva rozebírá vliv daňových reforem na výstup. Komplementární k tomu by byla i analýza vlivu reforem na exportní schopnost ekonomiky. Byla provedena?

*Odpoověď SMS: Vlivem daňových změn na export se SMS explicitně nezabývala. Nicméně daňové změny budou mít vliv na tempo růstu investic a s tím se v prognóze počítá.*

**Viceguvernér Singer:** Táže se, jaké nové informace o inflačním vývoji přináší týdenní šetření.

**Viceguvernér Singer:** Dotazuje se v souvislosti se stanoviskem poradce, zda v SAO EVFS výzkumu bylo diskutováno doporučení ohledně úrokových sazeb.

*Odpoověď SAO EVFS: Mezi zpracovateli obou stanovisek panuje shoda v tom, že ve stávající makrosituaci by mělo dojít k určitému zpřísnění měnových a finančních podmínek. Měnověpolitická doporučení se však liší, protože referát finanční stability klade větší důraz na obrat v kreditním cyklu a na zpřísnování podmínek pro poskytování úvěrů, což určitou restrikcí zajišťuje.*

**Viceguvernér Singer:** Požaduje rozklíčování vyšší než očekávané jádrové inflace mezi reakci na vnější nákladové tlaky na jedné straně a domácí poptávku na straně druhé.

*Odpoověď SMS: Zhruba třetina z překvapení v korigované inflaci se dá přisoudit dvěma konkrétním položkám, tj. cenám v restauracích a imputovanému nájemnému. Zbytek pak připadá na dodatečné poptávkové tlaky. Je to ale jen účetní pohled. Ve skutečnosti bude podíl poptávkových tlaků ještě vyšší, protože i ty dvě konkrétní části mohou být částečně vysvětleny poptávkově, protože nárůsty cen z důvodu nákladových šoků se zřejmě dějí snáze v situaci kladné mezery výstupu. To koresponduje s tím, že mezera výstupu byla přehodnocena v počátečních podmínkách velmi výrazně, zřejmě toto přehodnocení je nejvyšší dosud zaznamenané.*

**Viceguvernér Singer:** Požaduje informaci o tom, kde se již projevilo protiinflační působení silného kurzu.

*Odpoověď SMS: Toto působení se zatím příliš neprojevuje. Ceny tradables dlouhodobě klesají, ale pokles se zatím nezrychluje. Naopak ceny non-tradables zrychlují svůj růst, což by mohlo odpovídat poptávkovým tlakům v ekonomice. Avšak pokud se vezme v úvahu změna spotřebního koše a vychází se z alternativního výpočtu podle reprezentantů, potom vychází, že pokles cen tradables se zrychluje. Očekává se, že k poklesu inflace již dojde v nejbližším období. Vliv kurzu je vidět dobře ve vývoji dovozních cen, jak u potravin tak i průmyslového zboží. Navíc podle vysokofrekvenčních dat se zdá, že klesá počet zakázek ze zahraničí, zřejmě s ohledem na klesající cenovou konkurenceschopnost. Byla také zveřejněna nepříznivá data za zahraniční obchod, což by do tohoto obrázku mohlo zapadat.*

**Viceguvernér Singer:** Působení fiskální politiky v roce 2007 je hodnoceno jako více protiinflační než dříve. Proč tomu tak je?

*Odpoověď SMS: Hlavním důvodem je, že schodek podle ESA 95 byl nižší, než se čekalo. Důvody k tomu byly tři. Mezi dva dočasné faktory patří předzásobení kolky před zvýšením daně na cigarety*

v roce 2007 a zpomalení investičních výdajů spojených s kofinancováním EU. Fundamentálním důvodem je pak lepší daňové inkaso z přímých daní od právnických osob, což souvisí se zřejmě vyšší daňovouází. Ta byla ovlivněna poklesem sazby daně a menší motivací podniků se vyhýbat placení daní. MF také tvrdí, že to jde na vrub lepšímu výběru daní a také odeznívání daňových prázdnin. Tyto vlivy však SMS ještě ověřuje.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Táže se, zda v odhadu působení fiskálu v roce 2009 je zahrnuto vyrovnání s církvemi.

**Guvernér Tůma:** Připojuje se k tomuto dotazu, považuje ale za zřejmé, že vyrovnání s církvemi ve fiskálních výhledech není zahrnuto. Táže se však, zda by bylo součástí deficitu podle ESA 95, bylo-li by schváleno.

*Odpoověď SMS:* V prognóze se s vyrovnáním s církvemi nepočítá. Kdyby bylo schváleno, promítlo by se do fiskálního impulzu velmi slabě, protože by bylo rozloženo do období 60 let. V hodnocení podle ESA 95 by však bylo zahrnuto. Neovlivní to ale hodnocení ČR v souvislosti s ukončováním EDP, neboť se to bude interpretovat jako mimořádná operace.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Poukazuje na odlišné očekávání trhu ohledně kurzu a úrokových sazeb. Poprvé po dlouhé době ČNB predikuje silnější kurz než analytici.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Zdůrazňuje, že ke změně působení reálné ekonomiky (vyjádřené mezerou reálných mezních nákladů) na inflaci z proinflačního na protiinflační dochází až ve 4. čtvrtletí 2008. To je významný posun o dvě čtvrtletí ve srovnání s předchozí predikcí. Dokonce i pro projednávání druhé situační zprávy se očekávalo protiinflační působení již ve druhém čtvrtletí. Požaduje bližší komentář i s ohledem na to, že není jasné, které nové informace k tomu vedly.

*Odpoověď SMS:* Nové odhady počáteční podmínek vedly k tomu, že se změnil očekávaný okamžik, kdy dojde ke změně působení reálné ekonomiky. Mezera výstupu je nyní otevřenější, proto by mělo trvat delší dobu, než odezní. Důvodem pro otevřenější mezeru je vyšší než očekávaný růst HDP a vyšší korigovaná inflace bez PH. Ta navíc nastává při zhodnocenějším kurzu a více klesajících cenách dovozu.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Přibližně odhaduje růst nominálních jednotkových mzdových nákladů práce (NJMN) na 4,5 % (s použitím informace o vývoji mezd a produktivity) a žádá vysvětlení nízké hodnoty 2,6 % ze situační zprávy. NJMN jsou podstatně vyšší, než je inflační cíl a to zejména v ročních číslech. V podnikatelské sféře se v SZ předpokládá pro rok 2008 růst NJMN o 4,4 % a pro rok 2009 růst o 3,3 %. To lze považovat za silný inflační indikátor.

*Odpoověď SMS:* Vychází se nejen z mezd v podnikatelské sféře, ale v celém hospodářství. V nepodnikatelské sféře budou růsty kvůli daňové reformě podstatně podprůměrné. Potom NJMN jsou konzistentní s prognózou mezd.

Navíc je třeba rozlišit NJMN podle národních účtů a propočtem z vývoje mezd a produktivity. Čeká se, že NJMN podle národních účtů budou zrychlovat ze současných cca 2 % na 5 % v závěru roku. Průměrně by měly být cca 4 %.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Zdůrazňuje, že tento průměr je vyšší než inflační cíl.

*Odpoověď SMS:* Působení mezd je sice letos hodnoceno jako protinflační, ale platí to jen ve srovnání se 7% inflací, kterou pozorujeme.

**Vrchní ředitel Holman:** Požaduje bližší komentář k výhledu spotřeby. Mezi její prognózou modely QPM a G3 jsou určité rozdíly. Podle QPM dojde k poklesu spotřeby a k jejímu následnému

zvýšení, naopak podle G3 lze čekat stabilní vývoj. Vyjadřuje názor, že spotřeba je spíše stabilní v čase. Táže se, ke kterému scénáři se SMS spíše přiklání.

*Odpoověď SMS: I v predikci podle G3 je výrazné zpomalení růstu spotřeby, ale je přece jen menší než v základním scénáři. Je to důsledkem toho, že v modelu G3 jsou racionální vpředhledící agenti, kteří se snaží vyhlazovat svou spotřebu v čase. Vnímají zpomalení reálných příjmů jako dočasné. Proto dočasně snižují míru svých úspor, aby jejich spotřeba tolik nekolísala. Toto je mikroekonomicky zřejmě více podložený pohled. Nicméně G3 zase nepracuje s některými specifickými faktory, jakým je například fiskální reforma. Redistribuční aspekty fiskální reformy totiž budou mít spíše tendenci zvyšovat míru úspor, protože se zvyšují čisté příjmy vysokopříjmových skupin obyvatel. Ten rozdíl vyplývá z toho, že u G3 neproběhla úplná integrace s NTF. V G3 je také trochu jiný vývoj nominálních mezd, což také implikuje jinou spotřebu.*

**Vrchní ředitel Holman:** Ptá se na důvody zvýšení tempa rovnovážné reálné apreceiace, do jaké míry pro to byly důvody technické, modelové.

*Odpoověď SMS: Výrazné zvýšení rovnovážné apreceiace pro letošní rok bylo provedeno již v minulé prognóze. Část cenových šoků připadala do oblastí, kde nehrozí zhoršení konkurenční pozice ČR, jednalo se o regulované ceny, o ceny potravin, daňové změny, atp. To bylo zohledněno tím, že se dočasně umožnila vyšší rovnovážná reálná apreceiace. V této nové prognóze dochází k dalšímu mírnému posunu stejným směrem. Je to dáno tím, že vyšší než očekávaná apreceiace se zatím neprojevuje výrazně v mezeře výstupu. Podobně i modelu G3 byly z tohoto důvodu zvyšovány tempa růstu příslušných technologií.*

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Není určitá nekonzistence mezi zvýšením růstu potenciálu a poklesem aktuálního růstu HDP v roce 2009? Situační zpráva předpokládá, že spotřeba domácností v roce 2009 dále zrychlí, čeká se rychlý růst investic ve výši kolem 7 % a má zrychlit růst exportu. Z toho vychází, že by měl výrazně akcelarovat dovoz. Táže se, zda tento vliv může být skutečně tak velký, aby způsobil natolik silné oslabení růstu. Uvádí k tomu, že odhad růstu HDP má ČNB nejnižší ze všech institucí a ptá se, zda očekávané zpomalení není nadsazené. To spolu s rychlejším potenciálem přispívá zřejmě k větší mezeře výstupu. V souvislosti s rychlým růstem potenciálu poznamenává, že veškerý růst obstarávají firmy pod zahraniční kontrolou, a že české firmy k růstu přispívají jen málo.

*Odpoověď SMS: ČNB je skutečně mezi pesimističtějšími institucemi, co se týče predikce HDP, a to zejména ohledně roku 2009. Na rok 2008 je predikce ČNB poblíž konsenzu. Bylo zvýšeno také tempo růstu potenciálního produktu pro toto období, kdyby se tak nestalo, predikované tempo růstu HDP by bylo ještě pomalejší. Mezi analytiky je také poměrně pesimistická KB. ČNB předpokládá silnější kurz než většina analytiků, to může také být jedním z důvodů nižšího očekávání růstu. Prognóza modelem G3 je o něco méně pesimistická než základní scénář, zejména pro rok 2009. Zahraniční investoři si vybírají perspektivní firmy a obory a s tím souvisí to, že v zahraničních firmách je vidět růst. V útlumových odvětvích, jakým je například textilní průmysl, tolik zahraničního kapitálu nenajdeme.*

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Požaduje komentář k tvrzení situační zprávy, že depreciační vliv na kurz bude mít zvětšující se inflační diferenciál a k tomu, že se současně nečeká změna domácí repo sazby.

*Odpoověď SMS: Roli v prognóze kurzu hraje inflační i úrokový diferenciál. Očekávání většího inflačního diferenciálu působí v prognóze proti posilování nominálního kurzu, protože se přes inflaci odehrává část reálné apreceiace.*

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Žádá vysvětlení k údajům o dynamice úvěrů nefinančních podniků. Krátkodobé úvěry akcelerují, zatímco střednědobé výrazně zpomalují.

*Odpověď SMS: Jedná se o vliv změny ve vykazování splatnosti úvěrů v souvislosti se sloučením dvou významných bank. Věcně se jedná o to, že některé investiční úvěry uvolňované po ročních tranších byly dříve vykazovány jako úvěry s delší splatností, nyní jsou vykazovány po tranších.*

**Guvernér Tůma:** Konstatuje, že míra nezaměstnanosti se podle situační zprávy dostává pod NAIRU. Táže se však, jak aktuální je odhad míry NAIRU. Předpokládá, že reformní opatření, která se dotkla trhu práce, mohla mít významný vliv i na tuto veličinu.

*Odpověď SMS: Odhad NAIRU není konstantní, pravidelně se aktualizuje. V předchozích dvou prognózách došlo ke snižování odhadu NAIRU. Odhady jsou navázány na odhad mezery výstupu prostřednictvím modifikovaného Okunova zákona.*

**Guvernér Tůma:** Sdílí názor, že dosavadnímu posílení je třeba přiřadit velkou důležitost, nicméně by očekával, že již v současnosti by se mělo více projevovat ve vývoji čistých exportů. Táže se SMS na názor na tuto problematiku.

*Odpověď SMS: Ve výhledu růstu HDP v NTF na rok 2008 dochází k protisměrnému působení na čistý export. Na jedné straně by mělo docházet k jeho zlepšování z důvodu dlouhodobých změn na nabídkové straně, naopak bude působit jeho cyklické zhoršování kvůli příliš silnému kurzu a nižší poptávce v zahraničí. Ve výsledku by k většímu zhoršení čistého vývozu mělo dojít až v roce 2009.*

## **II. Uzavřené jednání bankovní rady**

**Viceguvernér Hampl:** Situaci z hlediska inflace vnímá méně optimisticky než základní scénář prognózy a spíše se přiklání k rizikovým scénářům. Připouští, že panuje velmi velká nejistota. Vidí trh práce jako přehřátý, dalším rizikem je pokračující růst cen potravin, pokud i nadále porostou ceny základních zemědělských komodit. Rizikem je další růst cen ropy. Rizikem je také silnější domácí poptávka, mezi signály, které to naznačují, patří i podle situační zprávy například silná spotřebitelská důvěra. Existuje riziko rychlejšího růstu mezd, registruje signály, že mzdová vyjednávání by mohla být znovu otevřena v průběhu roku. Možný je více rozložený dopad posilování kurzu do růstu i do inflace. Navíc existuje riziko korekce kurzu vzhledem k rozdílu mezi predikcí ČNB a současným převládajícím názorem na trhu. Souhlasí se stanoviskem poradce, který varuje před celkově inflačnějším prostředím.

Uznává, že proti tomu existují i opačná rizika. Mezi ně lze zařadit katastrofický vývoj ve světě, významné dopady finančních turbulencí na ekonomickou aktivitu a na ceny. Navíc možná ještě bude česká ekonomika inkasovat výrazný dopad kurzové apreciacie. Dalším faktorem je i možná stabilizace inflačních očekávání, tak jak jsou popsána v situační zprávě. Případné zpřísnění měnové politiky by mohlo působit tak, že ČNB nedůvěřuje té stabilizaci inflačních očekávání, kterou zřejmě sama způsobila svou aktivní komunikací.

Celkově však vnímá prostředí jako proinflační, považuje za obtížné hledat kromě světového vývoje protiinflační rizika. Situační zpráva a dopolední diskuze prezentace to potvrzují.

**Viceguvernér Singer:** Ani delší odstup mezi měnovými zasedáními někdy nepřispívá k získání nového názoru na aktuální dilema měnové politiky. Signály přichází rozporuplné, na jedné straně překvapení z vyšší korigované inflace, proti tomu zhoršení obchodní bilance a negativní signály ze světa. Nedomnívá se, že se situace dramaticky změnila. Podle jeho názoru, jsou dvě možnosti, je možné čekat nebo zvýšit sazby. Snížení sazeb, které je naznačované v základním scénáři, by nepovažoval za přiměřené. Nesdílí obavy ze zrychlení domácí poptávky, protože daňová reforma redistribuuje směrem k vrstvám obyvatelstva s nižším sklonem k utrácení a také proto, že nepovažuje riziko rychlejšího růstu mezd za mimořádné. Kromě toho podle anekdotických

informací domácí banky skutečně přitvrzují úvěrovou politiku vůči mnohým věřitelům. Ekonomika také ještě neabsorbovala posílení kurzu, které jak očekává, bude mít tlumivý vliv na trh práce. Nepřekvapilo by jej, kdyby k tomu došlo později, protože firmy více než dříve používají zajištění proti kurzovému riziku. Nicméně vlivu kurzu se firmy nemohou zcela zbavit. Uvádí, že dosud není rozhodnut, jak bude hlasovat.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Modelová prognóza naznačuje stabilitu následovanou silným poklesem sazeb v horizontu roku a půl. Proti tomu stojí rychlý růst mezd, cen průmyslových výrobců a cen energií. Poptávka stále působí proinflačně, opět se o dvě čtvrtletí odložil odhad v prognóze, ve kterém dojde k překmitnutí působení reálné ekonomiky na inflaci z proinflačního na protiinflační. Navíc všechny tři rizikové scénáře: mzdy, pass-through i starý QPM indikují, že by sazby neměly klesat, možná by naopak měly stoupnout. A dále pak model implikuje silnější kurz, než zřejmě říkají trhy. Považuje za nepředstavitelné, že by se sazby mohly nyní snížit. Možností je buď jejich stabilita, nebo zvýšení.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Pokračuje velká nejistota, nová data příliš "makroekonomickou mlhu" nerozptýlila. Rizika však jsou vychýlena jednoznačně proinflačním směrem. To potvrzují i rizikové scénáře, které jsou vychýleny proinflačně. Nicméně modelová trajektorie implikovaných sazeb je jednoznačně klesající. Poznává, že v minulosti model dobře souhlasil s realitou na predikčním horizontu 12-18 měsíců. Zdůrazňuje, že teprve za 2-4 čtvrtletí bude zřejmé, jaký byl efekt dosavadních zvýšení repo sazby. Inflace by měla podle prognózy od teď již nyní klesat k inflačnímu cíli a to znamená, že by mělo dojít nakonec k poklesu sazeb. Proto se nyní spíše přiklání ke stabilitě sazeb než k jejich zvýšení. Pokud však v debatě zazní silné argumenty pro zvýšení sazeb, nevylučuje, že se k němu přikloní.

**Vrchní ředitel Holman:** Existuje velká míra nejistoty, existují rizika proinflační i protiinflační. Silněji než sekce měnová vnímá některé protiinflační faktory. Je prognózováno, že růst potenciálního výstupu se bude zvyšovat a růst skutečného HDP se bude snižovat, což nakonec povede k nízkoinflačnímu prostředí. Dalším protiinflačním faktorem je dozvuk krize na finančních trzích, což vyvolává hrozbu, že světová poptávka se sníží, což se bude přenášet do české ekonomiky. Nicméně to je zřejmě zapracováno do predikce nízkého růstu HDP. Nedomnívá se, že déletrvající oslabení koruny je pravděpodobný scénář, připouští období stability kurzu, po kterém by se zase měl obnovit trend jeho posilování. To odvozuje z toho, že i po zpomalení ekonomiky, bude domácí hospodářský růst rychlejší než v EU a USA. Proinflačním faktorem by mohl být rychlejší růst světových cen potravin, nicméně o tom situační zpráva v tomto směru nepřináší nové informace. Trh práce sice vykazuje známky napjatosti, nicméně je to trh otevřený a bude asi ještě otevřenější a tak příliv zahraniční pracovní síly bude působit proti tlakům na růst mezd. S ohledem na pozdější pokles úrokových sazeb je adekvátní současná stabilita sazeb. Je to vhodnější než nejdříve zvyšování a následné snižování sazeb. Začíná ochlázet trh hypoték, takže hrozba jeho přehřátí a bubliny na něm je nyní menší než dříve. V souhrnu tedy nejsou dost silné argumenty pro zvýšení sazeb a dodává, že ani pro jejich snížení.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Uvádí, že změnil své stanovisko na výhled cen ropy. Dříve byl spíše optimistický, nyní se zdá, že i kvůli globálním politickým vlivům bude ropa i nadále zdrojem inflačních tlaků. Podobně jako sekce měnová nevnímá výraznější inflační tlaky v oblasti mezd. Budoucí vývoj cen potravin je velmi nejistý. Uvítal by, kdyby měnová sekce zpracovala kvantitativní rozbor poptávky, zásob a produkce.

Uvádí, že v české ekonomice se projevuje pokles poptávky. Daňová reforma byla již komentována, jakož i zvýšení úroků a restriktivnější působení bank. Ve srovnání s minulostí působí fiskální politika restriktivněji. Dochází k poklesu tempa zahraničního obchodu, je otázka, do jaké míry to



souvisí s globální krizí. Na druhou stranu je třeba říci, že byly vybudovány nové kapacity, které jsou vyloženě proexportní. Proto zahraniční obchod určitě poroste. Uvádí rozporuplný vývoj cen stavebních materiálů. Některé ceny rostou, ale například ceny zdícího materiálu klesají a vracejí se na úroveň roku 2006. To má významný dopad. Mnoho obchodníků je schopno nakupovat tyto materiály v Německu za srovnatelné nebo nižší ceny než od českých výrobců. Jednoznačně dojde k poklesu rychlosti růstu HDP, protože měnové podmínky jsou přísnější.

Celosvětově se projevující finanční problémy vedou k přehodnocování růstu v USA, Evropě i Asii i Číně. Centrální banky to vnímají a ve svém rozhodování to zohledňují. Je otázkou, zda se ČNB přiřadí k centrálním bankám vyspělejší části Evropy nebo zda se přiřadí spíše do balkánské oblasti a bude se chovat tak, že se jí to netýká. Bankovní sektor působí restriktivně. Ztráty z USA jsou zatím odhadovány v rozpětí 400-1100 mld. \$. To, že nejsou dosud vyčísleny a to, že rozpětí odhadů je tak velké, způsobí, že nervozita spíše poroste. Zdůrazňuje, že i české banky jsou pevně provázány s bankami západní Evropy. I v České republice začínají některé banky prodávat syndikované úvěry, banky si začínají hlídat likviditu a omezují aktivitu na mezibankovním trhu, sazby na mezibankovním trhu rostou. To znamená, že i když ČNB nezvyšuje své sazby, tak sazby PRIBOR se automaticky zvýšily. Restriktivnost bankovního sektoru působí velmi významně. Finanční problémy, které se přesouvají z Ameriky, českou ekonomiku postihují, ale jejich dosah je těžké odhadnout.

**Guvernér Tůma:** Úvodem žertem poznamenává, že snížení sazeb také zatím nenavrhne. Nicméně uvádí, že dosavadní evidence je smíšená. Na jednu stranu podle vyjádření představitelů větších firem na diskuzi organizované Svazem průmyslu a dopravy vůbec není zřejmé, že by docházelo k ochlazení poptávky v ekonomice. Na druhou stranu vyjadřuje přesvědčení, že vliv minulé kurzové apreciacie se projeví. Dopad do výstupu sice může být rozložený, nicméně dopad do inflace by měl být stejně silný jako v minulosti. Očekává, že kurz zajistí velkou část poklesu inflace. Nicméně i dopad na agregátní poptávku bude nezanedbatelný. I po apreciaci v letech 2001 a 2002 to trvalo několik čtvrtletí, než se vliv silné měny plně projevil. Vzhledem k více využívanému zajišťování čeká, že se silná koruna začne v poptávce projevovat částečně již ve druhém, ale spíše až ve třetím a čtvrtém čtvrtletí. Dovede si představit korekci kurzu, ale nečeká, že by měla být významná. Hodnoty kurzu se mohou pohybovat mezi 25 až 26 korunami za euro, nicméně z minulosti je nadapreciováno tolik, že to nebude mít dramatický vliv. Dále uvádí, že reálné příjmy poklesnou jednak kvůli daňové reformě, také i v důsledku inflace. Souhlasí se stanoviskem referátu finanční stability a očekává, že se sníží růst úvěrů z 25 % v minulém roce a to snížení se bude týkat podniků i domácností a to zejména spotřebitelských úvěrů. Uvádí, že příklad z USA má za důsledek, že mnohé banky si uvědomily, že agresivita při prodávání produktů má svoje meze a některé revidovaly své procedury při poskytování úvěrů a zpřísnily je. Lze čekat, že spotřeba domácností bude v následujících čtvrtletích zpomalovat. Navíc kurzový šok zřejmě dočasně omezí investiční aktivitu. Základní scénář proto považuje za vyvážený a pravděpodobný, i když si uvědomuje existenci mnoha rizik.

**Viceguvernér Hampl:** Souhlasí s tím, že dopad posílení kurzu do cen se dostaví. Nicméně vyjadřuje nejistotu ohledně rychlosti tohoto průsaku s ohledem na cyklickou pozici ekonomiky. Dosavadní zkušenost s kurzovým šokem se váže k velmi odlišnému období. Tehdy byla v okolních zemích skoro recese a lokálně byl také relativně utlumený růst poptávky. Z hlediska mezery výstupu je však nyní zcela jiná situace, produkční mezera je výrazně pozitivní. Kdyby poptávka nezpomalila tak, jak se čeká v základním scénáři, potom i vliv kurzu může být více rozložený v čase. Z tohoto pohledu je okolní vývoj klíčový. Poptávka po exportech nemusí klesat tak, jak se očekává v predikci, protože například dopady finanční krize na okolní země se zdají být asymetrické. To lze dokumentovat situací v Německu, kde tento vliv se zdá být relativně omezený. Za těchto okolností apreciacie kurzu může po dlouhou dobu znamenat především jen zvýšené marže

importérů. Souhlasí však s tím, že finanční trh provádí určitou autorestrikci, tento efekt však je zřejmě slabší než v USA a v západní Evropě. V souhrnu se přimlouvá za provedení bezpečnostního zvýšení sazeb, které by nemělo zřejmě velký vliv na trh, ale signalizovalo by pozici centrální banky.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Poukazuje na březnové meziroční snížení vývozu o 5,6 %, které bylo větší než snížení dovozu o 2,4%. V jiných vyjádřeních klesá však dovoz více. Z toho plyne, že je zatím ještě brzy na vyhodnocení vlivu kurzu.

**Viceguvernér Hampl:** To však tedy potvrzuje tvrzení, že existují v tomto ohledu velké nejistoty. Období rychlé apreciacie v letech 2001 a 2002 je spíše benchmarkem než jeden minulý měsíc. Tehdy se nakonec objevily například i dopady do investic. Otázkou však je, do jaké míry se toto bude opakovat.

**Viceguvernér Singer:** Nesouhlasí s hypotézou věčných vysokých marží importérů. Nedomnívá se, že trhy jsou tak zmonopolizovány, aby to bylo dlouhodobě možné. Nejde zde o horizont týdnů, ale měsíců a kvartálů. Dopravní náklady jsou nyní velmi nízké, a proto očekává, že konkurence povede k tlaku na pokles cen. Jako příklad uvádí prodejce automobilů. Předpokládá, že kurz výrazně neoslabí, že dál bude driftovat s mírnými výkyvy na obě strany. Za této situace se zvýšený dovoz bude vyplácet. Konstatuje, že pokud se stabilita sazeb udrží delší dobu, bude to znamenat postupné zpříšňování měnové politiky ve srovnání s prognózou, která očekává velmi významný pokles sazeb. Koncem roku může být rozdíl až 1/2 - 3/4 procentního bodu. Zdůrazňuje však, že pro něj je prognóza jen slabým vodítkem. Poznává, že z diskuze nevyplývá velká ochota ke snižování sazeb.

**Vrchní ředitel Holman:** Poznává, že produkční mezera by měla být podle prognózy na horizontu měnové politiky významně otevřená do záporných hodnot. Připojuje se k názoru viceguvernéra Singera na kurz a konkurenci. Domnívá se, že například u automobilů je jen otázkou krátké doby, než se konkurence prosadí a donutí prodejce přizpůsobit ceny.

**Vrchní ředitelka Zamrazilová:** Konkurence kombinovaná s kurzem představuje silný argument pro ponechání sazeb. Táže se ředitele Holuba, zda je v prognóze ze 3. SZ ve srovnání s prognózou v 1. SZ výrazné oslabení inflačních tlaků.

**Ředitel Holub:** Nikoliv, na celém horizontu prognózy působí domácí ekonomika více proinflačně. To vyplývá z vyššího výchozího odhadu produkční mezery.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Souhlasí s intenzivním působením konkurence zahraničního zboží, nicméně poznamenává, že poprvé po sedmi letech dochází ke zhoršování směnných relací. To považuje za velké inflační riziko. Také se vyjadřuje k tomu, že ponecháváním sazeb bude docházet k postupné restrikci. To však platí za předpokladu, že kurz nebude oslabovat. Nicméně zveřejněním implikované trajektorie sazeb může dojít ke změně očekávání na trhu a tržní sazby mohou klesnout.

**Guvernér Tůma:** K ještě většímu zmatení trhu by mohlo dojít, kdyby se zveřejnila trajektorie z prognózy a současně došlo ke zvýšení sazeb.

**Viceguvernér Hampl:** Zdůrazňuje velkou míru nejistoty, které se musí při rozhodování čelit. Nicméně připomíná, že v zemích s vyšší kupní silou bývá vyšší cenová hladina než tam, kde je nižší koupěschopná poptávka. Přitom tyto země mohou být blízko sebe; příkladem je Švédsko a Norsko. Rozdíly v cenových hladinách mohou být velmi vysoké i dlouhodobě. To je dobře

ekonomicky zdůvodnitelný jev. Pokud nebude platit předpoklad o utlumení poptávky, potom je možné, že se tradables budou v ČR díky koupěschopné poptávce prodávat draž, než se prodávají v sousedních zemích, které jsou v jiné cyklické pozici.

Souhlasí s tím, že pokud se bude replikovat minulá zkušenost s kurzovým šokem, potom je relevantní úvaha měnové sekce o tom, kdy by mělo dojít ke snížení sazeb.

**Viceguvernér Singer:** Míra nejistoty je dramatická, například i v tom, co může být primární příčinou zhoršení směnných relací. Evidentně jsou za tím komodity, jejichž ceny mohou být, podle hypotézy viceguvernéra Hampla, důsledkem nadměrné emise peněz Federálním rezervním systémem. To by znamenalo velkou nejistotu. Pokud by přetrvávala, skutečné sazby by se od sazeb modelových mohly velmi výrazně odlišovat. Nicméně v současnosti se nedomnívá, že signály pro zvýšení sazeb jsou dostatečné. Uvědomuje si to více než na začátku diskuze.

### **III. Úkoly**

Sekce měnová a statistiky by měla zpracovat podrobnější rešerši trhu se zemědělskými komoditami a potravinami.

Referát finanční stability by měl připravit rozbor ekonomické povahy nových operací, které provádí Fed, Bank of England a ECB. Otázkou konkrétně je, jaký vliv má dodatečná likvidita na bilance a portfolia bank, a do jaké míry mohou být ovlivněny ceny komodit a aktiv.

Ředitel Holub informuje, že do příští situační zprávy je také zpracovávána tématická příloha o vzájemném vztahu měnové politiky a cen aktiv.

Na základě empirických zkušeností by měl být kvantifikován možný vliv vývoje na komoditních trzích na spotřebitelskou inflaci.

Pro použití v Analýzách sladění by mělo být započato s pracemi na analýze dopadů reforem trhu práce (zprůsnění poskytování dávek atp.) na jeho flexibilitu.

### **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. Viceguvernér Hampl hlasoval pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsal: Martin Cincibuch, poradce bankovní rady.