Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. června 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 4. situační zprávy

Viceguvernér M. Singer: Obtížnost současné situace se skvěle odráží ve stanovisku poradce J. Hurníka, který na dvou a půl ze svých pěti stran ukazuje proč je kurzové „pass-through" opožděné a potom na dalších dvou a půl stranách – a zde se táži J. Fraita jestli dobře chápu, že hlavní myšlenka jím zpracovaného stanoviska je, že celková likvidita dodávaná Federálním rezervním systémem (FED) klesla o 50 mld. USD, a tedy není pravda, že cenné papíry proti kterým jsou prováděny repo operace drží FED ve svém vlastnictví a tudíž se jich banky zbavily a jsou schopny realizovat dodatečné zisky. Platí proto, že způsob jakým J. Hurník cituje vaše stanovisko je zcela nekorektní? – J. Hurník dovodí, že je potřeba úrokové sazby zvýšit. Tuto logickou kličku jsem tedy úplně nevstřebal. Máme tedy nejistou situaci a nezbývá, než se ptát na detaily.
J. Frait (náměstek ředitele samostatného odboru ekonomického výzkumu a finanční stability, dále jen SAO EVFS): Budu komentovat nová čísla z konce minulého týdne, meziročně, což je prakticky ekvivalent situace od počátku krize v polovině srpna 2007. Držba vládních cenných papírů v bilanci FEDu klesla o 310 mld. USD a refinancování narostlo o 270 mld. USD. Je tam tedy rozdíl 40 mld. USD. Nicméně, v bilanci jsou potom nějaké kompenzující položky typu ostatní položky, jejich obsah není zcela jasný, a které uvedený rozdíl zaplňují. V souhrnu to vypadá tak, že ta část aktiv, která je česky označována za měnověrelevantní aktiva vzrostla o 2 % meziročně. Bankovní rezervy taky vzrostly o 2 % meziročně. Měnová báze roste o 1 % meziročně. V souhrnu tedy nula od nuly pošla a jak v našem stanovisku naznačujeme, není ze standardního pohledu ani expanzivní ani restriktivní. Je to prostě politika, která zabraňuje v kontrakci bankovních bilancí. Pokud jde o držbu cenných papírů, respektive o ty cenné papíry, které kupuje FED, tak z našeho standardního pohledu jsou ta aktiva oceněná, u významné části jsou uplatněny velké „haircuty", budou uplatňovány „margin calls" a u značné části operací nedochází k převodu cenných papírů. V Británii dokonce vláda zapůjčování vládních cenných papírů indemnifikuje ve prospěch Bank of England. Nelze tedy říci, že z operací vyplývá nějaká měnová expanze a zároveň je potřeba si uvědomit, že pokud jsou nějaké mediální komentáře, že banky dají špatné cenné papíry FEDu a vezmou si peníze a s těmi někde spekulují, tak že to je velmi zkreslená představa. U amerických bank dochází k obrovskému tlaku na bilance, protože banky musí brát zpátky ta aktiva, která byla předtím sekuritizována a zároveň jim klesá vlastní kapitál při zaúčtování ztrát. Debata by měla být správně vedena o tom, zda 2 % sazba, za kterou se banky nefinancují, má expanzivní charakter nebo nemá.

Viceguvernér M. Hampl: Technicky vzato, není to jenom snaha udržet stávající měnové podmínky i nadále?
J. Frait (náměstek ředitele SAO EVFS): Přesně tak.

Viceguvernér M. Hampl: A potom je diskuze o tom, jak jsou měnové podmínky nastaveny obecně.

Viceguvernér M. Singer: Moment, měnové podmínky, nebo trend měnového vývoje? Drží se více méně konstantní rozměr měny, nebo se drží konstantní nárůst, který jsme v předchozích letech pozorovali?
J. Frait (náměstek ředitele SAO EVFS): Opakuji, já jsem to hodnotil jako snahu o zabránění kontrakce. To znamená, drží se to na stejné úrovni a banky budou mít velké problémy, aby dosáhly nějakého pozitivního nárůstu nového byznysu. Situace je komplikovaná tím, že oni přijímají SIV, ale pokud se jim nepodaří navyšovat kapitál výrazněji, než se v současnosti děje, tak budou mít velké problémy, aby financovaly nový byznys. Staré hříchy se neumazávají, ale nové nevznikají.

Viceguvernér M. Hampl: Ta druhá půlka je tedy silná.
J. Hurník (poradce bankovní rady): Já ve svém stanovisku přiznávám, že měnová báze FEDu nenarostla, což znamená, že striktně pohledem „currency school" nelze říci, že probíhá měnová expanze. Proto jsem do stanoviska dal odkaz na debatu mezi „currency" a „banking school", protože oni opravdu jakoby vymění podkladové aktivum peněžní emise.

Viceguvernér M. Singer: Ale vždyť J. Frait právě řekl, že nevymění. Ty cenné papíry mají banky pořád ve svém vlastnictví a zbytek je s „haircutem". Jak na tom tedy zúčastněné banky vydělávají?

Guvernér Z. Tůma, viceguvernér M. Hampl: Umožní jim to změna struktury bilance.

Viceguvernér M. Singer: (k J. Hurníkovi) Vy máte celý odstavec, půlku strany pět vašeho stanoviska, o tom, že: „transmisní mechanizmus může probíhat následovně". Já chápu, že z komína může lítat čarodějnice, ale transmisní mechanismus takto zřejmě neprobíhá. Vy se odkazujete na stanovisko J. Fraita a máte tam větu, která ze stanoviska J. Fraita vypichuje cca 250 mld. Následně pokračujete popisem toho, jak může probíhat transmisní mechanizmus, čímž vyvoláváte dojem, že citujete stanovisko J. Fraita. Takže já si stanovisko J. Fraita pak čtu a tam není nic z toho, co vy uvádíte. Nezlobte se na mne, ale tak jak vy popisujete transmisní mechanismus, tak on prostě neprobíhá. Odstavec na straně pět vašeho stanoviska je o jiné realitě, než o té, která je skutečně na trhu. Mně nevadí, že říkáte nějaký názor, já jen nechápu, jak si jej odvozujete ze stanoviska J. Fraita.
J. Hurník (poradce bankovní rady): Můj odkaz na stanovisko J. Fraita se týká pouze rozsahu operací FEDu, ničeho jiného.

Viceguvernér M. Singer: Ve svém stanovisku dále máte: „připustíme-li proto možnost, že alespoň část nárůstu cen komodit". Připustím-li, že jedna a jedna jsou tři, tak dokážu cokoliv.
J. Hurník (poradce bankovní rady): To co říká ve svém stanovisku J. Frait je jeho názor na věc, ale když si čtete jiné práce.

Viceguvernér M. Singer: Dobře, ale nemůžete se přece odkazovat na J. Fraita.
J. Hurník (poradce bankovní rady): Ale já se přece odkazuji ve svém stanovisku na stanovisko J. Fraita jen ohledně té částky. Tedy, ani na tu částku, ale jenom na to, že nechci opakovat popis operací FEDu. To je celé. Zbytek je můj názor, respektive to, co jsem přečetl od jiných autorů.

Guvernér Z. Tůma: Obě stanoviska přesně odráží debatu, která probíhá ve světě. Když se centrální bance změní struktura bilance, tak i když je to jen dočasná změna a bude se to vracet zpátky, tak již jen to, že nedochází ke kontrakci, umožňuje větší operační prostor bankám, které by jinak čelily ještě většímu tlaku na svou bilanci.

Viceguvernér M. Singer: Potom se tedy ptám, jaké má změna struktury bilance FEDu celkové inflační dopady? Pokud bráním kontrakci a stabilizuji současný stav, tak touto operací přece nevznikají nové inflační tlaky. Inflační tlaky tady již byly a já nyní současný stav jen stabilizuji, čímž stabilizuji cenovou hladinu na nynější úrovni. Nepobízím přece žádnou expanzi. Expanze už byla.

Guvernér Z. Tůma: Debata je obecnější: má to měnové dopady nebo nemá? V okamžiku kdy budu bránit nějaký stav, tak to také má měnový dopad. Mohu se například bránit protiinflačnímu tlaku. Nemám sám na tuto věc silný názor a konstatuji, že názory jsou prostě dva.

Viceguvernér M. Singer: Stále nerozumím tomu, jak může bránění protiinflačnímu tlaku způsobovat inflaci.

Viceguvernér M. Hampl: Peníze, které se jednou multiplikovaly a umřely, jsou nahrazovány novými, které se opět multiplikují. Na základě toho, že do FEDu přinesu balík papírů A4 z mé tiskárny, tak za to dostanu úvěr a díky situaci na trhu hledám jiná aktiva a nově investuji do těch aktiv, která jsou blíž CPI.

Viceguvernér M. Singer: Ale takto dnešní situace nevypadá. Cenné papíry banky stále drží ve své rozvaze a existuje „haircut“. Peníze už byly vymazány a jediné co se nyní děje, je, že by prostřednictvím peněžní kontrakce došlo k silnému protiinflačnímu tlaku. Potom jediným důsledkem stabilizace současné situace,, je stabilizace cenové hladiny na současné úrovni.

Guvernér Z. Tůma: Máme tady dvě stanoviska, obě jsou zajímavá a odráží debatu, která se vede i jinde. Dále se stejně nedostaneme. Každý si na tuto otázku může udělat nějaký názor. Můžeme jít dál.

Viceguvernér M. Singer: Otázka vývoje PPI byla zodpovězena v rámci prezentace. Jak je to s majetkem Českých drah? Jedná se opravdu o expanzivní fiskální impulz, nebo jde spíše jen o účetní výměnu něčeho za něco?
<u>Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS):</u> Interpretace je dost nejasná, neboť doposud nebylo vyřešeno, jakým způsobem převod proběhne. Původní plán byl, že převod proběhne bezúplatně. Potom by se samozřejmě jednalo pouze o účetní převod bez jakýchkoliv reálných dopadů. Bezúplatný převod byl již jednou použit, když se z Českých drah vydělovala Správa železniční cesty. Problém je, že současný plán zahrnuje faktický převod peněz a dojde k vyplacení ceny 12 mld. Kč za něco, co České dráhy nikdy nezaplatily. Je to vnímáno také jako forma skryté dotace. Pokud bychom si byli jisti, že převod bude pouze účetní, tak to v situační zprávě vůbec nezmiňujeme. Naopak, pokud bychom si byli jisti reálným dopadem, tak to již do našich výpočtů schodků a impulzu vložíme. Protože však stále máme problémy s interpretací, tak to v situační zprávě zmiňujeme jako možné riziko. Je také otázka, zda současné komentáře, že by tyto prostředky mohly být použity na obnovu vozového parku, nezakládají nějakou vyšší expanzi z titulu vyšších investic a je pravda, že předběžný výklad ČSÚ ohledně tohoto transferu je o zaúčtování jako hrubé tvorby fixních investic vlády.

Viceguvernér M. Singer: Další dotaz mám k vývoji mezd a vlivu jednorázových efektů. Platí, že pokud se pozorovaný vývoj mezd očistí o všechny jednorázové efekty, tak bude pozorovaný růst mezd pod prognózou?

Odpověď SMS: U daňové optimalizace je odhad vlivu na růst mezd kolem 1 p.b. Potom, zhruba 1,4 p.b. odhaduje TREXIMA jako vliv úpravy nemocenské. Pokud se oba faktory odečtou, tak dostáváme růst o 9,8 % a prognóza předpokládala 10,4 %. Je proto pravda, že po očištění o jednorázové faktory je růst mezd pod prognózou. Byla provedena ještě jedna dodatečná analýza pomocí nového modelu g3. Kladli jsme si otázku, jak by model na základě své struktury a ostatních pozorovaných dat dopočítal vývoj mezd v posledních čtyřech čtvrtletích. Potom na poslední čtvrtletí (1Q2008) bychom dostali růst mezd ještě o něco nižší než je těch 9,8 %. To co model vidí jako fundamentální příběh je růst kolem 9,5 %.

Viceguvernér M. Singer: Všechny boxy obsažené v situační zprávě jsou zajímavé, naopak příloha věnovaná vztahu měnové politiky a bublinám na trhu aktiv příliš nepomáhá. Je sice teoreticky zajímavá, ale pro účel praktického rozhodování nekončí závěrem s jasným názorem.
Jakým způsobem SMS vnímá vývoj cen potravin, protože vývoj cen zemědělských výrobců (CZV) jde proti směru vývoje cen potravin? Dále potom, jak SMS vnímá vliv povodní v USA, které jsou jedním z nejvýznamnějších producentů potravin?
Odpověď SMS: Situace je opravdu taková, že zatímco CZV jsou nad naší prognózou, ceny potravin jsou pod naší prognózou, což je trochu rozporuplná informace. Zásadní problém tam však nenastává, neboť CZV jsou velmi volatilní a pokud ceny potravin rostou, tak CZV je převyšují několikanásobně. Jde tedy asi o vliv volatility a možná vliv kurzu v posledních několika měsících.
Co se týká dopadu povodní v USA, tak tam hlavní dopad je na sklizeň kukuřice, která v Evropě nehraje příliš velkou roli. Co se týká odhadů sklizně v České republice, tak ty budou zveřejněny až 11.7. Současný odhad Agrární komory je nadprůměrná sklizeň.

Viceguvernér M. Singer: Tím říkáte, že družstva už nebudou tak profitabilní jako v posledních letech?
Odpověď SMS: Ceny díky kurzu mohou jít dolů a pochopitelně poklesne zisk.

Viceguvernér M. Singer: Má SMS nějaký názor na to, proč spotřeba domácností poklesla tak výrazně, když mzdy rostou poměrně vysokým tempem?
Odpověď SMS: Vývoj spotřeby domácností skutečně příliš nesedí na vyšší než očekávaný růst mezd. Zatím nemáme k dispozici národní účty za sektor domácností, takže podrobnější analýza bude až v 5. situační zprávě. Na sekční poradě jsme diskutovali několik prozatím jen spekulativních hypotéz. Hypotézu, kterou můžeme v tomto okamžiku mít, souvisí s daňovou optimalizací a s tím, že mezní sklon k úsporám se mohl měnit u skupiny obyvatelstva s vyššími příjmy a celková míra se tak mohla zvýšit. Určitý tlak na růst míry úspor z důvodu daňové reformy je předpokládán i v prognóze. Při výpočtech však byla použita průměrná míra úspor jednotlivých příjmových skupin, zatímco z hlediska ekonomické teorie by měla hrát roli mezní míra úspor. Tu však neznáme. Hypoteticky však může být u vysoko příjmové skupiny ještě vyšší než průměrná míra úspor. Dalším faktorem může být chyba v odhadu deflátoru, kde se standardně předpokládá, že deflátor se bude vyvíjet obdobně jako CPI. Teď došlo k relativně velké odchylce a to mohlo způsobit část chyby.

Vrchní ředitelka E. Zamrazilová: O jak velký rozdíl šlo?
Odpověď SMS: Zhruba 0,7 p.b.

Viceguvernér M. Singer: Také peněžní zásoba (M2) roste pomaleji, než bylo prognózováno. Má proto SMS nějaké vysvětlení?

Odpověď SMS: Na základě údajů za duben se zdá, že vývoj M2 bude pod prognózou. To může mít dvě příčiny. První je chyba prognózy. Použité modely sice neměly problém vysvětlit vývoj M2 ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku a v prvním čtvrtletí letošního roku, ale nemůžeme pochopitelně vyloučit nějakou chybu. Druhým zdrojem chyby je vývoj samotné ekonomiky, tj. pomalejší než v prognóze očekávaný růst HDP, včetně revize předchozích dat. Na to navazuje debata o tom, nakolik vývoj peněžní zásoby signalizuje něco o zpomalování ekonomiky a projevech apreciace kurzu. Tady lze říci, že se poprvé dostáváme pod referenční tempo růstu M2 propočtené na základě rovnovážných hodnot a stejně tak indikátory střednědobých inflačních tlaků poklesly. V samotné M2 je vidět, že dolů růst táhnou vklady podniků, což svědčí o jakémsi vyčerpání, nebo počátku vyčerpávání provozního kapitálu firem, na což firmy reagují zvýšeným čerpáním krátkodobých úvěrů a naopak klesá poptávka po střednědobých úvěrech. Stejně jako v roce 2002 vidíme stabilizaci poměru M1 a M2, který dlouhodobě roste a pouze v periodách výrazného zpomalování ekonomiky má tendenci se stabilizovat. Vývoj M2 je v souladu s tím, že zpomalení růstu nastane, a že bude možná dokonce rychlejší, než jsme původně očekávali.

Viceguvernér M. Singer: Existuje ještě nějaká dodatečná informace, jak se revize dat o HDP promítne do nové prognózy?
Odpověď SMS: Revize se samozřejmě promítne do výchozích podmínek pro novou prognózu. Podstatná informace, je, že po revizi se zdá, že vrchol ekonomického cyklu přišel dříve a teď ekonomika klesá. To sedí víc na to, co jsme čekali z pohledu měnových podmínek. Na prognóze očekáváme rychlejší propad ekonomické aktivity, opět především z titulu kurzu. Z pohledu identifikace cyklu jsme tam, kde jsme byli předtím s tím, že průběh hospodářského cyklu je jiný a více to sedí na vývoj měnových podmínek a propad na prognóze bude rychlejší.

Vrchní ředitel V. Tomšík: Tento závěr vychází z modelu QPM nebo G3?
Odpověď SMS: Jde o závěr vycházející z modelu QPM. S novým modelem jsme začali pracovat teprve minulý týden, kdy na nových datech v podstatě začínáme s tvorbou prognózy. Očekáváme, že s revizí se model G3 vypořádá lépe, než QPM, protože tam přece jen můžeme situaci analyzovat více přes jednotlivé sektory.

Viceguvernér M. Hampl: Své dotazy bych rád rozdělil na dvě části. Část dotazů, které se týkají přílohy situační zprávy o bublinách na trzích aktiv a stanovisek J. Hurníka a J. Fraita, a které vyžadují hlubší diskuzi, bych nechal na později a nejprve tedy dotazy přímo k situační zprávě. Nejprve graf srovnávající implikovanou trajektorii sazeb prognózy a tržní výhled sazeb. Existovala zde obava, že trh bude vnímat zveřejněnou implikovanou trajektorii sazeb jako závazek centrální banky. Graf ukazuje, že tomu tak zcela zjevně není a naopak bychom asi byli rádi, kdyby trh implikovanou trajektorii sazeb alespoň trochu jako závazek vnímal, neboť divergence sazeb je poměrně velká a v čase narůstá. Má SMS nějaké vysvětlení, proč trh tak dramaticky jinak vidí budoucí vývoj sazeb, než jak jej vidí prognóza? Podotýkám, že tato situace nastává, přestože naše komunikace je velmi explicitní a snažíme se velmi silně prodávat příběh stojící za stávající prognózou. Přitom to vypadá, že nejenže to nefunguje, ale že intenzita s jakou je příběh stojící za stávající prognózou přijímán v čase, klesá.
Odpověď SMS: Také nejsme nadšeni z toho, jak málo trh reaguje na zveřejněnou implikovanou trajektorii úrokových sazeb, nicméně je to opravdu tak. Domácí sazby jsou infikovány vývojem v zahraničí, a čím dále jdeme po výnosové křivce, tím více je tato vazba zřejmější. Pohly se sazby FRA, stejně jako sazby na pěti a desetileté swapy. To je tedy první faktor. Druhý faktor je trochu zvláštní interpretace vývoje inflace ve srovnání s naší prognózou ze strany účastníků finančního trhu, kteří jakoby byli zklamáni tím, jak pomalu inflace klesá, přestože prognóza očekávala na tyto měsíce stabilitu meziročních růstů na

úrovni 6,7 % a skutečnost byla jen o desetinu vyšší. Účastníci finančního trhu zřejmě čekali něco jiného a ta čísla je překvapila. Stejně tak se dá říct, že jejich interpretace nižšího čísla o růstu HDP je méně pesimistická než naše, protože jsou poměrně vzad-hledící a pořád jim to číslo 5 % meziročního růstu přijde poměrně vysoké, zejména pracují-li ve vztahu k okolním zemím nebo k jádru eurozóny. A samozřejmě, jejich kurzový výhled byl doposud stále otočený směrem na korekci, která nenastala. Oni sice hladinu, ke které má kurz depreciovat, pořád posunují silnějším směrem, ale pořád je to proti očekáváním naší prognózy zásadní rozpor. Očekáváme, že pod vlivem ECB, která změnila komunikaci a pod vlivem vývoje kurzu dojde k posunu sazeb směrem k našim sazbám. Lze souhlasit se stanoviskem J. Hurníka, že současný tržní výhled sazeb neodráží nejpravděpodobnější trajektorii sazeb odvozenou od současných podmínek. Současně je zajímavé, že analytici finančního trhu se liší v pohledu na kurzový vývoj, pokud je rozdělíme na domácí a zahraniční, a liší se jak v pohledu na intenzitu kurzové korekce, tak v pohledu na intenzitu kurzového „pass-through“.
Co se týká HDP, tam my vnímáme vývoj HDP primárně optikou sezóně očištěných mezikvartálů a argumentace, že meziroční růst 5,4 % je stále dobrý, je argumentace minulostí, protože meziroční číslo jsou čtyři poslední mezikvartální růsty, kde ten poslední je o dost nižší, než předchozí.

Viceguvernér M. Hampl: Klíčová věc, která proběhla v situační zprávě je snížení proinflačního vlivu EURIBORu. K tomu mám dva dotazy. Za prvé, nepamatuji si, že bychom kdy takto opravovali Consensus Forecast nebo názor trhu. Je tomu skutečně tak? Za druhé, proč má SMS pocit, že očekávaní trhu ohledně EURIBORu musí být tak nekonzistentní? Pokud trh nevěří, že proinflační faktory odezní, nebo že nebudou mít sekundární dopady, tak může docela dobře očekávat, že nejdříve je potřeba trochu zpřísnit měnovou politiku a teprve potom přijde snížení inflace a růstu v eurozóně.
<u>Odpověď SMS:</u> Změna tržního výhledu není procedurálně standardní. Standardně přebíráme sazby z tržního výhledu. Na záložním snímku naší prezentace je vidět jak by dopadl graf inflačních rizik prognózy, kdybychom přebrali tržní výhled sazeb. Potom bychom nevystačili s osou plus mínus jeden procentní bod, ale bod by ležel na okraji grafu inflačních rizik prognózy s osou plus mínus dva procentní body. My se domníváme, že toto je skutečně přehnané, a že trh si to, co řekla ECB, téměř vyložil jako fundamentální změnu paradigmatu měnové politiky v globálním kontextu, kdy to vnímal tak, že doteď byla měnová politika o podpoře hospodářského růstu a teď se najednou měnová politika na jednom zasedání navěky otočila směrem k boji s inflací. Z našeho pohledu – a s výhodou interních informací z MPC - byla ECB relativně naladěna na boj s inflací již delší dobu. Proto není překvapující, že ECB vyslala signál možného zvýšení úrokových sazeb. Trh to však vzal příliš fundamentálně. Navíc nám příliš nesedí ani profil té trajektorie. Konsensus je teď o tom, že inflace bude nějakou dobu vyšší, než jsme si mysleli, nicméně pak ve výhledu konce roku 2009 klesne zpátky na cíl ECB. Ve stejné době bude růst HDP pod 2 %, což znamená situaci nižšího, než trendového růstu HDP. V tomto delším horizontu bychom tedy čekali, že sazby budou ležet níže než na úrovni 5,5 %. Paradoxní situace nastává také ze srovnání výhledu tříměsíčního a jednoletého EURIBORu. Očekávaný tříměsíční EURIBOR je aktuálně vysoký a následně klesá směrem dolů, zatímco očekávaný jednoletý EURIBOR neklesá. To je divná situace. Tradičně, kdyby měla platit teorie očekávání a probíhat standardní arbitráž na trzích, by výhled tříměsíčního EURIBORu měl být podobný jako výhled ročního EURIBORu. Teď momentálně se ovšem tyto dvě sazby rozcházejí. Na základě všech těchto pozorování jsme proto usoudili, že tato situace je natolik nestandardní, že jsme i procedurálně volili nestandardní řešení. Každopádně se k tomu musíme vrátit v nové prognóze.

Viceguvernér M. Hampl: Každopádně ale říkáme, že nerozumíme tomu, jak trhy chápou chování ECB a jak trhy chápou chování ČNB. Dá se to však také brát jako potvrzení toho, že komunikace centrální banky je stále silným nástrojem. Tak silně jsme zdůrazňovali, že se jedná o jednorázový výkyv inflace, až jsou všichni překvapeni, že ještě není za námi.

Viceguvernér M. Hampl: Na straně 9 situační zprávy je uvedeno, že v prvním čtvrtletí byl růst HDP v Německu relativně dobrý, což je něco, co bylo několikrát opakováno, totiž že Německo je zatím relativně rezistentní. Nicméně, předstihové indikátory a aktuální informace o vývoji v Německu už říkají něco jiného a jako by se výhled začal zhoršovat. Jaké jsou tedy poslední informace o vývoji v Německu?
Odpověď SMS: Pokud bychom při zpracovávání situační zprávy znali hodnoty předstihových indikátorů, tak by určitě komentář k vývoji německého HDP byl směrem k nižšímu růstu. Že se skutečně jednalo o silnou informaci, odráží i skutečnost, že také tržní výhledy sazeb se posunuly směrem dolů. Momentální komentáře k Německu jsou takové, že se mezičtvrtletně očekává pokles HDP, a kdyby to nakonec byla nula, tak by to bylo považováno za skvělý výsledek. Druhé čtvrtletí by mělo kompenzovat to neočekávaně dobré první čtvrtletí.

Viceguvernér M. Hampl: Můj další dotaz je ke zpomalování růstu fixních investic, které bylo komentováno v prezentaci SMS. Je možné interpretovat toto zpomalování jako dopad apreciace kurzu, tj. opakování příběhu, který jsme tady měli před pěti lety?
Odpověď SMS: Podíváme-li se do struktury investic v národních účtech, tak zpomalení vidíme ve dvou segmentech. První segment jsou stroje a zařízení a druhý segment jsou stavby, kde zejména došlo k výraznému poklesu investic v oblasti bytové výstavby. To asi souvisí s očekávanými změnami sazby DPH a s tím, že došlo k načasování ukončení investic do určitého období. Na druhou stranu, pokles stavebních investic není z delšího pohledu nijak dramatický a pořád odpovídá vývoji v roce 2005 a počátku roku 2006.
Co se týká informací o hospodaření nefinančních podniků, tedy podniků nad 50 zaměstnanců, tak tady je potřeba vidět, že se jedná jen asi o třetinu ekonomiky. Navíc se zdá, že investice spíše než kurz brzdí osobní náklady a výkonová spotřeba. To se týká zejména sektoru dopravy, kde investice poklesly asi o 25 %. Zde je růst výkonové spotřeby velmi výrazný a souvisí s růstem cen pohonných hmot, kde se již vyčerpalo posilování kurzu proti dolaru, které dříve pomáhalo brzdit růst cen ropy. Na druhou stranu je potřeba uvést, že pokles investic v sektoru dopravy není vidět v metodice národních účtů. Celá situace tak nedává zcela konzistentní obrázek.

Viceguvernér M. Hampl: Pouze technický dotaz. Úplně nerozumím tomu, proč by u staveb a budov firmy, které jsou většinou plátci DPH, měla zajímat změna sazby této daně. To zajímá pouze rezidenty.
Odpověď SMS: Ano, ale byla tam jasná motivace dostavět do určité doby, aby sazba, kterou jsou zatíženi kupci, byla nižší. Spekulativní motiv na to, že se nějakým způsobem změní sazba DPH, a že budou zasaženy i některé domy a byty.

Viceguvernér M. Hampl: To se ale nejedná o investice firem. Investice je to co mají firmy v majetku. Tohle vysvětlení mi teda úplně nesedí. Prosím o dodatečnou odpověď.

Viceguvernér M. Hampl: Pokud sečtu všechny dodatečné (oproti prognóze) vlivy na inflaci tak dostávám číslo okolo 0,5 p.b., které představuje dodatečný výkyv k tomu, který již komunikujeme. V jakém časovém horizontu se má tento dodatečný vliv projevit? U každého faktoru je totiž uvedeno jiné časování. Bude to tedy ještě tento rok, nebo část proběhne až

příští rok? Ještě dodávám úplně drobnou věc, která souvisí se zrušením padesátníků. Počítá SMS s nějakým dopadem?
Odpověď SMS: Potvrzujeme, že zatím jsou nasčítané dodatečné vlivy k vývoji inflace v řádu 0,5 p.b. Pro 5. situační zprávu ovšem ještě budeme zvyšovat výhled vývoje regulovaných cen, takže nakonec to bude asi více než 0,5 p.b. Není to ovšem v jednom časovém okamžiku. Ve třetím čtvrtletí letošního roku, kdy dojde ke zvýšení cen cigaret a zvýšení cen zemního plynu, se odehraje zhruba 0,5 p.b. Dále dojde na počátku příštího roku k dalšímu zvýšení cen zemního plynu, které přidá k vývoji inflace dalších zhruba 0,2 p.b. Každopádně je dobré, že se toto téma otevřelo. My jsme doposud vedli komunikaci v tom smyslu, že inflace dosáhne vrcholu a potom bude monotónně, i když nesměle klesat, až dojde k onomu výraznému propadu na přelomu let 2008 a 2009. Po zohlednění těchto dodatečných informací se může stát, že ve třetím čtvrtletí se dočasně vrátíme na čísla začínající sedmičkou, řádově 7,1 nebo 7,2, což může vyvolat mediální komentáře typu: vidíte, ono to neklesá, jak ČNB říkala, takže její komunikace neplatí. Měli bychom na to být připraveni a komunikovat, že to čekáme, a že to nemění náš dlouhodobější výhled na pokles inflace k inflačnímu cíli. Současně by při této komunikaci měla být zdůrazněna vazba na světový vývoj cen ropy a současně poukázat na posilující kurz koruny, který je dodatečným faktorem zabezpečujícím pokles inflace k cíli počátkem roku 2009. S dopadem zrušení padesátníků SMS nepočítá.

Viceguvernér M. Hampl: Na straně 29 situační zprávy je zajímavá zmínka o tom, že podniky začaly v prvním čtvrtletí čerpat více úvěrů v zahraničí. Znamená to, že zpomalování domácí úvěrové emise je kompenzováno zahraničními úvěry a celkový objem úvěrové emise se nemění? Hodnocení situační zprávy je pouze kvalitativní.
Odpověď SMS: Ve čtvrtém čtvrtletí loňského roku a prvním čtvrtletí letošního roku je v této části úvěrové emise oživení, ovšem roční tok je pořád záporný. Nedá se tak říct, že by zde docházelo k nějaké výrazné expanzi. Pro informaci, roční tok je -3,8 mld. v zahraničních úvěrech a v domácích úvěrech je to +111 mld. Určité zrychlení se dá přičíst vývoji kurzu, protože podniky vědí, že při dalším posílení se jim úvěr bude snáze splácet. Pozvolna také narůstá určitá eurizace naší ekonomiky, která se pohybuje mezi 10 a 20 % podle toho, jestli ji měříme podílem na transakcích nebo podílem vkladů a úvěrů na celkových vkladech a celkovém stavu úvěrů.

Viceguvernér M. Hampl: Je možné očekávat, že díky očekávané apreciaci kurzu poptávka po úvěrech v zahraničí, jako určité formy zajišťování, bude růst?
Odpověď SMS: Nedá se to vyloučit. Úvěry ale mohou být klidně v korunách. To, že jsou hodnoceny jako zahraniční, neznamená nutně, že jsou v cizí měně. Rozhodující je rezidentství poskytovatele.

Viceguvernér M. Hampl: Poslední dotaz mám k cenám potravin. Co si SMS myslí o hypotéze, že vyšší mobilita komodit a intenzivnější obchodování futures na komodity může znamenat, že rostou obětované náklady držby zásob? Vyšší mobilita komodit pak může znamenat, že celkový objem zásob komodit ve světě je nižší, respektive v čase klesá a díky tomu propagace neočekávaně dobrých nebo neočekávaně špatných úrod do cen může být vyšší, než byla, neboť rezervní zásoba komodit neexistuje nebo je nižší, než bývala.
Odpověď SMS: Byť hypotéza s vyšší mobilitou komodit může fungovat, stále se za poklesem zásob a růstem cen uvádí dva důležitější faktory. Prvním je rostoucí poptávka v rozvojových zemích za situace, kdy ony samy nejsou schopny dostatečně rychle zvyšovat produkci. A hlavně roste poptávka na obyvatele, protože roste životní úroveň. Z tohohle pohledu zásoby klesají dlouhodobě. Druhým faktorem jsou zemědělské politiky ve vyspělých zemích, kdy tyto země v posledních pěti šesti letech záměrně snižovaly držené zásoby, neboť se domnívaly, že

drží zbytečně velké zásoby. To se v posledních dvou letech potkalo s nepříznivými sklizněmi, čímž zásoby spadly na 50 % původního stavu, a to při rostoucí poptávce v zemích třetího světa vyvolalo tlak na růst cen. Dále se k tomu přidávají spekulativní nákupy.

Vrchní ředitel P. Řežábek: Již mnoho měsíců ČNB očekává oslabení koruny, a proto bych se spíše obrátil na p. Bauera. Máte nějaké informace z trhu, jaké jsou v současnosti uzavírány termínové kontrakty? To, co já sám jsem zaznamenal, by totiž mohlo znamenat, že zbožné přání na oslabení koruny by zůstalo opravdu jen tím zbožným přáním, což by se v grafu inflačních rizik prognózy projevilo určitě někde jinde, než kde je současná pozice bodu zachycující vliv kurzu.
K. Bauer (ředitel sekce bankovních obchodů, dále jen SBO): Z konkrétních informací, které jsme zaznamenali o transakcích, vyplývá, že se poměrně hodně objevují opční struktury, které směřují k nákupu korun za kurz 23,50 Kč za Euro. To znamená, že kupující vidí tuto hodnotu jako realistickou, respektive dosažitelnou, v nějakém relativně krátkém časovém horizontu. Další čerstvou informací, kterou máme z jedné banky ohledně dividend je, že velké firmy, například velké banky, své dividendy zajišťují až na rok dopředu. Částečně zajištěné by tak mohly být i dividendy příštího roku. Tedy nejenom, že dividendová sezóna již byla, ale byla již částečně i ta příštího roku. Tato informace je ale jen z jedné banky.

Vrchní ředitel P. Řežábek: V záležitosti ropy byla zajímavá prohlášení OPECu a diskuze, která momentálně probíhá v USA. Myslí si SMS, že zejména diskuze ohledně zrušení zákazu těžby v některých oblastech v USA může mít nějaký významnější dopad na vývoj cen ropy?
Odpověď SMS: Nejsme momentálně schopni odpovědět. Odpověď zašleme elektronicky.

Vrchní ředitel V. Tomšík: Začal bych tím, co již bylo trochu diskutováno, a sice vývojem v eurozóně, konkrétně EURIBORem. Při pohledu na graf inflačních rizik prognózy vidíme, že nejvyšší vychýlení proinflačním směrem je díky EURIBORu, a to přestože jeho očekávaný vývoj byl trochu modifikován, jak o tom hovořil viceguvernér M. Hampl. Na druhou stranu bylo ale jasně řečeno, že je to díky logice úrokového diferenciálu, a že je to jedna ku jedné. Když si potom představím, že by úrokové sazby v eurozóně šly takto nahoru, tak přece v modelu QPM máme i druhý kanál jejich vlivu. Dojde k oslabení hospodářského růstu, což by se k nám také přeneslo. Nepřeceňuje model QPM kanál úrokového diferenciálu? Zmiňuji to zejména proto, že díky logice úrokového diferenciálu by současný kurz měl být úplně jinde, než v současnosti je. Trochu bych tak chtěl zpochybnit rizika vyšších domácích úrokových sazeb, které pramení hlavně z očekávaného vývoje EURIBORu.
Odpověď SMS: My samozřejmě k výhledu trhu nebo Consensus Forecast přistupuje s premisou toho, že výhledy jednotlivých veličin by měly být vzájemně konzistentní. Výhled HDP by tedy v sobě měl obsahovat výhled sazeb a naopak. Dodatečné riziko vyššího než Consensem očekávaného zpomalení HDP není v naší kvantifikaci zahrnuto. Ovšem již tím, že jsme pro sazby použili jiný výhled než má trh, tak jsme velmi silně přiznali, že teď vzájemnou konzistenci jednotlivých výhledů vidíme jako problematickou.
Ještě je možno dodat, že i když nemáme jinou možnost než používat nepokrytou úrokovou paritu, tak sentiment v regionu dnes může hrát velmi silnou roli. To bylo vidět nedávno u forintu, kde trh očekával, že dojde ke zvýšení sazeb, ke kterému nedošlo, a forint korigoval na slabší úroveň. Nicméně hned o den nebo dva později se forint vrátil na předchozí hladinu. V logice UIP by člověk očekával, že změna hladiny kurzu vydrží, což se nestalo.

Vrchní ředitel V. Tomšík: Dále mne zajímá revize dat HDP. SMS se patrně stále drží toho, co bylo řečeno ve 3. situační zprávě, a očekává překmitnutí mezery výstupu do záporných hodnot. Přestože SMS nejspíše nemá nový odhad růstu potenciálního produktu, zajímalo by

mne, jak to ve světle revize dat HDP vidí s vývojem potenciálního produktu, protože čísla o inflaci se nepřehodnotila. Nemůže posun vrcholu hospodářského cyklu z konce roku 2007 do prvního čtvrtletí roku 2007 vést k tomu, že se ekonomika v současnosti již nachází ve fázi, kdy může působit protiinflačně? V souvislosti s touto otázkou bych dodal, že na data se navíc stále díváme optikou modelu QPM. Nezkoušela se SMS podívat na data také pomocí nového modelu, který začneme používat již za šest týdnů? Neznamenají data optikou nového modelu něco jiného?
Odpověď SMS: Co se týká vývoje potenciálního produktu, tak po revizi dat o HDP je odhadovaný růst potenciálního produktu nižší, než v předchozím období. To vychází z toho, že posilování kurzu prozatím nevidíme v inflaci a pozorovaný vývoj inflace musíme vysvětlit vyššími poptávkovými tlaky. Růst potenciálního produktu vychází mírně pod 5 %. Růst potenciálu jsme však odhadovali několika metodami, a když vezmeme HP filter, tak dostáváme 5,5 %, když produkční funkci, tak přes 6 %.

Vrchní ředitel V. Tomšík: Nemá SMS nějaké odhady, nebo možná jen zkušenosti s tím, jak současný vývoj kurzu dopadá na podniky? Navazuji na to, co bylo řečeno vrchním ředitelem P. Řežábkem, neboť na pondělním řídícím výboru jsme získali informaci, že na trhu se již obchodují opce s kurzem 23,50. Faktem je, že stávající prognóza pracuje s úplně jiným kurzem. Aktuální kurz je silnější a na trhu se uzavírají opce s ještě silnějším kurzem. Existuje alespoň anekdotická evidence, jak současný kurz dopadá na reálnou ekonomiku?
Odpověď SMS: Z hlediska nepřímého kurzového kanálu a anekdotické evidence u podniků, tak kromě toho, že začala křičet asociace exportérů, mám (Tomáš Holub, ředitel SMS) anekdotickou evidenci od dvou firem, jejichž zástupci mne kontaktovali s otázkou, co se děje s kurzem. Obě firmy byly z průmyslu s malou přidanou hodnotou a vysokou cenovou konkurencí. Jedna byla z odvětví dřevozpracujícího průmyslu a druhá z odvětví kosmetického průmyslu. Bylo evidentní, že tyto podniky kurz tíží hodně. To ovšem není žádná systematická anekdotická evidence. Nedávno jsme se však setkali s analytiky Komerční banky, kteří objížděli své klienty, kladli podobné otázky a odpovědi byli ochotni s námi sdílet. Podle jejich informací platí, že velké podniky se mohou zajišťovat. Banky jim věří. To platí také pro jiné firmy, kde je doložitelný budoucí „cashflow" cizí měny. Problémy však prý mají malé firmy, kde banky nechtějí jít do rizika, neboť „cashflow" není podložený a banky nechtějí mít otevřenou pozici. Tyto firmy jsou schopny zajistit jen malou část a musí mít silné důkazy o svém budoucím „cashflow".

Guvernér Z. Tůma: Já jsem vždycky rozuměl zajištění jako posunutí problému v čase.
Odpověď SMS: Přesně tak. U velkých firem jde o posunutí o rok, maximálně o dva. U malých firem to závisí na tom, co jsou schopny doložit.
J. Frait (náměstek ředitele SAO Ekonomického výzkumu a finanční stability): Situace se zajišťováním je opravdu poměrně složitá. Mám informace z jedné velké banky, že v době kdy koruna posílila někam k úrovni 26 Kč za Euro, byly podniky s velmi slušným zajištěním přesvědčeny, že kurz již dále neposílí, a banka jim nabídla pozice uzavřít. Podniky, které pozice uzavřely, však následně zjistily, že udělaly chybu.

Vrchní ředitel V. Tomšík: Situační zpráva říká, že růst investic poklesl a zazněl tady dotaz, zda-li se jedná o odraz současné finanční situace podniků a zda-li jim již silný kurz neukrajuje ze ziskových marží. Já si nicméně pamatuji, že před jedním nebo dvěma čtvrtletími SMS zmiňovala poměrně vysoká čísla o růstu zásob, o kterých očekávala následný přesun do investic. S tím, jak investice jsou opět nízké, může tento přesun ještě nastat, nebo se opravdu jedná o výsledek zpomalování české ekonomiky?

Odpověď SMS: viz odpověď na dotaz viceguvernéra M. Hampla ohledně vlivu apreciace kurzu na vývoj investic.

Vrchní ředitel R. Holman: Rád bych se zeptal na kurzové „pass-through“. Kdy lze dle SMS očekávat nejsilnější vliv, jaká jsou zpoždění a jak vychází srovnání s lety 2001 až 2003? Dochází k prodlužování délky transmise, nebo je stále stejná?
Odpověď SMS: Co se týká přímého kurzového kanálu a zkušeností z let 2001 až 2003, tak pokud se na tento kanál transmise podíváme standardní metodou přes impulzní odezvy a provedeme šok do kurzu, potom řádově po roce vidíme maximální vliv v čisté inflaci nebo CPI. Zhruba rok také trvá, než se vliv kurzu promítne do produkční mezery a u trhu práce je vliv ještě více opožděn. Provedli jsme ještě jednu dodatečnou analýzu novým modelem g3, kdy jsme modelu nedali informace vedoucí k určení úrovně kurzu, tj. informace o dovozních cenách, o cenách investic a tak dále, a nechali jsme model replikovat kurz na základě zbývajících informací o reálné ekonomice. Model replikoval kurz poměrně dobře, což je pro nás implicitní informace o tom, že kurzové „pass-through“ je v modelu dobře nastaveno. To je jedna z možných zkoušek, jak ověřit, že se „pass-through“ na horizontu prognózy projeví, tak jak očekáváme, že se projeví.
Na doplnění lze ještě uvést, že v rámci Sborníku o podstřelování inflačního cíle jsem odhadoval (Tomáš Holub, ředitel SMS) VAR model vyhodnocující odchylky inflace od cíle ve vazbě na různé faktory včetně šoku do reálného kurzu. Také z tohoto pohledu potvrzuji, že během prvních dvou čtvrtletí je dopad kurzu do inflace statisticky nevýznamný, ale potom velmi rychle narůstá a vrchol v dopadu do meziroční inflace nastává řádově po čtyřech až šesti čtvrtletích. To odpovídá kalibraci obou základních modelů SMS, ať již QPM nebo G3. Stále proto věříme, že vliv kurzu se teprve projeví.
Přece jen však existuje určitý rozdíl proti letům 2001 a 2002. V současnosti nám kurzový kanál tlumí ceny energií, a proto jej nevidíme tak přímo. Rozdíl může být i v tom, že analytici finančního trhu téměř jednohlasně tvrdili, že se jedná o jednorázový výkyv a velmi brzy přijde korekce díky vlivu dividendové sezóny a podobně. To znamená, že podniky a prodejci mohli posílení kurzu vnímat jako dočasnou věc, kterou v cenách mohli zohledňovat formou dočasných slev, které se nemusí úplně dobře zobrazit ve vykazovaných spotřebitelských cenách. S tím, jak se teď názor přehodnocuje směrem, že posílení je trvalejší a dividendová sezóna je za námi a kurz neoslabila a již neoslabí, tak se kurz může s určitým zpožděním začít promítat do základních cen bez slevových akcí.

Vrchní ředitel R. Holman: Další dotaz mám k příloze situační zprávy o cenách aktiv. Proč si SMS myslí, že by ceny nemovitostí nešly započítávat do indexu spotřebitelských cen. Vyrozuměl jsem, že SMS se k tomuto staví spíše negativně. Jsou s tím nějaké mezinárodní zkušenosti? Ví SMS o nějakých technických problémech, proč by se ceny nemovitostí, a nemyslím imputované nájemné, ale skutečně ceny nemovitostí, nemohly započítávat do konstrukce cenového indexu?
Odpověď SMS: Spotřebitelské ceny metodicky zahrnují ceny toku spotřeby. Odpovídá to konceptu spotřeby jako tokové veličiny, zatímco ceny aktiv se vztahují ke stavu již existujících aktiv. Koncepčně proto není asi příliš dobrá myšlenka kombinovat tyto dvě věci do jednoho indexu. My jsme se snažili v této příloze naznačit, že v cenových indexech bylměl být zachycen tok služeb, které nemovitosti poskytují svým majitelům, tj. imputované nájemné. Zde existuje několik, řádově čtyři přístupy, jak toto zohledňovat. V některých indexech, jako je například HICP v eurozóně, imputované nájemné vůbec není. My si myslíme, že imputované nájemné by ve spotřebitelských cenách být mělo. Další věc, kterou jsme se snažili naznačit je, že centrální banky se doposud dost vehementně snažily zabránit, aby imputované nájemné bylo zahrnuto metodou „rental equivalent“, která je ekonomicky nejodůvodnitelnější. Tento přístup bere

v úvahu cenu nemovitosti a úrokovou sazbu a vnímá, že nemovitost svou cenou poskytuje tok služeb, který je tržně ohodnocen cenou té nemovitosti. Centrální banky se tomuto doposud bránily s poukazem na to, že by jim tento přístup vnášel dodatečnou volatilitu do spotřebitelských cen spojenou s volatilitou cen nemovitostí, na kterou ony nechtějí reagovat, a tudíž se preference nesla spíš ve směru ostatních přístupů. My jsme se snažili nastínit, že „rental equivalence" je možná nejlepší možnost, protože dává možnost na ceny nemovitostí reagovat a reagovat navíc způsobem, který je konzistentní s logikou cílování inflace a nezanáší do systému žádný duální cíl v podobě cen nemovitostí. Jedná se o nový aspekt debaty o imputovaném nájemném.
S ČSÚ tyto věci diskutujeme a tato věc se diskutuje také na úrovni ESCB, kde se diskutuje jakým způsobem do budoucna imputované nájemné zařadit do HICP. Na evropské úrovni probíhají dva projekty paralelně. Jeden projekt je o harmonizaci zjišťování cen nemovitostí mezi jednotlivými členskými zeměmi a druhý projekt je pro imputované nájemné. Zde běží pilotní projekt vedený Eurostatem, kterého se ČSÚ účastní a zkoumají se jednotlivé metody zahrnutí. Preferovanou metodou se zdá být „net acquisition approach", to znamená, zahrnout to co domácnosti nově nakupují nebo získávají.

Viceguvernér M. Hampl: A když se budu dívat na koupi nemovitosti jako na normální spotřebu?
Odpověď SMS: To ale není spotřeba.

Viceguvernér M. Hampl: No, to je ale otázka. Já mám s touto definicí problém. To je samozřejmě na teoretickou diskuzi jinam, ale koupě nemovitosti je pro mne tupá spotřeba. My se na ni díváme jako na investici typu koupě podílových listů a je otázka, jestli to tak opravdu je. Jinak se to může chovat jako jakákoliv jiná položka spotřebního koše. To, že jsou ceny nemovitostí volatilní, a že se to centrálním bankám nelíbí je jedna věc, ale zda-li to koncepčně nespadá do toho co mají centrální banky ovlivňovat je věc jiná.
Odpověď SMS: My se domníváme, že koncepčně je spotřebou tok služeb, který daná nemovitost poskytuje rezidentovi a mělo by být ekonomicky jedno, jestli tím rezidentem je majitel, anebo jestli majitel pronajme tu nemovitost někomu dalšímu a inkasuje nájemné. Tok služeb je spotřeba, ale celá nemovitost je investičního charakteru.

Vrchní ředitelka E. Zamrazilová: Většinu mých dotazů již vyslovili mí kolegové, nicméně stejně jako viceguvernér M. Singer se ptám, jak vysoký by asi byl růst mezd, pokud bychom jej očistili o jednorázové faktory, které jsou zmíněny v situační zprávě?
Odpověď SMS: viz odpověď na obdobný dotaz viceguvernéra M. Singera.

Vrchní ředitelka E. Zamrazilová: Potom by mne zajímalo, zda-li má SMS nějakou jasnější představu o tom, proč růst reálné spotřeby domácností zpomalil více, než jsme očekávali, a to přestože růst mezd byl naopak rychlejší, než jsme čekali?
Odpověď SMS: viz odpověď na obdobný dotaz viceguvernéra M. Singera.

Vrchní ředitelka E. Zamrazilová: Situační zpráva rozebírá situaci v letech 2001 a 2002 kdy pokles cen v reakci na posílení kurzu také zaostával za očekáváním a nakonec jej předčil. Tomu se věnuje ve svém stanovisku také J. Hurník. Zajímá mne tedy, zda SMS souhlasí s názorem, že přímý kurzový kanál se bude projevovat s větším zpožděním také nyní a kdy by se měl začít projevovat?
Odpověď SMS: viz odpověď na obdobný dotaz vrchního ředitele R. Holmana.

Vrchní ředitelka E. Zamrazilová: Také by mne zajímala interpretace SMS grafu na straně 5 situační zprávy (srovnání trhem očekávaných úrokových sazeb a implikované trajektorie prognózy). Jedná se o nedůvěru trhu ohledně protiinflačního působení kurzu? Jaké jiné faktory mohou vést k takto výrazné odchylce?
Odpověď SMS: viz odpověď na obdobný dotaz viceguvernéra M. Singera.

Vrchní ředitelka E. Zamrazilová: Příloha situační zprávy k cenám aktiv je zajímavá. Zajímalo by mne, jak se trh aktiv může spolupodepisovat na vývoji inflačních očekávání?

Odpověď SMS: Pokud připustíme onu alternativu, že domácnost nakupuje aktiva a nerozlišuje příliš mezi spotřebním a investičním zbožím, tak samozřejmě rostoucí ceny čehokoliv živí růst očekávání obecně, respektive mohou mít vliv na to, jak domácnosti hodnotí svou reálnou kupní sílu ve vztahu k tomu, jaké zboží nebo služby nabízejí. V našem aparátu tento vztah nijak explicitně zapracován nemáme, protože ten vůbec nepracuje s kanálem cen aktiv. Co se týká inflačních očekávání podniků, domácností a finančního trhu, které sledujeme, tak v těch jsme v poslední době nezaznamenali žádný poukaz na ceny aktiv.

Guvernér Z. Tůma: Když se podíváme pár let zpátky, tak inflační očekávání jsou poměrně stabilní, zatímco ceny aktiv raketově rostou.

Vrchní ředitelka E. Zamrazilová: Poslední poznámku mám ke zpomalení investiční poptávky. Zpomalení bylo velké, bylo větší, než jsme čekali, a zdá se být konzistentní i s tím, že klesá ziskovost podniků a také to koresponduje s vývojem dlouhodobějších úvěrů pro nefinanční podniky. Chtěla bych však upozornit na skutečnost, že v loňském roce byl první odhad růstu investiční poptávky pro první čtvrtletí 1,5 %. Čili, také tam bylo dramatické zpomalení. Nicméně, v rámci revizí se toto číslo vyšplhalo až na 5,1 %. Nemůže se tato zkušenost opakovat? Jednalo se přece jen o velikou revizi, postupnou, ale významnou.
Odpověď SMS: V loňském roce jsme opravdu v prvním čtvrtletí také viděli číslo kolem 2 % a pak přišly postupné revize, které vyhladily růst fixních investic někde v intervalu 5 až 8 %. Neumíme samozřejmě vyloučit, že něco podobného nenastane také tentokrát. Nicméně je tady také zkušenost z let 2002 a 2003, na kterou jsme se opět podrobněji dívali. Z hlediska struktury HDP se kurzová apreciace tehdy promítla do investic mnohem dříve než jinde, což se teď děje obdobným způsobem.

Guvernér Z. Tůma: Ještě jednou k investicím. Z jedné strany je to otázka možných revizí, což je pochopitelně otázka spíše na ČSÚ. Nicméně, jaký na to má SMS názor? Z druhé strany a viděno ex-post, existuje možnost, že došlo k podcenění vlivu kurzu. Pokud bychom měli někde vidět rychlou reakci na posílení kurzu, tak právě v investicích. Prognóza přitom byla stále dost vysoko, přestože očekávala určité zpomalení. Jedna z interpretací proto je, že se jedná o přirozený vývoj, a že jde o velmi silnou reakci na vývoj kurzu, protože pokud se budu jako firma dívat na posílení kurzu jako na jednorázový šok, tak na chvíli snížím investice.
Odpověď SMS: Krátkodobé indikátory, které používáme pro tvorbu prognózy, naznačovaly, že investice budou poměrně silné. Když jsme rozebírali dovozy a odhadovaný podíl investičních celků v dovozech, tak ta čísla stále vypadala robustně. Model G3 sice viděl růst investic trochu níž, nicméně určitá váha byla přisouzena krátkodobým indikátorům. Každopádně se zdá, že prognóza trochu nadhodnotila také tvorbu zásob, kde prognóza díky nízkému srovnávacímu základu očekávala jednorázový příspěvek, který se však nepotvrdil.
(k otázce vlivu revizí viz také odpověď na obdobný dotaz vrchní ředitelky E. Zamrazilové a k otázce vlivu kurzu viz také odpověď na obdobný dotaz viceguvernéra M. Hampla)

Guvernér Z. Tůma: Ještě mě v prezentaci SMS překvapil obrázek vývoje peněžní zásoby M2 a HDP. Ten ukazuje peněžní zásobu M2 jako předstihový ukazatel HDP. Za normálních okolností bych očekával, že bude existovat pouze nějaká dlouhodobá vazba mezi vývojem peněžní zásoby a inflací. Přikládá SMS korelaci mezi peněžní zásobou s HDP nějaký význam?
Odpověď SMS: Metody využívající peněžní zásobu selhávají v případě bezprostřední prognózy reálného HDP a inflace měřené CPI. Nicméně, korelace mezi nominálním HDP a M2 je vizuálně i ekonometricky jasně prokazatelná. Zpomalení ekonomiky se projeví ve zpomalení peněžních a úvěrových agregátů, pouze čísla M2 nelze použít pro bezprostřední prognózu reálných čísel nebo inflace. Kauzální vazbu interpretujeme tak, že jde od vývoje HDP k růstu peněz. Peníze máme pouze k dispozici dřív a z toho důvodu slouží jako předstihový indikátor.
Na doplnění lze uvést, že na aukčním výboru zaznělo, že dochází k rychlému zpomalování růstu oběživa, což my používáme jako předstihový indikátor vývoje spotřeby.

Vrchní ředitel P. Řežábek: V jakém horizontu se tempo růstu oběživa snižuje?
K. Bauer (ředitel sekce bankovních obchodů): Je to asi tři měsíce od chvíle, kdy se tempo růstu oběživa začalo snižovat.

Vrchní ředitel P. Řežábek: Nemůže to ale souviset také s tím, že se letos zvýšily úrokové sazby a občané se snaží dostat peníze rychleji na účet? Obdobné platí o snaze komerčních bank snižovat držbu hotovosti.
K. Bauer (ředitel sekce bankovních obchodů): K tomu nemohu nic říct. Každopádně modely, které používáme na denní sledování výše oběživa, přestávají fungovat.

Vrchní ředitel P. Řežábek: Čím vyšší sazby, tím větší je přece snaha hotovost vrátit do banky, nebo ne?
J. Hurník (poradce bankovní rady): Určitě by to takto mělo fungovat. Samozřejmě to není vidět v denních datech, ale v kvartálních průměrech určitě ano. Ovšem nevím, zda-li máme nějaký alespoň trochu realistický odhad poptávky po penězích fungující na oběživo.
Odpověď SMS: Zastavování růstu podílu M1 a M2 se děje na pozadí pořád uvolněných reálných úrokových podmínek na minulosti.

Vrchní ředitel P. Řežábek: To s tím ale přece nesouvisí. Tento jev závisí na absolutní výši úrokové sazby. Tady nemůžete operovat s měnovými podmínkami. Vyplatí se vám vrátit do centrální banky více hotovosti, protože za to dostanete úrok. Jinak držíte mrtvé peníze.

Vrchní ředitelka E. Zamrazilová: Ale máme přece záporné reálné úrokové sazby.
J. Hurník (poradce bankovní rady): Ovšem v situaci kdy je vysoká inflace, by mělo docházet ke zpomalování růstu oběživa, neboť náklady obětované příležitosti držby peněz jsou obrovské.

Guvernér Z. Tůma: Dnes tady výjimečně nezazněla otázka ohledně vývoje veřejných rozpočtů. Jak silná se cítí SMS ve své poměrně optimistické prognóze vývoje schodku veřejných rozpočtů, byť máme prognózy ve srovnání s vládou nebo Ministerstvem financí optimističtější řadu let? Blíží se například volby.
Odpověď SMS: Žádná fundamentální informace od minulé situační zprávy nedorazila. Drobné věci jako je převod majetku Českých drah nebo úprava nemocenské jsou při volatilitě a objemu veřejných financí zanedbatelné položky. My čekáme hlavně na zaúčtování daně z příjmu právnických osob za loňský rok, které teprve ukáže, zda loňský rok byl tak dobrý, jak

my všichni si doposud myslíme, a na základě kterého byla připravena například i prognóza Evropské komise, která doporučila zrušení procedury nadměrného deficitu. Ministerstvo financí aktualizovalo svůj výhled na základě notifikovaných dat, což je taková jejich meziprognóza mezi jejich původním výhledem a výhledem, který bude připraven na podzim pro tvorbu nového rozpočtu. Nelišíme se příliš. Otázka je nakolik oni počítají s nějakými dopady právě diskutovaných opatření. My jsme při tvorbě prognózy na rok 2009 počítali s postupným vyprcháním reformních opatření, což vedlo k určité mírné tendenci ke zhoršování a byli jsme pesimističtější než Ministerstvo financí. Pro letošní rok jsme naopak byli mírně optimističtější, což tedy zůstává, ale nevidíme v tom zásadní spor.
K otázce volebního roku, volební rok byl také rok 2006, kdy byla přijata řada opatření, avšak nakonec jsme v roce 2007 měli nejlepší schodek veřejných rozpočtů od roku 1995. Je trochu rizikové hodnotit fiskální sektor z hlediska volebního roku, neboť závisí hodně také na cyklickém vývoji.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Z. Tůma: Umím si představit dva scénáře. První bych nazval ztráta kredibility centrální banky. Dnes nezvýšíme úrokové sazby a naplní se proinflační rizika. K tomu se přidají další inflační šoky v rozsahu 0,5 p.b. a meziroční růst CPI zůstane po řadu měsíců nad 7 %. Během podzimu nastanou velké tlaky na růst mezd, kurz koruny bude trochu korigovat své posílení a začátkem roku zjistíme, že se meziroční růst CPI pohybuje někde mezi 4 a 5 % a nikoliv pod 3 %, což může ohrozit těžce vydobytou kredibilitu banky. Na druhou stranu stejně dobře může nastat druhá varianta. Zvýšíme úrokové sazby. Kurz dále posílí, nebo kdyby nic jiného, zůstane na velmi silné úrovni. Kurzové „pass-through“ bude fungovat podobně jako v letech 2002 až 2003, což znamená, že inflace šla dolů postupně, ale nakonec výrazně. Ve čtvrtém čtvrtletí letošního roku nebo v prvním čtvrtletí příštího roku vliv kurzu dopadne plnou silou a dojde k souběhu s vyprcháním jednorázových vlivů vyplývajících ze změny spotřebních daní a deregulací. Meziroční růst CPI spadne na 2 % a také růst HDP se bude pohybovat v intervalu 1 až 2 %. Oba tyto scénáře mohou nastat a dnešní rozhodování je proto nelehké.

Viceguvernér M. Singer: V obou uvedených případech bych hovořil o ohrožení. První případ je o ohrožení kredibility a druhý o ohrožení nezávislosti, protože pokud by nastal ten druhý scénář, tak se náš parlament asi konečně na něčem shodne. To platí zejména, pokud se něco podobného stane centrální bance potřetí během deseti let. Já osobně však ani jeden z těchto scénářů nevnímám tak dramaticky a nemyslím si, že jsme na mezním rozhodování. Neměli bychom se tolik nechat unášet titulky našeho nebo mezinárodního tisku z posledních dvou týdnů. Tím mám na mysli komentáře o vlně inflace, bublinách na trzích aktiv nebo komodit a podobně. Více bychom se měli dívat na data, která máme k dispozici, přemýšlet o nich a vnímat, že krajní scénáře se nenaplňují, a doufat že situace se bude vyvíjet někde v jejich středu. A pokud přece jen ne, tak že budeme mít dost času na korekci. Pokud se podívám na konkrétní čísla, tak mně nepomáhá ani stanovisko J. Hurníka ani stanovisko mého vlastního poradce, který se také nechal zavést do různých divokých spekulací. Jedinou informaci, kterou vnímám jako relevantní je současný výkyv kurzu v meziročním vyjádření, který nikdy v minulosti v takovém rozsahu nenastal. Meziroční nominální posílení nad 17 % vůči euru je naprostý unikát, který jsme doposud nikdy nepozorovali.

Vrchní ředitel V. Tomšík: Reálné meziroční posílení kurzu je asi 19 %.

Viceguvernér M. Singer: Samozřejmě i tento vývoj kurzu se dá interpretovat dvěma způsoby. Za prvé, že další posílení kurzu nemůže v ekonomice zůstat bez odezvy a já osobně jsem přesvědčen, že již pozorované posílení nemůže zůstat bez odezvy. Za druhé je pochopitelně stejně dobře možné, že přijde korekce. Nicméně, korekci v tuto chvíli nepozorujeme a potom si neumím představit, jak by inflace nemohla nezareagovat na pozorované posílení kurzu. Já jsem přesvědčen, že zareaguje. Navíc jsem očekával, že otevřená část dnešního jednání bude ze strany SMS obecně „hawkish“, ale ta debata vyznívala spíše jako „dovish“. Například informace o mezičtvrtletním růst HDP je něco, co já sám jsem úplně nedoceňoval. Stejně rozumím také debatě o očekávaných sazbách ECB, neboť se mi nezdá, že by eurozóna po tak silném posílení eura mohla fungovat s vysokou inflací. Očekávaní zvýšení sazeb v eurozóně se mi zdá nekonzistentní s vývojem reálné ekonomiky eurozóny a vývojem kurzu eura.
Fundamentální nejistota se sice stále rozšiřuje a lehce se posunuje směrem ke zvýšení sazeb, ale pro mne osobně se pořád neposunuje až k hranici, na které bych já zvýšil úrokové sazby. To zejména v souvislosti s tím, že pokud pozorujeme nějaký bezprecedentní vývoj, tak je to vývoj kurzu. Ten se musí odrazit na vývoji inflace. K tomu se přidává vývoj předstihových indikátorů jako je peněžní zásoba M2, kde SMS navíc uvedla, že velké poklesy ekonomiky byly v minulosti indikovány na vývoji peněžních agregátů.

Vrchní ředitel V. Tomšík: Proinflační faktory nezpochybňuji a byly dobře zachyceny v prezentaci SMS. Chtěl bych se nejprve zastavit u jednoho z nich, u vývoje mezd. Mzdy sice rostou, ale SMS jasně ukázala, že po očištění o jednorázové faktory až tak proinflačně nepůsobí. Rád bych proto počkal na data za druhé čtvrtletí, kde by se opravdu mohlo ukázat, že mzdy proinflačně nepůsobí. Co se týká očekávaného vývoje EURIBORu, potom ano, komunikace ECB je silně o zvýšení sazeb. Na druhou stranu proinflačnost působení EURIBORu jde přes úrokový diferenciál, který, jak sami vidíme, moc nefunguje. Nejsilnější faktor je nicméně posílení kurzu. V reálném vyjádření kurz meziročně posílil o 19 % a takovéto reálné posílení bude mít vliv nejen na inflaci, ale také na ekonomický růst. Navíc došlo díky revizím k posunu vrcholu hospodářského cyklu do prvního čtvrtletí 2007 a nyní již jsme na sestupné trajektorii. Domnívám se, že od roku 2009 půjde růst prudce dolů. Samozřejmě, kdyby nastal krajní scénář zmíněný guvernérem Z. Tůmou a kurz korigoval své posílení a mzdy by začaly hodně růst, tak jsem připraven úrokové sazby zvýšit. Na dnešním jednání o tom ale přesvědčený nejsem. Já uznávám, že kurz může opět oslabit, ale pokud máme signály, že se uzavírají opce na kurz 23,50 a slyšeli jsme, že dochází k zajišťování dividend na příští rok, tak se může jednat o trvalejší posun kurzu na novou hladinu.

Vrchní ředitelka E. Zamrazilová: Od minulé situační zprávy váha proinflačních rizik a faktorů rozhodně narostla. Vidím je nicméně zejména na nákladové straně. Inflační tlaky vznikají primárně na nákladové straně a silná poptávka následně udržuje inflaci na vyšší úrovni. Pokud však poptávka oslabuje, pak by tento faktor měl přestat působit. Hlavní faktor, kvůli kterému bych se přiklonila ke zvýšení sazeb je nebezpečné přiblížení horizontu nového inflačního cíle. Časový úsek 18 měsíců znamená, že již nový inflační cíl máme na horizontu transmise měnové politiky. Na druhou stranu důvodem pro ponechání sazeb na současné úrovni je analýza minulé apreciační epizody v letech 2001 až 2003, která indikuje pro kurzový kanál zpoždění jednoho roku. Pokud si dobře vzpomínám, tak současná apreciace začala někdy v srpnu nebo září loňského roku a tudíž bychom její dopady měli v ekonomice silněji cítit ve třetím nebo čtvrtém čtvrtletí letošního roku. Současně by se v ekonomice mělo začít projevovat také minulé zvyšování sazeb. Rozhodování je tedy o důvěře k analýze vlivu

kurzu na inflaci v minulosti a možná také o míře trpělivosti. U mne zatím převládá názor na ponechání sazeb.

Vrchní ředitel R. Holman: Domnívám se, že proinflační tlaky tady nepochybně jsou, a že svět přešel z minulého nízkoinflačního prostředí do více inflačního prostředí, což je způsobováno hlavně ropou a potravinami. To se určitě promítá do inflačních očekávání. Na druhou stranu bychom měli vzít v úvahu tlumící faktory. V případě cen komodit stále nevíme, nakolik za jejich růstem stojí fundamentální déletrvající faktory, jako je zejména světová poptávka, a nakolik je to způsobeno přesunem investic z akciových trhů do komoditních instrumentů. Myslím si, že druhý faktor je významný, a že růst cen komodit nebude pokračovat, ale nevíme to s jistotou. Růst mezd je nepochybně vysoký a vypadá hrozivě, ale jak vyplývá z prezentace SMS za část tohoto růstu může daňová optimalizace. Růst korigované inflace bez pohonných hmot nás také může znepokojovat, nicméně ten souvisí s vrcholem hospodářského cyklu, který se s určitým zpožděním do korigované inflace bez pohonných hmot promítl. Přitom již zřejmě jsme za vrcholem hospodářského cyklu. Podíváme-li se detailně na vývoj korigované inflace bez pohonných hmot, potom meziměsíčně vzrostly ceny významně jenom v lednu a od té doby jednou dokonce poklesly. Mezikvartálně inflace ve druhém čtvrtletí poklesla. Meziročně nám proto inflace roste hlavně díky lednovému skoku, což se však v příštím roce obrátí, protože hladina bude měřena proti vysoké úrovni letošního roku. Za hlavní protiinflační faktor pokládám kombinaci posílení koruny a snížení zahraniční poptávky, a to zejména v Německu, které je naším hlavním obchodním partnerem. Tento protiinflační faktor se bude projevovat a ještě zesílí na horizontu měnové politiky. Na závěr bych chtěl zmínit, že posilování koruny bylo tak významné, že pokud bychom dnes zvýšili úrokové sazby, tak se obávám, že by se kurz mohl dostat na 23 Kč za Euro.

Vrchní ředitel P. Řežábek: Jsem si vědom toho, že se blížíme k rozhodování na horizontu nového inflačního cíle. Já bych se však nebál jít k cíli shora, a pokud bychom naši reakci dnes přehnali, mohli, bychom k němu jít i zdola. Budu-li hodnotit aktuální situaci, tak bych připomněl vývoj v zahraničí, který je doložen posledními informacemi o vývoji podnikatelské důvěry. Ten významně poklesl jak za celou EU 15, tak zejména za Německo. Ještě horší situace nejspíš podle těchto informací bude ve Francii. Ceny nemovitostí ve Velké Británii začaly klesat, takže pokud se diskutuje, zda-li se hypotéční krize bude projevovat spíše v USA nebo Evropě, tak v Evropě tento pokles právě začal. Podíváme-li se na situaci v České republice, tak mimo snížení cen automobilů, což již Škoda udělala a projeví se nám to až v další situační zprávě, je velmi zajímavá diskuze s některými developery, kteří v nejbližších dvou letech očekávají pokles cen nemovitostí. Pochopitelně je otázka zda se tento scénář naplní, nicméně stejně tak dobře se dá pochybovat také o některých inflačních tlacích, zda-li nakonec nastanou nebo nenastanou. To, co je poměrně zajímavé jsou ceny potravin a dnes se otevřená část jednání, co se týče cen potravin, nesla spíše v optimistickém duchu. Na druhou stranu zásoby jsou nízké a zprávy o úrodách jsou rozporuplné. Domnívám se, že dnes diskutované zpoždění mezi posílením kurzu a poklesem cen je jenom logické. Každý obchodník má přece zásoby nakoupené za staré ceny, a dokud alespoň část neprodá, tak se pokles cen nepromítne. Důležitý bude v tomto ohledu měsíc září, kdy se řada cen spotřebního zboží nastavuje na další období. To co bychom si tedy měli říci je, zda věříme historce, která byla dlouho usilovně prezentována, nebo ztratíme nervy a řekneme, že této historce již nevěříme. Já jsem spíše toho názoru, že reagovat můžeme kdykoliv a reakce může být i agresivnější, ovšem stávající kurz mne spíše varuje před možností určitého přepálení. To platí o to více při vědomí informací, které máme z trhu. Proto bych já osobně ještě vyčkal na další vývoj kurzu.

Viceguvernér M. Hampl: Můj subjektivní pohled je tento. Situace se zjevně vyvíjí, což je vidět i z některých formálních znaků této diskuze. Za prvé z toho, že první mluví guvernér, což nebývá zvykem. Za druhé z toho, že máme větší diskuzi k malé situační zprávě než k velké, což také nebývá zvykem. Myslím si, že situace se mění tím směrem, který já jsem naznačoval při projednání posledních dvou situačních zpráv – mlha odchází a za mlhou zůstávají proinflační rizika. Ta neklesají a zdá se, že v tuhle chvíli spíše narůstají, minimálně tedy na globální úrovni. Samozřejmě je to všechno hypotéza a spekulace a je velmi obtížné k tomu přinášet konkrétní evidenci, ale zdá se, že za použití naší oblíbené Occamovy břitvy to zvýšení proinflačních rizik ve světě může být velmi dobře vysvětleno rozléváním uvolněných světových měnových podmínek posledních let, zejména FEDu, do „emerging markets“ skrz fixní kurzy a přibližování uvolněných měnových podmínek aktivům, která jsou blíže spotřebnímu koši, než byla ta v minulosti. Do tohoto příběhu všechno docela dobře zapadá. Na nás to nemusí mít sice žádný přímý dopad, protože my žádný fixní kurz nemáme a máme dobrý nárazník v podobě plovoucího kurzu. Ovšem to, že se ve světě mění nálada z hlediska inflace je zjevné, a byla by podle mne chyba to popírat. Hypotézu, že část poptávky v „emerging marktes“, které mají fixní kurz, a to se týká také Číny, je měnové povahy, podle mne není možno jen tak jednoduše odmítnout. Prostředí je podle mne charakterizováno narůstáním inflačních rizik minimálně ve světě a u nás dočasně zdá se též. Proti tomu stojí velká a logická obava SMS a celé banky, abychom neopakovali periodu dopadu apreciace do růstu a do cen, kterou jsme tady dvakrát měli. To je logická obava a některé indikátory naznačují, že se tento příběh již začíná opakovat. Ovšem zdá se mi, že se tento příběh bude opakovat v docela jiných podmínkách. Za prvé, v letech 2002 a 2003 docházelo k poklesu inflace z nižší vstupní úrovně než dnes. Za druhé, při nižších inflačních tlacích v okolním prostředí. A za třetí, při vyšším cíli. Zdá se mi, že v období narůstání proinflačních tlaků a nebezpečného proinflačního pozadí, které tady bylo komentováno také minule, by centrální banka měla hrát spíš bezpečnou protiinflační kartu. Pro mne je v tuto chvíli - a při všech těch nejistotách, které máme – bezpečnější splést se na protiinflační než na proinflační straně. Toto je můj pohled na věc, který se v posledních měsících posiluje. Velmi silně přitom vnímám obavy z opakování dopadů apreciační periody a to co se děje s kurzem. Nicméně, proinflační nejistota je pro mne v tuto chvíli větší, než ta protiinflační, a proto to vidím na zpřísnění měnové politiky. Samozřejmě, v současnosti hrajeme o zpoždění mezi posílením kurzu a vlivem tohoto posílení na ekonomiku a čekáme na to, až tento příběh začne fungovat. Během tohoto čekání však můžeme rozkolísat inflační očekávání, která potom budeme těžko stabilizovat. Hrajeme o to, náklady které z cest jsou větší a moje „safe side“ je nepřipustit cestu nového boje o nízká inflační očekávání v této ekonomice. Dilema, které nastolil guvernér Z. Tůma, platí, ale obdobně jako viceguvernér M. Singer necítím rozpolcenost tak silně, u mne ovšem na zcela opačné straně.

Guvernér Z. Tůma: Shrnu-li dosavadní debatu pomocí dvou zmíněných scénářů, z nichž jeden se dá nazvat scénářem o kredibilitě a druhý o nezávislosti, tak ačkoliv nějaké mezní scénáře mohou existovat vždy, dnes jsou oba dva tyto scénáře představitelné. Na jednu stranu je samozřejmě pravda, že posílení kurzu je bezprecedentní, na druhou stranu je bezprecedentní také nárůst inflace, kterému čelíme. Riziko scénáře o kredibilitě je v tom, nakolik naší historku - a já pořád věřím tomu, že kurzový kanál bude fungovat - udržíme do konce roku, než inflace opravdu začne padat. To platí o to víc, pokud má SMS pravdu a místo aby inflace alespoň pozvolna klesala, tak v nejbližším období vyroste zpátky nad 7 %. Pokud tedy při tomto scénáři budeme chtít zůstat v klidu, tak na to budou potřeba opravdu pevné nervy. Další věc, která na nás může dopadnout v příští prognóze, je další zvýšení rozdílu mezi implikovanou trajektorií úrokových sazeb a tržním výhledem, které může nastat poté, co se do

prognózy dostane současná úroveň kurzu a implikovaná trajektorie sazeb se posune ještě k nižším hodnotám. Tím chci říct, že ačkoliv se dnes bavíme o zvýšení sazeb versus jejich ponechání na stávající úrovni, příště může vzniknout varianta jejich snížení. Ačkoliv tedy zůstávají silná proinflační rizika, tak kurz je určitě silné protiinflační riziko. V tomto smyslu, ona mlha neodchází a zůstávají jak proinflační, tak protiinflační rizika. Já osobně nemám obavu z toho, zda se bude opakovat apreciační příběh, protože ten se jednoduše opakovat bude a všechno je jen o míře věcí. V roce 2002 jsme byli poměrně razantní. Samozřejmě, z dnešního pohledu lze říct, že snižování sazeb mohlo být větší, ovšem tehdy provedené snížení sazeb 0.75 p.b. bylo bezprecedentní v celém regionu. Pochopitelně, se zkušeností, kterou máme dnes, bychom asi byli rychlejší. Souhlasím s viceguvernérem M. Hamplem, že vnější prostředí je proinflační, ale právě to, že máme flexibilní kurz, znamená, že ke zpřísňování měnových podmínek dochází kurzem. Otázka proto je, kudy zpřísnění proběhne. Zda-li zpřísnění přes kurz bude dostatečné, nebo zda-li bude potřeba ještě přidat zvýšení úrokových sazeb.

Viceguvernér M. Hampl: To je ale přesně diskuze o očekáváních a o tom, co může globální vývoj udělat s očekáváním ekonomických agentů v domácí ekonomice.

Guvernér Z. Tůma: Přesně. To je obrovská nejistota a je to onen scénář kredibility. Zda-li budeme i nadále schopni prodat příběh o poklesu inflace k inflačnímu cíli v situaci, kdy existují jednak globální proinflační faktory a jednak i domácí a pokud inflace opět vyroste nad 7 %. Příběh o poklesu inflace se opakovat bude a je to tak v pořádku. Zpřísňování probíhá přes kurz a je to naše obrovská výhoda proti spoustě jiných zemí. Nejen proto, že nemáme fixní kurz. Maďaři také nemají fixní kurz, ale jim nezbývá nic jiného než zvyšovat sazby, protože nemají ani potřebnou kredibilitu.

Viceguvernér M. Singer: Za prvé si nemyslím, že pro naše dnešní rozhodování je klíčová informace o tom, do jaké míry bude, nebo nebude svět proinflační. Znovu opakuji, že se domnívám, že pokud bude nějaká část světa méně inflační, tak to bude Evropa a její okolí, a to právě v souvislosti s tím, co se stalo s eurem. Druhá věc, na kterou bych chtěl fakticky upozornit – sice jsem J. Hurníka kritizoval, nicméně jsem jeho stanovisko pozorně četl a z grafů v jeho stanovisku vyplývá – že nemohu souhlasit s viceguvernérem M. Hamplem v tom, že inflace je dnes vyšší, než byla před apreciační epizodou v letech 2001 až 2003. Když se podíváme na anualizovanou mezičtvrtletní inflaci, tak tam vidíme čísla nad 5 a 6 %. Když se podíváme na korigovanou inflaci bez pohonných hmot, tak vidíme čísla nejenom nad 3 %, ale dokonce nad 5 %, a to velmi těsně před tehdejší apreciací, což není situace, ve které bychom byli nyní. Řekl bych proto, že dnes jsme z tohoto hlediska v situaci minimálně srovnatelné, ne-li dokonce lepší a nemyslím si, že současná situace je kvalitativně jiná. Výzvu vidím spíše v oblasti komunikační, kde jsem však spíše optimista. Tady se opírám jednak o dosavadní zkušenosti, protože až doposud jsme dokázali komunikovat velmi jednotně, a to bez ohledu na to, jak debatujeme v rámci měnových jednání a jednak o poznanou nutnost, protože to je přesně ta práce, kterou musíme bez ztráty nervů dělat. Měli bychom trhu říci, že se inflace vrátí nad 7 % a k tomu pracovat s kurzem. Nikoliv jako s něčím co nás nutí, ale jako s něčím, co je bezprecedentní. A současné posílení z mého pohledu bezprecedentní je, neboť jsme se za polovinu času dostali na obdobnou úroveň meziročního posílení jako v roce 2002. Já bych nerad, abychom se za dalšího půl roku dostali k nějakým novým rekordům, protože potom bychom zřejmě neměli problémy s plněním cíle, ale všechno ostatní by šlo k ledu. Nerad bych se podobně jako pan vrchní ředitel P. Řežábek blížil do cíle zespodu. Z tohoto hlediska jsem proto v klidu. Implikovanou trajektorii úrokových sazeb nám trh věřit nebude, ale myslím si,

že jsme dostatečně komunikovali o čem tato trajektorie je, takže by s tím trh nemusel mít až takový problém. Primární komunikační výzva je inflace a nikoliv trajektorie sazeb.

Vrchní ředitel V. Tomšík: Souhlasím s guvernérem Z. Tůmou, že bude zajímavé, jaké nám nová prognóza, navíc zpracovaná na základě nového modelu, ukáže úrokové sazby z pohledu ČNB a jaké sazby budou očekávány trhem. Dnes je rozdíl mezi naší a tržní trajektorií opravdu až 1,5 p.b. To, jak může nová trajektorie sazeb přibližně vypadat, přitom lze vyčíst již z citlivostního scénáře prognózy ve 3. situační zprávě, kde se ukazuje, že rozdíl mezi implikovanou trajektorií a tržním výhledem by byl ještě o 0,5 p.b. větší. Kdybychom dnes zvýšili úrokové sazby, tak bychom přistoupili na to, co si myslí trh, a to by bylo úplně kontraproduktivní. Má strategie je proto počkat na to, co přinese nový model. Dále bych chtěl říci ke vztahu reálné ekonomiky a posílení kurzu, že posílení není jednorázová bublina, ale trvá již 12 měsíců. A jak je to vidět v reálné ekonomice? Dnes zde vůbec nezaznělo, že po pěti letech začal klesat počet volných pracovních míst. Ve své prezentaci SMS dále zmínila, že dochází ke zhoršování hospodářských výsledků podniků. Po posílení kurzu podniky nejprve sáhnou na své marže a sníží zisky, následně začnou snižovat investice a tak dále.

Vrchní ředitel R. Holman: Inflační očekávání přece nejsou formována jen podle toho, jak se vyvíjejí ceny ropy nebo mzdy, ale také vývojem kurzu. Pokud koruna posiluje, tak to má také vliv na inflační očekávání. Proč by ekonomické subjekty nebraly toto do úvahy? Já si proto nutně nemyslím, že inflační očekávání porostou jenom proto, že je dnes vyšší inflace. Dále bych chtěl říci, že co se týká celosvětového proinflačního vývoje, tak já si myslím, že to je významná informace, a že kdybychom byli ekonomika, která nekonverguje jako třeba Dánsko, nebo kdyby šlo o ekonomiku, která má třeba euro, tak bych to považoval za nebezpečné a myslel bych si, že se k nám inflační tlaky přelijí a asi bych požadoval zvýšení úrokových sazeb. Ale my jsme pořád ve zvláštní situaci. Jsme konvergující ekonomika, která nemá euro, a musíme počítat s tím, že kurz bude dále posilovat - mimochodem, já si nemyslím, že se naplňují představy SMS o tom, že se reálná apreciace zpomaluje – a tudíž naše ekonomika může žít s nižšími úrokovými sazbami. Naše úrokové sazby jsou přitom rovnovážně nižší, než kdybychom třeba měli euro. My nevíme, jestli koruna bude korigovat nebo bude posilovat dále a zároveň proinflační i protiinflační rizika jsou i nadále významná a v takové situaci je optimální strategie neměnit sazby. Vždyť my ani nevíme, zda-li úrokové sazby máme dnes zvýšit, nebo snížit.

Vrchní ředitelka E. Zamrazilová: Souhlasím s viceguvernérem M. Singerem, že situace je z hlediska výše inflace srovnatelná s minulou apreciační periodou a navíc zvýšení sazby DPH tam před těmi šesti nebo sedmi lety nebylo. Ovšem souhlasím i s viceguvernérem M. Hamplem, že to co je odlišné, je globální inflační prostředí, které je udržováno zejména silnou poptávkou na „emerging markets“, která tehdy také nebyla. Ta nás může ohrozit především globálním růstem cen potravin. Situační zpráva však říká, že zásoby potravin byly dva roky slabé a nyní by se měly vracet k normálu, což argument globálního inflačního tlaku oslabuje. Kdybych měla celou situaci popsat pocitově, tak mi to připomíná situaci, kdy se dětem s horečkou nasazují antibiotika, a doktor řekne, že zaberou za dva až čtyři dny. Třetí den potom běžíte zpátky, protože dítě má pořád teplotu 38 a doktor řekne: „ještě vydržte, ještě vydržte, do zítra to třeba bude v pořádku“. A já jsem člověk netrpělivý, takže to pro mne je problém, ale myslím si, že teď je potřeba spíše vydržet a vyčkat.

Vrchní ředitel P. Řežábek: Zobecním-li celou debatu potom nejdůležitější je, že vývoj světové ekonomiky ještě nedosáhl svého dna. V USA přetrvává nervozita a konkrétních příkladů by se dalo vybrat obrovské množství. Například nedokážeme odhadnout, co bude

znamenat současná situace v US sektoru letecké dopravy, kde se počítají fúze a rušení letů a jak velký dopad bude mít tato situace na psychologii Američanů a celého světa.

Viceguvernér M. Hampl: Nejprve poznámka k tomu co říkal guvernér Z. Tůma o opakování apreciačního příběhu. Ano, příběh se zopakuje a my s tím počítáme, ale rozhodně máme strach z průběhu dopadu apreciace do inflace. Můj pocit je, že dnes považujeme za suboptimální fakt, že jsme ex-post doháněli úrokovou sazbou dopad kurzové apreciace do inflace. Pokud tomu dobře rozumím, tak to je něco, co bychom raději neopakovali. Chceme se tedy vyvarovat nedobré části apreciačního příběhu.

Vrchní ředitel P. Řežábek: Kdo se toho chce vyvarovat?

Viceguvernér M. Hampl: Já předpokládám, že to snad chtějí všichni.

Guvernér Z. Tůma: Vyvarovat se toho, aby dopad kurzu byl silnější, než je nezbytně nutné.

Viceguvernér M. Hampl: Abychom třeba podstřelovali cíl po relativně dlouho dobu. A já tuto obavu ze SMS a z textu jejího měnověpolitického doporuční cítím. Možná to vnímám příliš intenzivně, ale cítím ji tam.

Vrchní ředitel P. Řežábek: Obavu z toho, že to přestřelí nebo podstřelí?

Viceguvernér M. Hampl: Obavu, že kdybychom nyní zvýšili úrokové sazby, tak můžeme zopakovat apreciační příběh ve špatné verzi. Ne v té, která nám pomůže stabilizovat inflaci. Další věc, na kterou bych chtěl reagovat, jsou inflační očekávání. Inflační očekávání jsou určitě ovlivněna kurzem, o tom není pochyb, ovšem pouze pokud se kurz transformuje přes nějaké ceny, kterým spotřebitelé rozumí. A na tuto transformaci stále čekáme. Takže ano, kurz ovlivňuje inflační očekávání, ale zprostředkovaně. Nicméně když se dívám na inflační očekávání finančního trhu a když se dívám na to, jak trh vidí budoucí vývoj sazeb, tak to nemohu interpretovat jinak - a nakonec situační zpráva to také naznačuje - než že inflační očekávání začínají narůstat a divergovat od toho, jak my si představujeme, že by inflační očekávání měla vypadat. Co se týká toho, že nevíme co udělat se sazbami, tak určitě víme, buď zvýšit, nebo ponechat. Návrh na snížení tady nepadl a předpokládám, že ani nepadne. V režimu inflačního cílování obecně platí, že sazby se občas musí měnit a když se nemění tak skáče inflace. Buď se hýbou sazby, nebo inflace, ale stabilitu obojího lze dosáhnout jen těžko. Co se týká inflačního cíle, tak to si nemohu odpustit. Já nerozumím tomu, jak je možné hlasovat pro snížení cíle a potom říkat, že to, jak nový cíl budu plnit, je druhotné.

Guvernér Z. Tůma: To tady nezaznělo. Někteří členové bankovní rady pouze komentovali, že by se nechtěli k cíli blížit odspodu. To je vše, co bylo řečeno.

Viceguvernér M. Hampl: Dobře. Poslední věc. Situace v letech 2001 a 2002 byla opravdu jiná, probíhal pokles ekonomického růstu v Německu a uznávám, že ani dnes tam žádná konjunktura neprobíhá. Je ovšem fakt, že jsme měli jinou očekávanou trajektorii inflace kvůli jinému cíli a je podle mne fakt, že jsme tehdy před apreciační periodou začínali na nižší úrovni meziroční inflace.

Viceguvernér M. Singer: Já jsem mluvil primárně o korigované inflaci bez pohonných hmot, protože na těch aktuálních 6,8 % v celkové inflaci se dostáváme vlivem změny sazby DPH.

Jakmile si toto odečtu tak jsem na stejném čísle. Vidím, že autor stanoviska J. Hurník přikyvuje, což mne obzvlášť těší.

Viceguvernér M. Hampl: To je ale diskuze o tom, která inflační očekávaní jsou ta podstatná, jestli ta z celkové inflace, nebo z korigované inflace bez pohonných hmot.

Viceguvernér M. Singer: Nezapomeňte, že tehdy si také nikdo nemyslel, že tu chybu udělá. Vnímal vývoj světa jako vysoce inflační, protože v 90. letech byl vysoce inflační a vnímal všechno co se tehdy dělo jako epizodu. Ceny potravin nečekaně klesaly, předtím šly rychle nahoru. Když se na to podíváme, tak ta situace není dramaticky odlišná. Odlišnosti tam lze nalézt, ale já tedy nemám jistotu, že se jedná o fundamentální odlišnosti. A to Německo do toho přesně zapadá. Tehdy také nečekaně zpomalilo. Kdyby to tehdy bankovní rada čekala, tak určitě začala snižovat úrokové sazby dříve.

Viceguvernér M. Hampl: To už je otázka kvantity a kvality. Já jenom říkám, že tehdy byly byť možná malé odchylky, ale všechny jedním směrem.

Viceguvernér M. Singer: To si nejsem jistý, protože třeba zrovna v korigované inflaci bez pohonných hmot to bylo opačně.

Vrchní ředitelka E. Zamrazilová: Ještě malou poznámku k očekáváním finančního trhu. Já jsem jako analytik vždy viděla, že finanční trhy reagují na krátkodobé vlivy. Finanční analytici obvykle nemají v hlavě žádný dlouhodobý příběh.

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

Zapsal: Jaromír Hurník, poradce bankovní rady