

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 5. února 2009

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 1. situační zprávy

Guvernér Tůma (v diskuzi o odlišném doporučení SMS oproti modelu): Dotazuje se, do jaké míry je uvažování SMS zatíženo očekáváním o snížení sazeb. Se znalostí prognózy a prezentace SMS by čekal, že SMS doporučí zvýšení sazeb nebo jejich ponechání. V počátečních podmínkách krátkodobé prognózy inflační tlaky tlačí na růst sazeb již v prvním a druhém čtvrtletí 2009. Domnívá se, že tyto tlaky na vyšší sazby SMS převálcovala expertními zásahy do prognózy. Díky těmto zásahům SMS doporučuje snížení sazeb. Je tato interpretace správná?

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): SMS se domnívá, že vyznění prognózy není převálcováno expertními zásahy. Expertní vstupy zahrnují ve značné míře krátkodobou prognózu, kde pozorujeme propad cen pohonných hmot, cen potravin a v určitých složkách i korigované inflace bez pohonných hmot. To není diskreční rozhodnutí, že by SMS chtěla změnit vyznění prognózy, jde o zohlednění dostupných informací.

Guvernér Tůma (v diskuzi o odlišném doporučení SMS oproti modelu): Velmi rychle odeznívá vliv počátečních podmínek.

Odpověď SMS: Z rozkladu změny prognózy sazeb je vidět, že počáteční podmínky působí ve směru mírně vyšších sazeb. To je způsobeno zejména vyšší kreditní premií, v důsledku čehož jsou sazby v počátečních podmínkách vyšší oproti minulé prognóze. Dále ve směru vyšších sazeb působí slabší kurz. Tento kladný příspěvek postupně odeznívá, protože v horizontu prognózy kurz koriguje směrem k silnějším hodnotám. Jednotlivé příspěvky se postupně snižují, což je obecná vlastnost prognózy, protože sazby směřují k politicky neutrální úrovni na vzdálenějším konci horizontu prognózy. Tato neutrální úroveň sazeb je konstantní v čase, pokud nedojde ke změně inflačního cíle nebo rovnovážných veličin. Podobně se v delším horizontu měnová politika vrací k inflačnímu cíli, protože prognóza je nepodmíněná.

Obecně platí, že perzistence počátečního šoku je v grafu rozkládajícím změnu prognózy inflace způsobená tím, že graf zobrazuje meziroční změny. Počáteční jednorázový šok, který působí jen v jednom čtvrtletí, se v tomto grafu meziročních změn zobrazuje v horizontu jednoho roku. V grafu zobrazujícím mezikvartální změny by takový šok odezněl bezprostředně.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o odlišném doporučení SMS oproti modelu): Nedalo by se jednoduše konstatovat, že v předhledící model má velký problém vypořádat se s realitou?

Odpověď SMS: SMS se domnívá, že model nemá problém vypořádat se s realitou. SMS je schopna do modelu zapracovat téměř jakékoli předpoklady.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o odlišném doporučení SMS oproti modelu): Oceňuje zkrácený formát prezentace prognózy a větší prostor pro diskuzi. SMS v prezentaci podala všechny relevantní informace.

V situační zprávě se dočetl, že tržní sazby jsou aktuálně na úrovni, která odpovídá prognóze. Z toho mu plyne, že podle modelu bychom neměli snižovat sazby. V prezentaci SMS zaznělo, že rizika jsou vysoká, ale na druhou stranu vyrovnaná. Zároveň v prezentaci SMS slyšel, že prostor pro snižování sazeb bude rychle vyprchávat, proto SMS doporučuje tento prostor rychle využít a snížit sazby, protože SMS naopak očekává příchod dalších negativních zpráv o stavu ekonomiky. Rozumí tomu správně, že se SMS v doporučení odchyluje od čistě modelové prognózy?

Odpověď SMS: V SMS byla shoda, že trajektorie snižování sazeb se již nachází v blízkosti dna, protože s ohledem na zpoždění v transmissi měnověpolitických rozhodnutí změna měnověpolitických sazeb neovlivní recesi a podstřelení inflačního cíle v roce 2009. Dále byla v SMS shoda nedoporučovat výrazné snížení sazeb, které je formulováno v doporučení referátu finanční stability a ve stanovisku poradce. SMS se dále zamýšlela nad tím, kde má být dno momentální měnové politiky. Prognóza s přesností na čtvrt procentního bodu neřekne, zda dno má být 2,0 % nebo 1,75 %. Poměr hlasování ukazuje, že debata v SMS ohledně měnověpolitického doporučení byla hodně vyrovnaná. V měnověpolitickém doporučení SMS zohlednila dodatečné úvahy nad riziky možných chyb měnověpolitického doporučení. Na jedné straně je riziko, že měnové podmínky budou uvolněnější a v roce 2010 se inflace díky depreciaci kurzu dostane mírně nad 2% cíl. Na druhé straně je riziko, že měnové podmínky budou přísnější a způsobí děletrvajících recesi s potenciálními dopady do deflačních očekávání. Tato dvě rizika SMS vnímá asymetricky s tím, že je lepší udělat chybu ve směru uvolněnějších podmínek.

K otázce dosažení dna snižování měnověpolitických sazeb SMS dále uvádí, že tržní sazby zohledňují jednoznačná očekávání analytiků a trhů na snížení sazeb o 0,50 procentního bodu. Úrokové rozpětí mezi tržními a měnověpolitickými sazbami se z toho důvodu snižuje. Kreditní prémie, která je nepozorovanou veličinou, je podle názoru SMS vyšší, začátkem letošního roku se nacházela na úrovni přes jeden procentní bod. Základní scénář prognózy předpokládá kreditní prémii v prvním čtvrtletí 2009 průměrně 1,1 procentního bodu, což implikuje měnověpolitickou sazbu mírně pod dvěma procenty. To podle názoru SMS ospravedlňuje debatu, zda doporučit snížení sazeb o 0,50 nebo 0,25 procentního bodu. SMS se tedy domnívá, že nedochází k rychlému snižování kreditní prémie, které by mohlo naznačovat pokles úrokového rozpětí mezi tržními a měnověpolitickými sazbami. Pokud budou měnověpolitické sazby sníženy v očekávaném rozsahu o 0,50 procentního bodu, tříměsíční sazby PRIBOR se podle názoru SMS dále nesníží. Pokud dojde ke snížení měnověpolitických sazeb v menším rozsahu než o 0,50 procentního bodu, mohly by se tržní sazby zvýšit.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o spolehlivosti modelu): Oceňuje stručnější formát prezentace SMS. Vyjadřuje se kriticky k situační zprávě. Pochybuje o schopnosti modelového aparátu zachytit realitu, která podle jeho názoru v současné situaci není tažena vývojem mezních nákladů, ale faktem, že ekonomiky začínají operovat na úrovni zhruba 70 % výrobních kapacit v důsledku poptávkového omezení. Toto poptávkové omezení působí globálně, nejen v české ekonomice. Táže se, jaké modelové vazby SMS považuje v současné situaci za spolehlivé. Vyjadřuje přesvědčení, že v podmínkách aktuálního poptávkového omezení není model dobrým vodítkem.

Odpověď SMS: SMS za začátku zpracování prognózy avizovala, že bude zapotřebí zvýšit podíl expertních zásahů a úsudků v prognóze. To SMS promítla v krátkodobé prognóze cen potravin a

pohonných hmot a dále v odhadu počátečních podmínek, kde část poklesu čisté inflace je expertně interpretována jako důsledek vnějších tlaků na pokles cen potravin a pohonných hmot. Expertně byla snížena prognóza investic z důvodu možného horšího přístupu k externímu financování investic.

Podíl úsudku v prognóze SMS tedy zvýšila, SMS se však nedomnívá, že by modelové vazby nefungovaly a nebyly oporou k odhadu budoucího vývoje. Jako příklad SMS uvádí nevyužití kapacity ve vztahu k omezení nákladů. SMS se odvolává na stanovisko poradce, kde je ukázáno, že standardní reakce podniků na nevyužití kapacit je omezování nákladů. Podniky v případě poptávkového omezení v první řadě snižují náklady, a to prostřednictvím snížení mzdových nákladů, jiných nákladů a podobně.

SMS dále uvádí, že model generuje protiinflační domácí nákladové tlaky. Lze se bavit o jejich míře, ale tyto mechanismy v modelu fungují.

Na druhou stranu proinflačně v modelu působí kurz. Lze diskutovat o působení kurzu na růst HDP a do jaké míry kurz dokáže kompenzovat nebo tlumit propad zahraniční poptávky. V prognóze je však dominantní vliv zahraniční poptávky, přičemž kurz tento negativní vliv na HDP pouze zmírňuje a jeho efekt je řádově slabší. V prognóze dochází k recesi a jen k postupnému oživení, které přichází ve chvíli, kdy dochází k oživení růstu v eurozóně.

Dále SMS nemá pochybnost o rychlém působení cenového kanálu kurzu přes importní spotřebitelské statky. Dovozci mohou vlivem nízké poptávky omezovat marže. Kurz však snižuje prostor pro snížení marží, protože korunové náklady dovozců za poslední rok vzrostly o 15-18 %, a to má vliv na ceny dovozních statků.

Viceguvernér Singer: Vyjadřuje pochyby, že fixní investice se v letošním roce sníží jen o 5 %, jak je uvedeno v prognóze.

Vrchní ředitel Tomšík: Nezdá se mu, že by se investice v letošním roce snížily jen o 5 %.

Odpověď SMS: Prognózované snížení celkových investic, které zahrnují fixní investice a zásoby, v letošním roce o 5 % SMS nepovažuje za nerealistické. Z historického pohledu je to nejvýraznější pokles investic. Expertně byla snížena prognóza investic z důvodu možného horšího přístupu k externímu financování investic.

Viceguvernér Singer: Kolikrát se v posledním období snížila poptávka na nové objednávky v průmyslu v eurozóně o 26 %? Pochybuje, že vývoj ekonomiky bude stejný jako před pěti lety.

Odpověď SMS: SMS souhlasí, že tento vývoj je výrazně horší než kdykoli v posledních letech. Prognóza očekává recesi, jakou česká ekonomika nezažila od roku 1998. Ze vztahu mezi mezičtvrtletním růstem HDP a vzdáleností HDP od potenciálu aproximovaného HP filtrem je zřejmé, míra propadu ekonomiky bude nesrovnatelně vyšší ve srovnání s minulými recesemi, které česká ekonomika zažila v letech 1998 a 2002. Jedná se o bezprecedentní zpomalení ekonomiky a o bezprecedentní hloubku recese, které letos budeme čelit.

Viceguvernér Singer: Jaké období je zahrnuto v této analýze?

Odpověď SMS: Od prvního čtvrtletí 1996.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o využití kapacit): Pochybuje o schopnosti modelového aparátu zachytit realitu, která podle jeho názoru v současné situaci není tažena vývojem mezních nákladů,

ale faktem, že ekonomiky začínají operovat na úrovni zhruba 70 % výrobních kapacit v důsledku poptávkového omezení. Toto poptávkové omezení působí globálně, nejen v české ekonomice.

Odpoověď SMS: SMS dříve na horizontu prognózy snížila trajektorii technologií. To do určité míry odráží předpoklad SMS, že kapacity budou využívány hluboko pod 100%. Předpoklad o vývoji kapacit je tak v modelu nepřímo zpracován.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o využití kapacit): Dotazuje se, zda má SMS v modelu převodní můstek do kapacit.

Odpoověď SMS: V modelu není převodní můstek jedna ku jedné. Podívali jsme se na detrendované údaje ČSÚ o využití kapacit a porovnali je s trajektorií agregátní technologie. Ze srovnání je patrné, že technologie alespoň částečně zachycují využití kapacit. Není to jedna ku jedné, SMS pracuje s určitým expertním odhadem.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o využití kapacit): Takže v modelu žádný převodní můstek do kapacit není.

Odpoověď SMS: Není možné tvrdit, že jedna ku jedné.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o využití kapacit): Není možné tvrdit, co model implikuje pro využití kapacit. V agregátní technologii je odchylka od rovnovážné hodnoty zhruba mínus pět procentních bodů, a ta může to být převáděna čímkoli pozitivním.

Odpoověď SMS: V prognóze očekává SMS poměrně nízké růsty technologií, protože věříme, že nabídková strana ekonomiky a využití kapacit bude v následujících dvou letech výrazně pod dlouhodobým trendem.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o mezeře produktu): Model g3 nepracuje s konceptem mezery produktu. Když porovná prognózou očekávaný růst HDP pro letošní a příští rok, domnívá se, že se ekonomika nachází hluboko pod potenciálem. Dotazuje se, jak hluboko bude ekonomika pod potenciálem, když v roce 2010 prognóza očekává návrat inflace k inflačnímu cíli. Myslí si, že kumulovaná mezera produktu bude zřejmě výrazně vysoká. Připomíná, že v červenci 2008 SMS měla v prognóze odhad růstu potenciálního HDP kolem 5 %.

Odpoověď SMS: Pokud SMS aproximuje mezeru produktu odchylkou HDP od trendu získaného HP filtrem, je zřejmé, že největší odchylka dosahuje na horizontu prognózy hodnoty 2 %. Toto je nejhlubší mezera produktu v období od začátku roku 1996.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o mezeře produktu): O to více záporná bude zřejmě kumulovaná mezera produktu. Přitom prognóza očekává v letošním roce recesi a v příštím roce růst HDP jen o 1 %.

Odpoověď SMS: Mezera produktu bude záporná v celém horizontu prognózy do konce roku 2010. Růst HDP se sice vrátí do kladných hodnot, ale HDP bude stále pod potenciálem. Měřeno mezerou produktu, ekonomika se bude na celém horizontu prognózy vzdalovat od rovnovážné hodnoty. Konečně i v sektoru mezipotřeby na celém horizontu prognózy očekáváme působení protiinflačních tlaků.

Viceguvernér Singer: Jak model pracuje s negativními očekáváními na straně české a zahraniční ekonomiky?

Odpověď SMS: Model je vpředhledicí, takže zohledňuje očekávaný výhled zahraniční poptávky i výhled domácí ekonomiky. To se promítá do prognózy spotřeby a investic a působí na depreciaci měnového kurzu přes očekávané zhoršení zahraničního obchodu. Investice snižujeme expertní úpravou. Vliv očekávání je tak v modelu zachycen.

Viceguvernér Singer: Jaké implikace pro růst HDP mají nejnovější údaje o průmyslové výrobě, aktuálního vývoje plnění státního rozpočtu a o zahraničním obchodě?

Odpověď SMS: Údaje, které byly publikovány v posledním období a které nejsou zohledněny v krátkodobé prognóze, nemění náš odhad růstu HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2008. Pro období prvního čtvrtletí letošního roku byly publikovány údaje o příjmech státního rozpočtu, kde je zaznamenán propad daňových příjmů, zejména spotřební daně. Tento vývoj však nelze přeceňovat, protože před rokem ještě probíhalo předzásobením před zvýšením spotřební daně. Dále je v příjmech státního rozpočtu patrné mírné snížení příjmů fyzických nebo právnických osob, ale jen v řádu stovek milionů korun. Měsíční statistiku státního rozpočtu však SMS nedoporučuje používat pro aproximaci nebo odhad růstu HDP, zvláště počátkem roku jsou údaje volatilní a navíc jde o metodiku GFS.

Viceguvernér Singer: Dotazuje se, zda má SMS citlivostní analýzu zohledňující cenu ropy kolem 40 dolarů za barel, aktuální hodnotu kurzu a vývoj zahraniční poptávky, když tyto údaje se dnes liší od údajů v lednovém Consensus Forecasts.

Odpověď SMS: V alternativním scénáři jsou výrazně nižší ceny ropy, které klesají k hodnotám kolem 35 dolarů za barel. Zároveň obsahuje alternativní scénář slabší trajektorii kurzu a nižší zahraniční poptávku. SMS upozorňuje, že model je lineární, takže pokud bychom chtěli vygenerovat například dvakrát větší šok oproti základnímu scénáři, stačí výsledky vynásobit dvěma.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o předstihových ukazatelích inflace): Byly publikovány předstihové ukazatele na leden a první čtvrtletí letošního roku a co říkají? Jaký může být vývoj inflace cen potravin podle týdenních šetření ČSÚ?

Odpověď SMS: Údaje z týdenního šetření cen potravin za leden máme v prognóze zpracovány. V lednu očekáváme oproti předchozímu měsíci růst zhruba o 0,5 %. To je o něco méně, než bývá obvyklé v lednu, po sezónním očištění to znamená snížení. Týdenní šetření cen potravin však nejsou spolehlivým ukazatelem vývoje cen potravin.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o předstihových ukazatelích inflace): Co znamenají tyto údaje v meziročním vyjádření?

Odpověď SMS: Zatím se potvrzuje ten trend očekávané dezinflace cen potravin. Ceny potravin velice rychle propadnou v meziročním srovnání do záporných hodnot. V lednu SMS očekává meziroční celkovou inflaci 1,8 %, čistá inflace podle předpokladu SMS meziročně dosáhne -1 %. Celková inflace je dána vývojem regulovaných cen.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o poplatcích ve zdravotnictví): Jaký efekt na inflaci může mít rušení poplatků ve zdravotnictví?

Odpověď SMS: Poplatky ve zdravotnictví se neruší. Pacienti stále platí poplatky a krajské úřady jim tyto poplatky mohou vracet formou daru. Z hlediska inflace to nemá dopad.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o poplatcích ve zdravotnictví): Pro spotřebitele to však znamená nižší ceny, což by mělo vést ke zvýšení spotřeby.

Odpoověď SMS: Jde o zvýšení reálného disponibilního příjmu. Vliv poplatků je ale zanedbatelný.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o poplatcích ve zdravotnictví): Ale zavedení poplatků nemělo zanedbatelný vliv.

Odpoověď SMS: Na inflaci to vliv mělo, ale na reálný příjem to mělo zanedbatelný vliv.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o poplatcích ve zdravotnictví): Domníval se, že reálný příjem je nominální příjem mínus inflace. Jestliže do inflace mělo zavedení poplatků signifikantní význam, pak by redukce poplatků na devíti desetinách území ČR měla mít významný dopad do reálných příjmů.

Odpoověď SMS: Redukce poplatků se týká pouze krajských zdravotnických zařízení.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o poplatcích ve zdravotnictví): Redukce poplatků probíhá i v ostatních lékárnách.

Odpoověď SMS: Ano, ale také se zvyšují marže v některých lékárnách, takže dopad do inflace se tímto částečně kompenzuje.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o poplatcích ve zdravotnictví): V inflaci se to nemusí zatím projevit, protože bude pouze menší váha zdravotnictví ve výdajích obyvatelstva, přičemž váhy v cenovém koši ČSÚ upravuje jednou za pět let.

Odpoověď SMS: Redukce poplatků se týká jen krajských zařízení, ostatní mohou zvýšit ceny o 30 korun a vracet těchto 30 korun jako marketingový tah. Kromě toho zřejmě ne každý je ochoten podepsat darovací smlouvu a v důsledku kvůli tomu podávat daňové přiznání. SMS nemá žádný přesný odhad, kolik rušení poplatků lidem ušetří. Pro krajské úřady to bude znamenat zvýšení nákladů v řádu stovek milionů korun. To je zanedbatelné ve srovnání s jinými riziky, kterým ekonomika čelí.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o poplatcích ve zdravotnictví): Zavedení poplatků zvýšilo ceny a mělo tak dopad do inflace. V případě redukce poplatků jde o disponibilní příjem domácností, to je přesun prostředků ve formě daru. V disponibilním příjmu domácností se tento efekt projeví, v inflaci tento efekt nepoznáme.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o poplatcích ve zdravotnictví): Zřejmě se to může týkat především domácností důchodců.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o alternativě): Vyjadřuje názor, že alternativa není uspokojivě zpracovaná. Pokud jde o předpoklad vývoje zahraniční poptávky, je v prvních dvou čtvrtletích letošního roku v alternativě stejný růst jako v základním scénáři. Na úrovni poptávky alternativa nereflektuje aktuální vývoj.

Odpoověď SMS: Na přípravných schůzkách jsme s bankovní radou diskutovali rizikové scénáře. Nezaznamenali jsme žádné výhrady k našim předpokladům pro alternativní scénář.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o alternativě): V alternativě je růst zahraniční poptávky v prvních dvou čtvrtletích 2009 stejný jako v základním scénáři v situaci, kdy je lednový Consensus Forecast překonaný. Požadavek byl zpracovat prudký propad zahraniční poptávky.

Odpoověď SMS: Požadavek na alternativu z přípravné schůzky s bankovní radou SMS vnímala jako požadavek hlubší a déletrvající recese, nikoli, že růst zahraniční poptávky bude v prvních dvou čtvrtletích 2009 nižší. Bankovní rada vyjádřila pochybnost, že by se ekonomika eurozóny začala zotavovat již na počátku příštího roku nebo dokonce ve druhé polovině letošního roku. Na druhou stranu SMS nevnímala požadavek bankovní rady zpracovat výrazný ekonomický propad. SMS připomíná, že většina členů bankovní rady veřejně komunikovala, že růst české ekonomiky se bude pravděpodobně vyvíjet ve směru alternativního scénáře minulé prognózy, který v letošním roce předpokládal růst o 0,5 %. Alternativní scénář aktuální prognózy předpokládá v letošním roce snížení HDP o 2 % s tím, že dno bude -4 %.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o alternativě): SMS jen protáhla mělčí recesi v zahraničí do dalšího období. To není hlubší recese. Je to déletrvající mělčí recese.

Odpoověď SMS: Alternativní scénář je postaven na tom, že v ročních údajích jde o hlubší zahraniční recesi. První dvě čtvrtletí jsou sice stejné jako v základním scénáři, ale v dalším období je propad zahraniční poptávky mnohem hlubší. Růst zahraniční poptávky je záporný i v prvních dvou čtvrtletích 2010, takže SMS předpokládá výrazně pomalejší návrat zahraniční poptávky k růstu.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o alternativě): Ekonomika funguje v reálném čase, nikoli v meziročním formátu.

Guvernér Tůma (v diskuzi o alternativě): Namítá, že v prognóze je zapracován velký rozdíl mezi růstem domácího HDP, v základním scénáři klesá zhruba k 0 %, v alternativě klesá zhruba k -4 %.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o alternativě): Pokud vezme v úvahu realistický odhad propadu investic o 30 %, znamená to snížení HDP o 5 %. Údaje o průmyslové produkci signalizují takto výrazný propad HDP již teď, stejně jako údaje o zahraničním obchodě v posledních třech měsících.

Guvernér Tůma (v diskuzi o alternativě): Domnívá se, že z údajů o vývoji průmyslové produkce a zahraničního obchodu v posledním období nelze vyvozovat závěry o růstu HDP v letošním roce. Nevěří, že investice letos propadnou o 30 %. Měli bychom jasně říct, co požadujeme po SMS, aby zapracovala. Jestliže chceme, aby SMS zapracovala 10% recesi v zahraničí, měli bychom to říct.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o alternativě): Dotazuje se, zda ten shodný předpoklad v alternativě a v základním scénáři o vývoji zahraniční poptávky v prvních dvou čtvrtletích 2009 není dán krátkodobou prognózou.

Odpoověď SMS: Není to dáno krátkodobou prognózou.

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o kurzu): Polemizuje s prognózou kurzu, která v prvním čtvrtletí 2009 předpokládá hodnotu 26,80 korun za euro s tím, že kurz bude dále posilovat. Aktuálně kurz dosahuje hodnot kolem 28,50 korun za euro, přitom analytici předpokládají další depreciaci. Vyjadřuje pochyby, zda bude odborná veřejnost věřit prognóze kurzu v situaci, kdy bude ČNB prognózu kurzu zveřejňovat. Táže se, který faktor podle SMS způsobí apreciaci kurzu zpětně na hodnoty pod 26 korun za euro. Domnívá se, že při zhruba nulovém růstu ekonomiky a pokud přijdou další negativní zprávy o vývoji české ekonomiky, bude to znamenat tlak na další depreciaci koruny.

Dále si myslí, že se SMS systematicky mýlí v prognóze kurzu. Zatímco v minulosti SMS systematicky podceňovala apreciaci a předpovídala slabší kurz oproti skutečnosti, aktuálně SMS naopak systematicky podceňuje depreciaci a depreciační tlaky. Co je toho příčinou?

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o kurzu): Dotazuje se, jak koresponduje vpředhledící měnová politika s faktem, že aktuální hodnota kurzu je mimo předpoklad prognózy pro první čtvrtletí 2009. Vyjadřuje pochyby k prognóze kurzu.

Odpověď SMS: S ohledem na aktuální hodnoty kurzu se může zdát prognóza kurzu pro první čtvrtletí 2009 příliš nízká. Na druhou stranu SMS připomíná, že ve vývoji kurzu je značná volatilita. Dosavadní průměrný kurz v tomto čtvrtletí je asi 27,30, což je jen o 50 haléřů slabší kurz oproti předpokladu prognózy pro toto čtvrtletí. Jeden z faktorů, který způsobí apreciaci nebo korekci kurzu, je otevření kladného úrokového diferenciálu. Tento diferenciál v určité míře kompenzuje tlak na depreciaci kurzu, který je spojený se zhoršeným výhledem zahraniční poptávky a zahraničního obchodu.

Dále SMS uvádí, že analytici formulují jejich předpovědi kurzu s ohledem na trendy z posledních dnů a že tyto předpovědi mohou být mediálně přitažlivé. SMS se nedomnívá, že analytici převážně očekávají kurz kolem 30 korun za euro. V lednovém šetření o očekáváních finančního trhu bylo vidět, že domácí analytici v ročním horizontu očekávali kurz na úrovni 25,30 a zahraniční analytici na úrovni 25,00 korun za euro. Základní scénář prognózy předpokládá v horizontu jednoho roku kurz 25,40. Takže analytici očekávali ještě větší korekci kurzu směrem k apreciaci než SMS v době zpracování prognózy.

Zároveň SMS připomíná, že mnozí analytici očekávají, že ČNB bude snižovat sazby k úrovni 1 %, co není konzistentní s prognózou. Pokud ČNB dnes sníží sazby o 0,50 procentního bodu a doprovodí toto snížení komentářem, že není prostor pro další snižování měnověpolitických sazeb, mohlo by to přispět k určité korekci očekávaného vývoje sazeb a tím i ke korekci kurzu.

Vrchní ředitel Řežábek: V případě, že ECB dnes nesníží sazby a dojde k otevření záporného úrokového diferenciálu, jaký dopad to může mít na kurz?

Odpověď SMS: Na dnešním zasedání ECB trhy neočekávají změnu sazeb. Sazby EONIA se však pohybují 0,8 procentního bodu pod základní sazbou, což signalizuje více uvolněnou měnovou politiku.

SMS se domnívá, že úrokový diferenciál má dopad v platební bilanci do krátkodobého kapitálu, když 0,25 procentního bodu v diferenciálu se rovná 8,5 miliardám korun, v kurzu tomu odpovídá zhruba 20 haléřů. Tento předpoklad však lze aplikovat za normální situace. Vývoj kurzu je velmi volatilní a toky vyvolané změnou úrokového diferenciálu v tak malém rozsahu jsou málo významné. Zároveň se SMS domnívá, že dnešní předpokládaná stabilita sazeb ECB i očekávané snížení domácích měnověpolitických sazeb v rozsahu 0,50 procentního bodu jsou v očekávání

trhů již zapracovány. Pokud bankovní rada doprovodí snížení sazeb komentářem, že další snižování sazeb není pravděpodobné, mohla by taková komunikace vést ke stabilizaci nebo dokonce apreciaci kurzu.

Vrchní ředitel Řežábek: Myslí si SMS, že posilování kurzu dolaru k euru je dlouhodobější záležitost nebo jde spíš o výkyv? Zajímá ho názor SMS.

Odpověď SMS: Záleží na tom, jak rychle se podaří v USA očistit bilance bank a nastartovat restrukturalizaci v automobilovém průmyslu a ostatních částech ekonomiky. SMS předpokládá v letošním roce zhruba stabilitu kurzu dolaru k euru a v příštím roce apreciaci dolaru. Vývoj však bude zatížen vysokou volatilitou.

Vrchní ředitel Holman: Domnívá se, že na dovozní ceny působí dva vlivy. Směrem ke zvyšování dovozních cen bude působit kurz, zatímco směrem ke snižování dovozních cen bude působit pokles zahraniční inflace. Dokáže SMS zhruba kvantifikovat tyto dva vlivy a určit, který z nich bude převažovat?

Odpověď SMS: SMS se domnívá, že jednoznačně převažuje působení deprecie kurzu. Kurz meziročně oslabil o 15-20 % vůči euru, vůči dolaru ještě více. Vliv zpomalení zahraniční inflace na dovozní ceny je ve srovnání s vlivem slabšího kurzu mírnější.

Vrchní ředitel Holman: V prognóze deficitu vládního sektoru SMS staví na předpokladu, že vláda odolá tlakům na vyšší vládní výdaje. Vyjadřuje přesvědčení, že vláda těmto tlakům neodolá, podobně jako se tak stalo na Slovensku, a deficit vládního sektoru se tím podstatně zvýší. Jaký by to mohlo mít dopad na inflaci?

Odpověď SMS: SMS se drží pravidla, že fiskální opatření v podobě nových legislativních norem jsou do prognózy zapracovány v případě, když jsou tyto normy schváleny nebo pokud je zřejmé, že se tak stane. V pokročilé fázi schvalování takových norem je pak možné tyto efekty kvantifikovat. Proto zatím návrhy Národní ekonomické rady vlády v prognóze zapracovány nejsou a změna prognózy deficitu veřejných financí směrem k větším schodkům je tažena výhradně zhoršenou makroekonomickou situací. V případě alternativního scénáře prognózy deficit veřejných rozpočtu v roce 2010 dosahuje hodnoty přes 4 %. SMS je připravena případné návrhy ve fiskální oblasti kvantifikovat v nejbližší malé situační zprávě.

Pokud jde o možný dopad zvýšeného deficitu vládního sektoru do inflace, záleží na podobě přijatých opatření. Jedno z navrhovaných opatření se týká snížení sazby daně z přidané hodnoty na část služeb, což může mít protiinflační dopad, ale případné poptávkové stimuly by mohly naopak působit proinflačním směrem.

Vrchní ředitel Holman: Co SMS soudí o možném dopadu zvýšené potřeby dluhového financování státu na dlouhodobé úrokové sazby v české ekonomice? Vyjadřuje obavu, že může dojít k rozevření nůžek mezi dlouhodobými sazbami a krátkodobými sazbami na peněžním trhu.

Odpověď SMS: Tento problém je diskutován v orgánech Evropské unie a je zvažováno společné vydávání vládních eurobondů, aby země, které mají vysoký podíl vládního dluhu, nemusely platit vysoké prémie za riziko. Pokud jde o situaci v České republice, ministr financí se brání tlakům na dodatečné poptávkové stimuly s poukazem na relativně nízké zadlužení vládního sektoru v mezinárodním srovnání. V případě zvýšené potřeby dluhového financování státu je třeba vzít v úvahu, že Česká republika je relativně malý trh, také by záleželo na tom, zda by vláda vydala

domácí dluhopisy nebo eurobondy. Teoreticky by SMS očekávala tlak na zvýšení dlouhodobých sazeb a na zestrnění výnosové křivky, ale zatím SMS nemá žádný odhad, který by bylo možné podložit konkrétními údaji nebo návrhy vlády na emise.

Vrchní ředitel Holman: Konstatuje, že vidí riziko ve vývoji provozních úvěrů podniků. Jaký má SMS názor na vývoj provozních úvěrů? Dochází k tomu, že podniky omezují poptávku po provozních úvěrech s ohledem na pokles domácí a zahraniční poptávky nebo je omezování provozního financování způsobeno bankami, které vyžadují vyšší záruky a omezují financování podniků?

Odpověď SMS: SMS nezná odpověď, protože tuto informaci statistika neposkytuje a anekdotická evidence z podnikové sféry je smíšená. Z údajů za prosinec, které byly publikovány před několika dny, je patrné, že v oblasti krátkodobých úvěrů zřejmě může docházet ke snížení poptávky podniků po provozním financování z důvodu omezování výroby. SMS zároveň vnímá signály, že v celosvětovém měřítku dochází k omezování financování mezinárodního obchodu, když aktivity bank, které poskytují garance financování, jsou z důvodu přehodnocení rizik omezovány. Pokud jde o podniky, celkově jsou signály nejednoznačné.

Pokud jde o domácnosti, z údajů za listopad je patrné výrazné snížení nových úvěrů u spotřebních půjček i u hypoték. Jde patrně o omezování poptávky například v souvislosti s očekávaným poklesem cen nemovitostí a se zhoršováním finanční situace domácností. Na druhou stranu domácnosti se pro banky stávají více rizikovými.

Vrchní ředitel Tomšík: Vyjadřuje pochyby k prognóze reálného vývozu ve výši -2 % v letošním roce. Domnívá se, že vývoz bude ještě nižší. Zároveň připomíná, že SMS očekává ještě výraznější snížení dovozu ve srovnání s vývozem, takže čistý vývoz v prognóze přispěje k růstu HDP o +0,5 procentního bodu. Dotazuje se, proč se dovoz sníží více než vývoz, když prognóza očekává stabilizaci kurzu.

Odpověď SMS: SMS předpokládá konstantní podíl dovozní náročnosti ve spotřebě, investicích a vývozu. Vývoz se výrazně snižuje z důvodu zahraniční poptávky, proto se snižuje dovoz pro reexporty. Podobně je tomu u investic a spotřeby, kde je podíl dovozu vysoký. Vývoz a investice jsou dovozně nejnáročnější složky poptávky a právě tyto složky se na prognóze propadají nejvíce. SMS dále uvádí, že v alternativě, kde zahraniční poptávka propadá hlouběji a dlouhodoběji, je výhled vývozu ještě nižší než v základním scénáři. Vývoz zboží a služeb v alternativním scénáři se v letošním roce sníží o 7 % a dovoz se sníží zhruba o jeden procentní bod méně. Čistý vývoz tak v alternativě negativně působí na růst HDP.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o expertní úpravě perzistence inflace mezispotřeby): Dotazuje se na expertní snížení perzistence inflace cen mezispotřeby. SMS říká, že vyšší flexibilita domácích cen omezuje propagaci nákladových tlaků a tím snižuje citlivost prognózy. Domníval se naopak, že vyšší flexibilita znamená vyšší citlivost na šoky a větší vliv na prognózu. Požaduje komentář.

Odpověď SMS: Vyšší flexibilita znamená nižší propagaci šoků na horizontu prognózy.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o expertní úpravě perzistence inflace mezispotřeby): Znamená to, že se ekonomika rychleji blíží k rovnovážné hodnotě?

Odpověď SMS: Ano, ekonomika se rychleji blíží zpět k rovnovážné hodnotě.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o prognóze mezd): V prezentaci SMS bylo uvedeno, že prognóza vývoje nominálních mezd v podnikatelské sféře poprvé očekává v některých čtvrtletích na horizontu prognózy růst pod 3 %. SMS také uvedla, že jako první zřejmě přijdou o práci agenturní pracovníci. Domnívá se, že propouštěním méně placených pracovníků může naopak dojít ke zvýšení průměrné mzdy.

Odpoověď SMS: SMS připouští určitý vliv na zvýšení průměrné mzdy z důvodu propouštění méně placených pracovníků, protože podniky budou především propouštět agenturní pracovníky, zahraniční dělníky a pracovníky s nárokem na starobní důchod. Tyto kategorie představují téměř 6 % pracovní síly.

Hlavní dopad, který SMS zmiňovala již v minulé prognóze, však SMS vidí ve snižování výplat bonusů a omezení počtu pracovních dnů. K tomu SMS dodává, že v loňském roce se zvyšovala meziodvětvová diference mezd, mzdy rostly výrazněji v některých odvětvích, například v bankovníctví, kde SMS neočekává velký rozsah agenturního zaměstnávání. Proto SMS neočekává významnější tlaky na růst průměrné mzdy z důvodu propouštění pracovníků s nízkými příjmy.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o prognóze mezd): Připouští, že zřejmě nebudou vypláceny bonusy a že růst průměrné mzdy tak bude nižší.

Odpoověď SMS: Ve srovnání s minulým rokem bude letos růst průměrné mzdy nižší, přitom dvě třetinu tohoto rozdílu SMS vysvětluje nižšími bonusy a jednu třetinu nižšími sjednanými mzdami a omezením pracovní doby. Vyplácení bonusů se netýká agenturních pracovníků. Zároveň dochází k omezení pracovního týdne z pěti na čtyři dny, přičemž pátý den je vyplácena náhrada mzdy ve výši zhruba 60 % mzdy. Toto se v průměrné mzdě také projeví výrazně.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o emisních povolenkách): Konstatuje, že prodej emisních povolenek zřejmě vynesou až 500 milionů eur. Dotazuje se, zda ministerstvo životního prostředí bude tento výnos z prodeje konvertovat mimo trh nebo zda konverze proběhne na devizovém trhu. Jak toto může ovlivnit očekávání o vývoji kurzu? Vyjadřuje domněnku, že kurz by mohl apreciovat.

Odpoověď SMS: Česká republika má více emisních povolenek, než potřebuje. Na základě rozhodnutí vlády ministerstvo životního prostředí bude tyto povolenky odprodávat, protistranou má být Japonsko a některé další země jihovýchodní Asie. Výnos v prvním pololetí letošního roku se předpokládá ve výši okolo 500 milionů eur. Ministerstvo životního prostředí otevřelo minulý týden u ČNB účty v eurech a korunách, na které budou výnosy z prodeje alokovány. O způsobu směny SMS zatím nemá informace, SMS předá sekci bankovních obchodů kontakt na odpovědného pracovníka z ministerstva životního prostředí.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o emisních povolenkách): V prvním pololetí to bude 500 milionů eur.

Odpoověď SMS: Ano, ale ekonomický pokles ve světě může tlačit na snížení cen emisních povolenek.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Vyjadřuje názor, že situační zpráva neodráží skutečnost, že česká ekonomika inkasuje šok globálního rozsahu a že dopad tohoto šoku je o to hlubší, že má ekonomika deformovanou nabídkovou stranu, konkrétně příliš vysokou koncentraci výroby v určitých odvětvích zpracovatelského průmyslu. Domnívá se, že ekonomika bude vystavena

podobné situaci, jaké čelila na počátku ekonomické transformace a že dojde k další vlně restrukturalizace. ČNB se bude muset zamyslet nad tím, jakou roli bude mít v tomto procesu. Doporučuje, aby SMS provedla analýzu poptávkové situace v určitých odvětvích zpracovatelského průmyslu. Doporučuje porovnat dopad vnějšího poptávkového šoku ve srovnání se Slovenskem, které má podobně jako Česká republika vysokou koncentraci výrob v určitých odvětvích zpracovatelského průmyslu a kde je na letošní rok stále očekáván růst o 2,5 %.

Domnívá se, že prognóza je zatížena řadou nerealistických nebo sporných předpokladů. Jako příklad uvádí předpokládaný bod obratu ekonomické aktivity v eurozóně na horizontu prognózy, který je podle jejího názoru nerealistický. Dále vyjadřuje pochyby o vztahu mezi slabým kurzem a vývozem. Odkazuje se na přílohu ve stanovisku poradce, kde je jasně ukázáno, že podniky reagují v situaci negativního poptávkového šoku spíše omezením výroby než snižováním cen. Domnívá se proto, že vývoz v letošním roce propadne více, než očekává prognóza. Dále vyjadřuje pochyby k prognóze kurzu a k předpokladu o vývoji tržních sazeb.

Odpověď SMS: K uvedené příloze ve stanovisku poradce SMS namítá, že zmiňované šetření podniků o tvorbě mezd a cen nic neříká o tom, jak podniky přímo reagují na kurz. Toto šetření podává evidenci o tom, jak podniky reagují na pokles poptávky. SMS nezpochybňuje, že podniky budou reagovat na pokles zahraniční poptávky snížením výroby. Pokud jde o reakci podniků na kurz, šetření uvádí nepřímou evidenci ohledně toho, že část podniků má ceny stanovené mateřskou firmou. To znamená, že podniky bezprostředně nemusí zohledňovat vyšší cenovou konkurenceschopnost z důvodu slabšího kurzu. Toto se však netýká všech exportujících podniků. SMS se domnívá, že část exportujících podniků, pokud nemají problém s minulým nevýhodným zajištěním proti silnému kurzu, využije momentálně slabší kurz a nabídne na zahraničním trhu nižší cenu. SMS v tomto připouští určitou nejistotu, ale doporučuje zohlednit obecnější vlivy na cenovou tvorbu exportérů, jako například rozsah minulého zajištění proti posilování kurzu.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Souhlasí s tímto vysvětlením, nicméně namítá, že nejnovější údaje o vývozu za poslední dva měsíce potvrzují, že vývoz na slábnoucí kurz patrně nereaguje. Dovede si SMS představit, o kolik by se snížil vývoz, kdyby se kurz nacházel na úrovni zaznamenané v srpnu a září minulého roku?

Odpověď SMS: Vývozci jsou vázáni na určitou dobu cenovými kontrakty, proto SMS očekává, že vliv příznivější cenové konkurenceschopnosti se v údajích o vývozu projeví později. SMS se domnívá, že vliv na vývoz může mít minulé nevýhodné zajištění proti předpokládanému posilování kurzu. Podniky v případě nenaplnění předpokládaného objemu objednávek z důvodu nižší poptávky v současné situaci nejen nemohou využít slabší úroveň kurzu, ale musí na druhou stranu uhradit ztrátu z důvodu nižších než předpokládaných prodejů.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Domnívá se SMS, že slabší kurz se v údajích o vývozu projeví později?

Odpověď SMS: Vývoz reaguje na změny kurzu se zpožděním. V prvních třech čtvrtletích minulého roku, když byl kurz silný, vývoz rostl 10% a vyššími tempy a na silný kurz reagoval jen pozvolna. SMS se domnívá, že empiricky se kurz nejsilněji promítá do exportu v horizontu více než jednoho roku. Zároveň SMS upozorňuje, že v posledních dvou měsících minulého roku byl kurz ještě relativně silnější a proto je předčasné vyvozovat závěry ohledně dopadu aktuálně slabšího kurzu do vývozu.

SMS dále uvádí, že dominantní vliv na vývoz má na horizontu prognózy zahraniční poptávka, zatímco vliv kurzu je nižší. Kurz nebude plně kompenzovat výpadek zahraniční poptávky.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Jak SMS hodnotí, že dochází k narušování dlouhodobé závislosti mezi vývojem dovozu a vývozu? Domnívá se, že tempa dovozu a vývozu v období od roku 1993 rostla do značné míry souběžně, zatímco v posledním období pozoruje určitou diskrepanci. Uvažuje, že dovoz by měl citlivěji reagovat na změny kurzu než vývoz.

Odpověď SMS: V prognóze se dovoz a vývoz vyvíjí zhruba souběžně. V posledních dvou měsících však došlo k určitému narušení tohoto dlouhodobého vztahu. SMS se domnívá, že pro podniky byl propad poptávky pravděpodobně natolik nečekaný a výrazný, že podniky nezareagovaly včas omezením dovozu. SMS k tomuto vysvětlení však nemá evidenci, proto tuto hypotézu SMS neuvádí v situační zprávě. Zároveň SMS připomíná, že uvedený vývoj je pozorován zatím jen v posledních dvou měsících, přičemž je možné, že v dalším období se tempa dovozu a vývozu opět sblíží.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Domnívá se, že k uvedenému vývoji dochází spíše v posledních třech měsících. Zatímco SMS pracuje s předpokladem vysoké dovozní náročnosti českého vývozu, údaje z posledního období tento předpoklad zpochybňují.

Odpověď SMS: SMS se domnívá, že předpoklad o vysoké dovozní náročnosti vývozu nadále platí. V prognóze SMS očekává výrazné snížení dynamiky vývozu a s tím souvisí výrazné snížení dovozu a investic.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Singer: Má anekdotickou evidenci z podnikové sféry o tom, že slabší kurz sice zvyšuje zájem o turistiku, nicméně obrat v podnicích zabývajících se turistikou je stále o desítky procent nižší ve srovnání s minulým rokem. Dále uvádí, že nejvyšší zakázky v historii mají překvapivě výrobci munice, což zřejmě souvisí s využíváním volného času nezaměstnaných v USA. Stejný výrobce však již několik měsíců hlásí nulové zakázky na stroje a i investice. Podobně podnik ArcelorMittal je zhruba na polovině svých výrobních kapacit.

Z toho mu vychází, že propad využívání výrobních kapacit bude po nějakou dobu na úrovni několika desítek procent. Vyjadřuje názor, že nejen česká ekonomika, ale celý svět se musí v této situaci restrukturalizovat. Domnívá se na rozdíl od prognózy, že otázka využití kapacit bude nebo již je pro českou ekonomiku zásadní.

Dále si myslí, že začínají být omezovány úvěry. Dokládá to na příkladu ČSOB, která odmítla úvěrovat prodej poloviny budovy, ve které je její pobočka hlavním vlastníkem. Toto je podle jeho názoru za hranicí běžné racionality.

Celkově se domnívá, že ekonomika čelí poptávkovým omezením a situaci „credit crunch“.

Umí si představit snížení investic o 30 %, jelikož je podle jeho názoru reálné snížení objednávek automobilů v eurozóně o 50 %. Domnívá se, že vývoz se sníží tempem nezaznamenaným za posledních 18 let. Tomu může odpovídat pokles investic meziročně o 30 %, zvláště v první fázi restrukturalizace a horšího přístupu k úvěrům. To podle jeho názoru znamená propad HDP o 6-7 %. Poslední publikované údaje o průmyslové výrobě podle něho také implikují propad HDP zhruba o 5 %. Údaje o naplňování státního rozpočtu je ochoten brát s větší rezervou, nicméně

propad příjmů státního rozpočtu odpovídá této situaci. Propad HDP zhruba o 6 % kromě toho signalizuje vývoj zahraničního obchodu. Proto je podle jeho názoru možné, že poptávka, která je relevantním indikátorem pro inflaci, bude dramaticky nižší ve srovnání s prognózou. To pak znamená vyšší protiinflační tlaky.

Dále vyjadřuje obavu, že „credit crunch“ omezuje účinnost úrokového kanálu. Jediným kanálem, kterým může působit změna měnověpolitických sazeb, bude kurzový kanál. To pro něho znamená uvažovat o rozsáhlejší snižení měnověpolitických sazeb, protože jen razantnější snížení může mít dopad do ekonomiky. Větší oslabení kurzu pak způsobí uvolnění měnových podmínek.

Přiklání se k doporučení SMS provést snížení sazeb v rozsahu, který je trhy očekáván, a doprovodit toto snížení komentářem, který trh nečeká. To znamená komunikovat, že jsme zřejmě dosáhli dna snižování měnověpolitických sazeb. Buď se ukáže, že má pravdu prognóza a opravdu jsme u dna snižování sazeb, nebo budou publikovány další negativní údaje o stavu ekonomiky, které změnu názoru na další trajektorii sazeb více než opodstatní. Možné další reakce na příštích měnověpolitických jednáních tak budou věrohodné navzdory tomu, že dnes řekneme, že jsme dosáhli dna snižování sazeb. Konečně je možné, že díky této komunikaci dojde k zastavení oslabování kurzu.

Toto je pro něho jednoduché východisko ze současné situace. Domnívá se, že další negativní zprávy o stavu ekonomiky přijdou, že krize bude trvat déle a že proto budeme mít i další prostor na tuto krizi reagovat.

Vrchní ředitel Řežábek: Domnívá se, že vývoj ekonomické aktivity v České republice a v zahraničí bude nesrovnatelně nepříznivější. Za problematický považuje vývoj krátkodobých úvěrů. Signály z trhu hovoří jednoznačně o tom, že krátkodobé úvěry jsou omezovány, že dochází k omezování a neobnovování úvěrových linek a ke zvyšování cen úvěrů. Dopad na ekonomiku bude možná významnější, než si myslíme.

V prezentaci SMS zaznělo, že nejsou přítomna aktuální inflační rizika. Připomíná debatu na minulých měnověpolitických jednáních zhruba před čtvrt rokem, kdy někteří členové bankovní rady vyslovili obavu z podstřelení inflačního cíle. Domnívá se, že tato obava se začíná naplňovat. Velké riziko vidí ve vývoji kurzu. V tomto kontextu navrhuje snížit rozsah sterilizace příjmů z Evropské komise. Tím by mohlo být částečně sníženo riziko deprecie kurzu. Připomíná diskuzi z minulého roku, kde s ohledem na posilování kurzu padl návrh na zvýšení rozsahu sterilizace. Domnívá se, že nyní je možné uvažovat o snížení rozsahu sterilizace zvýšením prodejů eur, které ČNB provádí v objemu 3 miliony eur denně.

Vyslovuje se pro snížení měnověpolitických sazeb o 0,50 procentního bodu, přičemž ani snížení o 0,75 procentního bodu by nemusela být chyba.

Vrchní ředitel Holman: Domnívá se, že česká ekonomika je oproti jiným středoevropským ekonomikám v lepší kondici díky lepší makroekonomické politice v minulosti. Na druhou stranu si myslí, že jakákoli změna měnověpolitických sazeb neodvrátí nával recese, který do české ekonomiky dopadne ze zahraničí, přičemž recese může pokračovat v příštím roce i v následujících letech. Pokles hospodářského růstu bude na druhou stranu znamenat pročištění trhů od neudržitelných projektů. Vyjadřuje názor, že změna měnověpolitických sazeb, ať už se sníží k nulové hranici nebo ne, na tomto vývoji nic nezmění.

Dále se domnívá, že bychom měli být vpředhledící i v delším horizontu. Myslí si, že v deflačním období, které nás čeká, budou nakonec zvýšeny vládní výdaje, podobně jako tomu bylo v jiných

vyspělých zemích. Tyto zvýšené výdaje by mohly v období po pominutí nejhorších efektů recese vyvolávat inflační tlaky a bubliny. Doporučuje, aby česká ekonomika byla na tuto situaci připravena nenulovými reálnými úrokovými sazbami, které by mohly být mírně vyšší ve srovnání s reálnými sazbami ve vyspělých zemích.

Domnívá se, že měnová politika vyčerpala svůj potenciál ovlivnit klientské úrokové sazby, myslí si dokonce, že měnová politika již příliš neovlivní ani kurz. Stejně jako pochybuje o účinnosti úrokového kanálu transmise v tomto a dalším období, domnívá se, že vývoj kurzu v rozhodující míře ovlivňuje sentiment forexových obchodníků a že kurz letos dále oslabí. Neví, zda kurz dosáhne hodnoty 30 korun za euro, ale předpoklad SMS o návratu kurzu k úrovni 26 korun za euro považuje za nerealistický.

Pokud jde o měnověpolitické rozhodnutí, přiklání se ke snížení sazeb o 0,25 procentního bodu a ne o 0,50 procentního bodu. Argumentuje tím, že menší rozsah snížení ponechá prostor pro snížení sazeb na příštím měnověpolitickém jednání s ohledem na vývoj zahraniční ekonomiky a na vývoj kurzu.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Konstatuje, že základní tržní mechanismy jako nepokrytá úroková parita a transmisní mechanismus měnové politiky nefungují. Doporučuje připravit se na déletrvající recesi. Domnívá se, že by se bankovní rada měla shodnout, na jaké úrovni by po toto období měly být sazby, zda to bude 0 %, 1 % nebo 1,5 %, a dále předem stanovit, jak rychle tuto úroveň chce bankovní rada dosáhnout. Konečně je důležité dohodnout se na způsobu komunikace. Shoduje se s doporučením SMS, že alternativní scénář by neměl být komunikován, protože komunikace alternativního scénáře by mohla posílit negativní sentiment.

Dále doporučuje SMS vzít v úvahu historické zkušenosti z období deflace v Japonsku, abychom se vyhnuli chybám v situaci, kdy očekávaný scénář recese v České republice v takovém rozsahu dosud nikdy nenastal. Domnívá se, že v Japonsku byla kritizována pomalost rozhodování centrální banky.

Vrchní ředitel Tomšík: (Tlumočí stanovisko viceguvernéra Hampla, který tentokrát nemá vyhraněný názor a zřejmě by podpořil doporučení SMS.)

V prezentaci SMS ho zaujalo, že se dá očekávat výrazný ekonomický útlum. Očekává se útlum především investic a zahraničního obchodu, přičemž se domnívá, že reálný export se může snížit v letošním roce o více než 2 %. Prognózu vývozu považuje za optimistickou. Domnívá se, že růst lze očekávat jen u veřejné spotřeby, která má ale nejmenší podíl na růstu HDP. Prognóza v letošním roce očekává „zápornou nulu“ a v příštím roce slabé oživení růstu jen o 1 %. Myslí si, že vývoj ekonomické aktivity může být ještě horší. Původně se domníval, že oživení v roce 2010 bude výraznější, nyní si to nemyslí.

Pokud jde o inflaci, zaznělo v prezentaci SMS, že v letošním roce sice SMS neočekává deflaci u celkové inflace, ale deflace nastane u čisté inflace. To je pro něho silný signál pro měnověpolitické rozhodnutí.

SMS se domnívá, že proinflační tlaky se zvyšují a odezní až s posilujícím kurzem. Vyjadřuje pochyby, zda posílení kurzu bude tak razantní, jak očekává prognóza.

Připouští, že z porovnání implikované trajektorie sazeb a tržních sazeb není jasné, jaké má být měnověpolitické rozhodnutí. V prezentaci SMS však zazněly dva klíčové argumenty pro snížení sazeb. Jednak se snížením sazeb trh počítá a kdyby sazby nebyly sníženy, mohly by se tržní sazby zvýšit na vyšší úroveň ve srovnání s implikovanou trajektorií sazeb. Dále v prezentaci SMS

zaznělo, že je větší pravděpodobnost, že budou přicházet negativní zprávy o stavu ekonomiky ve větším rozsahu než pozitivní zprávy, takže pokud ještě máme prostor pro snížení sazeb, je potřeba ho využít. Vyslovuje domněnku, že letošní růst HDP měnověpolitické rozhodnutí neovlivní, ovlivnit však může vývoj ekonomiky v příštím roce, a proto doporučuje snížit sazby. Přiklání se k doporučení SMS a souhlasí s komunikací, že jde možná o poslední snížení sazeb, že v této chvíli měnověpolitické rozhodnutí odpovídá trajektorii sazeb a další snižování sazeb není potřeba.

Dále vyjadřuje nesouhlas s tvrzením SMS v prezentaci, že inflační očekávání jsou vysoká. Argumentuje, že inflační očekávání finančních trhů v horizontu jednoho roku byla ještě před třemi měsíci na úrovni 2,5 %. Nyní po třech měsících jsou tato očekávání na úrovni 2,1 %, takže se nacházejí velmi blízko nového inflačního cíle. Připouští, že inflační očekávání jsou vyšší u podniků, kde v horizontu tří let se nacházejí na úrovni 3 %. Vyjadřuje domněnku, že podniky upravují inflační očekávání se zpožděním a že zatím podniky nemají ukotvený nový inflační cíl ve výši 2 %. Inflační očekávání ve výši 3 % však nepovažuje za vysoká, protože se nacházejí v původním intervalu 1-3 % dosavadního inflačního cíle.

Domnívá se, že prostor pro snížení sazeb je a podporuje doporučení SMS.

Guvernér Tůma: Pokusí se osvětlit pochmurný obrázek o stavu české ekonomiky několika aspekty, které vidí v současné době jako pozitivní. Připomíná, že na podzim minulého roku se bankovní rada trápila vysokým rozdílem mezi tržními a měnověpolitickými sazbami a tím, že tržní sazby nereagují na změny měnověpolitických sazeb. Domnívá se, že v tomto došlo k posunu správným směrem. Rozpětí mezi sazbami se snížilo a tržní sazby se nacházejí na relativně přijatelné úrovni, takže tržní sazby zřejmě reagují na měnověpolitická rozhodnutí. Je si vědom toho, že na finančních trzích je nízký objem transakcí, ale ten byl nízký i v minulosti. Myslí si, že sazby PRIBOR jsou nyní lepší referenční sazbou pro klientské úrokové sazby, než tomu bylo na podzim minulého roku.

Dále připomíná, že bankovní rada měla velkou obavu, jak se bankovní sektor vypořádá s potenciálními problémy ve struktuře likvidity. Zdá se mu, že se s těmito problémy bankovní sektor vypořádal dobře. Bankám, které neměly dostatek primárních zdrojů, se podařilo tyto zdroje navýšit, byť za cenu tlaku na vyšší tržní sazby. Nicméně se domnívá, že bankovní sektor by neměl mít problém se strukturou likvidity. Připouští, že banky jsou nadále velmi opatrné, nicméně nevidí příliš velké riziko „credit crunch“. Připouští, že úvěrů bude méně, ale vidí v tom odraz dvou faktorů. Na jedné straně dojde ke korekci v reakci na dvouciferná tempa růstu úvěrů v minulých letech. K tomu se přidává velmi silný cyklický výkyv, který bude tlačit na snížení dynamiky úvěrů. Nicméně banky zdroje mají a evidentně je budou potřebovat půjčovat. Takže signály jsou momentálně hodně smíšené, když některé podniky si stěžují, že jim banky odmítají poskytnout úvěry na jasné projekty, zatímco jiné podniky nic takového nepociťují, ale naopak říkají, že jim banky peníze spíše vnucují. Banky koneckonců chtějí mít zisk a toho na vládních dluhopisech nedosáhnou. Připouští však, že v současném období nejistot a chmurných vyhlídek je obtížné pro banky najít bezpečné projekty k financování.

K růstu HDP konstatuje, že kladný růst zaznamená zřejmě jen vládní spotřeba, nicméně je optimista, pokud jde o růst spotřeby domácností. Ten sice nebude vysoký, ale s ohledem na nižší inflaci by spotřeba domácností měla podržet celkový propad poptávky. Připouští, že se zvýší nezaměstnanost, ale nárůst nezaměstnanosti by měl být kompenzován růstem reálných příjmů z důvodu nízké inflace.

Pokud jde o kurz, je optimističtější než stanovisko poradce. Stanovisko poradce považoval za nekonzistentní, ale může jít o věc názorů. Připouští, že podniky reagují určitým způsobem na kurz, ale kurz působí v ekonomice více kanály. Kurz působí na dovoz a vývoz krátkodobými efekty, které byly zmíněny v prezentaci SMS, například jde o zajištění vůči kurzovému riziku. K tomu uvádí, že případné náklady z nevýhodně zajištěných pozic pominou. Nemá pochyb o tom, že současná úroveň kurzu je velmi výhodná pro kurzové zajištění na další období. Dále nepochybuje, že kurz působí i nadále rychleji na ekonomiku než sazby. Pokud by připustil, že podniky reagují na kurz způsobem, který popisuje ve stanovisku poradce, pak nerozumí doporučení poradce na razantní snížení sazeb. Jestliže nefunguje působení kurzu na ekonomiku, tak sazby mají na ekonomiku ještě menší vliv.

Ohledně působení kurzu si netroufá tvrdit, zda vývoz se sníží o 2 % nebo více, nicméně prognózu SMS považuje za konzistentní, i když připouští, že sazby mohou být nakonec trochu jinde. Nepovažuje naopak za konzistentní předpoklad výrazně slabšího kurzu, nízkých sazeb a plnění inflačního cíle.

K debatě o faktorech, které mohou vést ke zvratu ve vývoji kurzu směrem k apreciaci, uvádí, že v létě minulého roku také nikdo nevěřil, že by se vývoj kurzu mohl otočit a že by mohlo dojít k silné korekci kurzu. Bankovní rada minulý rok komunikovala, že kurz byl nadhodnocený. Domnívá se, že současný vývoj kurzu je do určité míry korekce v reakci na zhodnocení, ke kterému došlo v minulém roce, přičemž kurz oslabuje i z důvodu sentimentu. Zároveň připouští, že kurz oslabuje i z fundamentálních důvodů, protože kapacity jsou nadbytečné a zřejmě bude docházet k určité adaptaci na změny v tržním prostředí.

Domnívá se, že prognózy trhu ohledně kurzu jsou často založené na extrapolaci, proto loni v létě nikdo nečekal obrat ve vývoji kurzu koruny. Prognózu kurzu SMS považuje za konzistentní a umí si představit apreciaci kurzu v letošním roce. Stejně tak si umí představit, že kurz bude letos slabší. Není pro něho zásadní debata, kdy dojde ke korekci ve vývoji kurzu. Věří tomu, že tak jako minulý rok kurz přestřelil jedním směrem, stejně tak momentálně kurz přestřelil druhým směrem, protože ekonomika je fundamentálně v zásadě v pořádku. Kurz je o relativní pozici ekonomiky a v této relativní pozici si stojí česká ekonomika celkem dobře. Domnívá se, že reakce kurzu směrem k oslabení byla velmi silná, a umí si představit korekci kurzu.

Rizika prognózy SMS vidí jako vyrovnaná. Domnívá se, že jsou spíše vychýlená ve směru alternativního scénáře. Doufá, že česká ekonomika nezažije volný pád. Další vývoj bude záviset na vývoji v zahraničí.

Dále reaguje na požadavek vrchní ředitelky Zamrazilové stanovit cílovou úroveň měnověpolitických sazeb. Přiznává, že cílovou úroveň sazeb si neumí představit, není většinou schopen předjímat ani rozhodnutí příštího měnověpolitického jednání. Jediná hranice je pro něho nulová hranice sazeb. Bude záležet na dalším vývoji ekonomiky, ale další měnověpolitické rozhodování neumí předjímat. Připouští značná rizika dalšího vývoje.

Konstatuje, že prognóza pro něho není, možná na rozdíl od některých jiných členů bankovní rady, nepřijatelná. Umí si představit scénář popsany v prognóze, stejně jako si umí představit horší scénář, protože rizika vnímá směrem dolů. Domnívá se, že nadále nelze vyloučit katastrofický scénář způsobený dramatickým vývojem v zahraničí. Nedokáže říct, zda nakonec nebude nutné provádět politiku kvantitativního uvolňování.

Pokud jde o měnověpolitické rozhodnutí, přiklání se k doporučení SMS s tím, že toto rozhodnutí bude komunikováno tak, že další změny sazeb nejsou jasné, kterým směrem budou, a že po

nějakou bodu mohou zůstat i neměnné. Nedokáže však říct, na jaké úrovni se budou sazby nacházet za dva roky, zda na úrovni 1 % nebo 3 %.

Dále se vyjadřuje k debatě o podílu průmyslu a o potřebě restrukturalizace. Domnívá se, že za posledních deset let ekonomika dostala poměrně zdravé základy. Rozumí potřebě restrukturalizace ve smyslu omezování kapacit, ale nedomnívá se, že by mělo docházet k přenastavení ekonomiky v důsledku deformované nabídkové strany. Připomíná, že vybudované kapacity jsou poměrně moderní. Vyjadřuje názor, že relativně vysoký podíl průmyslu ve srovnání s některými jinými zeměmi je spíše věcí tradice a nedomnívá se, že by tento vysoký podíl vznikl v posledních letech. Podíl průmyslu byl v období do roku 1989 daleko vyšší než dnes, v poválečné době byl přes 60 %, potom se podíl průmyslu snižoval s tím, jak se zvyšoval podíl služeb a klesal podíl zemědělství, takže podíl průmyslu se postupně snížil na úroveň mezi 30-35 %, kde se tento podíl drží od roku 1995.

Viceguvernér Singer: Zastává se stanoviska poradce. Domnívá se, že ve stanovisku je popsáno, že v průmyslu jsou dvě skupiny podniků a ne jen jedna, o které mluvil guvernér Tůma. Jedna z těchto skupin, která má nadpoloviční část tržeb z prodejů na domácím trhu, má šanci reagovat na slabší kurz, zejména ve srovnání s podobnými podniky na Slovensku. Shodou okolností jsou to ty podniky, které byly méně zajištěny vůči kurzovému riziku, což vnímá jako pozitivní.

Dále se vyjadřuje k debatě o podílu průmyslu v České republice. Podíl automobilového průmyslu je podle jeho názoru vyšší než v jiných zemích, zvláště když se k tomu započítají subdodavatelé z jiných odvětví. To podle jeho názoru znamená, že dopad vnějšího šoku bude na českou ekonomiku výraznější, protože produkce automobilového průmyslu v Evropě se snížila asi dvakrát více než výroba v ostatních částech průmyslu.

Guvernér Tůma: Netvrdil, že dopad vnějšího šoku na českou ekonomiku nebude výraznější než v jiných zemích. Domnívá se, že struktura ekonomiky není deformovaná. Investice do některých částí průmyslu směřovaly z důvodu komparativních výhod do české ekonomiky.

Viceguvernér Singer: Nedomnívá se, že výsledný stav vznikl volným působením tržních sil. Vznikl zásluhou systému investičních pobídek.

Guvernér Tůma: V době, kdy Volkswagen investoval do Škody Mladá Boleslav, žádné investiční pobídky ještě nebyly.

Viceguvernér Singer: Masívní investice do průmyslu jsou důsledkem aktivit CzechInvestu. Vysoké údaje o zahraničních investicích to potvrzují.

Guvernér Tůma: Domnívá se, že tomu tak není. SMS na toto téma zpracovává studii, můžeme se bavit nad závěry této studie. Tvrzení viceguvernéra Singera považuje spíše za hypotézu, kterou je třeba ověřit na datech. Údaje o investicích potvrzují, že příliv kapitálu byl alokován do všech sektorů poměrně rovnoměrně, do malých i velkých firem. Doporučuje podívat se na tyto údaje. Vyjadřuje názor, že i před rokem 1990 byl podíl automobilového průmyslu minimálně stejně vysoký jako je dnes.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Doporučuje pokračovat v této debatě jindy.

Viceguvernér Singer: Připouští, že byl v České republice velmi dobře propracovaný systém pobídek. Nemyslí si, že je z toho možné vyvozovat, že investice šly do jiných sektorů.

Guvernér Tůma: Investiční pobídky byly obecné. Příliv zahraničního kapitálu do zpracovatelského průmyslu byl ve výši kolem 34 % nebo 35 %. Tento příliv odpovídal tomu, co bylo alokováno do regionů bez ohledu na investiční pobídky. Opakuje, že SMS na toto téma zpracovává analýzu.

Viceguvernér Singer: Dotazuje se ředitele SMS, zda je schopen v této analýze určit, zda například textilní výrobce dodává Škodě Mladá Boleslav. Domnívá se, že tento rok nám ukáže, jak dramatický dopad na českou ekonomiku bude mít dnešní recese v zahraničí. Podle jeho názoru není možné zlehčovat fakt, že tento šok bude asymetrický vůči České republice.

Guvernér Tůma: Konstatuje, že zde není deformovaná struktura ekonomiky. Příliv zahraničních investic je důsledkem dlouhodobě založených důvodů. Nezpochybňuje, že je struktura ekonomiky asymetricky vychýlená a že ekonomika bude inkasovat asymetrický šok. Opakuje svůj názor, že nečeká, že dojde k přenastavování struktury této ekonomiky, půjde pouze o přizpůsobení kapacit.

Viceguvernér Singer: Domnívá se, že k přenastavení kapacit dojde v celosvětovém měřítku. Vyjadřuje názor, že projekty a úvěry šly celosvětově do určitých částí průmyslu z důvodů, které v zásadě nebyly čistě ekonomické.

Guvernér Tůma: Opakuje, že dojde k úpravě kapacit. Polemizuje pouze s tím, že je v České republice deformovaná struktura ekonomiky. Tvrdí, že tato struktura je přirozeným důsledkem komparativních výhod této ekonomiky. Doporučuje analyzovat údaje o přílivu kapitálu a do jaké míry došlo k deformaci struktury ve srovnání s obdobím před rokem 1995. Nerozporuje, že česká ekonomika bude inkasovat asymetrický šok. Z hlediska dnešního měnověpolitického rozhodování tato debata není relevantní.

Viceguvernér Singer: Vrací se k diskuzi o měnověpolitickém rozhodování. Souhlasí s doporučením SMS nekomunikovat alternativní scénář. Na rozdíl od vrchní ředitelky Zamrazilové se domnívá, že pokud má být alternativní scénář relevantní, měl by alespoň po určitou dobu vystihovat horší očekávaný ekonomický vývoj. Pokud bude vývoj ekonomiky dramaticky horší, alternativa nám nepomůže. Domnívá se, že nejnovější údaje za poslední čtvrtletí naznačují snížení růstu HDP v letošním roce o 5 %, což je horší výsledek ve srovnání s předpokladem alternativního scénáře, a proto nemá cenu alternativní scénář publikovat. Kromě toho souhlasí s tím, že není vhodné dvakrát po sobě komunikovat alternativní scénář.

Dále souhlasí s guvernérem Tůmou, že je obtížné dopředu určit, jaká bude další trajektorie sazeb. Nevíme, jak se bude vyvíjet šok z vnější poptávky a jaký bude vývoj kurzu, který je významnou součástí měnových podmínek. Vyjadřuje domněnku, že kurz bude reagovat na očekávání trhu ohledně dalšího vývoje ekonomiky, což ani on sám neumí předjímat.

K vrchní ředitelce Zamrazilové poznamenává, že pamatuje období, kdy měnověpolitické sazby byly pod úrovní 2 % a každé snížení je v takové situaci mnohem obtížnější již z psychologických důvodů, protože takové rozhodování má vliv na úvěrování a na řadu další věcí, a všichni si toho

jsou vědomi. Studoval historickou zkušenost Japonska a potvrzuje, že reakce tamní centrální banky měla být rychlejší a razantnější. Zkušenosti Japonska jsou v kontextu dnešní krize relevantní.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Takže máme prostor pro větší zásah?

Viceguvernér Singer: Česká ekonomika je ve srovnání s japonskou méně otevřená, přitom kurz zdá se reaguje na změnu sazeb rychleji.

Guvernér Tůma: Kritika japonské centrální banky se týkala jiné situace.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Rozumí tomu.

Viceguvernér Singer: Odkazuje se na materiál samostatného odboru ekonomického výzkumu a finanční stability, který téměř říká, že banky tuto recesi v klidu přečkají. Vyjadřuje pochyby o tomto vyznění.

Guvernér Tůma: O takovém vyznění neví.

Viceguvernér Singer: Podle tohoto materiálu banky v nejhorsím případě čeká snížení kapitálové přiměřenosti do stále pozitivních čísel pod 8 %.

Guvernér Tůma: Neplatí tento závěr obecně pro bankovní sektor jako celek?

Viceguvernér Singer: Vyjadřuje domněnku, že takové vyznění je v materiálu naznačeno.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Vrací se k diskuzi o podílu průmyslu. Neví, k čemu dojde SMS se svojí analýzou investic do průmyslu, ale výsledky této analýzy nezmění její nezvratné a hluboké přesvědčení, že v posledních třech letech byl růst ekonomiky tažen především podniky pod zahraniční kontrolou, a to především v oblasti zpracovatelského průmyslu. Neví, jaké jiné údaje by k tomu mohly být nalezeny. Možná nepoužila ve správném kontextu pojem deformovaná struktura, ale domnívá se, že ekonomika byla přímými zahraničními investicemi přehřátá. Investice byly důsledkem globální celosvětové situace, bylo obtížné pro tyto investice najít kvalifikované pracovníky. Souhlasí s guvernérem Tůmou, že tento vývoj nesouvisí se systémem investičních pobídek. Domnívá se, že jde o určitý druh bubliny, která je momentálně propichována. Podobně jako v případě trhu nemovitostí, který byl tažen očekávanou změnou sazby daně z přidané hodnoty, tyto bubliny zde jsou a to je pro ni důvodem pro spíše pesimističtější očekávání.

Vrchní ředitel Holman: Domnívá se, že možná na trhu nemovitostí narůstala bublina, ale jiné bubliny v této ekonomice nenarůstaly, protože jsme měli nízkou inflaci. Souhlasí s tím, že struktura ekonomiky byla deformována investičními pobídkami, ale rozhodně to nevedlo k bublině.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Pobídky neměly vliv, příliv kapitálu byl silný.

Guvernér Tůma: Navrhuje vrátit se k této debatě jindy.

Vrchní ředitel Tomšík: Vrací se k diskuzi o měnověpolitickém rozhodování. Poznává, že soukromá spotřeba má největší váhu na HDP. Vyjadřuje pochyby nad předpokladem SMS, že reálné příjmy výrazněji porostou díky nižší inflaci. Připomíná, že SMS uvedla, že nominální příjmy se mohou bezprecedentně zvýšit jen o 3 %. Věří argumentaci SMS, že z důvodu nízkých bonusů bude růst nominálních příjmů velmi nízký. Proto pochybuje, nakolik porostou reálné příjmy a díky tomu i soukromá spotřeba.

Viceguvernér Singer: Domnívá se, že průmyslové podniky mají s omezováním pracovních nákladů historické zkušenosti z 90. let a z období 2001–2002 a že s omezováním pracovních nákladů v důsledku propadu poptávky nebudou váhat. Potvrzují to signály z podnikové sféry. Snižování zaměstnanosti se patrně zatím neprojevuje v údajích ČSÚ.

Guvernér Tůma: Připomíná, že se sice zvýší nezaměstnanost, ale s ohledem na nízkou inflaci vidí růst spotřeby domácností mírně optimisticky.

Vrchní ředitel Tomšík: Pokud jde o očekávaný vývoj složek HDP, očekává výraznější propad investic a zahraničního obchodu. Příspěvek čistého vývozu k růstu HDP prognóza očekává ve výši +0,5 procentního bodu. Domnívá se, že tento příspěvek však může být záporný. Vyjadřuje pochyby k prognóze soukromé spotřeby, u vládní spotřeby uvidíme, co udělá vláda, ale váha spotřeby vlády na růstu HDP je malá.

V prezentaci SMS zaznělo, že očekávané zpomalení růstu ekonomiky je bezprecedentní, přičemž takovou hloubku recese česká ekonomika zatím nepamatuje. Dívá se na to optikou minulého modelu, protože se domnívá, že trhy stále pracují s konceptem mezery produktu. Obává se, že s ohledem na prognózu očekávaný růst HDP v letošním a příštím roce bude kumulovaná mezera produktu velmi vysoká navzdory tomu, že mezera produktu se bude uzavírat. Vyjadřuje obavu, že inflace se bude v příštím roce blížit inflačnímu cíli spíše zespodu.

Podobně jako guvernér Tůma vidí rizika nevyrovnaná, ale vychýlená směrem dolů. Je otázka, jak toto komunikovat.

Guvernér Tůma: Otevírá debatu na toto téma, protože také souhlasí s doporučením SMS nekomunikovat alternativní prognózu. Z dnešní debaty vnímá, že rizika jsou vychýlena směrem dolů. Proto si umí představit, že nebude komunikován alternativní scénář. Navrhuje komunikovat rizika směrem dolů z hlediska ekonomického vývoje, přičemž nadto může každý komunikovat svoje vidění rizik. To nám otevře možnost na příštím měnověpolitickém jednání představit nepříznivější scénář o vývoji ekonomiky, pokud se bude ekonomika opravdu tak vyvíjet.

Viceguvernér Singer: Jestliže budou komunikována rizika směrem dolů, není jasné, co to bude znamenat pro inflaci. Taková komunikace může být trhy zakalkulována do očekávaného vývoje kurzu, který bude mít dopad do inflace. Doporučuje proto komunikovat, že rizika směrem dolů existují ohledně růstu ekonomiky s tím, že není jasné, jaký dopad budou mít tato rizika do inflace, protože není zřejmé, jak se bude vyvíjet kurz. Souhlasí s doporučením SMS komunikovat, že měnová politika se nachází v blízkosti dna snižování měnověpolitických sazeb. Jak říkal dříve

viceguvernér Hampl, mělo by zaznít, že v tuto chvíli jsme na sestupu do Macochy ve spodním táboře, ne v základním.

Vrchní ředitel Tomšík: Souhlasí s nepublikováním alternativního scénáře a doporučuje komunikovat, že rizika jsou výrazná, ale nekomunikovat, že jsou vyrovnaná. Naopak bychom mohli komunikovat, že stále vidíme riziko příchodu „horších” zpráv.

Viceguvernér Singer: Souhlasí, ale nedoporučuje komunikovat inflační rizika směrem dolů. Naopak doporučuje zdůraznit, že inflace se dále nemusí snižovat. Jestliže existují rizika směrem dolů v růstu ekonomiky, neznamená to rizika směrem dolů v inflaci.

Guvernér Tůma: Pokud jde o možný dotaz, jaké měnověpolitické rozhodnutí přijmeme na příštím jednání, lze odpovědět, že neumí předjímat další směr pohybu sazeb.

Vrchní ředitel Tomšík: Vrací se k diskuzi o zahraničních investicích. Vyjadřuje názor, že česká ekonomika zaznamenala výrazný příliv zahraničních investic v poměrně krátkém období. V Maďarsku byl naopak příliv přímých zahraničních investic dlouhodobý. Nicméně česká ekonomika je duální a automobilový průmysl měl jeden z největších „spillover” efektů v mezinárodním srovnání. Proto bude dopad vnějšího šoku do české ekonomiky tak výrazný. Domnívá se, že analýza SMS toto také ukáže.

Guvernér Tůma: Nerozumí argumentu ohledně “spillover” efektu.

Vrchní ředitel Tomšík: Automobilový průmysl má řadu domácích dodavatelů, jde o “crowding in” efekt. Když automobilový průmysl zasáhne negativní šok, odnesou to další dodavatelé.

Guvernér Tůma: Maďaři podle jeho názoru zažili příliv zahraničních investic v kratším období, zejména v období 1994–1996, pak příliv investic v podstatě ustal. Domnívá se proto, že právě Maďarsko inkasovalo příliv zahraničních období v krátkém období. Pokud jde o investice do automobilového průmyslu v České republice, jedním z prvních případů byla Škoda Mladá Boleslav, takže to není o posledních několika letech. Další výrobci přišli později, někteří zatím plně nerozjeli výrobu.

Vrchní ředitel Tomšík: Byly i další investice do Škody Mladá Boleslav, jde o závod ve Vrchlábí, motorárnu a podobně.

Guvernér Tůma: Vrchní ředitel Tomšík ale mluvil o krátkém období, zatímco investice do Škody Mladá Boleslav jsou za období 15 let, od roku 1993.

Vrchní ředitel Tomšík: Investiční pobídky byly zavedeny v roce 1998. Privatizace Škody Mladá Boleslav byla v roce 1993, přitom do roku 1998 zde téměř žádné přímé zahraniční investice nebyly.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Souhlasí.

Vrchní ředitel Tomšík: Skutečně šlo o jedinou velkou privatizaci v roce 1993, další byl Telecom v roce 1995.

Guvernér Tůma: Vyjadřuje názor, že příliv zahraničních investic byl zhruba v rozsahu jedné miliardy eur ročně v celém období.

Viceguvernér Singer: Největší příliv zahraničních investic česká ekonomika zažila v posledních třech až čtyřech letech. Investoři přitom využívali investiční pobídky, došlo ke zdvojnásobení kapacit.

Guvernér Tůma: Opakuje, že zahraniční investice směřovaly do všech odvětví, včetně služeb.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Jelikož je Česká republika malá otevřená ekonomika, vývoz je významně závislý na podnicích pod zahraniční kontrolou, které vznikly na základě realizace přímých zahraničních investic. Česká republika má nejvyšší zásbu přímých zahraničních investic v regionu ve výši zhruba jedné poloviny HDP. Česká republika má jednu z nejhlubších záporných investičních pozic v celé Evropské unii zahrnující 27 zemí. Ekonomika je těmito investicemi hluboce poznamenána, a to pozitivně, když byla poptávka po těchto produktech. O to více bude česká ekonomika zasažena negativním vnějším poptávkovým šokem.

Guvernér Tůma: Souhlasí, že na tomto se lze shodnout.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Otázka investičních pobídek je o něčem jiném.

Viceguvernér Singer: Doufá, že když je shoda, že přijde recese, že lze také očekávat konjunkturu.

Guvernér Tůma: Domnívá se, že dovozní náročnost je vysoká, takže dojde k výraznému propadu vývozu i dovozu. Souhlasí se situační zprávou, že dopad na čisté vývozy by neměl být dramatický. Jde o to, že čistý vývoz zhruba další dva roky nebude hlavním tahounem růstu HDP, jako tomu bylo v předchozích třech letech. V některém období rostl HDP především díky investicím, v jiném období díky spotřebě, jindy díky vysokému příspěvku čistého vývozu. Struktura růstu HDP se tak mění a měnila se i v minulosti. Není možné tvrdit, že růst HDP byl v posledních deseti letech tažen čistým vývozem.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Čistý vývoz je dán rozdílem dvou vysokých položek, vývozu a dovozu, jejichž podíl na HDP se neustále zvyšuje. Česká republika je jedna z nejotevřenějších ekonomik, po Belgii asi pátá nejotevřenější v celé Evropě. Dovoz se promítá do spotřeby, investic a vývozu, tyto složky jsou vzájemně provázané. Souhlasí, že spotřeba domácností bude mírně růst.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů snížit limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace o 0,50 procentního bodu na úroveň 1,75 % s účinností od 6. února 2009. Zároveň rozhodla ve stejném rozsahu snížit diskontní a lombardní sazbu na 0,75 %, respektive 2,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali čtyři členové bankovní rady: guvernér Tůma, viceguvernér Singer, vrchní ředitel Tomšík a vrchní ředitelka Zamrazilová. Vrchní ředitel Holman hlasoval pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu a vrchní ředitel Řežábek hlasoval pro snížení sazeb o 0,75 procentního bodu.

Zapsal: Kamil Galuščák, poradce bankovní rady