

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 24. 9. 2009

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 6. situační zprávy

Viceguvernér Singer (v diskuzi k investicím a budoucí inflaci): Problematická je interpretace struktury růstu HDP. Pomalý růst hrubé tvorby fixního kapitálu (HTFK) není při současném poptávkovém šoku proinflační.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi k investicím a budoucí inflaci): Vývoj HTFK, produktivity a NJMN a jejich důsledky pro budoucí inflaci stojí za komentář.

Odpořed' sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Co se týká vztahu mezi investicemi a růstem produktivity, v posledních prognózách byl výrazně tlumen vliv zásob na růst produktivity v modelu. Podniky nemají nyní jinou možnost než se zbavovat zásob a sniřovat ceny.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi k investicím a budoucí inflaci): Je skutečně vliv sniřování zásob tak protiinflační? Sniřování zásob nemuselo a nemusí probíhat formou výprodejů překotně a za každou cenu, spíše se zdá, že došlo k celkovému poklesu úrovně produkce a prodejů a pozorovaný pokles zásob je jen přirozené přizpůsobení se novému stavu.

Odpořed' SMS: Až dojde k ořivení, uvidíme zřejmě protisměrný pohyb. To je důvod proč nezohlednit pokles zásob v produktivitě.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi k investicím a budoucí inflaci): Otázka není, zda se mohou zásoby v budoucnu opět rychle vytvořit. Bylo by však podivné, kdyby stále i nyní docházelo k výprodejům zásob. Tak velké jistě nebyly. Došlo však zřejmě k celkovému sniřování úrovně produkce a samovolnému vyprodání zásob.

Odpořed' SMS: Zdá se, že v Evropě dosáhl cyklus zásob svého dna a je možné odhadovat, že by to mohl být signál, že svého dna dosáhl také hospodářský cyklus.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o trhu práce, mzdách a produktivitě): Je otázkou, zda je nyní důležité to, že pomalejší růst produktivity implikuje proti prognóze rychlejší růst nominálních jednotkových mzdových nákladů (NJMN). Jsou skutečně nyní vyšší jednotkové mzdové náklady signálem inflačních tlaků?

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o trhu práce, mzdách a produktivitě): NJMN v tržních službách rostou až 9 %. To je velmi vysoké číslo, takové hodnoty ještě nebyly pozorovány. Je to v souladu s prognózou? Je to jen dočasná odchylka nebo je to již proinflační faktor?

Odpořed' SMS: Tím, že došlo k poklesu HDP a produktivity, vzrostla mzdová náročnost produkce. Klesá ziskovost podniků, vzniká tlak na pokles mezd a také to vytváří proinflační tlak. Kdyby kurz nebyl nyní tak silný, tak by se mzdové náklady dříve nebo později musely projevit v cenách, případně by mzdy musely ještě více klesat. Na prognóze se očekává pokles mzdových nákladů. Dojde k růstu HDP a současně mzdy zůstanou nízko.

V tržních službách dochází k růstu zaměstnanosti i přesto, že klesá produkce. To ve výsledku znamená velký nárůst NJMN. Podniky ale sniřují materiálové náklady, které poklesly o více než

10 %. Nedomníváme se, že NJMN znamenají nyní proinflační tlaky, ale kdyby recese pokračovala, podniky by zřejmě musely dál propouštět. Nicméně vývoj v tržních službách neodpovídá tomu, co se pozoruje u spotřebitelských cen neobchodovatelných statků. Tam dochází k plošnému zpomalování tempa růstu cen.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o trhu práce, mzdách a produktivitě): Jsou součástí tržních služeb i finanční služby?

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o trhu práce, mzdách a produktivitě): Ano. Pojišťovnictví a peněžnictví jsou součástí tržních služeb.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o trhu práce, mzdách a produktivitě): Jaký je názor měnové sekce na budoucí vývoj dlouhodobé nezaměstnanosti?

Odpoověď SMS: Podíl dlouhodobé nezaměstnanosti nyní klesl, ale jedná se pouze o účetní efekt rychlého nárůstu nezaměstnanosti. Ve skutečnosti lze čekat spíše nárůst podílu dlouhodobě nezaměstnaných s ohledem na pravděpodobné zpomalení růstu potenciálu.

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o trhu práce, mzdách a produktivitě): Co stojí za vyšším než prognózovaným růstem mezd ve stavebnictví? A co je vůbec za velmi nízkou prognózou růstu mezd, například analytici předpovídají rychlejší růst mezd než ČNB?

Odpoověď SMS: Může se jednat o to, že podniky propouští zejména méně kvalifikované zaměstnance s nižšími mzdami, což vede k nárůstu vykazované průměrné mzdy.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o trhu práce, mzdách a produktivitě): Nyní v důsledku krize dochází ke změně ve struktuře zaměstnanosti. Podíl zaměstnanosti v průmyslu klesá a roste podíl zaměstnanosti v terciéru. Jsou tyto změny natolik fundamentální, že přetrvávají i do dalšího období nebo je to dočasná změna?

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o trhu práce, mzdách a produktivitě): Situační zpráva zmiňuje nezaměstnanost v Holandsku ve výši pouze 3,4 %. Čím je to způsobeno, není to pouze odlišným způsobem měření v Holandsku než v jiných zemích?

Odpoověď SMS: To ověříme, domníváme se ale nyní, že vykazování je konzistentní podle metodiky ILO.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o trhu práce, mzdách a produktivitě): To znamená, že mají buď velmi flexibilní trh práce, nebo naopak zcela neflexibilní, na kterém nelze nikoho propustit.

Viceguvernér Singer: Měnová sekce by měla zpracovat rozbor trhu s ropou a to nikoliv z hlediska futures, ale s ohledem na využívání kapacit pro těžbu a návratnost investic do těchto kapacit. Dlouhodobě to je důležitější vodítko než očekávání trhu.

Odpoověď SMS: Bude zpracována analýza fundamentální situace na trhu s ropou. K současné situaci lze poznamenat, že nyní je velmi vysoká korelace mezi cenami ropy a kurzem dolaru.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o fiskální situaci): I s ohledem na diskuzi kolem letošního vyhodnocení kritérií sladění, by sekce měnová měla kvantifikovat jednotlivé vlivy, které vedly ke změně strukturální složky deficitu veřejných financí. Zdá se, jako by byla příliš ovlivňována aktuálním vývojem.

Odpořed' SMS: Změny v poměru strukturální a cyklické složky deficitu souvisí se změnami sazby daně z příjmu právnických osob, která postupně klesá. Také došlo k poklesu sazby nemocenského pojištění pro zaměstnavatele i sazby sociálního pojištění placeného zaměstnanci.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o fiskální situaci): Zpracujte do příště i se zapracováním informací o novém rozpočtu.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o fiskální situaci): Lze souhlasit s tím, že vliv rozpočtové politiky na budoucí inflaci lze nyní, při velmi nepřehledné situaci kolem schvalování státního rozpočtu, jen obtížně odhadovat.

Jaký by mohl být dopad stimulačních fiskálních i monetárních opatření, k nimž se uchýlila řada zemí, na ekonomiku v budoucnu? Zejména se jedná o to, jak budou působit návratné výpomoci, až dojde k jejich splacení. Může to zpomalit budoucí vývoj.

Odpořed' SMS: Hlavní nejistota je v tom, co bude v parlamentu schváleno. SMS provedla přibližně kvantifikace toho, co bylo vládou navrženo. Dopad do disponibilních příjmů domácností je přibližně 30 mld. Fiskální opatření budou působit směrem k nižšímu růstu, nižší soukromé spotřebě. Proti tomu půjde vliv na ceny, které by se měly zvýšit o cca 1,3 % kvůli zvýšení nepřímých daní. Bude to zapracováno do příští prognózy.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o fiskální situaci): Může se skutečně stát, že proti ČR stejně jako proti téměř celé EU bude zahájena Excess deficit procedure (EDP)?

Odpořed' SMS: Pravidla výjimky umožňují. Nicméně došlo ke zhoršení fiskální situace nad rámec působení automatických stabilizátorů. Zde lze čekat určitý konflikt. Evropská komise jako strážce smluv bude pod velkým politickým tlakem. Bylo by dobře, aby k otevření EDP procedur došlo co nejdříve, aby mohla být vydána fiskální doporučení z EDP co nejdříve. ČNB by měla z tohoto důvodu podpořit uvalení EDP proti nám.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o fiskální situaci): Tato jednání, zejména ta koncepční, se uskutečňují v restricted composition, tj., bez účasti centrálních bank.

Odpořed' SMS: Ano, ale alespoň jednání o dané zemi se její centrální banka účastní.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o fiskální situaci): Je to Evropská komise, která rozhoduje o EDP? I proti vůli členských zemí?

Odpořed' SMS: Komise připravuje doporučení pro Ecofin, který rozhoduje.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o inflačním dopadu kurzového vývoje): Jak se v aktuálním hodnocení projevují zpožděné inflační tlaky ze znehodnoceného kurzu z jara?

Odpořed' SMS: Koruna posiluje rychleji, než se čekalo, což eliminuje část té očekávané transmise. Kromě toho v modelu byl přímým způsobem zapracován vliv cen ropy na inflaci, který jde nad rámec působení ropy v zahraničním PPI. To vedlo také k nižšímu inflačnímu efektu dovozních cen. Důležitost jemnějšího přístupu k dovozním cenám ilustruje to, že zatímco dovozní ceny zboží s vyšší přidanou hodnotou rostou, ceny ropy klesají a díky nim klesají dovozní ceny jako celek.

Guvernér Tůma (v diskuzi o inflačním dopadu kurzového vývoje): Jaké důsledky pro inflaci by mělo, kdyby kurz zůstal i do budoucna na současných silných úrovních a nedošlo k předpokládané korekci. Je možné, že by se koncem příštího roku inflace neblížila cíli, ale byla v pásmu -1 až -2 %?

Odpověď SMS: Nemyslíme si, že by to působilo tak silně, došlo by k reakci měnové politiky, takže by byla spíše inflace kolem nuly, ale cíl by mohl být ohrožen.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o inflačním dopadu kurzového vývoje): Nemůže se obnovit dlouhodobý apreciační trend směrem k úrovním kolem 24 Kč za euro?

Odpověď SMS: V MPD jsme vyjádřili hypotézu, že k tomu dojít může. Zdá se, že by mohla existovat korelace mezi zahraniční poptávkou a vnímáním rizika. Proto zhoršení konjunktury v zahraničí vedlo k depreciačnímu a naopak nyní při vyšším optimismu do budoucna pozorujeme opak. To vede k neintuitivnímu závěru, že oživení zahraniční poptávky má v důsledku protiinflační efekt.

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o inflačním dopadu kurzového vývoje): Proč by mělo dojít ke korekci vývoje kurzu, která je předpokládána v SZ?

Odpověď SMS: Impulsem k možnému oslabení kurzu by mohl být krach jednání o rozpočtu a fiskálních opatřeních, nicméně koruna nebývá na politické události příliš citlivá.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o inflačním dopadu kurzového vývoje): Zdá se být nekonzistentní prognóza kurzu a vývoj platební bilance. Obchodní bilance je historicky nejlepší, příliv portfoliových investic je silný. Není tedy pozorované posílení kurzu fundamentální? Potom by nebylo realistické očekávat jeho výraznější korekci.

Odpověď SMS: Prognóza platební bilance skutečně naznačovala, že klientská flow jsou na apreciační straně. A obchodní bilance se vyvíjí lépe, než jsme čekali. Takže z hlediska platební bilance lze mluvit o fundamentálních důvodech pro apreciaci.

Guvernér Tůma (v diskuzi o inflačním dopadu kurzového vývoje): Necht' se k výhledu kurzu na nejbližší období vyjádří i sekce bankovních obchodů (dále jen SBO). Je dosavadní charakter posilování fundamentální nebo je to dočasný jev?

Odpověď SBO: Trh se zdá být v jakémsi křehkém stavu, ve kterém tradeři nechtějí otevírat spekulativní pozice. Klientské toky potom vyvolávají pohyb kurzu, v současné situaci ho stlačují. Nicméně zdá se, že nyní je kolem 24,50 korun za euro řada objednávek na nákup eura. Takže to je hranice, za kterou by se kurz po nějakou dobu nemusel dostat. Je to ale krátkodobá věc. Naopak korekci kurzu ke slabším hodnotám považujeme za spíše méně pravděpodobnou. Ke korekci by mohlo dojít, kdybychom věděli o nějakých konkrétních tocích, které nedávne zhodnocení vyvolaly. Spíše šlo o jen nepotvrzené zprávy, například se mluvilo o konverzích ve výši cca 0,5 mld. euro souvisejících s prodejem Škoda Power korejskému investorovi a o možné přítomnosti ministerstva financí na trhu. Z prognóz analytiků informaci nelze vyčíst, jejich rozptyl je příliš široký.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o klientských úrokových sazbách): S ohledem na fungování transmise přenosu změn měnověpolitických sazeb do klientských sazeb je třeba vyjasnit protisměrný vývoj průměrné sazby z nově poskytovaných úvěrů a sazby pouze za nefinanční podniky. Jde pouze o rozdíl ve vzorku?

Odpověď SMS: Je tomu tak, jedná se o to, že jsou to rozdílné populace respondentů. U nefinančních podniků jsou klientské sazby více navázány na krátké sazby peněžního trhu, kde došlo k poklesům, u domácností riziková prémie roste v očekávání negativního vývoje na trhu práce. Hypotéky jsou více navázány na asset swap spreads a výnosy vládních dluhopisů, které také vzrostly.

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o klientských úrokových sazbách): Sazba z klientských úvěrů roste a sazba z termínovaných úvěrů klesá. Co je toho příčinou? Znamená to, že české banky jsou na tom dobře s likviditou a nemusí hledat nové vkladatele?

Odpověď SMS: Pokles sazby u termínovaných vkladů lze přisoudit tomu, že s uklidňováním situace na mezibankovním trhu odeznívá boj o dlouhodobější zdroje financování, který rozpoutaly zejména malé banky počátkem roku. V uplynulých letech se malé banky nepodílely na celkovém nárůstu vkladů. Kromě toho se banky snaží si vytvořit základ pro vyšší marži, protože se čeká růst nesplácených úvěrů a pokles objemu businessu.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o klientských úrokových sazbách): Box o rizikové prémii v SZ je celkově velmi informativní, nicméně způsob provedení výpočtu průměrné rizikové premie za eurozónu pro srovnání s naší situací není vhodný. Nemělo by se průměrovat za stejné časové období. Důležité je, v EU je riziková premie již poměrně nízká, zatímco u nás přetrvává. Co se dá vlastně ohledně rizikové premie čekat do budoucna a proč? Měnová sekce očekává pokles, bankovní obchody nečekají větší změny v její úrovni.

Odpověď SMS: Tato informace bude upravena tak, aby vypovídací schopnost byla vyšší. Bude uveden vývoj průměrného spreadu v čase. Ukazuje se, že bylo dobře, že se pro prognózu již nepočítalo s rychlejším poklesem rizikové premie. Nyní se předpokládá pokles o cca 10 bp. v každém čtvrtletí.

Guvernér Tůma (v diskuzi o klientských úrokových sazbách): Nicméně to, že neklesají sazby z úvěrů kvůli rizikové prémii na tomto trhu, neznamená, že nefunguje transmise měnové politiky do tržních sazeb.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o klientských úrokových sazbách): Dá se říci, že transmise funguje, tj. že kdyby se nesnižovaly měnověpolitické sazby, byly by sazby z úvěrů výše.

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o struktuře růstu HDP): Lze blíže okomentovat rychlejší než prognózovaný růst spotřeby domácností?

Odpověď SMS: K podrobnému posouzení odchylky spotřeby od prognózy je potřeba počkat na strukturu národních účtů a údaje o disponibilním důchodu. Vývoj mezd byl zhruba v souladu s prognózou, ale mohlo docházet k poklesu míry úspor. Nicméně deflátor spotřeby byl nižší, než jsme očekávali, a proto vyšla reálná spotřeba také vyšší.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o struktuře růstu HDP): Jak je možné, že spotřeba domácností vzrostla (růst o 1,6 %) více, než se čekalo, a přitom maloobchod výrazně klesl za stejné období o 4,7 %? Maloobchod je nejdůležitější část spotřeby. Nedá se čekat výrazná revize spotřeby domácností dolů?

Odpověď SMS: Ze spotřeby činí maloobchodní složka 50 %. Navíc ve vykazovaném maloobchodu jsou započítány i maloobchodní nákupy firem, které nejsou součástí spotřeby. Kromě toho se jedná o nominální čísla. Je proto obtížné spotřebu namapovat jedna ku jedné na vývoj v maloobchodě. Nicméně existuje i možnost, že spotřeba bude revidována směrem dolů, tak jako se s to stalo u dat za 1. čtvrtletí letošního roku.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o struktuře růstu HDP): Bližší komentář k nově publikovaným datům o HDP za Q2 2009 a revidovaným datům za Q1 2009 i celý rok je na místě. Jak je možné vysvětlit pouze revizemi starších dat to, že ve 2Q byla skutečnost meziročně o 1 % horší, ale že mezičtvrtletně se prognóza s realitou shodovala? Přitom charakter revizí je takový, že toto vysvětlení neumožňuje. Navíc v číselné příloze je evidentně

chybný údaj o předpokládaném růstu HDP v roce 2009. Obecnější otázkou je, jaký mají revize dopad na naše hodnocení průběhu hospodářského cyklu.

Odpořed' SMS: Nová řada konzistentní je. V údajích není žádná aritmetická nekonzistence. V situační zprávě je popsáno pouze toto účetnictví změn. Interpretace toho, co revize znamenají ekonomicky a pro prognózu, bude předmětem další velké situační zprávy.

V tabulkové příloze je samozřejmě chyba. Bude opraveno.

Vrchní ředitel Holman: Z přílohy o očekávání analytiků vyplývá, že inflační očekávání se drží kolem 3 % a nedošlo k jejich přiblížení se k novému 2% inflačnímu cíli. Čím je možné to vysvětlit?

Odpořed' SMS: Vysvětlení tohoto fenoménu neznáme. Nárůst inflačních očekávání v poslední době může odrážet budoucí změny nepřímých daní. Svou roli také mohou mít obecné úvahy o inflačních nárůstech v celém světě ve střednědobém nebo dlouhém horizontu v důsledku kvantitativního uvolňování.

Viceguvernér Singer: Nejdůležitější informace, mezi které patří i změna výhledu na vývoj zahraničních sazeb, byly zřejmě k dispozici až po uzávěrce situační zprávy.

Vrchní ředitel Tomšík (v diskuzi o vývoji zahraničních úrokových sazeb) Do jaké míry souvisí změna výhledu úrokových sazeb v zahraničí s tím, že se na 30. září plánuje další roční tendr ECB s plným allotmentem za repo sazbu? Je vůbec možné, aby to bylo skutečně poskytováno za krátkodobou sazbu? To znamená deformaci trhu, umělé zplořování výnosové křivky.

Odpořed' SBO: Možné to je, ECB to již jednou udělala. Bude to za sazbu dvoutýdenního repa. Spekulovalo se sice původně, že tam bude nějaký spread, ale bylo řečeno, že ECB nechce naznačovat žádnou další trajektorii sazeb. Neočekává se, že zájem o tento druhý tendr bude tak obrovský, jako tomu bylo při prvním tendru. Mluví se o cca 100 mld. euro. Je vhodné připomenout, že kratší sazby na peněžním trhu nyní nejsou 1 %, ale jsou kolem 30 b.p.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Jak interpretovat to, že tržní implikované sazby se vyvíjejí významně jinak než prognóza a že rozdíl s horizontem narůstá?

Odpořed' SMS: Rozdíl mezi projektovanými sazbami a tržními očekáváním lze zčásti přisoudit tomu, že trh nemusí očekávat další pokles rizikové prémie.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o šetření IOFT): Příloha vyhodnocující dotazníky inflačního očekávání finančních trhů (dále jen IOFT) budí rozpaky. Ze dvou třetin popisuje vývoj očekávání a pouze přibližně z jedné třetiny se zabývá srovnáním očekávání a skutečnosti. Na to by však měl být položen důraz. Vývoj očekávání je méně zajímavý.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o šetření IOFT): Příloha o šetření IOFT je užitečná. Jak lze interpretovat to, že účastníci trhu systematicky špatně předvídají změny dvoutýdenní repo sazby, konkrétně typicky odhadují, že přijde až o několik měsíců později než je tomu tak ve skutečnosti.

Odpořed' SMS: Ta vychýlená očekávání se netýkají pouze dvoutýdenní sazby, ale všech splatností. Analytici mají tendenci nadhodnocovat sazby v horizontu jednoho roku. Také nadhodnocují i očekávanou úroveň kurzu. To znamená, že vnímají transmissi jinak. Nicméně analytici se zdají mít v průměru lepší prognózy než ČNB pouze u kurzu.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o šetření IOFT): Dále se v příloze ukazuje, že klesá návratnost dotazníků. Čím je to způsobeno a neovlivňuje to již nepříznivě reprezentativnost výsledků?

Odpověď SMS: Návratnost byla v průměru 75 %, v poslední době však klesá. Podobnou návratnost má ECB, avšak zatímco ECB oslovuje 75 analytiků, u nás je to jen 15. Z toho v poslední době odpovídalo kolem 10. V posledním šetření odpovídalo pouze 8. Je problém zajistit nové analytiky, kteří by byli ochotni pravidelně tuto informaci poskytovat. SMS bude pravidelně poskytovat informaci o počtu respondentů.

Odpověď SBO: Poměrnou neochotu zejména zahraničních analytiků se zúčastňovat lze potvrdit. Zahraniční analytici často nevnímají náš region jako svůj core business.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o šetření IOFT): Alespoň na české analytiky by bylo možné apelovat. Pokud by návratnost dotazníků klesala pod únosnou hranici, necht' se SMS obrátí na BR.

Guvernér Tůma: Jak krize mění pohled na dlouhodobé rovnovážné trajektorie, na kterých je založena prognóza? Jaké jsou v delším horizontu neutrální sazby? Nedojde například k tomu, že bude Evropa delší dobu stagnovat a česká ekonomika bude k evropské úrovni konvergovat při mnohem nižším potenciálním růstu, než jsme předpokládali dosud?

Odpověď SMS: To jsou velmi obtížné otázky na zodpovězení. Nicméně při prognóze se nyní pracuje s dočasným zpomalením růstu produktivit.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Tůma: Závěr po minulém jednání byl, že sazby se již nebudou po nějakou dobu měnit. Nicméně po přečtení nové SZ bylo možné očekávat, že doporučení SMS bude další snížení sazeb. To se nestalo a je otázkou proč. Jakoby se sekce zalekla radikálnějšího doporučení s ohledem na závěry minulého jednání a i hlasování v měnové sekci bylo spíše nejednoznačné. Nepředjímám, k čemu se nakonec při hlasování přikloním, nicméně možnost snížení sazeb na stole jistě je.

Viceguvernér Hampl: Argumenty MPD pro ponechání sazeb považuji za přesvědčivé. Diskuzi je vhodné rozšířit o obecnější a dlouhodobější téma způsobu exitu ze současných stimulačních měnových a fiskálních politik. Předpokládám, že fiskální konsolidace přijde ve světě později, než je třeba. Jedním z důvodů je to, že se nyní často na evropské úrovni zmiňuje nutnost mezinárodní koordinace při ukončování fiskální stimulace. Důvodem je to, aby žádná ze zemí neměla tzv. first mover disadvantage. To by byl chybný postup, který by mohl vést k tomu, že k potřebné fiskální koordinaci dojde později, než bude třeba.

V České republice je situace odlišná, v měnové politice není zatím z čeho vystupovat a fiskální politika se snaží o jistou konsolidaci již nyní, přestože jinde se mluví o tom, že konsolidovat se nezačne ani v roce 2011. Tato odlišná situace může mít důsledky na trajektorii kurzu koruny. Že by toto riziko mohlo být relevantní, naznačuje rostoucí počet analýz, které doporučují vystupovat z dolarových a librových aktiv a soustředit se na kontinentální Evropu. Ačkoliv se to při pohledu z domova nezdá, ČR se může jevit jako jedna ze zemí, u kterých je nižší riziko, že budou pozdě odstraňovat měnové a fiskální stimulace. Proto by mohl kurz skutečně střednědobě až dlouhodobě posilovat rychleji než nyní čekáme. Pokud by se toto riziko naplňovalo, je otázkou, zda nepřikročit kromě úpravy sazeb i k ovlivňování kurzu. Toto ale není relevantní pro dnešní rozhodování, jedná se o dlouhodobější úvahu. Pro dnešek je správné rozhodnutí ponechat sazby bez změny.

Viceguvernér Singer: Ponechávám stranou stanovisko poradce, které považuji za stejně myšlenkově líné jako doporučení sekce. Není ale mnoho důvodů proč dnes nesnížit sazby. Naopak vnímám riziko toho, že kurz bude stále příliš silný a že se může dostat i na úroveň, kde budeme nuceni zvažovat intervence, které nemusí být vždy vhodným nástrojem. Očekávám, schválení fiskálních opatření, které povedou k nižšímu schodku. Primární efekty z nepřímých daní budou ignorovány, sekundární efekty v současné situaci velmi nízkého využití kapacit budou zanedbatelné. Zdůrazňuji, že se těchto sekundárních efektů schvalovaného balíčku neobávám. Proinflačním rizikem může být možný šok do cen ropy nebo potravin, ale to je rizikem vždy a není důvod to akcentovat právě nyní. Naopak riziko oslabení dolaru a libry, z důvodů o kterých mluvil viceguvernér Hampl, by znamenalo dodatečný dezinflační šok pro eurozónu. Minulá komunikace v tom smyslu, že už zřejmě k dalšímu poklesu sazeb nedojde, by neměla být důvodem pro ponechání sazeb. V nynější situaci je snížení sazeb na místě, obávám se toho, že počátkem roku 2011 by inflace mohla být i záporná. Je vůbec otázkou, zda je obecně správné přistupovat k fiskální konsolidaci v této fázi cyklu. Pokus o fiskální konsolidaci v Japonsku, které se nacházelo svého času v podobné situaci, je nyní považován za chybu.

Vrchní ředitel Tomšík: Čelíme řadě nejistot. Jednou z nich je podoba a důsledky fiskálních opatření, o kterých se jedná. Další je otázka možné změny dlouhodobých trendů v modelu, o které se uvažuje pro příští prognózu. A vysoké jednotkové mzdové náklady jsou faktorem, který může zpochybňovat vhodnost případného dnešního snížení sazeb. Naopak silným protiinflačním faktorem je vývoj cen zemědělských komodit. V důsledku obrovské úrody klesají jejich ceny a budou následovat i ceny potravin. Kurz je silným protiinflačním rizikem, a proto je diskuze o snížení sazeb možná. Nicméně případné snížení by možná mělo být spojeno s dalšími nekonvenčními opatřeními. Dnes však není podoba intervencí připravena. Po zvážení všech těchto faktorů navrhuji debatu a případná opatření odložit na příští jednání.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Souhlasím s tím, že se stále rozhodujeme za velké nejistoty. Nicméně se zdá, že hospodářsky se dostáváme ven z nejhoršího, důležité je zlepšení výhledu vývoje v Německu v příštím roce. Významnou nejistotou zůstává dopad fiskálních opatření. Je pravda, že jejich primární dopad nebere měnová politika v úvahu a sekundární dopad by měl být teoreticky minimální. Ale připomínám, že před poslední úpravou daní ceny potravin rostly ještě před tím, než opatření vstoupilo v platnost. V současné situaci je zneklidňující i to, že na rozdíl od jiných zemí přetrvává poměrně vysoká riziková prémie, která oslabuje schopnost měnové politiky ovlivňovat ekonomiku a inflaci. Také významné posílení kurzu od posledního měnověpolitického jednání, a tedy od snížení repo sazby o 25 bp je zneklidňující. Propočty naznačují, že při současné úrovni sazeb hrozí riziko podstřelení cíle a naplnění inflačního cíle implikuje potřebu nižších sazeb, nicméně to platí v modelovém světě, do kterého úplně nezapadá existence rizikové prémie a výrazné posílení kurzu. To mě vede také k úvahám o alternativních schématech měnové politiky. Proto za účelné nepovažuji dnešní snížení sazeb, ale alternativní opatření bychom měli intenzivně diskutovat.

Vrchní ředitel Holman: Zatím nevíme, zda působení "Janotova balíčku", který zřejmě bude sněmovnou schválen, bude více pro nebo protiinflační. Jednak obsahuje opatření omezující poptávku, takže bude působit protiinflačně, ale obsahuje také proinflační změny nepřímých daní. Kdyby měl ten působit balíček protiinflačně, tak bych byl pro snížení sazeb, ale protože tuto znalost nemáme, přikláním se k ponechání sazeb na současné úrovni. Vývoj kurzu mě neznepokojuje, vrátil se k rovnovážnému trendu. Ani kdybychom snížili sazby, tak v horizontu měnové politiky kurz neovlivníme. Domnívám se, že máme velmi nízké nominální sazby a v této situaci už není měnová politika příliš účinná a to se týká i jejího vlivu na kurz. Působení

kurzu je protiinflační faktor, který je ale vyvážen pomalejším než očekávaným poklesem mezd a menším poklesem spotřeby a vývozu. Navíc proinflačním rizikem zůstává potenciální další růst cen ropy na horizontu měnové politiky. Pro a proti inflační vlivy se zhruba vyrovnávají, tudíž bychom neměli dnes se sazbami hýbat.

Vrchní ředitel Řežábek: Obávám se toho, že kdybychom snížili nyní sazby, tak by to bylo příliš brzy po předchozím snížení. Mohla by se rozkolísat očekávání trhů. Navíc se objevují názory, že recese už pomalu končí a že lze čekat pouze růst. Mohlo by se stát, že bychom byli brzy nuceni sazby zase zvyšovat. To vnímám jako riziko pro naši kredibilitu. Navrhují proto počkat na potvrzení trendů. Otevřené pole zůstává u snižování rizikové premie. Bude-li se u nás riziková premie podobně jako v ostatních zemích snižovat bude to znamenat de facto uvolňování měnové politiky. Při současné nízké úrovni sazeb by měla být měnová politika rozváznější. Vyčkáním by se neměla nyní stát větší chyba. Ohledně kurzu se domnívám, že se koruna vrátila zhruba tam, kde mohla být, kdyby loni nedošlo k fluktuacím z loňského a začátku letošního roku.

Guvernér Tůma: Domnívám se, že optimismus, že recese končí, je oprávněný. Nicméně je na místě také skepse ohledně toho, jak rychlý hospodářský růst bude následovat. Jsem toho názoru, že významnější růst nebude nejen příští rok, ale několik dalších let. Není totiž jasné, z čeho by se měl generovat. V západních zemích vzrostla zadluženost a bude třeba šetřit, to zejména v USA a VB. V Asii je situace trochu odlišná, ale možná díky zafixovanému kurzu, který zřejmě zajišťuje konkurenční výhodu. Není jasné, jestli Asie může generovat světovou poptávku. Finanční sektor bude potřebovat velké množství kapitálu a navíc přetrvávají globální nerovnováhy. Tak je v souhrnu možné čekat, že rychlost růstu se bude pohybovat v nízkých kladných hodnotách. V našem případě by mohlo dojít ke zpomalení růstu potenciálu, takže pomalý růst by nemusel znamenat protiinflační působení.

Při diskuzi o snížení sazeb je otázka, až kam mají klesnout a do jaké míry je jejich snižování efektivní nebo zda se máme více přiklonit k alternativním nástrojům, tak jak to naznačovala předchozí diskuze. Připomínám, že doporučení měnové sekce bylo nejdříve vyčerpat prostor pro snižování sazeb a až potom přistoupit k případným intervencím. Bankovní rada se k této otázce dosud nevyjádřila. Bylo by vhodné si na to vytvořit kolektivní názor dříve než za 6 týdnů.

Nechť se SMS zabývá jedním alternativním opatřením, jehož ambicí by mělo být snížení rizikové premie. Jeho podstatou by bylo snížení repo sazby, zvýšení PMR a zvýšení úročení PMR. Bankovnímu sektoru jako celku by se tak vyplatilo držet více PMR, k čemuž by došlo, kdyby se zvýšil objem úvěrů a v důsledku toho i vkladů.

Situační zpráva vyznívá ke snížení sazeb. Z diskuze vyplývá, že se k tomu většina dnes zřejmě nepřiklání, ale důvodem by nemělo být odkládání rozhodnutí na příští jednání. V minulosti většinou v bankovní radě převážil názor, že pokud existují argumenty pro nějaké měnověpolitické opatření, je lepší k němu přistoupit hned než vyčkávat a oznamovat "bias" v tom či onom směru. Domnívám se, že příště rozhodování nemusí být již mezi tím, zda snížit nebo nesnížit sazby, ale zda snížit o 25 nebo o 50 bodů.

Pokud je totiž pravda to, co bylo několikrát zmíněno, totiž, že se koruna vrátila na svou fundamentální úroveň, tak je to zřejmě argumentem snížit sazby dnes nejméně o 25 bodů. V tomto případě bychom totiž měli vychýlenou prognózu, která předpokládá návrat koruny ke slabším hodnotám. Při pokračování současného kurzu by byla inflace za rok nejvýše na nule,

jak doufá SMS, je možné si představit, že by byla záporná. Je pravda, že v minulosti nás kurz překvapoval, ale je také pravda, že jsme také i v důsledku toho podstřelovali inflační cíl.

Není teď vidět mnoho zdrojů budoucí inflace. Z pohledu měnově relevantní inflace bude balíček protiinflační, ačkoliv celkovou inflaci posune trochu nahoru. Proto doporučení na snížení plyne z toho, že jinak je malá šance, že bychom se na horizontu měnové politiky mohli blížit zesponu k inflačnímu cíli.

Viceguvernér Hampl: Kurz je protiinflační riziko. Je otázka, jak je nyní intenzivní. Já to v tuto chvíli jako tak intenzivní riziko nevidím.

Odpověď na otázku, zda je dobré nyní konsolidovat, je kladná. Poučením z krize by mělo být, že se nahromadilo příliš mnoho nerovnováh a to i na fiskální straně, fiskální politiky byly procyklické. Nerovnováhy by se neměly dále protahovat. To platí zejména pro malou otevřenou ekonomiku, protože v jejím případě může ke korekcím docházet ve skocích. Snížení nerovnováh znamená snižování rizika náhlé korekce. Obrazně řečeno je potřeba snižovat riziko infarktu. To, že v Evropské unii není ochota k fiskální konsolidaci, je důvodem se soustředit na diskuzi o tom, co je potřeba udělat zde. Odkládání konsolidace je chybou, je to, jakoby příslovečněy topící se byl políván další vodou.

Na změny nepřímých daní je vhodná chvíle. Díky nim se můžeme dostat oportunisticky blíže k inflačnímu cíli, i když je pravda, že to v jiných případech výjimkujeme.

Do diskuze o sazbách patří také i to, že nejen inflační cíl je třeba brát v úvahu pro dlouhodobou finanční a ekonomickou stabilitu. Je těžké zůstat pouze u klasického inflačního cílování, když vzniká konsensus, že by se při tvorbě měnové politiky měly brát v úvahu i další faktory než cíl, úzce specifikovaný v inflaci spotřebitelských cen. Bude obtížné přistoupit na další snižování sazeb, jakkoli je možné, protože ekonomika nemůže dlouhodobě zdravě bez nerovnováh fungovat při nominálních sazbách blízko nuly, pokud není vystavena strukturálním změnám, podobně jako byla ekonomika japonská.

Proto se přikláním pro reakci na mimořádný kurzový vývoj zvolit spíše alternativní krátkodobá opatření, ze kterých lze snadněji vystoupit než ze standardního úrokového nástroje. Je pravda, že například o intervencích jsme ale dlouhodobě pochybovali, zda jsou efektivní.

Odpověď na otázku, odkud bude přicházet růst, může být triviální, tj. že růst představuje normální vývoj kvůli technologickému pokroku a růstu poznání. Je otázka, k jakému růstu se budeme vracet. Zřejmě bude nižší než růst před krizí, který byl evidentně rychlejší než potenciál. Dojde-li ke zpomalení růstu potenciálu i zpomalení růstu jako takového, nebude z toho vyplývat nutnost, aby byly měnové nebo fiskální politiky uvolněné.

Nejsem připraven na diskuzi o opatření v PMR, ale zdá se mi, že zvýšení PMR je spíše restriktivní nástroj a není jasné, jak by mohl být nástrojem expanze. Nicméně potvrzuji, že jsem připraven na diskuzi nekonvenčních opatření v nekonvenčních dobách. Domnívám se, že okamžik pro jejich použití zatím nenastal.

Viceguvernér Singer: Zdá se, že mzdy budou v ekonomice klesat a to bude platit asi i pro veřejný sektor. Probíhají jednání o plošných mzdových škrtech. Důležité je posouzení mzdového vývoje mzdy ex ante, není důležité, co se stalo poslední čtvrtletí. Také v ČNB

zřejmě v příštím roce mzdy neporostou, pokud nechceme riskovat komunikační a reputační problém.

Z předchozí diskuze se zdá, jako bychom uvažovali, zda nerezignovat na měnovou politiku.

Nejsem přesvědčen, že nominální kurz má nějakou správnou úroveň. Důležité je, co znamená jeho vývoj pro budoucí inflaci. A důsledky posledního vývoje jsou evidentně protiinflační zvyšující riziko podstředění cíle.

Kurz by po schválení balíčku mohl dále posilovat. K tomu by mohlo dojít, neboť ČR bude k překvapení trhů první zemí, která přistoupí ke konsolidaci, aniž by díky svému nízkému zadlužení musela. Potom případné dnešní snížení by bylo pro forex posledním překvapením ve smyslu, že kurz nás zajímá a vnímáme jej jako protiinflační riziko. To by mohlo mít žádoucí efekt. Pokud nesnížíme sazby, můžeme příště diskutovat o intervencích.

Budoucí růst nebo spíše nerůst bude neinflační, protože existuje nadbytek kapacit, které budou stále fyzicky existovat a jsou nyní vytížené o 20-25 % méně než před rokem.

Pokud bude klesat riziková prémie, bude to znamenat posilování kurzu, což bude eliminovat stimulační efekt poklesu tržních sazeb.

Mám-li odpovědět na obrazné přirovnání, které použil viceguvernér Hampl, uvádím, že riziko infarktu se neminimalizuje dálkovým během den po propuštění z nemocnice.

Považuji za nevhodné, že se v diskuzi směšují měnově-politické úvahy s dlouhodobými úvahami, které jsou daleko za hranicí měnové politiky.

Guvernér Tůma: Myslím, že úvaha o fiskální konsolidaci byla na místě. Je sice pravda, že pacient by se neměl zabít nějakým extrémním proti-cyklickým pohybem. Věřím ale tomu, že kdo dokáže současnou situaci projít s relativně malými dluhy, bude vítěz. Je to důležité i kvůli potenciálním problémům s financováním, myslím, že jsme jako malá země nakročili k poměrně velkým problémům.

Pokud bychom brali v potaz i další indikátory než jen CPI a inflační cíl, tak ostatní trhy, jako je například bydlení, působí ještě více protiinflačně. Takže není riziko vytváření nějakých nových bublin.

Viceguvernér Singer: Nepovažuji fiskální balíček za špatný, ale po jeho schválení by mohl být špatně výsledný mix politik, pokud měnovou složku neuvolníme. Balíček je v pořádku, ale umožňuje nám činit.

Vrchní ředitel Tomšík: V poslední době stát „chrtil“ dluhopisy. Emise byly přeupsané a měly vysokou výnosovou míru. To má důsledek pro klientské úvěry. Ty nejsou nyní oceňované přes IRS ale přes vládní dluhopisy. Není poskytnutý nový úvěr, jehož cena by byla pod výnosem z vládního dluhopisu. Takže je zde typický crowding-out effect. Pokud balíček projde, nebude třeba tolik emitovat dluhopisy a mohla by riziková prémie poklesnout. Může se vrátit role IRS pro oceňování klientských úvěrů. To by mohlo vést ke zlepšení transmise. Banky totiž rády nakupují vládní dluhopisy, protože jim to nevstupuje do kapitálové přiměřenosti. Pak by se o opatření v PMR nemuselo uvažovat.

Diskuze o strategii nekonvenčních opatření nebyla v bankovní radě uzavřena. Sekce doporučuje začít s intervencemi, až když budou sazby kolem 0,25 %. Nicméně dosavadní konsensus byl, že by mělo jít vždy o mix změny sazeb a intervencí a také, že by bylo vhodné začít již dříve než na 0,25 %. Také již před rokem jsme diskutovali to, že jakákoli intervence na trhu by měla být doprovázena změnou sazeb.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Pokud bychom dnes snížili sazby, byl by to mechanický krok, který se spoléhá na učebnicové paradigma, že sazby podpoří poptávku prostřednictvím úvěrové emise. Toto paradigma nyní ale neplatí, ekonomice nejenže v krátkodobém horizontu nepomůžeme, ale v delším období ji můžeme spíše poškodit. Také vliv snížení sazeb na kurz může být jen omezený, jak ukazuje reakce trhu na poslední snížení sazeb. Takže také teorém nepokryté úrokové parity má jen omezenou platnost.

Ohledně inflačního cíle připomínám, že ekonomika žila celkem bez problémů s inflací pod cílem posledních 10 let, takže podstřelení neznamena nutně katastrofu.

Také se s konvenční měnovou politikou blížíme nulové hranici sazeb, takže je na místě šetřit s omezenými nástroji, které máme k dispozici.

Vrchní ředitel Holman: Vliv snížení úrokových sazeb na kurz bude jen omezený. Po posledním snížení sazeb se kurz vyvíjel dokonce opačně. Z tohoto důvodu si myslím, že měnová politika je i zde slabá.

Vliv fiskálu bude restriktivní na hospodářský růst, ale to neznamena, že bude protiinflační. Opatření nepřímých daní budou působit proinflačně. Bude ale působit směrem k nižším úrokovým sazbám, takže udělá dost práce za nás.

Nejsem tak pesimistický, co se týče hospodářského růstu u nás. Budeme ještě několik let konvergující ekonomikou, takže i když v západní Evropě bude růst 0-1% , u nás může být 3-4%, pokud platí všechny faktory, které způsobují konvergenci.

Domnívám se, že model G3 nám neposkytuje dobré informace, pokud jde o vliv HTK na inflaci, protože se nerozlišují zásoby a fixní investice. Zásoby jsou pro ČSÚ reziduální veličinou, která je volatilní a která je stále revidována. Bude s tím SMS něco dělat?

Vrchní ředitel Řežábek: Argumenty se již opakují. Nemyslím si, že může aktuální snížení viditelně ovlivnit hospodářský růst nebo že by ovlivnilo kurz tak, aby byl méně protiinflační. Jsem smířen s tím, že budeme mít inflaci nižší než je cíl a nejsem si jist, že snížení o 1/4 procentního bodu může něco ovlivnit.

Guvernér Tůma: Jsme konvergující ekonomika a můžeme konvergovat, když Evropa neporoste vůbec a my budeme mít malý růst, konec konců, my konvergujeme i při současných poklesech. Pro mé rozhodování o měnové politice není důležité to, zda krátkodobě podpoříme růst. Podstatné je, že budeme těžce podstřelovat, pokud něco neuděláme.

Viceguvernér Hampl: Poznámka k pacientovi. Mluvíme o fiskální konsolidaci, ale ve skutečnosti se plánuje schodek kolem 5 % HDP a při tom jsme nedali ani korunu do finančního sektoru. To vzhledem k pravidlům Paktu růstu a stability a Maastrichtským kritériím není žádná konsolidace.

Kdykoliv se pohne kurz, tak se naše diskuze mění v kurzovou diskuzi a stáváme se kurzovými cílovači. Asi je to ale nutné, kvůli silnému vlivu, který měnový kurz má. Dovedu si představit, že budeme žít dlouhodobě s nízkou inflací, pokud to bude omezovat jiná rizika.

Jsem přesvědčen, že by se centrální banka měla zabývat dlouhodobými úvahami o lekcích vyplývajících z této finanční krize. To, že je úvaha dlouhodobá, neznamená, že je ideologická. Myslím si, že otázka relevantnosti inflačního cíle pouze v CPI je předmětem diskuzí ve všech nově zřizovaných tělesech, jako je finanční panel nebo systemic risk board.

Viceguvernér Singer: Je pravda, že ekonomika žila v pohodě s 2% inflací pod 3% cílem při 1 až 5% růstu. Ovšem inflace pod nulou a při hospodářském poklesu zase taková pohoda být nemusí.

Dnešní diskuze jakoby naznačovala, že se ze 2% inflačního cíle, o kterém jsme se dohodli, že bude vnímán symetricky, se stává něco, co bankovní radu nezajímá a už vůbec ne symetricky.

Nesouhlasím s tím, že je možné interpretovat případný pokles dlouhých sazeb v důsledku fiskálních opatření jako náhražku uvolnění měnové politiky.

Dlouhodobé úvahy jsou jistě užitečné, nicméně podřizovat měnovou politiku událostem za několika horizonty měnové politiky není správné. Navíc úvahy o stabilitě by měly větší relevanci, kdybychom již nyní pozorovali narůstající bubliny na některých trzích, které CPI nezachycuje. Tomu tak ale není, spíše dochází k poklesům, jak již poznamenal guvernér Tůma.

Viceguvernér Hampl: Nesouhlasím s tím, že bychom se měli přestat řídit inflačním cílem. Ale domnívám se, že je třeba diskutovat o tom, jak budeme v delším období inflaci vnímat a měřit.

Vrchní ředitel Řežábek: Vždycky jsem se snažil přispět k dosažení inflačního cíle. Nicméně v současné situaci považuji za velmi obtížné se v přiměřeném horizontu na cíl dostat. I kdybychom snížili sazby na nulu, nemuseli bychom nikoho při takovém nadbytku kapacit a tak snížené poptávce přimět, aby zvýšil ceny.

Guvernér Tůma: I pokud by tomu tak bylo, pak bychom se měli alespoň pokusit o příslovečné "leaning against the wind" .

Viceguvernér Singer: Vliv snížení sazeb by mohl mít vliv na kurz z toho důvodu, že by se jednalo o neočekávaný krok. To na rozdíl od posledního snížení sazeb, které bylo očekáváno. To je velmi důležitý faktor, který bychom neměli podceňovat.

Guvernér Tůma: Připomínám citaci Paula Volckera, který říká, že nerozumí současné snaze o nepřekvapování trhů, že on trhy překvapoval docela rád.

III. Úkoly

Úkoly nebyly uloženy.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na stávající úrovni 1,25 %. Pro toto

rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady: viceguvernér Hampl, vrchní ředitel Holman, vrchní ředitel Řežábek, vrchní ředitel Tomšík a vrchní ředitelka Zamrazilová. Dva členové hlasovali pro snížení sazeb o 0,25 procentního bodu: guvernér Tůma a viceguvernér Singer.

Zapsal: Martin Cincibuch, poradce bankovní rady