

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 5. listopadu 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 7. situační zprávy

Viceguvernér Singer: Ve kterém období byly podle sekce měnové a statistiky (dále jen SMS) marže producentů na úrovni, kterou je možno označit za dlouhodobě normální? Ze 7. Situační zprávy (dále jen SZ) má pocit, že to bylo období 2007-2008, což se mu nejeví jako příliš pravděpodobné. Vyjadřuje rovněž pochybnost o tom, zda marže z roku 2006, kdy ekonomika svižně rostla, budou charakteristické pro období, kdy ekonomika poroste o něco málo více než 1 %. Chtěl by slyšet ekonomickou historku.

Odpoověď SMS: SMS rovněž hodnotí úroveň marží ve fázi boomu v letech 2007-2008 jako vyšší než rovnovážné. Domnívá se však, že je zapotřebí sledovat tlaky na obou stranách. Jak na vstupních nákladech, tak na výstupních cenách. Nominální jednotkové mzdové náklady v posledních dvou letech rostly 5% až 6% tempem. Nyní jsme zažili, že výstupní ceny byly ve změněném makroekonomickém prostředí sraženy tempem, kterému žádná nominální kategorie s příslušnou rigiditou nemohla stačit. V situaci nejhoršího nárazu ze strany poptávky podniky situaci řešily tím, že snížily marže. Z pohledu SMS jde o cyklický pokles a při případném oživení ekonomiky by se měly objevit potenciální proinflační tlaky pramenící ze snahy výrobců opět si marže navýšit. Je ale samozřejmě otázkou, zda přizpůsobení nastane skutečně prostřednictvím růstu cen (což je v podmínkách, kdy je očekáváno zpomalení spotřeby domácností, obtížné) nebo prostřednictvím toho, že se ekonomika uchytí v bludném kruhu mezi produkcí, trhem práce a spotřebou, kdy by nastaly tlaky na zpomalování všech nominálních veličin. Toto riziko se SMS snažila ošetřit jedním z citlivostních scénářů.

Viceguvernér Singer: Zdá se mu, že SMS není v určitých aspektech konsistentní. 7. SZ předpokládá kurz, který je stabilní, exporty, které jsou rostoucí, a objemy mezd (které jsou pro spotřebu důležitější než tempo růstu mezd), které rostou v reálném vyjádření o 1 % ještě v roce 2011. Z čeho tedy vznikne zdroj pro růst marží? Ze změny konkurenčního prostředí? Pokud z domácí spotřeby, tak by musely růst objemy mezd. Nebo v důsledku exportní poptávky? Pak by ale musela zhodnocovat koruna. Nerozumí proto tomu, jak jsou rizika popsána.

Odpoověď SMS: Ze strany reálné obchodní bilance bude skutečně vznikat tlak na apreciaci kurzu, proto dochází k tak výraznému poklesu úrokových sazeb na kratším konci prognózy. Pokles sazeb tak tento tlak významně oslabuje. Úrokový diferenciál tlačí na odliv kapitálu, jinak by měl při stávajících sazbách kurz výraznější tendenci posilovat.

Viceguvernér Singer: Kde se vezme růst mezd v soukromém sektoru? SMS předpokládá, že v roce 2010 vzrostou o 3 % a ke konci roku 2011 porostou tempem 5,1 %. Když sleduje mzdová vyjednávání v médiích, nezdá se mu, že podnikatelé se chystají výrazně zvyšovat mzdy a nejeví se, že by jim stát v tom chtěl konkurovat.

Odpoověď SMS: Růst mezd bude zhruba reflektovat oživení ekonomické aktivity.

Viceguvernér Singer: Další otázka se týká grafů s efektivními kurzy v 7. SZ. V grafu „Svět celkem“ se mu jeví, že nominální kurz je deflovan indexem CPI. Platí to i pro efektivní kurz

středoevropských ekonomik? Zdá se mu, že pro efektivní kurz jsou v daném kontextu důležitější ceny výrobců nebo nejlépe ceny exportérů.

Odpoověď SMS: Kurzy jsou deflovány pomocí indexů spotřebitelských cen. SMS zpracuje i verzi, kde budou kurzy deflovány pomocí indexu cen výrobců.

Viceguvernér Singer: Na str. 8 v 7. SZ se uvádí, že „Vývoj nominálního měnového kurzu se oproti prognóze z 5. SZ výrazně nemění. Vliv rychlejšího předpokládaného oživení zahraniční poptávky, který působí apreciačním směrem, se kompenzuje s více proinflačním nastavením počátečních podmínek.“ Ne zcela rozumí této větě, počáteční podmínky se mu nezdají proinflační.

Odpoověď SMS: V nastavení počátečních podmínek se jedná jak o vyšší mzdy, tak o o úbytek kapitálu v ekonomice, tedy nejen zásob, ale i fixního kapitálu. Toto se projevuje ve snížení technologií a působí to, ceteris paribus, jako proinflační faktor, protože ekonomika v určitém smyslu ztrácí produktivitu.

Viceguvernér Singer: Další otázka směřuje k prezentaci grafů s úrokovými diferenciály. V příloze 3 v 7. SZ na str. 9-10 jsou grafy, v nichž jsou dekomponovány úrokové sazby. Legendy přitom odkazují na faktory, které pak v grafech uvedeny nejsou. Ve většině grafů totiž nelze nalézt např. diferenciál výnosů 10-letých dluhopisů. Jinde zase nelze nalézt diferenciál rozpětí sazby 3M PRIBOR a 3M EURIBOR.

Odpoověď SMS: V grafech jsou prezentovány pouze vybrané kombinace úrokových diferenciálů mezi sazbami finančního trhu a klientskými sazbami. Příslušná sazba finančního trhu je vybraná tak, aby byla empiricky nejrobustnější a intuitivní, např. pro úrokové sazby podnikům to jsou úrokové sazby peněžního trhu, pro hypotéky to jsou desetileté vládní dluhopisy.

Viceguvernér Singer: V 7. SZ je několikrát uveden nízký úrokový diferenciál. Uvažuje SMS i s diferenciálem na delších splatnostech, který je poměrně výrazný a pro investory může být lákavý?

Odpoověď SMS: Prognóza kurzu je ovlivňována diferenciály krátkodobých sazeb. Dlouhodobé diferenciály jsou skutečně vyšší než krátkodobé. Je to věc k diskusi.

Odpoověď Sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Používání krátkodobého diferenciálu se odvíjí od toho, že dlouhodobé investice jsou z hlediska kurzu zpravidla zajišťované.

Viceguvernér Singer: Za zajímavou informaci považuje vývoj provozního přebytku ve výsledcích finančního hospodaření podniků. Provozní přebytek poprvé protíná tržby zezdola. Předtím byl horší, neboť podniky se nákladově nepřizpůsobily, teprve nyní začíná odpovídat poklesu tržeb. To by naznačovalo, že podniky jsou schopny zlepšit své hospodaření i za stávajících marží. Uvažovala s tímto faktorem SMS?

Odpoověď SMS: Hrubý provozní přebytek je kategorie, která má v sobě stabilní složku odpisů. Takže např. při poklesu hrubého provozního přebytku meziročně o 15 % dojde k poklesu zisku o dejme tomu 50 %. Takže tento faktor není možno přeceňovat.

Viceguvernér Singer: Mimochodem ty odpisy zřejmě odpovídají kapitálu, které podniky nepotřebují. Pokračuje dále komentáři týkajícími se změn oproti minulé prognóze uvedených na str. 6 v 7. SZ. Zdá se mu, že rozdíl u implikovaných sazeb na této straně je menší než u grafu na str. 9. Jsou to identické údaje?

Odpoověď SMS: Jedná se o identické údaje. Pro jistotu bude potvrzeno písemnou informací.

Viceguvernér Singer: Na str. 22 v 7. SZ je v boxu prezentován graf poměru mezd vůči HDP v posledních dvou letech. Zde je důležité si uvědomit, že HDP výrazně klesá, a proto nelze graf interpretovat mechanicky. Vývoj tohoto poměru ho vzhledem k výraznému poklesu HDP nepřekvapuje. Dále se táže na to, jaký je poměr mezd vůči HDP pro vyspělejší ekonomiky? A roste tento poměr s růstem HDP na osobu?

Odpoď' SMS: *Nárůst tohoto poměru je v poslední době tažen propadem HDP, mzdy se přizpůsobují propadu HDP až s určitým zpožděním. Je ale vidět, že k nárůstům tohoto poměru nad dlouhodobé hodnoty docházelo už během let 2007 a 2008. V roce 2006 byl tento poměr poblíž dlouhodobého průměru. Do určité míry roste s růstem HDP na osobu. Vyspělejší ekonomiky mají zpravidla poměr mezd vůči HDP o něco vyšší.*

Viceguvernér Singer: Poslední otázka míří na platební bilanci. Údaje z přílohy o platební bilanci generuje model, nebo se jedná o expertní údaje?

Odpoď' SMS: *Příloha o platební bilanci pracuje s daty v nominálním vyjádření, zatímco model pracuje s reálnými veličinami. Nominální údaje jsou převáděny do modelu tak, aby byly maximálně konsistentní. Provazba mezi deflátoři a hodnotami je zajišťována modelovými iteracemi. Je předpokládáno, že výrazné reálné zlepšování generované modelem se bude kompenzovat zhoršenými směnnými relacemi v důsledku nárůstu cen komodit.*

Viceguvernér Hampl: Dotazuje se na proexportně specifickou technologii, která je několikrát v 7. SZ zmíněna. Tato technologie začala mezikvartálně růst a tím pádem začala působit mírně proinflačně. O tom se diskutovalo již při diskuzích ohledně definování počátečních podmínek. Uvítal by zasazení této informace do kontextu.

Odpoď' SMS: *Vazba mezi exportně specifickou technologií a rozdílem mezi obchodovatelnými a neobchodovatelnými cenami je spíše volná. Tento faktor není třeba přeceňovat, z krátkodobého hlediska tam mohou působit faktory jako např. šrotovné.*

Viceguvernér Hampl: Jaká je nyní rovnovážná reálná sazba české ekonomiky v modelu g3 a jaká bude na horizontu prognózy?

Odpoď' SMS: *Nadále předpokládáme rovnovážnou reálnou sazbu na úrovni 1 % nyní i na měnověpolitickém horizontu. Dlouhodobá implikovaná nominální rovnovážná sazba je při 2% inflačními cíli nastavena na 3 %.*

Viceguvernér Hampl: Další dotaz se týká přílohy č. 3 v 7. SZ, která se zabývá i srovnáním marží u klientských úvěrů v eurozóně a ČR. Při podobné či dokonce nižší úrovni základních sazeb v eurozóně jsou marže u spotřebitelských úvěrů v ČR dramaticky vyšší. Je to dlouhodobá skutečnost, ne jednorázová záležitost. Co je za tím? Český spotřebitel bude stěží rizikovější, tak je otázkou, zda je sektor méně konkurenční nebo alternativní hypotézou může být horší oceňování rizik. Zahrnují data i za nefinanční zprostředkovatele? Má na to SMS nějaký názor?

Odpoď' SMS: *Mimo výše uvedené hypotézy je zde i hypotéza, že banky se v minulosti učily dělat retailové bankovníctví. Metody oceňování úvěrového rizika se postupně vyvíjely a zpočátku banky raději nastavily sazby na bezpečnější, tj. na vyšší úrovni. Hypotéza o menší konkurenci může být rovněž relevantní. Důležitá je ovšem ale i jiná struktura klientů v ČR a eurozóně. V ČR se jedná spíše o financování nákupů bílé techniky apod., které využívají nižší příjmové kategorie s vyšším úvěrovým rizikem. V zahraničí se častěji může jednat o spotřebitelský úvěr v podobě přečerpávání z kreditních karet, kdy se jedná o bonitnější klienty s nižším úvěrovým rizikem. Jedná se ovšem jen o hypotézu. Prezentovaná data jsou pouze za bankovní sektor, zbylé zprostředkovatele sleduje ČNB pouze z hlediska objemu rozvahy, data o výši úrokových sazeb nejsou dostupná.*

Viceguvernér Hampl: V příloze č. 8 v 7. SZ, která se věnuje opatřením na podporu finančních sektorů v EU, je chyba u počtu zemí, které neaplikují žádná protikrizová opatření. Není jich 8, ale 9.

Odpověď SMS: Jedná se skutečně o překlep.

Viceguvernér Hampl: Jeví se mu jako stále méně akceptovatelné, že za součást měnově relevantní inflace je označován dopad regulovaných cen, které ale SMS nemodeluje, pouze je vkládá přes expertní úvahy. Zároveň jsou regulované ceny označovány za ceny, které jsou ovlivňovány měnovou politikou. Buď jsou ceny regulované, pak na ně měnová politika nemá vliv a nelze je zařazovat do měnověpolitické inflace, nebo jsou dominantně tažené měnovou politikou, ale pak by preferoval, aby byly modelovány standardně bez expertních úvah. Považuje to za problém, i když rozumí tomu, že nemá žádné jednoduché řešení.

Odpověď SMS: Regulované ceny lze dělit na dvě hlavní skupiny – energie a bydlení. První skupina, která má největší váhu, by se dala navázat na měnovou politiku. Tvorba cen u druhé skupiny je diskreční. Budoucím směrem změn v modelu g3 by mohla být endogenizace cen energií. U regulovaných cen energií je však problémem nespojitý způsob přizpůsobování šokům. Varianta je mít modelovou prognózu a tu pak expertně upravit.

Vrchní ředitel Holman: Když roste spotřeba rychleji, než SMS očekávala, co tedy tlačí tržby v maloobchodě tak dolů?

Odpověď SMS: Vztah mezi těmito veličinami není příliš těsný. Tržby v maloobchodě zahrnují i tržby za podnikatele. Podstatnější je, že tržby v maloobchodě zahrnují pouze část spotřebního koše – obchodovatelné zboží. Domácnosti utrácí i za služby, které se statisticky nevykazují. Tržby v maloobchodě lze proto chápat jako určitou podskupinou spotřeby domácností, a proto nejsou tou nejpřesnější proxy proměnnou. Je to pouze část spotřeby domácností. Spotřeba se v letošním roce jeví tak vysoká i z toho důvodu, že deflátor spotřeby domácností je nižší, než by se dalo předpokládat na základě vývoje spotřebitelských cen. Krátkodobý nesoulad mezi vývojem tohoto deflátoru a spotřebitelských cen lze vysvětlit efektem regulovaných cen a nepřímých daní. Maloobchodní tržby táhnou směrem dolů zejména tržby za automobily, potažmo zboží dlouhodobé spotřeby. Dá se dodat, že význam automobilů v maloobchodních tržbách má podstatně vyšší váhu než ve spotřebním koši např. kvůli tomu, že možná polovinu aut nakupují podnikatelé. Celkově lze shrnout, že maloobchod není dobrým předstihovým indikátorem celkové spotřeby.

Vrchní ředitel Holman: Ztotožňuje se SMS s očekáváním hospodářského růstu v zahraničí ve tvaru W?

Odpověď SMS: Zatím vše nasvědčuje tomu, že se bude jednat o oživení ve tvaru W, i když samozřejmě existují nejistoty např. ve vývoji cen komodit.

Vrchní ředitel Holman: Táže se, zda je v modelu propojen vývoj kreditní prémie na eurovém mezibankovním trhu a v ČR a zda pokles této prémie je rychlejší v eurozóně než v ČR.

Odpověď SMS: Je předpokládán podobný pokles kreditní prémie v eurozóně i v ČR. V eurozóně je ovšem současná úroveň sazeb peněžního trhu podstatně nižší. Není to ale dáno poklesem kreditní prémie, ale efektem likviditních opatření eurosystému.

Vrchní ředitel Holman: Dotazuje se SBO na názor SMS na možný budoucí vývoj měnového kurzu. SMS předpokládá víceméně stabilní kurz do konce příštího roku. Domnívá se SBO, že by kurz mohl ulítnout jedním či druhým směrem?

Odpověď SBO: Existuje samozřejmě významná nejistota a kurz může v budoucnu appreciovat i depreciovat. V tuto chvíli ovšem nejsou patrné žádné významné faktory, které by mohly vyvolat trend apreciačním nebo depreciačním směrem. Jediné, co se začíná v menší míře objevovat, je diskuse ohledně obnovení carry trades s korunou jako financující měnou, což by to mohlo vést k mírnému oslabování koruny. Ačkoliv české sazby nejsou nyní na rozdíl od minulosti níže než v eurozóně, objevují se jiné měnové páry pro tyto operace jako koruna-shekel. Nicméně tento faktor není vhodné přeceňovat.

Odpověď SMS: Dodává, že analytici očekávají za rok měnový kurz o cca 3 % apreciovanější než prognóza ČNB, ale také nečekají pokles úrokových sazeb, který prognóza v 7. SZ implikuje. Analytici jsou tak vnitřně consistentní v tomto očekávání, ale z našeho hlediska je zde riziko nesplnění inflačního cíle. Proto v prognóze ČNB musí jít korunové sazby dolů. V obecnější rovině zde jsou dvě hypotézy. První předpokládá po odeznění ekonomické krize návrat na předchozí rovnovážné trajektorie a tím i předkrizovou rovnovážnou apreciaci kurzu. Druhá předpokládá problémy na nabídkové straně ekonomiky a vnímá předchozí vývoj nikoliv jako vývoj dlouhodobé konvergence, ale vybudování dlouhodobě neudržitelných kapacit. To by implikovalo pomalejší růst potenciálního výstupu v budoucnu. Mohlo by to mít negativní dopad i na dlouhodobou rovnovážnou apreciaci kurzu, pokud by ekonomika dále nekonvergovala ani při nižších úrovních hospodářského růstu.

Vrchní ředitel Holman: Na str. 10 v 7. SZ se uvádí, že ceny potravin budou do konce roku 2010 klesat a následně se vrátí k růstu kolem 2 %. Z čeho jsou daná čísla odvozena? Na str. 11 se pak uvádí, že zpracovatelé potravin byli schopni na rozdíl od producentů v jiných odvětvích své marže ještě zvyšovat a že marže jsou nyní na nadprůměrných hodnotách. Jak je to možné?

Odpověď SMS: Ceny agrárních komodit jsou stlačeny na výrazně dlouhodobě podprůměrné hodnoty a je očekáván pouze pomalý návrat k těmto hodnotám. Úroňově tyto ceny zůstávají na prognóze daleko pod vrcholem z let 2007-2008, ale lze očekávat mírný růst reflektující mírné oživení ekonomické aktivity. Nárůst marží v potravinářském řetězci je dán právě prudkým poklesem cen agrárních komodit, na což zpracovatelé a prodejci reagují se zpožděním. Navíc maloobchodní tržby za potraviny v průběhu recese významně neklesly. Poptávka po potravinách je nejméně elastickou částí poptávky. Existují signály, že zemědělské ceny budou v příštím roce růst a příslušné marže prodejců potravin se tím sníží a přiblíží se dlouhodobé rovnovážné úrovni. Lze ještě dodat, že výzkumná práce ČNB autorů Podpiery a Rakové ukazuje, že obchodní řetězce udržovaly marže na relativně nízkých hodnotách ve fázi boje o tržní podíly, což bude v následujícím období vytvářet tlak na zvýšení marží.

Vrchní ředitel Holman: Na str. 5 se uvádí, že investice jsou podporovány nízkými domácími úrokovými sazbami. Je tomu skutečně tak i přes omezenou funkčnost transmise měnové politiky ČNB do úrokových sazeb?

Odpověď SMS: Transmise u úvěrů podnikům není nefunkční. Investice jsou sice na jedné straně bržděny zvýšenými náklady podniků na externí financování kvůli nárůstu rizikových prémie souvisejících s větší obezřetností bank. Na druhé straně ale proti tomuto efektu brždění investic působí nízké krátkodobé úrokové sazby. Tyto dva faktory se částečně kompenzují. Uvedené konstatování neznámá, že by SMS byla optimistická, pokud jde o vývoj investic. Ty jsou v prognóze nastaveny jako poměrně slabé.

Vrchní ředitel Holman: Táže se na údaje o růstu HDP (tabulka na str. 6 v 7. SZ). Ve 4. čtvrtletí 2009 je odhadován meziroční pokles 2,7 %, zatímco v 1. čtvrtletí 2010 již růst o 2,5 %. Čím je dán tento skok? Jde o efekt základny nebo je to optimismus SMS ohledně růstu ekonomiky?

Odpověď SMS: Tento skok lze vysvětlit v prognóze zvýšenými čistými exporty i efektem základny.

Vrchní ředitel Řežábek: Spatřuje určitou nekonzistenci mezi zaměstnaností, která je přehodnocena oproti předchozí prognóze výrazně dolů, a růstem nominálních sazeb.

Odpověď SMS: Obě uvedené změny prognózy jsou silně ovlivněny tím, co je pozorováno v současnosti. Nárůst nezaměstnanosti byl v posledních měsících nižší, než bylo očekáváno. Růst nominálních mezd překvapoval směrem nahoru.

Vrchní ředitel Řežábek: SMS uvádí, že marže výrobců tlačeny pod dlouhodobou úroveň, klade si však otázku, zda umíme definovat, kde se ta dlouhodobá úroveň nachází a o kolik se tedy marže mohou zvýšit.

Odpověď SMS: SMS rovněž hodnotí úroveň marží ve fázi boomu v letech 2007-2008 jako vyšší než rovnovážné. Domnívá se však, že je zapotřebí sledovat tlaky na obou stranách. Jak na vstupních nákladech, tak na výstupních cenách. Nominální jednotkové mzdové náklady v posledních dvou letech rostly 5% až 6% tempem. Nyní jsme zažili, že výstupní ceny byly ve změněném makroekonomickém prostředí sraženy tempem, kterému žádná nominální kategorie s příslušnou rigiditou nemohla stačit. V situaci nejhoršího nárazu ze strany poptávky podniky situaci řešily tím, že snížily marže. Z pohledu SMS jde o cyklický pokles a při případném oživení ekonomiky by se měly objevit potenciální proinflační tlaky pramenící ze snahy výrobců opět si marže navýšit. Je ale samozřejmě otázkou, zda přizpůsobení nastane skutečně prostřednictvím růstu cen (což je v podmínkách, kdy je očekáváno zpomalení spotřeby domácností, obtížné) nebo prostřednictvím toho, že se ekonomika uchytí v bludném kruhu mezi produkcí, trhem práce a spotřebou, kdy by nastaly tlaky na zpomalování všech nominálních veličin. Toto riziko se SMS snažila ošetřit jedním z citlivostních scénářů.

Vrchní ředitel Řežábek: Klade otázku, zda opět nedojde k následnému překvapení, pokud je na horizontu prognózy očekáván v podstatě stabilní kurz. Stojí si SMS za touto prognózou?

Odpověď SMS: SMS očekává, že při snížení měnověpolitických sazeb bude vývoj měnového kurzu zhruba stabilní. Překvapení být můžeme, resp. se můžeme pokusit omezit pravděpodobnost překvapení snížením úrokových sazeb.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Podobně jako viceguvernér Singer má pochybnosti o tom, zda je předchozí hladina marží producentů ta, ke které se systém bude na horizontu prognózy vracet.

Odpověď SMS: SMS rovněž hodnotí úroveň marží ve fázi boomu v letech 2007-2008 jako vyšší než rovnovážné. Domnívá se však, že je zapotřebí sledovat tlaky na obou stranách. Jak na vstupních nákladech, tak na výstupních cenách. Nominální jednotkové mzdové náklady v posledních dvou letech rostly 5% až 6% tempem. Nyní jsme zažili, že výstupní ceny byly ve změněném makroekonomickém prostředí sraženy tempem, kterému žádná nominální kategorie s příslušnou rigiditou nemohla stačit. V situaci nejhoršího nárazu ze strany poptávky podniky situaci řešily tím, že snížily marže. Z pohledu SMS jde o cyklický pokles a při případném oživení ekonomiky by se měly objevit potenciální proinflační tlaky pramenící ze snahy výrobců opět si marže navýšit. Je ale samozřejmě otázkou, zda přizpůsobení nastane skutečně prostřednictvím růstu cen (což je v podmínkách, kdy je očekáváno zpomalení spotřeby domácností, obtížné) nebo prostřednictvím toho, že se ekonomika uchytí v bludném kruhu mezi produkcí, trhem práce a spotřebou, kdy by nastaly tlaky na zpomalování všech nominálních veličin. Toto riziko se SMS snažila ošetřit jedním z citlivostních scénářů.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: U většiny prognóz SMS, ke kterým se dosud vyjadřovala, byl aktuální měnový kurz silnější než v prognóze. Nyní je tomu naopak. Není tedy aktuální úroveň kurzu argumentem pro vyšší trajektorii sazeb?

Odpoověď SMS: SMS vyhodnotila rizika jako mírně proinflační právě proto, že aktuální kurz je spíše slabší. Kvůli tomu byl proveden i citlivostní scénář, který pracuje s depreciováním kurzem. Proto se SMS přiklonila k doporučení snížení sazeb o 0,25 p.b. a nikoliv 0,5 p.b., přestože by prognóza vyžadovala agresivní snížení sazeb.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Graf na str. 9 v 7. SZ ukazuje rozklad posunu implikované trajektorie sazeb oproti minulé prognóze. V počáteční fázi je pokles ovlivněn krátkodobou prognózou inflace a expertními úpravami. Rozsah expertních úprav je velmi výrazný a vyznívá protiinflačně. Proč tomu tak je?

Odpoověď SMS: Do krátkodobé prognózy byl promítnut nižší růst cen potravin, část expertních úprav jde na vrub i fiskálním restrikcím. Vliv cen potravin není příliš silný a poměrně rychle vymizí. Krátkodobě to však tlačí inflaci směrem dolů. Vliv fiskální restrikce je intuitivní. Platí samozřejmě za předpokladu, že je cílována měnověpolitická inflace a dopady zvýšených nepřímých daní jsou ignorovány. Expertní zásahy vyznívají protiinflačně, jelikož velká část spočívá v přehodnocení růstu nabídkové strany (technologii) směrem dolů. Předpokládáme, že podobně to hodnotí i ostatní subjekty v ekonomice, což stlačuje růst mezd na delším konci prognózy a do určité míry je pak vidět, že efekt počátečních podmínek a expertních úprav je protisměrný. Pozorujeme, že mzdy v současnosti rostou více, než je očekáváno, což tlačí sazby nahoru, na delším výhledu budou ale mít mzdy tendenci zohlednit dlouhodobější dopady ekonomické krize a produktivita práce poroste pomaleji, což naopak tlačí růst mezd dolů. Jde vlastně o to, že proti sobě působí dva faktory související se mzdami. V grafu jsou sledovány separátně, ale daly by se spojit.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Na počátku nové prognózy se inflace vyvíjí podobně jako v minulé prognóze, neboť daňové změny vyvážily nižší než očekávaný pokles regulovaných cen. Jsou ostatní faktory shodné jako u předchozí prognózy?

Odpoověď SMS: Směrem nahoru tlačí vyšší daně, směrem dolů nižší regulované ceny. Krátkodobě SMS snižuje prognózu cen potravin, na celém horizontu snižuje prognózu korigované inflace.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: V příloze 2 v 7. SZ jsou odhadovány mezery výstupu pomocí různých metod. Varianta, která používá Kalmanův filtr, se od výsledků ostatních metod dosti liší. Jak SMS hodnotí vypovídací schopnost jednotlivých metod?

Odpoověď SMS: Realitu lze vidět někde mezi Kalmanovým filtrem a ostatními metodami. Kalmanův filtr má v sobě určitý způsob ošetření tzv. end-point biasu. Ostatní metody dopad poklesu HDP zmenšují, neboť tento pokles se objevuje na konci vzorku a standardní filtry to vyhodnotí jako pokles potenciálu. Kalmanův filtr nabízí více strukturální pohled, protože bere v úvahu i zpětnou reakci inflace. Mezera výstupu na základě Kalmanova filtru je odhadována pouze na základě historických dat, zatímco u ostatních metod se pracuje i s prognózou. Vzhledem k tomu, že prognóza obsahuje nízké růsty HDP na následující tři roky, tím je těmto modelům dána informace, že se snížil potenciální růst.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Hodnoty některých veličin se na různých místech 7. SZ liší, např. na str. 6 a na str. 44 jsou odlišné údaje pro nominální mzdy v podnikatelské sféře nebo pro zaměstnanost. Které hodnoty tedy platí?

Odpoověď SMS: SMS případné nekonsistence vyjasní.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Nerozumí příliš tomu, proč by na str. 33 v 7. SZ v tabulce opatření pokles sazeb nemocenského pojištění pro zaměstnavatele měl zvýšit příjmy.

Odpověď SMS: Je to tím, že v minulé prognóze se očekával pokles sazby a ten měl snížit příjmy. Jenže k tomu nedojde a proto je nutno zase oproti 5. SZ zvýšit příjmy.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: V jedné části 7. SZ se hovoří o přetrvávání inflačních tlaků v budoucnu v sektoru mezispotřeby a o jejich průsaku do spotřebitelských cen. V jiné části 7. SZ, v níž jsou hodnoceny ceny mezispotřeby, se naopak uvádí neutrální působení (viz str. 35 a 39 SZ). Je to konsistentní?

Odpověď SMS: V jednom případě se jedná o popis vývoj nominálních nákladů v sektoru mezispotřeby, kde se očekává návrat zhruba na neutrální působení v roce 2010. Z hlediska celkového dopadu do spotřebitelských cen však stlačení marží výrobců pod jejich dlouhodobou úroveň vytváří prostor pro růst cen v budoucnu při oživení ekonomické aktivity.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Ke grafu na str. 9 v 7. SZ má ještě jednu otázku. V dalším vývoji působí silně vliv počátečních podmínek. Má tím SMS na mysli vyšší než předpokládaný nárůst nominálních mezd nebo i další faktor?

Odpověď SMS: Zmiňovaný vliv počátečních podmínek je skutečně založen zejména na pozorovaném vyšším růstu nominálních mezd. Nejedná se ale pouze o mzdy, ale i o úbytek kapitálu v ekonomice, tedy nejen zásob, ale i fixního kapitálu. Toto se projevuje ve snížení technologií a působí to, ceteris paribus, jako proinflační faktor, protože ekonomika v určitém smyslu ztrácí produktivitu.

Vrchní ředitel Tomšík: Dotazuje se na strukturu agregátní poptávky. V předcházejících prognózách bylo předpokládáno, že agregátní poptávka poroste díky soukromé spotřebě, neboť podniky budou propouštět se zpožděním. I v 7. SZ se předpokládá, že spotřeba bude přispívat k růstu HDP ve 3. a 4. čtvrtletí 2009, i když méně. Klade si otázku, zda SMS uvažuje s objemem nominálních mezd nebo s tempem růstu průměrné mzdy. Pokud budou klesat objemy vyplacených mezd, tak to bude podle jeho názoru mít negativní dopad na spotřebitelskou poptávku i v letošním 4. čtvrtletí.

Odpověď SMS: Dopad mzdového vývoje na spotřebu je negativní. Objem mezd klesá, což táhne spotřebu do záporu. Spotřebu ale protisměrně podporují vestavěné fiskální stabilizátory i diskreční opatření ve formě snižování daní či sazeb ze sociálního pojištění. Dochází také k vyhlazování spotřeby poklesem míry úspor. Na prognóze SMS očekává, že se míra úspor začne zvyšovat.

Vrchní ředitel Tomšík: Dotazuje se dále na rozklad posunu implikované trajektorie sazeb oproti minulé prognóze v grafu na str. 9 v 7. SZ. Rozhodující vliv mají počáteční podmínky, i když jejich efekt mírně kompenzují změny vládních výdajů a expertní úpravy. Stojí za počátečními podmínkami skutečně jen nominální mzdy, mohou mít tak silně persistentní efekt?

Odpověď SMS: Zmiňovaný vliv počátečních podmínek je skutečně založen zejména na pozorovaném vyšším růstu nominálních mezd. Nejedná se ale pouze o mzdy, ale i o úbytek kapitálu v ekonomice, tedy nejen zásob, ale i fixního kapitálu. Toto se projevuje ve snížení technologií a působí to, ceteris paribus, jako proinflační faktor, protože ekonomika v určitém smyslu ztrácí produktivitu.

Vrchní ředitel Tomšík: Pokládá dotaz k tabulce základních makroekonomických indikátorů na str. 44 v 7. SZ, konkrétně k hrubé tvorbě kapitálu. V modelu g3 se nerozlišuje mezi zásobami a investicemi. Na celý rok 2009 se odhaduje pokles investic kolem 25 %. V roce

2010 je očekáván pokles o další 2 %. Na počátku roku 2011 tak bude hrubá tvorba kapitálu o 27-28 % nižší oproti roku 2008. To nekoresponduje s očekáváním na rok 2010 ohledně dopadu růstu HDP na tvorbu zásob. Pokud mají podniky více exportovat, musí nakoupit zásoby.

Odpoověď SMS: Výhled investic zůstává na relativně nízkých hodnotách. SMS provedla rozklad celkových investic na zásoby a hrubou tvorbu fixního kapitálu. U zásob lze počítat s relativně výrazným obratem už v příštím čtvrtletí. Ovšem v současnosti lze hodnotit kapacity jako nevyužité, což implikuje nadále velmi slabé fixní investice i v delším horizontu. Odpovídá tomu i vývoj agregátní technologie, který se v baselinu blíží k úrovni 3,5 % až ke konci horizontu prognózy. Citlivostní scénář pak jde vůči tomu ještě níže.

Vrchní ředitel Tomšík: Další dotaz směřuje na rizikovou přírážku (mezi PRIBOREm a repo sazbou), která nyní dosahuje 0,6 %. Uvádí, že na včerejším makrofinančním panelu bylo potvrzeno, že SMS očekává její postupný pokles v dalších čtvrtletích o 0,1 p.b. a v posledním čtvrtletí 2010 již bude celkově pouze 0,2 %. Obává se, že to může být jen zbožné přání. SBO se např. domnívá, že přírážka bude dlouhodobě persistentní. Když se on osobně dívá na eurozónu, tak té se povedlo přírážku srazit dodáváním dlouhodobých rep. Pokud by se předpoklad o pozvolném poklesu přírážky nenaplnoval, dokázala by ji ČNB snížit pomocí svých dalších opatření? SMS doporučuje snížit měnověpolitickou sazbu o 25 b.b., ale bez dalších opatření. Je otázkou, zda před případné devizové intervence nepředradit nějaký další nástroj.

Odpoověď SMS: Předpoklad poklesu rizikové přírážky je „technický“. Je předpokládán podobný pokles v eurozóně i v ČR. V eurozóně je ovšem současná úroveň podstatně nižší kvůli dodatečným opatřením ECB. Prognóza předpokládá návrat ekonomické situace k normálu, s tím je konsistentní předpoklad postupného poklesu rizikové přírážky. Nejistota ovšem spočívá v tom, že pokles rizikové přírážky nemusí být plynulý, ale skokový. To ovšem nelze modelově uchopit, proto SMS pracuje s předpokladem postupného poklesu rizikové přírážky. V seznamu nekonvenčních opatření zpracovaným SMS nebylo žádné opatření koncipováno na snížení této rizikové přírážky. Tato opatření spíše mířila na delší konec výnosové křivky. Jediné, co by mohlo mít vliv, ale co nelze plně považovat za nekonvenční opatření, je rozšíření přijatelného kolaterálu o hypoteční zástavní listy, což by mohlo zlepšit bankám řízení likvidity a tím i možná ovlivnit rozpětí mezi repo sazbou a sazbou PRIBOR.

Guvernér Tůma: Rovněž klade otázku týkající se přírážky mezi PRIBOREm a repo sazbou. Doporučení SMS snížit jen o 25 b.b. se odvíjí od očekávaného poklesu přírážky, jinak by s prognózou byl konsistentní pokles sazeb o 50 b.b. Na čem jsou ta očekávání založena?

Odpoověď SMS: Předpoklad poklesu rizikové přírážky je „technický“. Je předpokládán podobný pokles v eurozóně i v ČR. V eurozóně je ovšem současná úroveň podstatně nižší kvůli likviditním opatřením ECB. Prognóza předpokládá v průběhu dvou let návrat ekonomické situace k normálu, s tím je konsistentní předpoklad postupného poklesu rizikové přírážky na peněžních trzích. Nejistota ovšem spočívá v tom, že pokles rizikové přírážky nemusí být plynulý, ale skokový. Toto ovšem nelze modelově uchopit, proto SMS pracuje s předpokladem postupného poklesu rizikové přírážky.

Guvernér Tůma: Dále uvádí, že z jeho předcházející otázky vyplývá možná i odpověď vrchnímu řediteli Tomšíkovi. Pokud by přírážka neklesla, bylo nutno snížit MP sazbu výrazněji, abychom se dostali na nižší úroveň tržních sazeb. ECB se by rozhodla nesnižovat základní MP sazbu, ale využít odlišných instrumentů a tím dosáhnout poklesu tržních sazeb na úroveň jako Fed.

Odpověď SMS: Existenci stabilního rozpětí na úrovni 0,6 % by SMS neinterpretovala jako nefunkčnost transmise. Pokud je rozpětí stabilní, tak to znamená, že sazby PRIBOR se mění jedna ku jedné s repo sazbou. Pokud nebude toto rozpětí klesat v čase, tak v souladu s argumentem guvernéra Tůmy je nejlepším způsobem, jak dosáhnout snížení sazeb PRIBOR, výraznější snížení repo sazby a nikoliv provádění nekonvenčních opatření. ECB dosáhla snížení tržních sazeb tím, že snížila sazby de facto více než de jure. Oficiální sazba ECB je 1 %, ale ECB dodala likviditu takovým způsobem, že bezrizikové sazby stlačila pod oficiální sazbu. To je pro podmínky ČNB ekvivalentní tomu, jako kdybychom řekli, že repo zůstává 1,25 %, ale ČNB nebude provádět žádné repo operace a banky si budou muset uložit likviditu za diskontní sazbu 0,25 %. Toto není transparentní cesta, kterou by SMS preferovala. SMS by doporučila jít standardní cestou a dále snižovat repo sazbu.

Guvernér Tůma: Pokud jde o vztah a mezi mzdami a maržemi, tak v měnověpolitickém doporučení naznačuje SMS, že přizpůsobení přes mzdy vyloučit nelze, zatímco pro poradce je tento typ přizpůsobení součástí jeho baselinu. A to, co vidí SMS jako baseline, je pro poradce spíše scénář s rizikem směrem dolů. Obě historiky se mu jeví jako konzistentní, ptá se, zda to tak vidí i SMS.

Odpověď SMS: Riziko směrem dolů u mezd považuje SMS za relevantní.

II. Uzavřené jednání BR

Viceguvernér Singer: V obecnější rovině se mu zdá, že z hlediska vzájemné komunikace se model g3 zatím neusadil do frazeologie, kterou on osobně považuje za ekonomickou. Má pocit, že to zhoršuje kvalitu debaty na veřejné části jednání. I z tohoto důvodu si není často jist, zda rizika vidí stejně jako SMS. Odlišné vidění rizik měl při tomto jednání např. u marží výrobců. Má trochu podezření, že na horizontu prognózy jde vše nahoru, neboť model předpokládá, že na konci bude inflace na 2 %, tedy na cíli. To pak tahá logiku typu U ve všech parametrech. Snad tomu tak není, ale podezření má.

Když si na str. 15 v 7. SZ čte, že mzdy se nachází nad svou rovnovážnou úrovní, protože nestačily dostatečně rychle zareagovat na propad produktivity a zpomalení inflace, cítí v daném textu tak trochu normativní charakter – v tom smyslu, že mzdy měly zareagovat na to, že inflace se nachází 2 p.b. pod inflačním cílem. Není si jist, zda to má vnímat jako objektivní konstatování nebo ne. I z toho důvodu vidí současnou situaci trochu více protiinflačně než SMS. To neznamená, že třeba za půl roku nezmění názor, když uvidí, že ekonomika skutečně razantně ožívuje - tedy nejenže o růstu všichni mluví, ale že k oživení v eurozóně skutečně dochází, že kurz koruny je stále stabilní při dobře se vyvíjející obchodní bilanci a při přílivu financí z EU fondů, které do ekonomiky plynou. V tuto chvíli je však jeho bilance rizik silně protiinflační. Zároveň je pro něj obtížné při tomto vidění rizik a při současné prognóze, která implikuje pokles sazby o 50 b.b., hovořit o proinflační bilanci rizik.

Viceguvernér Hampl: Dnešní diskusi na veřejné části označuje za jinou než obvykle. Většinou se členové bankovní rady pouze ptají, zatímco při dnešním jednání někteří vyjadřovali i své preference ohledně měnověpolitického rozhodnutí. Z těchto preferencí se mu jeví, že nálada je hodně holubičí. Z diskuse se zdálo, že mzdy nebudou růst tak rychle, jak to vidí prognóza, spotřeba bude také spíše nižší, nebo že marže podniků až zas tak nízké nejsou. Tedy že rizika jsou obecně spíše protiinflační, než naznačuje prognóza. S tím má osobně velký problém. Celou diskusi však vidí jako dilema mezi tím, zda se ekonomika bude vracet k rovnovážným trajektoriím, tak jak jsou nastaveny v modelu nebo zda se rovnováhy posunou níže. Tyto přístupy jsou však v diskusi mixovány a vychází z toho mixované závěry.

Pokud věříme, že to co tu bylo před krizí, je rovnovážná situace i pro budoucnost a ekonomika se k ní bude vracet, pak všechny tyto faktory působí v modelu protiinflačně, protože jsou v něm otevřeny rozsáhlé mezery oproti rovnováze. Pokud ale přijmeme úplně jinou hypotézu, tedy že rovnováhy se šokově změnily, že se posunuly na jinou nižší hladinu, což považuje za vysoce pravděpodobné, tak to má zcela zásadní měnověpolitické implikace. Ty lze odvodit z citlivostního scénáře vývoje agregátní technologie, který byl zpracován na základě výše uvedené úvahy. To naopak vede k tomu, že ve 4. čtvrtletí 2009 by měl být Pribor o 0,1 p.b. výše, v 1. čtvrtletí 2010 o 0,3 p.b. výše, ve 2. čtvrtletí 2010 pak o 0,4 p.b. výše oproti základnímu scénáři.

Má tedy zásadní pochybnost o tom, zda budeme žít ve světě, v němž se ekonomika bude vracet k původním rovnováhám a v němž by bylo nutno se sazbami dělat i něco dramatictějšího, než naznačuje prognóza. Nebo zda půjde o svět, v němž se dramaticky změnily rovnováhy, kde jsou při nižším růstu nominálních mezd a HDP a při mírně nižší inflaci zapotřebí vyšší nominální úrokové sazby. Proto se na to dotazoval v rámci úvodních kol debat k nové prognóze, aby bylo zřejmé, jak by ve změněném prostředí situace vypadala. On sám považuje za realističtější scénář s níže položenou trajektorií agregátní technologie než baseline. Tento citlivostní scénář trpí samozřejmě řadou metodologických a technických problémů, ale je zhruba se zadáním bankovní rady. Tato otázka je podle něj klíčová a vede k jiným měnověpolitickým úvahám.

Obecně se mu zdá, že tvůrci politik ve světě pokračují dál v dřívějším uvažování typu „business as usual“. Domnívají se, že vše vyřeší masivní injekce likvidity, že stačí řešení v rámci standardních makroekonomických úvah. Až krize skončí, tak se z aktuálních politik vystoupí a vše se vrátí k normálu. Toto uvažování považuje za nebezpečné a potřebuje kritickou analýzu. Pokud by použil citát šéfa Citigroup Chucka Prince, který říkal, že všichni na trhu musí tančit, dokud hraje hudba, že není uměním nedělat obchody, když se objeví znaky nerovnováhy – za tu dobu konkurenti vydělají spoustu peněz a ti, kteří netancovali, ztratí tržní pozice. Umění je včas vystoupit, než hudba přestane hrát. Něco podobného platí i pro tvůrce hospodářských politik. Všichni sledují okolí, dívají se na ostatní a nikdo nechce být ten první, kdo z kola vystoupí, neboť bude za hlupáka. Zlikvidovat ekonomiku špatnou politikou není až zas tak těžké. Umožnit ekonomikám rovnoměrně růst je naopak velmi komplikované. Úvaha, že se zase bude hrát jako před krizí, se mu nezdá udržitelná. Vývoj na trzích akcií a dluhopisů ukazuje, že likviditní injekce fungují a trhy následně rostou. Ale vytváří to další rizika nezachytitelná v tom myšlenkovém stereotypu, v němž uvažují centrální bankéři a tvůrci hospodářských politik obecně. Rizika, která mohou mířit na všechny strany, mohou se naplňovat nespojitě a nelogicky. Do tohoto prostředí je podle jeho názoru vhodnější vstupovat na mírně přísnější straně, zejména pokud věří citlivostnímu scénáři poklesu agregátní technologie. Pro něj z toho nevyplývá, že jedinou možností je snížit měnověpolitické sazby, a otázkou je pouze o kolik, zcela kredibilní a logické je podle něj sazby ponechat na stávající úrovni, jakkoli to není logika davu. Bohužel to není podloženo standardním modelem rozhodování, je podloženo něčím, co je k tomu dodáváno na základě zkušeností z minulosti. Už jen samotný fakt, že je v ČNB vytvořen makrofinanční panel, že jsou diskutovány i záležitosti finanční stability, znamená, že pro rozhodování bere bankovní rada v úvahu více věcí než v minulosti, jen nejsou ještě začleněny do standardního rozhodovacího rámce. I tento rozhodovací rámec ale umí změřit, že v současnosti jsou skutečné sazby vzdáleny od rovnovážné reálné úrokové sazby měřeno ex ante – v ročním pohledu je reálná úroková sazba nulová nebo negativní – a pochybuje o tom, že to je v souladu s ponaučením z vývoje v předcházejících letech.

Vrchní ředitel Tomšík: Cítí velkou nejistotu ohledně vývoje HDP. Minulá prognóza viděla hospodářský růst v roce 2010 jako hodně nízký (+0,7 % y/y). Před třemi týdny se Janotův

balíček jevil jako dodatečný protirůstový impuls, zatímco informace z eurozóny byly jen mírně povzbudivé. Na tehdejší dotaz ohledně růstu v roce 2010 reagovala SMS odpovědí typu „kladná nula“. Najednou vidíme i při schváleném Janotově balíčku odhad růstu na rok 2010 ve výši 1,4 % díky optimistickým očekáváním ohledně eurozóny. Jeví se mu, že model je hodně závislý na datech z Consensu Forecasts. Pokud tedy není otázka stavěna, zda snížit, ale o kolik, tak doporučuje opatrnost právě kvůli volatilitě prognóz z modelu.

Pokud jde o ziskové marže a mzdy, má určitou anekdotickou evidenci. Mají-li firmy přežít, musí ukázat mateřským společnostem, že prodávají a mají tržby. Ziskové marže šly často na nulu a málokdo očekává, že by se brzy mohly vrátit na dřívějších 15-20 %, to by byl extrémní předpoklad. Na druhé straně platí, že pro přežití jsou tyto firmy připraveny radikálně ořezat náklady včetně mzdových. Nyní jsou rozdávány výpovědi a od začátku příštího roku nezaměstnanost vyskočí nahoru. Pokud by ale u mzdových vyjednávání zaváhaly a nepodařilo se jim snížit náklady, inflační tlaky by mohly být výrazné. I tato nejistota ho vede k doporučení nedělat radikální kroky, ale postupovat opatrně.

SMS zpracovala baseline a tři citlivostní scénáře a je pravdou, že největší dopad do úrokových sazeb vykazuje scénář agregátní technologie. Zde si klade otázku, zda by změna steady-state úrovně na 3,5 % nevedla ke změně dalších rovnovážných hladin. Pokud by tuto hypotézu přijal, tak by bylo nutno zamítnout hypotézu, že měnový kurz se vrátí k apreciaci. On sám osobně více věří tomu, že konvergence se vrátí a nemyslí si ani, že jen kvůli dvouleté recesi by vlastníci odepsali své investice. Koneckonců v recesi se nacházely i ostatní země a že by došlo k restrukturalizaci jen v ČR, se mu jeví jako nepravděpodobně. Nepůjde tedy podle jeho názoru ani tak o změny hladin jako o změny v tempech růstu. Tato nejistota mu potvrzuje vhodnost opatrných změn, tedy neuvažovat o snížení sazeb o 50 b.b, ale pouze o 25 b.b.

Dále se vrací k diskusi o nekonvenčních opatřeních. Nedokáže si představit, že by na dnešním jednání mohlo dojít ke snížení sazeb a zároveň by bylo rozhodnuto o provádění intervencí v situaci, kdy by byla zároveň publikována prognóza kurzu koruny, která je konzistentní s trajektorií úrokových sazeb. Prognóza kurzu, která bude publikována, obsahuje výhled kurzu, který je silnější než ten, který převládal v posledních týdnech. Nebylo by tedy logické při relativně slabém kurzu ještě dodatečně intervenovat na jeho oslabení. Je otázkou, zda by šlo před intervencí předřadit nějaké jiné opatření. Umí si představit zavedení repo operací s delší splatností. Vrací se tím i ke včerejší debatě na makrofinančním panelu ohledně toho, zda použití nekonvenčních opatření nutně vyžaduje dosažení nulové hranice měnověpolitické sazby. Názory na to nejsou shodné, ale zaznělo, že úvahy o finanční stabilitě se mohou odvíjet i od jiných čísel. Má pocit, že někteří členové bankovní rady by spíše dali přednost situaci, kdy by další krok spočíval ve velmi malém snížení repo sazby doprovobeném jiným opatřením. Na to dnes není připraven, ale umí si představit, že při příštím jednání by doporučení mohlo takto znít.

Guvernér Tůma: Upozorňuje na to, že nelze příliš počítat s tím, že by takovou politiku SMS doporučila, ale jde spíše o to, aby i příště tato debata byla do měnověpolitického doporučení zahrnuta.

Viceguvernér Singer: Potvrzuje, že SMS opakovaně konstatovala, že nekonvenční opatření by doporučila až v situaci, kdy by byly vyčerpány standardní nástroje.

Vrchní ředitel Tomšík: Konstatuje, že on osobně si naopak umí představit aplikaci nestandardních opatření ještě v době, kdy stále existuje prostor pro pokles měnověpolitických sazeb. Proto i pro příště doporučuje zpracování alternativního měnověpolitického doporučení.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Na úvod konstatuje, že se téměř ve všem filosoficky ztotožňuje se stanoviskem poradce, které se jí velmi líbilo. Svět podle Fraity je docela silný a pravdivý příběh. Zaznívá v něm mírná skepse a tu osobně sdílí. Když opustí rámec makroekonomické diskuse, a vidí to možná podobně jako VG Hampl, tak nemůže vyloučit, že euroamerická populace se trochu lekla toho, co zvyšováním spotřeby na dluh způsobila a možná se konzumní filosofie otrásla v základech – to by vedlo k dlouhodobě nižší dynamice, strukturálním změn a nové úrovni rovnováhy. Tento předpoklad jí potvrzuje i konstatování ve stanovisku poradce, že ekonomiky byly pravděpodobně přehřátější, než odhadovaly standardní metody. A s tím je konzistentní i to, že se dramaticky změnilo prostředí pro tvorbu mezd. Nepamatuje si, že by se v minulosti někdo v relativním klidu smířil se snížením mezd v řádech desítek procent. To skutečně svědčí o tom, že lidé začínají uvažovat jinak. Ztotožňuje se s tím, že bilance rizik je asi protiinflační a že pokud by měl být dosažen inflační cíl, vyžadovalo by to snížení sazeb. S rizikem krátkodobého podstřelení cíle však dokáže žít lépe než s rizikem dlouhodobých nerovnováh.

Domnívá se, že návrat k rychlejším tempům růstu bude dlouhodobá záležitost, což VG Hampl popsal i použitím scénáře agregátních technologií v modelovém aparátu. V tomto prostředí již snížení repo sazby o 25 nebo 50 b.b. hospodářskému růstu příliš nepomůže. Klade si otázku, zda česká ekonomika po krizi najde v měnicím se světě zdroje pro růst nebo zda bude situace jiná. V prostředí tak výrazné nejistoty je pro ni obtížné přistupovat k měnověpolitickým změnám.

Guvernér Tůma: Upozorňuje, že ve světě podle Fraity je doporučeno snížit repo sazbu o 50 b.b., zatímco ona doporučuje sazby ponechat na stávající úrovni. Táže se vrchní ředitelky Zamrazilové, zda v tom není rozpor.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Na první pohled se její úvaha může zdát zkratkovitá, ale poradce to doporučuje s ohledem na inflační cíl jako prioritu, zatímco ona vidí jako prioritu dlouhodobou stabilitu, vnímá zároveň nejistotu a za této situace akceptuje rizika pohybu inflace u dolní hranice tolerančního pásma inflačního cíle. Jeví se jí to přijatelnější jako manipulace s diferenciací mezi repo sazbou a diskontní sazbou ve snaze zastít skutečnost, že standardní nástroje měnové politiky jsou při takto nízkých hodnotách měnověpolitické sazby méně účinné.

Vrchní ředitel Holman: Na úvod konstatuje, že minulé měnověpolitické zasedání se uskutečnilo při silnějším kurzu koruny, která mezitím oslabil. SMS přesto doporučuje snížení repo sazby, i když na minulém jednání doporučovala stabilitu sazeb, což ho překvapuje. Nevěří příliš tomu, že koruna bude stabilní, naopak může být nestabilní. Kurz se řídí očekáváními investorů a nejen těmi ohledně obchodní bilance nebo běžného účtu, ale i ohledně stavu veřejných financí. České veřejné finance nejsou v dobrém stavu, nebudou v něm ani po Janotově balíčku. Když vezmeme v potaz odhady deficitu veřejných financí v letošním a příštím roce, tak z toho vychází značná nejistota ohledně dalšího vývoje kurzu koruny. Ta nejistota míří i depreciačním směrem i kvůli nejistotě ohledně ekonomické aktivity a dalšího směřování veřejných financí.

Spotřeba vykazuje silnější persistenci, než ČNB očekávala. SMS přišla s historkou, že spotřeba v čase zaostává za poklesem reálné ekonomiky a za poklesem disponibilních důchodů. Podle jeho názoru ale persistence spotřeby existuje a proto nemusí k jejímu většímu poklesu dojít. Zároveň nevěří v transmisi měnověpolitických sazeb do dlouhodobých sazeb v současné situaci. Dlouhodobé sazby jsou ovlivněny spíše tím, jak velkou chuť mají zahraniční investoři z hlediska nákupu vládních dluhopisů. Tato chuť v poslední době vzrostla a dlouhodobé sazby proto částečně klesly. Měnověpolitické sazby se ale na tom nepodílejí.

SMS navrhuje snížení sazeb a zároveň očekává za 2 až 3 čtvrtletí budou sazby naopak zvyšovány. Vnímá to jako fine tuning, který nemusí být v klidných dobách na škodu. V současné době však existují velké nejistoty na obě strany a střídání snižování a následného zvyšování za dvě čtvrtletí se mu jeví jako předstírání toho, že víme příliš mnoho. Ve skutečnosti ovšem nevíme a v situaci, kdy nejistoty jsou velké na obě strany osobně preferuje stabilitu sazeb.

Vrchní ředitel Řežábek: Dnešní diskusi považuje za zajímavou. Pro otevřenou a exportně orientovanou ekonomiku českého typu je největší nejistotou vývoj ve vnějším prostředí. Podle jeho názoru se pozornost v ČNB soustřeďuje příliš na sousední ekonomiky. Pro něj bylo překvapení, když na jednání výboru IRC v ECB v minulém týdnu probíhala diskuse nejen o Rusku a Číně, ale i o Brazílii a dynamickém rozvoji těchto regionů. Světová banka např. zvýšila odhad růstu pro Asii a Pacifik na letošní rok z 5,3 na 6,7 %, což není zanedbatelné. Na rok 2010 pak na 7,8 %. Důvody jsou nejen fiskální stimuly, ale i zvyšování stavu zásob, což je indikátor nadcházejícího oživení. Po odečtení čínského růstu, pak pro zbytek vychází v letošním roce růst na 1,1 % a v příštím roce na 4,5 %. Další zajímavé informace lze odvodit z vývoje kolem surové ropy. Čínská spotřeba ropy v průběhu celého letošního roku překračuje spotřebu v loňském roce. Celosvětové kapacity jsou nyní využity z 95 %, což je hodně vysoké číslo, loni byla situace na trzích ropy kritická a využití kapacit bylo 98 %. 3 procentní body nepředstavují tudíž velký rozdíl. To může implikovat nárůst volatility cen ropy. Obdobně využití kapacit u obilovin je 95-97 %. Rezervy v kapacitách tudíž velké skutečně nejsou. Proto je důležité nesoustředit se pouze na Ameriku a Evropu, ale i na další regiony, neboť poptávkové tlaky mohou přijít i od nich.

V průběhu veřejné části jednání byla diskutována pomalejší transmise změn repo sazeb do sazeb mezibankovního trhu. Jeho by zajímaly spíše úrokové sazby firemních úvěrů. Z čísel v 7. SZ je vidět pokles sazeb v tomto sektoru. Z trhu hypoték jdou také signály o poklesu sazeb. Tyto signály jsou také důležitými indikátory. Zároveň se objevují náznaky ekonomického oživení i ve vyspělých státech.

Pokud by tedy měly být sazby ČNB nyní sníženy a v relativně krátkém horizontu zase zvýšeny, tak by to začalo připomínat loňský rok. Na počátku roku byly sazby zvýšeny a nyní se nacházíme právě na horizontu toho zvýšení. Pokud by se ovšem v té době bankovní rada nenechala přesvědčit modelem, ke zvýšení by nepřistoupila a nechala podmínky více uvolněné, tak by dnes možná mohla rozhodovat v příznivější situaci. Pak bankovní rada našla odvahu (2008) a sazby snižovala, ale nyní je možná situace opačná, kdy je třeba začít hledat odvahu k opačnému pohybu. Dnešní jednání nepovažuje za lehké a ani za jednoznačné.

Guvernér Tůma: Na úvod svého vystoupení uvádí, že kolegyně Zamrazilová se pokusila spojit dva zdánlivě nespojitelné světy podle Hampla a podle Fraitu a on se pokusí o totéž s odlišným závěrem. Na úvod by chtěl zdůraznit, že rozumí tomu, že současné dění otevírá otázky ohledně rámců pro měnovou politiku. Tato otázka byla nadhozena i v ČNB, ale zatím nebyla diskuse dotažena do konce. Rámec je tudíž pořád cílování inflace a ČNB má ze zákona zodpovědnost za cenovou stabilitu, která je definována prostřednictvím inflačního cíle. To je pro něj prioritou a neumí si představit komunikaci, která by říkala, že ČNB dělá jiný typ politiky, aniž je schopna vysvětlit, o jaký typ jde. Proto se musí nadále pohybovat v rámci, který dosud fungoval dobře a který podle něj může velmi dobře sloužit i nadále. Platí, že pokud není ohrožen hlavní cíl cenové stability, tak je možno uvažovat i o dalších cílech. Bankovní rada by měla samozřejmě brát v potaz, zda nepomáhá vytvářet nějaké nerovnováhy či bubliny, ale nyní žádné relevantní hrozby nevidí. ČNB rámec koneckonců již trochu posunula, snaží se brát v potaz aspekty finanční stability, což je částečně i institucionalizováno.

V současné situaci neshledává nic, co by ho nutilo v tomto momentě standardní rámec uvažování opustit. Pokud jde o závěr, zda snížit repo sazbu o 25 b.b. nebo o 50 b.b., souhlasí s tím, že je vhodnější postupovat opatrně, i když on osobně vidí rizika spíše směrem dolů a i nastavení sazby na 1 % dává ještě určitý prostor, který je v případě potřeby nutno využít. Nevidí důvod, proč by sazby na úrovni 1 % měly být považovány za situaci, kdy měnová politika přestává fungovat. Souhlasí se SMS, že transmise funguje i pod 1 %. I když sám tlačil na to, aby byla zahájena debata o nekonvenčních opatřeních, tak souhlasí se závěrem SMS, že nyní není na pořadu dne nekonvenční opatření zapojit. Není si zcela jist, zda v případě dalšího propadu je hranicí 0 %, jak to vidí SMS nebo něco více než 0 %, ale nemyslí si, že je to už na hranici 1 % nebo 1,25 %. Takže nekonvenční opatření nyní nedoporučuje.

Pokud jde o rychlý hospodářský růst v Asii a Latinské Americe, tak ten je zřejmý, nicméně expozice české ekonomice je vůči Evropě, vazby na ostatní regiony světa jsou poměrně marginální. Nezdá se, že by Asie byla tím regionem, který by byl schopen vytáhnout celý svět vzhůru. Čína je nadále relativně uzavřená ekonomika, má obrovský vnitřní trh, který roste na bázi obrovských stimulů ve fiskální oblasti i ve finančním sektoru. Obává se, zda právě tento typ prorůstové politiky je udržitelný. Když se meziročně zvyšují úvěry o 75 %, tak to ospravedlňuje obavy ohledně efektivity alokace financí. Jsou tedy regiony, které si vedou velmi dobře, ale na českou ekonomiku to nebude mít bezprostřední dopad. Snad to přispěje k tomu, aby se globální ekonomika posunula směrem nahoru, ale není to něco, co by bylo v ročním horizontu na stole.

Nedomnívá se, že by byl při změnách sazeb příliš aktivistický. Zároveň by ale nešel tak daleko, že by začal přistupovat k měnové politice ve stylu „když určitě v budoucnosti někdy sazby zvýším, tak je dnes raději nebudu snižovat“. Má roční horizont, vidí, že inflace se bude nacházet pod cílem a cítí tedy potřebu reagovat. Lze předpokládat, že sazby za 8 či 12 měsíců půjdou zase nahoru. Koneckonců u všech centrálních bank půjdou sazby v budoucnosti nahoru, neboť jsou nyní historicky nízké. To ale neznamená, že jsou vyloučeny úvahy o dalším snižování sazeb. Necítí potřebu debat, proč se v minulosti učinila rozhodnutí zvýšit sazby a pak je zase snížit. V roce 2008 ČNB nereagovala na krizi, ale na prudké zhodnocování koruny. Ekonomická aktivita se v té době vyvíjela velmi dobře, i když následná statistická přehodnocení ukázala, že vrchol nastal již v roce 2007. To se může opakovat, neboť v malé české ekonomice je měnový kurz přirozeně volatilní a není možné na jeho pohyby nereagovat. Souhlasí s tím, že rizika pohybu měnového kurzu jsou nyní 50:50, nemyslí, že jsou vychýlena jednostranně směrem k depreciaci. O tom koneckonců svědčí očekávání analytiků. Z hlediska rozhodování o sazbách pro něj kurz není v dané chvíli až tak důležitým vodítkem.

Pokud jde o názory viceguvernéra Hampla. Jeho úvahy považuje za velmi relevantní. Riziko, že svět touto léčbou bude vytvářet další nerovnováhy, je značné. Pro něj je to ale za rámcem dnešního měnověpolitického rozhodování. Umí si představit, že to bude vysoce relevantní v horizontu několika let. I když se dlouhodobé trajektorie mohly posunout, nyní ale ekonomika stále prochází silným cyklem, se kterým se tvůrci hospodářské politiky snaží bojovat. Proto nyní cítí potřebu reagovat na cyklus. Další úvahy jdou za horizont současného měnověpolitického rozhodování.

Viceguvernér Singer: Uvádí, že situace na bankovní radě se v čase mění. Dramatický pocit měl minule on, dnes ho má viceguvernér Hampl. Kdyby měl pokračovat v dramatickém narativním stylu, tak by řekl, že dneškem začíná chápat, jak to vypadalo ve Fedu v roce 1931 a proč se tehdy nečinilo to, co se podle klasiků činit mělo, tedy podle klasiků včetně Milтона Friedmana. Nicméně to nechce přehánět, česká ekonomika je malá a otevřená a funguje pružněji. Krize je také naštěstí nesrovnatelně slabší. Mimo jiné díky tomu, že žádná země

nenechala zkolabovat svůj finanční systém v té míře jako ve 30. letech. To je sice možná zdrojem dlouhodobých obav, ale krátkodobě to umožňuje řešit problémy poměrně klidně.

Zdá se mu, že debata se posunula do jisté míry mimo ekonomii, že začal působit psychologický mechanismus, kdy reakcí na velké překvapení se stává nečinnost ve stylu „raději nedělejme nic, neboť jsme byli šokováni a nejistoty jsou vysoké“. To ho znervózňuje, neboť to nepovažuje za způsob, kterým se překonávají krize. Pokud jde o fiskální stimuly a likviditní injekce, tak je podle něj evidentní, že dojde k jejich ukončení. Nemá pocit, že si někdo v tuto chvíli s výjimkou jedné evropské velmoci myslí, že obyvatelstvo bude vládní dluhopisy kupovat do nekonečna. To ale zároveň znamená, že to, co udržuje ekonomiku na křehkých růstech, spíše vyschne než nevyschne. V tom se ztotožňuje s guvernérem a nepovažuje to za argument pro přísnější politiku. Pokud by dosavadní stimuly zůstaly, tak bychom se ocitli ve skutečně jiném světě. Jenže to Česká republika a její centrální banka moc neovlivní.

Pokud jde o úrokové sazby z úvěrů podnikům, tak ty sice mírně klesly, ale nominálně. Roční fixace klesla více, ale v průměru tak o 0,5 p.b. Podnikům ale klesly prodejní ceny o 5 %. V tomto čtvrtletí klesnou dále o 3 % a k nule se dostanou ve 4. čtvrtletí příštího roku. Takže konstatování, že jim měnová politika uvolnila podmínky, je nesprávné. Podniková sféra má reálné úrokové sazby minimálně o 3 % vyšší než před rokem.

Úplně souhlasí s tím, že se měnová politika nachází v pásmech, kde jsou nespojitosti, nelogické reakce a další nepříjemné aspekty. Proto souhlasí s kolegyní Zamrazilovou a s kolegou Tomšíkem, že měnová politika v současnosti není o slepém pohybování úrokovou pákou a že je nutno standardní měnověpolitická opatření něčím doprovodit. V tom se s SMS hluboce neztotožňuje. Mimoto se mu stále jeví, že další rizika v širším modelu nebudou snížena přísnější měnovou politikou, než která odpovídá standardní analýze. Pokud jde o měkké úvahy, tak si vzpomíná na citát „povolte mi tvrdit, že jedna plus jedna se nerovná dvě (to je ta měkkost) a já vám ukážu, že z komína vylétají čarodějnice“. A to se pak ocitáme ve světě, který také možná ve 31. roce panoval ve Fedu v zasedačce guvernéra.

Viceguvernér Hampl: Napřed odpoví na otázku, zda se pohybuje stále v rámci měnové politiky ČNB nebo ne. Podle něj se bankovní rada nadále pohybuje v rámci, neboť citlivostní scénář je vytvořen v rámci modelu, nejde za jeho rámeček. Nad rámeček jdou ty měkké úvahy, ale to jsou pouze dodatečné argumenty, nikoli náhražka tohoto rámečku. Jde o fundamentální diskusi, na kterou nelze najít jednoduché odpovědi. Jde o stejnou diskusi, jakou vedl Greenspan, zda technologický šok je dočasný nebo permanentní. Ta také probíhala v rámci standardních modelů a byla v rámci standardních technik vyhodnocena nesprávně. Nejistota přetrvává i v tom základním rámci.

Nepovažuje za příliš silný argument, že v současnosti nejsou vidět bubliny na českém trhu. Neviditelnost je přece definiční vlastnost bublin. Když jsou už vidět, tak už je pozdě. I když má ČNB k dispozici omezená data, tak považuje za překvapující a nenormální, že v současné ekonomické situaci začaly růst nabídkové ceny bytů. Podotýká, že jeho oblíbený ekonom Kindleberger říká, že každé bublině předchází dramatický nárůst cen nemovitostí. To samozřejmě není aktuální situace v ČR nebo ve světě, ale je přesvědčen, že je nutno tyto indikátory sledovat.

Souhlasí s komentáři o fine tuningu. Má pocit, že diskuse je vedena o věcech za desetinnou čárkou v situaci, kdy nejistota je o tři až čtyři řády výše. Za normálních okolností by to byla standardizovaná úvaha a má pocit, že existuje obecná shoda na tom, že v současnosti nejde o normální situaci. Odmítá úvahy o klasicích a Fedu, to mu připadá irelevantní. To bychom pak uvažovali jako Dick Fuld, který v okamžiku, kdy už věděl, že je to na kolenou, říkal „já vím, že mě nakonec zachrání, zachránili všechny, proč by nezachránili mě“. Tyto diskuse mu připadají absurdní. Diskuse by měla být o znalostech existujících v této chvíli a nejistotách a

rizicích v existujícím rámci. Pro něj jsou v této situaci silnějším vodítkem analýzy SMS než měkké úvahy viceguvernéra Singera.

Vrchní ředitel Tomšík: Vidí poměrně jasné propojení mezi inflačním cílem a cílem finanční stability. Pokud by ČNB připustila podstřelování inflačního cíle, případně i deflaci, tak by to bylo velmi škodlivé pro reálnou ekonomiku a i s ohledem na předchozí diskusi o maržích by bylo pro podniky výhodnějším řešením ukončit aktivitu. Pak bychom viděli rostoucí defaulty a dopad do finanční stability. Pokud ČNB nebude plnit, co veřejnosti slíbila a co je dlouhodobě očekáváno, tak se to jednou odrazí ve finanční stabilitě. Dívá se na model a na prognózu a na základě toho považuje za relevantní diskusi o tom, zda snížit o 25 nebo 50 b.b. Nerozumí příliš diskusi o fine tuningu. Nepovažuje za adekvátní říkat, že sazby je nyní zbytečné snižovat, neboť někdy v roce 2011 bude s vývojem ekonomiky konzistentní zvýšit sazby. Jde o hodně vzdálenou budoucnost a takový přístup by považoval za rezignaci na měnovou politiku. Za konzistentní s prognózou považuje pokles sazeb o 25 b.b.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Doplnuje své vyjádření z 1. kola diskuse. Pro ni je rozhodující, že když dnes dojde ke snížení sazeb, tak to bude poslední pokus zacílit na bodový inflační cíl. Je to i pro ni prioritou, ale byl by to zároveň skutečně poslední a zoufalý pokus. Pokud má pravdu poradce ve stanovisku a ona ve svých měkkých úvahách, tak za měsíc, za dva nebo tři se bude nacházet ve stejné situaci, ale už nebude mít prostor v úrokové politice. Cítí se komfortní s nastavením měnověpolitických sazeb na úrovni 1,25 % a diskontní sazbě na 0,25 %. Úrokové sazby jsou dostatečně nízké, aby dlouhodobě nebránily ekonomice vyrovnat se s poptávkovou situací, ať již se bude vyvíjet jakkoli. Nemyslí si, že ani sazba na úrovni 0,25 % by poptávkovou situaci podniků mohla změnit. Ta situace se odvíjí od světové a zejména od německé ekonomiky a ne od mírných rozdílů v repo sazbě ČNB. Marginální pokles sazeb absolutně nepovažuje za něco, co by mohlo v dané chvíli ekonomice pomoci.

Vrchní ředitel Řežábek: Klade si otázku, kdo bubliny vytváří. Zda se centrální banky, např. Fed, na nich nepodílí svými příliš aktivistickými politikami.

Guvernér Tůma: Upozorňuje na komunikační problém. Pokud bankovní rada nezpochybní prognózu, tak bude velmi obtížné komunikovat ponechání sazeb na stávající úrovni.

Viceguvernér Singer: Upozorňuje, že nabídkové ceny u nemovitostí jsou ceny nerealizovaných obchodů. Jejich největší vzestup je o 5 % poté, co se ceny realizovaných obchodů propadly o 20 % v ČR mimo Prahu. Nabídkové ceny při vší účtě k datům ČSÚ nepovažuje za spolehlivý ukazatel. Upřesňuje, že do 3. čtvrtletí 2008 realizační ceny klesly z vrcholku indexu na úrovni 113 asi na hodnotu 100 a ve čtvrtletích, která ještě nejsou v datech zachycena, ten pokles dále pokračoval. Celý propad bude vidět až za další 3 čtvrtletí, neboť dno nastalo nejspíše ve 2. či 3. čtvrtletí 2009. Ještě se vrací k otázce agregátních technologií. Pokud něco vnímá z greenspanovské debaty kolem technologií, tak je to skutečnost, že technologie se nevypařuje. Není to modelová řada v konkrétní ekonomice, je to veličina, která má značnou stabilitu. Jsou to stroje a zařízení. Mrzí ho, že nebyl přítomen v době, kdy byly citlivostní scénáře navrhovány.

Viceguvernér Hampl: Argumentuje, že udržení sazeb na stávající úrovni nepředstavuje obětování cíle. Podle něj jde pouze o politiku slučitelnou s cílováním spodní hladiny tolerančního pásma cíle. Nerozumí tomu, proč padá slovo deflace. Je sice možné vést debatu o keynesiánském pojetí deflace, ale to není v současné situaci relevantní. Z diskuse na otevřené části jednání měl pocit, že viceguvernér Singer argumentoval v tom smyslu, že

nedojde k návratu na původní rovnovážné trajektorie, tedy že vývoj v předcházejících letech nepovažoval za udržitelný. Na tom je ale model postavený. Pokud jde o technologie, ponaučení z minulého vývoje je podle něj takové, že tyranie statutu quo je vždy nebezpečná intelektuálně i prakticky. Úvahy o nové ekonomice, které podle jeho paměti i viceguvernér Singer podporoval, se ukázaly být nesmyslné. V tyranii statutu quo takové úvahy pak vedou k tomu, že tvůrci hospodářské politiky nejsou schopni uvažovat jinak, neboť tak uvažují všichni ostatní. Úvaha o minulosti v české ekonomice není o tom, zda byly nebo nebyly nerovnováhy. Otázkou je, zda nebyly větší, než bylo nezbytně nutné.

Viceguvernér Singer: Konstatuje, že se nechce dostávat do obecné roviny. Poznamenává nicméně, že americká ekonomika po minimálně 7 letech růstu o 4 až 5 % klesne nyní kumulativně zhruba o 7 %. Pokud tomu tak bude, tak se jim předchozí perioda růstově dramaticky vyplácí. Za důležité považuje to, že česká ekonomika nebyla živena finančním systémem. V české ekonomice jsou výrobní kapacity, jejichž vlastníci dnes čelí o několik procentních bodů vyšším reálným úrokovým sazbám než před rokem. V okamžiku, kdy mají kapacity naplněny na tři čtvrtiny až čtyři pětiny. Udržování těchto podmínek považuje za zpochybňování smyslu měnové politiky. Pokud se naplní standardní cyklická rizika, tak to bude ČNB oprávněně kladeno za vinu.

Guvernér Tůma: Upozorňuje, že je třeba si uvědomit, že pokud jde o odhadovaný vývoj inflace, tak směrem nahoru působí v nezanedbatelné míře zvýšení nepřímých daní. Měnověpolitická inflace dosti dlouho setrvává kolem nuly a v delším horizontu roste teprve ke spodní hranici tolerančního intervalu.

Viceguvernér Hampl: Uvádí, že na horizontu měnové politiky se i měnověpolitická inflace vrací k cíli.

Guvernér Tůma: Podotýká, že tomu je tak až na horizontu 18 měsíců. Vzhledem k tomu, že po celý rok zůstává velmi nízká, považuje zachování sazeb na stávající úrovni za rezignaci na měnovou politiku.

Ředitel SMS Holub: Reaguje na jednu z předchozích poznámek viceguvernéra Singera tak, že v technickém smyslu skutečnost odpovídá poznámce, kterou viceguvernér Singer vyslovil. Prognóza míří s měnověpolitickou inflací vždy do cíle. Otázkou je, při jakých sazbách. Prognóza o tom, že sazby musí jít dolů, jinak hrozí, že inflace se dostane ještě více pod cílovou hladinu.

Viceguvernér Hampl: Rozumí tomu, že je tak model postaven, nemůže to být jinak. Dnešní debatu ale považuje za debatu o dnešním rozhodnutí. Pokud dnes zůstanou sazby zachovány, tak to pouze znamená, že inflace bude s největší pravděpodobností mířit do dolní poloviny intervalu inflačního cíle. Pokud jde o nabídkové ceny, nejistota ohledně kvality dat je obrovská, ale jiný indikátor k dispozici není. Mimo Prahu jsou v těchto datech vidět meziroční nárůsty. Nepovažuje to za zásadní informaci, pouze konstatoval, že v této situaci jde o překvapující vývoj. Ještě více ho překvapuje názor, že by ČNB měla cílovat výsledovku podniků.

Vrchní ředitel Řežábek: Měl pocit, že z několika posledních vystoupení vyplývá, že bez snížení sazeb o 25 b.b. nastane deflace. Pak by ale prognostický model musel fungovat jinak a celá dosavadní diskuse by byla zmatečná.

Guvernér Tůma: Nemá pocit, že by někdo říkal, že bez doporučeného snížení sazeb nastane deflace. Prognózu nikdo nezpochybnil a v ní je určitá trajektorie úrokových sazeb. On pouze konstatoval, že ponechání sazeb na stávající úrovni bude za této situace obtížně komunikovatelné. Na tiskové konferenci by musel zpochybnit prognózu a říci, že stejné trajektorie inflace bude dosaženo při jiné trajektorii sazeb. Potřeboval by slyšet argumenty, proč by tomu tak mělo být.

Viceguvernér Singer: Ve své předcházející intervenci pouze upozorňoval na to, že výrobní sektor, o jehož technologiích byla diskuse, má současná úroveň úrokových sazeb výrazně restriktivnější dopad než na spotřebitele. Netvrdil, že by centrální banka měla cílovat výsledovku podniků. Možná špatně pochopil viceguvernéra Hampla, ale měl pocit, že rozšiřující diskuse vedla směrem k akcentům na stabilitu finančního systému. Nechápal, jak by se stabilita finančního systému mohla zvýšit tím, že začnou bankrotovat podniky.

Viceguvernér Hampl: Má pocit, že diskuse se již točí v kruhu. On pouze zdůrazňuje, že bankovní rada má k dispozici citlivostní scénář agregátní technologie. Ten naznačuje, že změna rovnovážných trajektorií má měnověpolitické implikace. Na tom zakládá svou argumentaci. Diskusi o finanční stabilitě nevnímal tak, že její prosazování spočívá v permanentních bail-outech.

Guvernér Tůma: Dává pokyn k hlasování.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

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

Zapsal:

Jan Frait, náměstek ředitelky Samostatného odboru ekonomického výzkumu a finanční stability