

## Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 4. února 2010

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

### I. Diskuze navazující na prezentaci 1. situační zprávy

**Viceguvernér Singer:** Dotazuje se sekce měnové a statistiky (dále jen SMS), zda soubor nových údajů o signálech růstu v eurozóně, které se objevily po ukončení přijímání dat do prognózy, něco mění na předpovědích modelu. Zdá se mu, že šlo o poměrně pozitivní signály.

*Odpoověď SMS: Tyto údaje dle našeho názoru nelze přeceňovat. Jak bylo poukázáno i v minulých SZ, jednotlivé předstihové ukazatele nejsou tvrdá data. Vyznění jednotlivých ukazatelů vnímáme jako smíšené. Například u indexu nákupních manažerů se domníváme, že není příliš vidět vliv odeznění šrotovného a podobných zakázek, což je pozitivní signál. Den po zveřejnění indexu nákupních manažerů ale přišel údaj o prodeji aut v Německu za leden, který byl komentován jako nejnižší za posledních dvacet let, což odpovídá historice „kocovina po šrotovném“.*

**Viceguvernér Singer:** Příloha 2 obsahuje aktuální konjunkturální vývoj. Vývoj cen za těžební průmysl osciluje meziměsíčně v řádu desítek procent. Jak SMS hodnotí spolehlivost těchto údajů? Lze v nich vidět nějaké vodítko? Vyjadřuje pochybnosti o spolehlivosti dat.

*Odpoověď SMS: Jedná se o ceny na domácím trhu, vývoz není zahrnut. Máme k tomu pouze jistou anekdotickou evidenci o tom, že v těžebním průmyslu vypadly určité exportní zakázky. Lze spekulovat, že těžební průmysl má volnou kapacitu a snaží se cenově prosadit v zahraničí. Obecně SMS v současné době diskutuje o smyslu a spolehlivosti konjunkturálních šetření a pravděpodobně přijde s návrhem na významnější změnu, pokud ne přímo zrušení těchto šetření. Je vidět, že čím více se jde do disagregace těchto dat, tím více jsou problematictější. Navíc se jedná o sezónně neočištěné údaje.*

**Viceguvernér Singer:** Při pohledu na Beveridgeovu křivku má pocit, že narážíme na určitý strop 30 000 volných pracovních míst. Vysvětlení se sice nabízí, ale chtěl by znát názor SMS.

*Odpoověď SMS: Očekáváme, že Beveridgeova křivka se bude vyvíjet tak, že nedojde k poklesu počtu volných pracovních míst a dojde k nárůstu počtu nezaměstnaných osob na zhruba 550 000. Pak se křivka bude postupně vracet zpátky, počet nezaměstnaných osob poklesne.*

**Viceguvernér Singer:** V situační zprávě (dále jen SZ) na straně 14 jsou uvedeny dva grafy: národohospodářská produktivita práce a nominální jednotkové mzdové náklady. Hodnoty v 1.Q 2009 jsou zrcadlově převrácené, což je intuitivní, ale vrchol v grafu nominálních jednotkových mzdových nákladů v 1.Q 2008 jakoby neměl protějšek v grafu národohospodářské produktivity. Táže se SMS, zda za tímto stojí výrazný růst mezd nebo jiný faktor?

*Odpoověď SMS: Jedná se o efekt zaměstnanosti. Zároveň byl počátkem roku 2008 pozorován vrchol v růstu mezd, včetně daňových optimalizací. V rámci těchto optimalizací probíhaly přesuny odměn z konce na začátek nového roku.*

**Viceguvernér Singer:** Dotazuje se na tempo růstu implikované agregátní technologie, kdy je předvídan návrat k hodnotě 3,5 % už v 1.Q a 2.Q 2010. Nejedná se o příliš optimistický předpoklad?

*Odpověď SMS: Nejistota samozřejmě existuje, ale dokážeme si představit, že ekonomické oživení nás může pozitivně překvapit. Tempo růstu implikované agregátní technologie volně koreluje s tím, co je vykazováno jako národohospodářská produktivita práce. Rovněž prognóza národohospodářské produktivity práce implikuje oživení temp růstu někde k průměru 3-3,5 %, takže zjevná nekonzistence zde není. SMS se odvolává ve svém nastavení rovnováh na studii MMF, ve svém stanovisku k SZ ji trochu zpochybňuje poradce, který se odvolává na studii OECD. U studie OECD se ale ukázalo, že není napsána úplně jasně. V této studii jsou prezentovány grafy dopadu finanční krize na potenciál, ale není explicitně řečeno, zda se jedná o dopad na růst potenciálu, nebo na úroveň potenciálu. Výsledky vychází z rovnice pro tempa růstu potenciálu, ale pak je to interpretováno pro úrovně a přechod mezi růstem a úrovní potenciálu není úplně jasně popsán. Poradce ve svém stanovisku k SZ stejně jako MMF to interpretuje tak, že se jedná o dopad finanční krize na růst potenciálu. Nicméně po e-mailové komunikaci s autory této studie se zdá, že to je dopad finanční krize na úroveň potenciálu, což je samozřejmě řádově menší dopad. Ze studie je pak vidět, že zhruba po čtyřech letech se dopad krize na úroveň potenciálu zastavuje. To znamená, že tempo růstu se musí vracet zpátky na předkrizové tempo, což by kvalitativně odpovídalo výsledkům MMF a dokonce odhadnutá hloubka propadu úrovně potenciálu je poměrně malá, 4% v případě tzv. „severe crisis“, takže ani studie OECD dle SMS nějak zásadně nepochybňuje, jak má SMS nastavené rovnováhy. Pochopitelně nejistota v nastavení rovnováh zůstává velká. SMS tuto otázku s poradcem diskutovala a poradce se kloní k interpretaci SMS, aniž by ovšem nějak změnil doporučení ze svého stanoviska k SZ.*

*Poradce: Souhlasí se SMS. Studie OECD byla obdobně mylně interpretována i v MMF Regional Economic Outlook.*

**Viceguvernér Singer:** Box o BRICu je zajímavý, nicméně není dostatečně ambiciózní a je bez vyznění. Box neříká, co by si z něj bankovní rada měla vzít ani z hlediska globálního oživení. Doporučuje, aby tyto boxy byly více zapojeny do vlastní prognózy.

*Odpověď SMS: Bereme to jako námět k doplnění. Chtěli jsme představit problematiku bez jednoduchého závěru. Lze dodat, že EU je nejvýznamnější partner pro BRIC, což jsme bez této analýzy netušili. Příště bude box zaměřen více na závěry.*

**Viceguvernér Singer:** Chápe, že vypracování části o předpokladech o vývoji fiskální politiky je značně analyticky náročné. Domnívá se, že by tato část SZ stála za obsáhlejší komentář i propojení z hlediska budoucnosti. Byl by to užitečný trénink vzhledem k tomu, co nás v oblasti fiskální politiky možná čeká. Veřejné finance se dramaticky začínají posunovat od trajektorií, na kterých byly, a je možné, že po volbách ke korekci nedojde. Dává ke zvážení, jak fiskál lépe propojit s prognózou.

*Odpověď SMS: Námět bereme. V novém sloučeném dokumentu (SZ a ZoI) plánujeme, že fiskál by dostal mnohem větší prostor, než je tomu dnes ve stávající Zprávě o inflaci. Čtenář by byl seznámen s konceptem strukturálního salda a s konceptem fiskálního impulsu a více či méně zapojen do příběhu o tom, jak fiskál ovlivňuje naši prognózu. Chceme jít systematickým přístupem a navázat na dva boxy zpracované na podzim 2009, které se věnovaly dvěma opatřením – protikrizovému balíčku a úspornému balíčku – a snažily se najít vliv těchto balíčků na prognózu fiskálu rigorózní metodou.*

**Viceguvernér Singer:** Dnes se mu zdá, že měnověpolitické rozhodování je trochu jednodušší, i když si to kolegové nemusí myslet. K SZ má poznámky z hlediska češtiny. 1) Podle něj výraz „z titulu“ není spisovný, místo toho se používá například „kvůli“ nebo „zapříčiněných“. 2) Vyznění prognózy je oblíbená fráze v SZ. Přijde mu, že to implikuje jako kdyby vyznění

prognózy a prognóza byly něco jiného. Jednodušší by bylo říkat prognóza. 3) Místo výrazu odpočet prognózy by bylo srozumitelnější používat výraz srovnání prognózy s předchozí.

*Odpověď SMS: Za náměty k formulacím děkujeme.*

**Vrchní ředitel Holman:** Má poznámku k predikci fiskální politiky na rok 2011. Fiskální politika je dle něj v současné době nepredikovatelná. Do jaké míry bere prognóza SMS v potaz efekt vytěsňování? MMF varuje, že očekávaný nárůst spotřeby vlády by mohl významně vytlačovat soukromou poptávku. Počítá prognóza s tímto vývojem a jaká rizika hrozí pro českou ekonomiku?

*Odpověď SMS: MMF zmiňuje efekt vytěsňování možná na základě schůzky se SMS, kdy jsme my sami o něm hovořili. S efektem vytěsňování do určité míry počítáme a dopady fiskálu na prognózu HDP nejsou jedna ku jedné. Počítáme jak s „crowding-out“, tak i s „crowding-in“ v případě úsporných opatření. Efekt má dvě roviny. Jednak přes vládní spotřebu, což je částečně vidět i z grafu změn úrokových sazeb, a jednak přes transfery a pak následně do spotřeby a úrokových sazeb. Z hlediska modelových mechanismů je s tímto problémem pracováno konsistentně, byla obměňována výše „country risk premium“, což mělo dopad na kurz a byly měněny i náklady investic.*

**Vrchní ředitel Holman:** Při prognóze vývoje mezd SMS počítá s tím, že dochází ke změně struktury v důsledku propouštění zaměstnanců s nižší kvalifikací. Počítá SMS i se zpětným vývojem, tj. až se zaměstnanost bude zvyšovat, budou se zpětně najímat zaměstnanci s nižší kvalifikací?

*Odpověď SMS: S tímto efektem počítáme. Na začátku roku 2011, nebo jakmile uvidíme obrat na trhu práce, provedeme očištění dat de facto se zpětným znaménkem.*

**Vrchní ředitel Holman:** SZ uvádí, že v první polovině letošního roku se očekávají výrazně kladná meziroční tempa růstu vývozu, poté dočasný útlum kvůli výhledu zahraniční poptávky ve tvaru „W“ a následně opět reálný růst až o 7 %. Chce připomenout slova generálního ředitele MMF, který nedávno vystoupil s tím, že růst exportu zřejmě nebude takový, jaký jednotlivé země reportovaly do MMF, protože neodpovídá očekávaným dovozům. Nakolik je prognóza SMS vysokých temp růstu vývozu reálná?

*Odpověď SMS: Výrok generálního ředitele MMF jsme samozřejmě zaznamenali. Prognóza vývozu odráží výhled zahraničního HDP. Efektivní zahraniční poptávka z hlediska vývozu má zhruba čtyřnásobnou amplitudu než HDP eurozóny. To znamená, že tempa vývozu kolem 7-8 % dosahujeme při 2% růstu v eurozóně. Lze dodat, že při zvažování vlivu na obchodní bilanci máme specifikum, že téměř veškeré části domácí poptávky budou hodně utlumeny.*

**Vrchní ředitel Holman:** Dle SZ se v průběhu roku 2010 očekává postupný nárůst inflace u všech významných obchodních partnerů až těsně pod hranici 3 %, kde by měla setrvat i v průběhu roku 2011. Tento údaj zřejmě pochází z Consensus Forecast. Proč by měla inflace setrvat pod hranicí 3 %? Jaká historka je za tím? Je to předpoklad utážení měnové politiky nebo něco jiného?

*Odpověď SMS: Vycházíme z lednového Consensus Forecast. Výhled na rok 2011 může implicitně obsahovat i určitou reakci ECB, ale spíše to ještě odráží výhled oživení zahraniční ekonomické aktivity ve tvaru „W“. Je těžko kvantifikovatelné do jaké míry je tam obsažena předpokládaná reakce ECB. Nicméně Consensus Forecast nepracuje s nějakou masivní inflační vlnou, inflace se v průměru vracejí k cílům v daných zemích.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Souhlasí s viceguvernérem Singerem a vnímá dnes měnověpolitické rozhodování jako trochu jednodušší než obvykle. Dotazuje se SMS na předpoklad snižování rozpětí mezi sazbou PRIBOR a měnověpolitickou sazbou. Zapisovatel

se tomuto tématu věnoval ve svém stanovisku k SZ. Zvyšování prémie při snižování měnověpolitických sazeb vedlo k menšímu než zamýšlenému uvolňování měnové politiky. Dotazuje se, co můžeme v tomto ohledu očekávat v budoucnu. Kdybychom se dostali do opačné pozice, tj. v případě potřeby zpřísňování měnové politiky při snižování rozpětí mezi měnověpolitickou sazbou a 3MPRIBOR bychom se teoreticky mohli dostávat na podstatně rychlejší trajektorii nárůstu měnověpolitických sazeb. Je to věc na zvážení, může to mít nějaký vliv a měli bychom se nad tím zamyslet.

*Odpověď SMS: Implikace kreditní prémie na mezibankovním trhu není úplně triviální, protože jsme blízko bodu obratu sazeb. Pokud by se prémie udržovala nyní vyšší, tak pro aktuální čtvrtletí by to znamenalo, že bychom měli sazby spíše snižovat. Na druhou stranu v delším výhledu, kdy už sazby mají jít nahoru, tak samozřejmě čím by prémie byla vyšší, tím menší tlak by existoval na zvyšování repo sazby. Podle naší prognózy kreditní prémie klesá na hodnoty 0,2 p.b., což je dlouhodobý průměr pozorovaný za období i daleko před krizí a v tom se odráží obyčejná časová prémie, pod kterou předpokládáme, že by rozdíl mezi 3M PRIBOR a repo sazbou neklesl a na této úrovni se stabilizoval. V souladu s úvahou vrchního ředitele Řežábka by pokles prémie mohl v některých případech vést k autonomnímu uvolňování měnové politiky rychlejšímu, než by bylo adekvátní. Takovou situaci musíme samozřejmě nejprve pozorovat, abychom se na ní eventuálně mohli přizpůsobit.*

**Viceguvernér Singer:** Doporučuje se podívat na kreditní prémii nějakým redukováným dynamickým modelem, pokusit se jí tímto modelem vysvětlit a současně do tohoto modelu přidat volatilitu na zahraničních emerging finančních trzích třeba v ekonomikách BRIC. Tato volatilita by mohla být předstihovým indikátorem. V tomto ohledu je patrně třeba brát v úvahu asymetrii spočívající v tom, že prémie by možná mohla být omezená na nulu a tím i censorovaná. Bylo by zajímavé se na tento problém podívat. Dává k zvážení, zda to je analýza více pro SMS, nebo pro samostatný odbor finanční stability (dále jen SAO EVFS). S premií je spojena spousta otázek a prognózu svým způsobem ovlivňuje více, než řada jiných jevů, které jsou debatovány. Upozorňuje, že ECB má de facto dvě sazby.

*Odpověď SMS: Během krize jsme naše předpoklady o vývoji této prémie vztahovali zejména k vývoji obdobné prémie pozorované v zahraničí, konkrétně Euribor versus EONIA. Refinanční sazbu ECB nebereme v potaz z toho důvodu, že momentálně není relevantní. Teoreticky je prémie kladná, pouze pokud by byla silná očekávání poklesu sazeb, tak by prémie mohla být záporná. SMS v současnosti na modelu kreditní prémie pracuje.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Komentuje vývoj na trhu práce v reakci na prezentaci SMS. V roce 2011 nákladové tlaky budou narůstat se zrychlujícím se růstem mezd. Nezaměstnanost poroste v roce 2010 a jestliže čekáme mzdové tlaky v roce 2011, pak je otázkou, kdy na tyto mzdové tlaky bude vpředhledící měnová politika reagovat. Vpředhledícnost měnové politiky bude čtvrt roku, nebo zůstává standardně minimálně jeden rok? Mohou mít tyto faktory vliv na rychlejší reakci měnové politiky, než jak bylo nyní prezentováno SMS?

*Odpověď SMS: Už nyní nastavení úrokových sazeb vychází z předpokladu nárůstu mezd a pokud nastane ještě rychlejší růst mezd, než čekáme, pak by v následujících prognózách bylo nastavení úrokových sazeb přizpůsobeno přesně tomuto výhledu. Inflační tlaky zapříčiněné mzdovým vývojem začnou sílit až v roce 2011, zejména v jeho druhé polovině, a předpokládaná trajektorie sazeb je zvyšování od druhé poloviny 2010, což koresponduje se zmiňovaným ročním předstihem.*

**Vrchní ředitel Řežábek:** Byla komentována stabilita sazeb v prvním pololetí tohoto roku kolem stávající úrovně a pak mírný nárůst. Nevšiml si, že by byl používán termín kolem stávající úrovně. Co je myšleno tímto termínem? Protože buď je stabilita, nebo není. Není jasné, co se myslí termínem kolem úrovně.

*Odpoověď SMS: Stabilitu sazeb komentujeme jako „poblíž“, nikoliv „kolem“ stávající úrovně.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Dotazuje se na implikovanou trajektorii úrokových sazeb. Pokud se na tento problém podívá čistě modelovou optikou, tak má následující otázku. SMS předpokládá, že 3M PRIBOR by měl v 1.Q 2010 spadnout v průměru na hodnotu 1,3 %. Nicméně za leden je průměrný 3M PRIBOR 1,55 %, což je dost velký rozdíl vzhledem k tomu, aby se 3M PRIBOR dostal na předpokládanou úroveň 1,3 %. To by znamenalo, že v únoru a v březnu by 3M PRIBOR musel jít ještě výrazně dolů. SMS se tomuto problému trochu vyhýbá a říká, že s prognózou je konsistentní repo sazba přibližně na úrovni 0,9 %. Zároveň komunikujeme, že úrokové sazby zůstanou zřejmě v první polovině roku beze změny a pak můžeme očekávat nárůst sazeb. Nicméně pokud budeme takto publikovat implikovanou trajektorii úrokových sazeb, jak to vysvětlíme veřejnosti? Je zde nekonzistence mezi tím, co o kreditní prémii očekává SMS a co očekává trh. SMS sice čeká pokles premie, nicméně trh ji nepředpokládá. Nejsme tedy de facto nekonzistentní s tím, co model říká, tj. že by tam byl prostor ještě pro snížení sazeb? Má SMS nějaké argumenty, proč nediskutujeme o snížení sazeb?

*Odpoověď SMS: Snížení sazeb SMS nedoporučila, jelikož se domnívá, že by se jednalo o jemné doladování a přijímá volnější interpretaci. To, že bychom nedosáhli numerické hodnoty 3M PRIBOR 1,3 % v tomto čtvrtletí, je věcí, se kterou se můžeme smířit. Stávalo se to opakovaně i v minulých čtvrtletích, a přesto jsme celkově vyhodnotili snižování sazeb a uvolňování měnové politiky jako v souladu s prognózou. Ty desetinky se nelze snažit dohnat vzhledem k tomu, že bychom teď museli snížit měnověpolitické sazby na 0,75 % a příští měsíc zase zvýšit na 1 %, abychom byli v průměru na hodnotě 0,9 %, kterou implikuje prognóza.*

**Viceguvernér Singer:** Není to frustrace SMS nad tvrdohlavou bankovní radou, že SMS nenavrhl snížení sazeb?

*Odpoověď SMS: Není, frustrovat se nenecháme. Čistě mechanicky je pravda, že kdybychom bývali snížili sazby minule o 0,5 p.b. místo 0,25 p.b., tak optikou této prognózy by to chyba nebyla. SMS ale volila volnější interpretaci vzhledem k tomu, že jsme blízko bodu obratu sazeb, podobně jako jsme volnější interpretaci volili na začátku roku 2008, kdy taktéž prognóza numericky doporučovala zvyšovat sazby o 50 b.b. s tím, že v druhé polovině roku lze očekávat snižování sazeb. Tehdy jsme to také vyhodnotili méně mechanicky a doporučili zvýšení sazeb pouze o 25 b.b. s tím, že přechod bude pozvolnější. Teď se chováme analogicky. Čistě mechanicky by tam prostor pro další snížení sazeb byl, ale do této mechaniky se nám v měnověpolitickém doporučení moc nechtělo.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** Ptá se na nekonzistenci objemu mezd, průměrné mzdy a poklesu zaměstnanosti. SMS se tomuto problému věnuje docela dost a v jedné poznámce pod čarou v SZ uvádí, že nekonzistence ve vývoji objemů mezd z národních účtů a z ostatních relevantních statistik je až 2,7 p.b. To lze hodnotit jako velký rozdíl. SMS říká, že statistický úřad neposkytl adekvátní vysvětlení a pouze konstatoval, že se jedná o různé metodiky. Při pohledu na citlivostní scénář mezd nevidí příliš velký rozdíl vůči výsledkům základního scénáře pro tempo růstu nominálních mezd. Zatímco rozdíly v tempu nominálních mezd jsou dle různých metodik v řádu cca 3 p.b., rozdíl mezi citlivostním a základním scénářem je v řádu desetin. Pouze pokud je přidán do citlivostního scénáře i šok vyšší produktivity, tak teprve potom je rozdíl v tempu nominálních mezd podle scénářů větší. Nepodceňuje citlivostní scénář tuto mzdovou nekonzistenci, která vychází až 3 p.b.? Dotazuje se SMS, zda citlivostní scénář dostatečně pokrývá nejistotu.

*Odpoověď SMS: Model je lineární a scénáře lze přímou úměrou násobit. Lze stěží zracionalizovat současný růst mezd v průmyslu na úrovni 10 %. Žádnými odhady, které byly*

*provedeny ohledně nemocnosti, struktury zaměstnanosti nebo daňové optimalizace, nelze dojít k tak vysokému číslu. Zároveň SMS obdržela anekdotickou evidenci, že průmysl odhaduje růst mezd za minulý rok kolem 1 %, což SMS považuje za realističtější. Celkově se SMS domnívá, že citlivostní scénář dobře aproximuje existující rizika. Statistické a mimořádné faktory určitý vliv hrají, i když existuje nejistota o síle toho vlivu. Pracovat v prognóze s vykazovaným růstem mezd lze považovat za extrémní variantu. Navíc z pohledu modelu je realističtější varianta citlivostního scénáře s vyšší mzdou i produktivitou, než varianta pouze s vyššími mzdami. Pokud bychom do modelu dali pouze pozorování vysokých mezd, ale zároveň model by nepozoroval, že by někde vznikaly inflační tlaky, tak by model zřejmě vyhodnotil produktivitu práce výše a generoval by z toho inflační tlaky spíše menší než větší. Citlivostní scénář zhruba pokrývá rozsah scénářů nejistoty. Když SMS zkoumala distribuci mezd a předpokládala i extrémní hodnoty, např. že téměř veškerá nezaměstnanost nastane v nízkopříjmových skupinách, tak přesto nebyla schopna vygenerovat obrovský nárůst mezd, který je v současnosti vykazován.*

**Vrchní ředitel Tomšík:** SMS na počátečních schůzkách k prognóze identifikovala velkou nejistotu dat z výkonové bilance. Za loňský rok je to u výkonové bilance historické maximum, řádově 140-180 mld. SMS předpokládá revizi dat. Obchodní bilance u ostatních střeoevropských zemí, konkrétně u Slovenska už od poloviny loňského roku směřují z minusu do velkých přebytků řádově 50 mld. EUR. Podobná data jsou i u Polska, kdy už od ledna 2009 klesá deficit. To samé u Maďarska. Kvalita dat je u nás opravdu natolik špatná, nebo to ukazuje na trend, že ve střeoevropských zemích dovoz klesal ještě výrazněji než vývoz? V tomto ohledu existuje velká nejistota a otázkou je, jak na to bude reagovat kurz. Je výkonová bilance podle SMS nadhodnocena?

*Odpověď SMS: Identifikovali jsme nekonzistenci mezi výkonovou bilancí a finančními toky, což se projevuje posléze v položce platební bilance chyby a opomenutí, kterou máme víceméně trvale zápornou. To znamená, že nám chybí identifikace nějakého odlivu. Začali jsme u našich zdrojů tzn. bankovní výkaznictví, ale ukázalo se, že i když se nám zdál nějaký údaj nekonzistentní, tak jej banky přesto potvrdily. Další zdroj, který máme k dispozici, je šetření o vývozních pohledávkách a závazcích, do kterého přispívá asi 500 subjektů. Nelze samozřejmě vyloučit, že je zde určité opomenutí, ale do poslední doby tyto údaje o vývozních pohledávkách a závazcích zapadaly do celkového obrázku. Obrátili jsme se i na statistický úřad, kde jsme identifikovali jisté podezření týkající se statistiky zahraničního obchodu, kde existují tzv. DIČ, tj. subjekty, které jsou přihlášeny v ČR z daňových důvodů. V této statistice se registruje přeshraniční pohyb zboží, přičemž v národních účtech a v platební bilanci se registruje změna vlastníka, respektive změna mezi rezidentem a nerezidentem. Neformálně jsme tuto otázku diskutovali i s ostatními zeměmi. Nejlepší doporučení je očišťovat statistiku zahraničního obchodu o pohyby, které v sobě neodrážejí přidanou hodnotu, což je ale hodně obtížné, protože stávající metodika Eurostatu je taková, že by se měly všechny tyto pohyby včetně pohybu zboží vlastníků DIČ zaznamenávat. Další možnost nekonzistence je vzhledem k rozdílu v cenách. Známý je už zmiňovaný příklad s jedním výrobcem hraček, kdy produkce se vykáže v jiných cenách, než ve kterých zahraniční vlastník svou produkci vyváží a dochází tak k transferu ceny. To by se podle doporučení Eurostatu mělo odrazit zrcadlově v položce dovozu služeb. Problém je ale v tom, že statistický úřad má údaje, na základě kterých tuto úpravu v input-output tabulkách může provést, s relativně velkým zpožděním. Právě v případě hraček, kdy vývoz byl vykázan původně větší než produkce, tato úprava byla provedena, tento jednotlivý případ byl ošetřen a zaznamenán jako dovoz služeb. Nicméně debata se statistickým úřadem je teprve na začátku a nemáme identifikované žádné další případy. Máme pocit, že výkonová bilance je nadhodnocena a rozdíl mezi výkonovou bilancí a cash flow se zvětšuje. Chyby a opomenutí se pohybují okolo 20 miliard.*

**Viceguvernér Singer:** SMS sladila údaje ze statistik průměrných mezd a národních účtů. Nedaly by se údaje o mzdách porovnat i s finančními údaji podniků, byť tato data jsou publikována s jistým zpožděním? Porovnání by šlo provést alespoň na minulosti. U finančních údajů podniků se samozřejmě projevuje lidská práce jako nákladový faktor.

*Odpověď SMS: Tato problematika je uvedena v příloze 3 na straně 10, kde je prezentován graf, jak se vyvíjí osobní náklady. Měli jsme k tomuto tématu k dispozici i jednu prezentaci z Citibank, ale přímo jsme konsistenci mezi těmito údaji nekontrolovali. Můžeme se na to pochopitelně podívat. Podle posledních údajů osobní náklady klesají o 5-6 % meziročně, přičemž pokles zaměstnanosti je o 10-12 %, což by implikovalo nárůst průměrné mzdy zhruba kolem 5 %, ale může to být právě o tom, že podniky propustily nejhůře placené zaměstnance, takže i při 10% snížení zaměstnanosti dosáhly jen 5-6% snížení osobních nákladů.*

**Guvernér Tůma:** Model je nastaven tak, že předpokládá konvergenci vůči vyspělejším zemím a teď minimálně tři roky česká ekonomika nebude vůbec konvergovat. Dotazuje se SMS na expertní úpravy, které byly v modelu provedeny, aby zastavení konvergence po řadu let nedeformovalo předpovědi modelu. Nepředpokládá, že by SMS přestavěla model celkově.

*Odpověď SMS: Bylo expertně sníženo tempo růstu technologií.*

**Guvernér Tůma:** Trh nebo analytici předpokládají větší apreciaci kurzu, což mu připadá nekonsistentní. Z hlediska ekonomické konvergence se mu nezdá, že by převládal významný růstový diferenciál mezi ČR a eurozónou.

*Odpověď SMS: Lze si představit, že v ČR bude vygenerován větší přebytek v čistých exportech a v čistých zahraničních aktivech, což krátkodobě může vyvolat trochu silnější kurz kolem dlouhodobého trendu. SMS nevidí moc silný důvod přehodnocovat rovnovážnou apreciaci.*

**Guvernér Tůma:** Dotazuje se na fiskál. SMS v současnosti tvrdí, že schodek vládního sektoru je celý strukturální, přitom zhruba před rokem tvrdila, že zde je i stejně velký vliv cyklu a že po uplynutí krize cyklická složka vypadne. Do roku 2006 cyklická složka deficit snižovala a poté následoval strukturální deficit. To mu neladí se zdravým rozumem, protože byl zaznamenán velký výpadek na příjmové straně a za tím vidí i vliv cyklu.

*Odpověď SMS: Je to právě kvůli „nešťastné“ metodě ESCB, která nepočítá mezeru výstupu jako souhrnný indikátor, ale filtruje dílčí makroekonomické báze. Naopak strukturální saldo metody Evropské komise zohledňuje mezeru výstupu a hluboký ekonomický propad v letošním a minulém roce, a tím se cyklická složka dostává v letech 2009 až 2010 do záporných hodnot. Metoda ESCB taktéž vnímá zhoršování zapříčiněné cyklickou složkou, ovšem na vyšších hladinách. Ve srovnání s metodou Evropské komise se ovšem dostává do záporných hodnot pouze mírně, což lze vysvětlit tak, že v loňském roce metoda ESCB zohledňující makroekonomické báze musela reflektovat 1) vývoj spotřeby, která neklesala a zvyšovala svůj podíl na HDP, 2) vývoj průměrné mzdy v soukromém sektoru, která příliš neklesala, stejně jako i mzdy ve veřejné sféře a 3) výběr nepřímých daní nebyl zdaleka tak slabý, jak by odpovídalo propadu mezery výstupu. Cyklická složka tak přispěla významně ke zhoršení veřejných rozpočtů a s ohledem na výsledky těchto dvou metod lze vidět existující nejistotu ohledně dna propadu.*

*Evropská komise používá při odhadu mezery výstupu metodu produkční funkce. Trajektorie odhadu mezery výstupu je podstatná pro pochopení strukturálního salda. Je vidět, že metody produkční funkce identifikují obrovské přehřátí před krizí a ex post hodnotí strukturální saldo daleko hůře, než bylo ex ante vnímáno. Velký pozitivní cyklický příspěvek před krizí nyní vypadl, ale současný negativní příspěvek mezery výstupu je hodnocen jako relativně malý, protože mezera výstupu je momentálně okolo -2 %, což při elasticitě zhruba 50 %, nebo při*

*elasticitě mírně nižší než 50 %, přispívá zhruba jen jedno procento do schodku. Zhoršení cyklické složky od vrcholu ke dnu ekonomické aktivity je obrovské, ale výše zmíněné metody to interpretují jako přehřátí před krizí, ne jako výraznou negativní mezeru výstupu v současnosti. To samozřejmě může být technický artefakt těchto metod způsobený například vychýlením na konci vzorku.*

## **II. Uzavřené jednání BR**

**Viceguvernér Singer:** Zdá se mu, že ekonomické oživení se rýsuje a že odklad oživení by vyžadoval hrubý ořez ve formě hrubých chyb hospodářských politik nebo jiný výrazný negativní šok. Měnověpolitické rozhodování dnes není příliš těžké. Nicméně má nějaké poznámky, aby měl zapisovatel co zapisovat.

Domnívá se, že předpoklad návratu marží na obvyklé úrovni je tažen do jisté míry určitou symetrií modelu a iluzí, že svět je jako „guma, která se vychýlí a vrátí“. Zdá se mu, že krizi přežijí zejména ty podniky, které mají nižší náklady proti původnímu stavu věcí. Klade si otázku, zda to povede k tomu, že podniky budou schopny dosahovat vyšších marží i při nižším růstu cen, jelikož podniky, které nedostatečně seškrtyly náklady nebo měly shodou okolností nákladovou strukturu horší, zkrachují. U malých výkyvů běžných cyklů tato úvaha nemusí hrát tak velkou roli, ale přijde mu, že právě u tohoto cyklu to roli hrát může. To vnímá jako riziko opačným směrem, než většina předpokládá.

Klade si otázku o předpokladech prognózy. Na jednu stranu SMS pracuje s optimistickými předpoklady o růstu technologií. Na druhou stranu je investiční aktivita v druhé půlce roku poměrně nízká, což je v rámci prognózy riziko opačným směrem. Přitom by předpokládal, že podniky, které přežijí a postupně začnou získávat úvěry, budou využívat příležitosti k expanzi. Není si jistý konečným vyzněním těchto jevů. Je to riziko prognózy, které vnímá nad rámec evidentních rizik.

**Viceguvernér Hampl:** Při dané míře nejistoty souhlasí s doporučením sekce.

**Vrchní ředitel Řežábek:** Jak už říkal při otevřeném jednání, situace je dnes jednodušší, takže jednání nebude prodlužovat.

**Vrchní ředitel Holman:** Převažují spíše proinflační faktory. Inflace začala v posledním čtvrtletí růst, i když se stále pohybovala pod spodním okrajem tolerančního pásma. Ekonomická aktivita v třetím čtvrtletí vzrostla, průměrná mzda se rychle zvýšila, i když je to v určité míře v důsledku změn ve struktuře zaměstnanosti nebo v nemocnosti. Marže výrobců jsou nadále stlačené, což asi bude v budoucnu vytvářet proinflační tlaky.. Předpoklad snížení potenciálního produktu a technologií považuje za matoucí a neví, proč by k tomu mělo dojít. Poklesu potenciálního produktu příliš nevěří. Nicméně pokud by k tomu došlo, tak je to zase spíše proinflační tlak. Takže převažují proinflační faktory, i když jsou nyní spojeny s větší nejistotou. Sazby by na dnešním zasedání neměnil.

**Vrchní ředitel Tomšík:** Srovnáme-li současnou prognózu s minulou, historika o ekonomickém oživení zůstává stejná. Potvrzuje se ekonomické oživení ve tvaru „W“, i když, jak již poznamenala SMS, ne tolik silně. Implikovaná trajektorie úrokových sazeb je taky podobná minulé prognóze, i když zvýšení sazeb se oddaluje o jedno čtvrtletí. Domnívá se, že domácí inflační tlaky nejsou patrné, ale zároveň zdůrazňuje, že se jedná o dočasný stav. Jak již zde zaznělo, je to diskuze o maržích výrobců, protože vyvstává otázka, zda podniky budou již druhý rok schopny přežít s nulovými až zápornými maržemi. V případě, že by měly



signály o růstu zahraniční poptávky, budou se snažit zvedat své marže a tím pádem se vytvoří tlak na růst inflace.

I když na jednu stranu říká, že na základě prognózy je zde určitý prostor i pro diskuzi o snižování měnověpolitických sazeb, tak je v této chvíli víceméně spokojený s doporučením sekce. Jak již zaznělo na otevřeném jednání, je zde otázka, jestli se máme snažit za každou cenu o jemné doladování měnové politiky a dotlačit aktuální PRIBOR na předpoklad prognózy v 1.Q 2010, což znamená průměr 1,3 %. Domnívá se, že by to bylo až příliš velké rozkmitání, protože dostat se na hodnotu 1,3 % by bylo velmi složité.

Robustnější oživení ekonomické aktivity lze očekávat až v roce 2011, z tohoto důvodu se mu zdá historika makroekonomického vývoje podobná jako v minulé prognóze, a zvyšování sazeb vidí spíše na později. Druhý faktor, který ukazuje na pozdější zvýšení sazeb, se týká vývoje očekávaných tržních sazeb v eurozóně, kde se ukazuje, že Consensus Forecast zvyšování sazeb rovněž oddaluje.

**Guvernér Tůma:** Ve srovnání s loňským létem, kdy se postupně začala ukazovat historika mírného oživení ekonomické aktivity, a kdy se začalo mluvit i o oživení ve tvaru asymetrického „W“, je nejistota menší a tyto historiky se postupně spíše potvrzují. Tehdy byla nejistota, zda nepřeváží rizika směrem dolů a neobjeví se další negativní šok. To souviselo samozřejmě i s pochybnostmi o dalších možných problémech ve finančním sektoru. Zdá se, že v tomto smyslu má česká ekonomika i eurozóna, potažmo svět, nejhroší za sebou.

Vyjadřuje se k maržím. Jak již bylo zmíněno, SMS předpokládá, že marže se budou vracet na obvyklou úroveň a tím budou působit jako proinflační faktor. Připomíná debatu se zástupci zaměstnavatelských svazů a zaměstnavatelů, kteří reprezentovali dost podstatnou část ekonomiky. Tito zástupci uvedli, že drží volné kapacity a že jsou bez velkých problémů schopni okamžitě zvýšit produkci o 20-30 %. Dle jejich názoru krize neeliminovala kapacity. Většině firem se daří více či méně udržet zaměstnance i fyzické kapacity. To by znamenalo, že jsou poměrně rychle schopni zvýšit produkci a sedělo by to na historiku SMS, že žádné velké rychlé oživení v oblasti investic kvůli existujícím kapacitám nelze čekat. Rozumí argumentaci v SZ, která vyznívá proinflačně, ale vidí i silnou argumentaci, že tento proinflační faktor se nenaplní.

Otazník se vznáší i nad fiskálem. Zdá se, že strukturální deficit vládního sektoru je a bude větší, než se před rokem nebo dvěma očekávalo. Navíc existuje velké riziko, že strukturální deficit se v nejbližších měsících ještě zvýší a o to obtížnější bude jeho korekce. Na druhé straně je možné pozorovat alespoň prohlášení týkající se politické vůle deficit poměrně rychle stlačit zpátky. Je ale pravda, jak dnes již zmínil vrchní ředitel Robert Holman, že fiskál je v současné době obtížně predikovatelný. Nicméně znovu opakuje, že strukturální deficit je asi hlubší, než se před krizí předpokládalo, a to vidí jako docela velký problém.

### **III. Úkoly**

Úkoly nebyly uloženy.

### **IV. Rozhodnutí**

Po projednání situační zprávy bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 1 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali guvernér Tůma, viceguvernér Hampl, viceguvernér Singer, vrchní ředitel Holman, vrchní ředitel Řežábek a vrchní ředitel Tomšík.

Zapsal: Roman Horváth, poradce bankovní rady