

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 23. června 2010

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 4. situační zprávy

Viceguvernér Singer: Táže se, co způsobuje rychlejší růst mezd v nepodnikatelské sféře. Je to nedostatečná fiskální restrikce nebo přesun pracovních sil ze sekundárního sektoru?

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): V rámci struktury růstu mezd v nepodnikatelské sféře byl jako hlavní zdroj růstu mezd identifikován sektor zdravotní a sociální péče, kde došlo jednak k nárůstu zaměstnanosti o 2 %, jednak k vysokému růstu mezd. SMS rovněž pociťuje určitý rozpor mezi údaji o čerpání státního rozpočtu, dle kterých byl růst mezd státních zaměstnanců zhruba 1,5 %, a daty ČSÚ, která naznačují jejich růst mezd přes 4 %.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o mzdách v nepodnikatelské sféře): Růst mezd v sektoru zdravotnictví byl nejspíše financován z balíku peněz zdravotních pojišťoven, který přes státní rozpočet vůbec nejde. Co je potom to autoritativní číslo o růstu mezd ve veřejném sektoru, který je placen z daní nebo kvazidaní? Údaj za centrální vládu je asi moc úzký.

Odpověď SMS: Tím, co zvyšuje růst mezd veřejného sektoru, evidentně není centrální vláda. U ní mzdy sice stále rostou, ale umírněným tempem. Zmíněná hypotéza je platná a pravděpodobná, nabídl ji i ČSÚ. Problém je v tom, že nemáme v průběhu roku žádná data, na základě kterých bychom ji byli schopni verifikovat. Státní rozpočet hovoří o umírněném růstu mezd. Podobná situace byla loni, kdy spotřeba vlády rostla pro nás překvapivě vysoko a ČSÚ to vysvětloval právě segmentem zdravotních výdajů. Zároveň se zde v rámci veřejné správy může projevat tendence, kdy při ohlášení zmrazení mezd pro příští rok dochází v běžném roce k jejich nárůstu. Ke stagnaci mezd tak dochází na vyšší úrovni, meziroční růsty mohou být po nějakou dobu kladné.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o mzdách v nepodnikatelské sféře): Zajímavé je rovněž to, že v tomto sektoru kromě mezd narostla i zaměstnanost.

Viceguvernér Singer: V situační zprávě se na straně 24 konstatuje, že rizika krátkodobé predikce u korigované inflace bez pohonných hmot jsou mírně proinflační, což SMS odvozuje z více proinflačního vývoje nákladových faktorů, vývoje kurzu, cen výrobců a spotřeby domácností. Vývoj na trhu práce jde ale protisměrně, maloobchod rovněž. Je tato věta vztažena k nějakému konkrétnímu modelu nebo je to obecné hodnocení situace?

Táže se, proč jsou klientské úrokové sazby zvláště u krátkých fixací u nás vyšší než v eurozóně.

Primární dopad uvažovaného sjednocení obou sazeb DPH byl v SZ propočten na 1,8 p.b. Jak se k tomuto poměrně výraznému číslu došlo, jde zde o jednoduchý lineární „trojčlenkový“ výpočet nebo se zde počítá se substitučními efekty, které podle jeho názoru při takto velké změně mohou být významné? Jak SMS hodnotí spolehlivost tohoto výpočtu?

Pokud je v prezentaci pro tiskovou konferenci uvedeno, že argumentem pro vyšší sazby je pouze kurz, pak by zde měla být zařazena také pozorovaná hodnota inflace.

Odpoověď SMS: Hodnocení rizika prognózy korigované inflace bez PHM není v tomto okamžiku založeno na žádném sofistikovaném modelu. Pro jejich kvantifikaci bude SMS potřebovat novou prognózu, ve které bude muset mj. vyhodnotit existující rozpor nižších mezd a vyšší spotřeby. U všech modelů korigované inflace jsou ale významně hmatatelným faktorem dovozní ceny, na které působí slabší kurz a vyšší zahraniční PPI.

Téma klientských úrokových sazeb bylo diskutováno již na makropanelu, kde SMS prezentovala svůj model rozkladu klientských rizikových premií. Dle tohoto modelu v poslední době nedošlo k dramatickému nárůstu marží, které jsou vysoce korelované s ekonomickým cyklem, kdy v okamžiku propadu HDP roste mj. rizikovost úvěrů. V porovnání se zahraničím ČR nemá tak nízké úrokové sazby na peněžním trhu jako ECB, která provádí svoji nekonvenční měnovou politiku. Za uvedeným rozdílem klientských sazeb tedy stojí jak sazby na trhu, tak riziková premie, které se u nás chovají u krátkých sazeb více cyklicky než v eurozóně.

Dopad sjednocení sazeb DPH ve výši 1,8 p.b. je skutečně pouze čistě účetní výpočet primárního dopadu bez úvahy o sekundárních dopadech či o možnosti substituce. V samotné prognóze již budou tyto vlivy zahrnuty přes dopad na reálný disponibilní důchod. Uvedené číslo je jen ilustrací toho, jak moc se „kopne do krabice“, ale ne toho, co se bude dít uvnitř.

Vyšší pozorované hodnoty inflace byly uvedeny jako proinflační riziko v GRIPu, pak již nebyly zahrnuty v MPD, protože jejich vliv je poměrně slabý. Vyšší inflace souvisela především s cenami pohonných hmot a s regulovanými cenami, přitom pohonné hmoty by mohly část odchylky korigovat. Pokud by ale bankovní rada chtěla do prezentace pro tiskovou konferenci vyvážit počet argumentů na obě strany, pak může SMS toto riziko samozřejmě přidat.

Viceguvernér Singer: V příloze vonící ropou je na straně 5 uvedeno, že u cen ropy a hospodářského růstu jsou identifikovány „známky inverzního vztahu“, což není příliš v souladu s očekáváním. Bylo by možné toto vysvětlit například tím, že vyšší cena ropy stimuluje vývoj úsporných technologií, a že zmíněný inverzní vztah platí pouze krátkodobě a nikoli dlouhodobě?

Vrchní ředitel Holman (v diskuzi o vztahu cen ropy a růstu): U cen ropy jsme v minulosti diskutovali otázku zda a do jaké míry se změna ceny ropy promítá do změny kurzu USD/EUR. Pozoruje SMS na datech z minulosti tendenci k tomu, že vývoj dolarových cen ropy bývá doprovázen opačným vývojem kurzu dolaru? Toto je důležité pro vyhodnocení toho, jak moc máme být znepokojeni růstem cen ropy.

Odpoověď SMS: Inverzní vztah cen ropy a hospodářského růstu v krátkém až střednědobém horizontu byl v příloze identifikován na základě zpožděných klouzavých korelací s posuvným okénkem. Podrobné výsledky je možné zaslat. Z ekonomického pohledu zde může existovat oboustranná kauzalita, na jedné straně od růstu HDP k ceně ropy, kde se dá očekávat, že vyšší růst HDP povede k vyšším cenám ropy, na straně druhé by podle některých studií naopak mohla vyšší cena ropy omezovat hospodářský růst. Dlouhodobý vztah mezi oběma veličinami by existovat neměl. V kratším horizontu záleží na tom, jaký směr kauzality převládne. To závisí na podmínkách těžařů. Pokud v reakci na hospodářský růst stíhají dodávat ropu, pak by nemusel být dopad do ceny ropy tak velký, naopak v posledním šoku v roce 2007 byly kapacity napjaté a každá zpráva o růstu případně poptávky nebo problémy s nabídkou táhly cenu nahoru. Při studiu

této bubliny nicméně nebude možno ekonometricky vyloučit negativní vztah ceny ropy a růstu, protože po cenové bublině následovala dosti velká krize. Negativní korelace mezi kurzem dolaru a cenami ropy funguje tak, že špatná zpráva pro euro znamenají posílení dolaru, posílení dolaru pak vede k poklesu cen ropy.

Viceguvernér Singer (v diskuzi o vztahu cen ropy a růstu): Překládá SMS námět pro analýzu, kdy by podle něj stálo za to sestavit strukturální model nabídky a poptávky po ropě. Nabídkové šoky do produkčních kapacit jsou poměrně dobře kvantifikovatelné a nebylo jich málo (hurikán Katrina a pod.). Proměnná pro rozsah nabídkových šoků by pak mohla v druhé rovnici instrumentovat endogenní vazbu. Cítí zde relativně slušnou šanci na identifikaci.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o vztahu cen ropy a růstu): Prezentuje svůj výpočet, který bude ještě prezentovat na uzavřené části jednání, ve kterém přepočítal ceny ropy do CZK. Nižší zahraniční ceny ropy (závisí na hospodářském cyklu mohou být převáženy vývojem kurzu české koruny související s nedůvěrou vůči regionu, porovnání scénářů cen ropy pak může vyjít jinak. V korunové ceně ropa v současnosti velice výrazně koreluje vývoj z roku 2006, oproti roku 2009 jsou ceny ropy v korunovém vyjádření vyšší o více než 10 %.

Odpoověď SMS: Prognózy cen pohonných hmot se samozřejmě odrážejí od korunových cen ropy. SMS zde tak zahrnuje i kurzové vlivy.

Viceguvernér Hampl: Při čistě numerickém propočtu by aktuální situace při akceptaci hodnocení rizik směřovala k dalšímu poklesu sazeb: tržní sazby jsou aktuálně 1,25 %, zatímco by měly být na úrovni 0,95 %. Žádá SMS, aby znovu zopakovala důvody, proč ji tato numerická úvaha nepřesvědčila.

V textu SZ je nejčastějším adjektivem slovo „mírný“, když jsou zmiňována mírná proinflační či protiinflační rizika či mírné změny oběma směry. Pokud se bankovní rada se SMS setkává dostatečně často, pak jsou ale změny od jednoho zasedání k druhému samozřejmě vždy mírné. Proto podle něj nemá smysl toto slovo pořád opakovat, SZ poté působí jako mírný text. I mírná rizika mohou mít dopady na doporučení.

Odpoověď SMS: Doporučení SMS bylo jednomyslné. SMS samozřejmě k vyhodnocení rizik nepřistupuje jako k numerickému cvičení, nejde o žádný „fine tuning“. Bilanci rizik prognózy inflace vidí SMS jako vyrovnanou, bilance rizik pro úrokové sazby směřuje mírně dolů, ale spíše v delším horizontu. Prognóza předpokládá pro stávající čtvrtletí Repo sazbu 0,66 % a pro další čtvrtletí pak 0,69 %, riziková prémie je oproti předpokladu o 0,1 p.b. vyšší. Pohybujeme se tedy v mikroskopických hodnotách. Vzhledem k nejistotám kolem spotřeby, mezd, obchodní bilance a dalších veličin tak numerický odečet přišel SMS jako málo průrazný argument. Nová prognóza bude muset všechny zmíněné nejistoty konzistentně uchopit, přičemž není vyloučeno, že v ní bude trajektorie sazeb ležet níže. Z hlediska měnových podmínek jsou trochu vyšší sazby, oproti tomu ale působí slabší kurz. SMS zároveň nechtěla, aby její doporučení vyznělo úplně relaxovaně, protože existující drobná rizika, směřující spíše ve směru nižších sazeb, se mohou do příští prognózy nasčítat tak, že nová prognóza bude další snížení sazeb naznačovat ještě silněji než stávající čistě numerický odpočet.

Stávající rizika jsou skutečně mírná, což je možná ilustrovat GRIPem, ve kterém se všechny body vejdou do +/- 0,25 p.b. Občas se stává, že změny od jednoho jednání k druhému nejsou mírné, například z důvodu odchýlení devizového kurzu. Na jednom zasedání dokonce SMS musela

v GRIP rozšiřovat osy, aby se do něj vešla. Parciální vlivy jsou podle SMS opravdu mírné a spíše hrozí, aby se desetinka po desetince nenasčítaly na poměrně výrazný celkový vliv do nové prognózy.

Viceguvernér Hampl: Na straně 3 SZ je uvedeno inflační očekávání finančního trhu (IOFT), které končí květnovým číslem. V prezentaci k SZ i v měnověpolitickém doporučení (MPD) bylo uvedeno i červnové IOFT, které máme od 16.6., tedy cca 2 dny před odevzdáním situační zprávy. Neuměli bychom vzhledem k uzávěrkám výsledky šetření zpracovat i do situační zprávy?

Odpověď SMS: SMS není z této situace nijak nadšena. Je to ale zapříčiněno tím, že se zhoršuje odezva ze strany analytiků. Zatímco v minulosti byla průměrná odezva 10 analytiků, pak k 16.6. odpověděl pouze jeden analytik a odpověď dalších analytiků musela být urgována. SMS tak získala reprezentativní přehled za 7-8 analytiků až v pondělí 21.6. Námětem do budoucna je tak otázka, jak zvýšit odezvu analytiků na naše šetření.

Viceguvernér Hampl (diskuzi o šetření IOFT): Případně tomuto šetření dávat menší váhu.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (diskuzi o šetření IOFT): Čím si SMS vysvětluje snížení ochoty analytiků?

Odpověď Sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Toto šetření organizuje SBO. Skupina analytiků se často mění, stačí, aby někdo odjel na dovolenou nebo se změnilo osoby analytiků a jejich odpověď se zpozdí. Analytici mají pocit, že za pravidelné reportování ČNB nic nezískávají, není to pro ně prestižní záležitost, kdy by chtěli ČNB něco sdělit. Tři nebo čtyři analytici posílají odpovědi zodpovědně v termínech, zbytek termín nerespektuje a musíme je znovu obvolávat.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (diskuzi o šetření IOFT): Jedná se o stejné osoby, které zveme na semináře s analytiky?

Odpověď SMS: Analytici, kteří chodí pravidelně na tyto semináře, obvykle reportují včas.

Guvernér Tůma (diskuzi o šetření IOFT): Získávají analytici přehled výsledků šetření?

Odpověď SMS: Tento přehled je publikován na webu, analytici mají k dispozici časové řady.

Viceguvernér Hampl: Údaje z národních účtů (str. 19) ukazují, že se spotřeba domácností vyvíjela lépe, než jsme čekali ve 3.SZ. Oproti tomu se naopak všechna data z reálné ekonomiky vyvíjela hůře, ať již mzdy nebo zaměstnanost. Nedá se očekávat, že v budoucnu dojde k nějaké revizi v národních účtech? Znamenala by tato revize dodatečné protiinflační riziko?

Odpověď SMS: S vyšší spotřebou domácností nejsou plně konzistentní nejenom nižší mzdy, ale také nižší maloobchodní tržby. Na druhé straně míra úspor v poslední době vzrostla. SMS toto bude muset zanalyzovat v nové prognóze, jakmile dostane podrobnější data o struktuře disponibilního důchodu domácností. Náznak toho, že k revizi může dojít, zde však existuje. SMS připomíná výsledky svého jednání na ČSÚ, kde ČSÚ otevřeně připustil, že o celkovém čísle HDP momentálně rozhoduje spíše strana jeho tvorby. Na poptávkové straně nás zřejmě pro 1.Q 2010 čekají výrazné revize struktury ve smyslu horšího čistého vývozu, menšího poklesu zásob a možná i horší spotřeby, tyto změny ale nemusí v konečném důsledku příliš měnit celkové číslo HDP.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o možné revizi spotřeby): I z hlediska struktury poptávky by ale jiná data o reálné spotřebě domácností v minulosti stejně vstoupila do modelu a ovlivnila by i předpověď do budoucna.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o možné revizi spotřeby): Jestliže se změní struktura poptávky, pak to samozřejmě má implikaci pro měnověpolitické rozhodování. Strukturální revize může zapůsobit podobně jako v minulosti, kdy byl HDP nad prognózou a inflace pod prognózou.

Odpověď SMS: Parciálně by vliv revize byl protiinflační. Pro model G3 je struktura poptávky relevantní, model je disagregovaný na jednotlivé složky HDP. Těžko ale předvídat výsledný směr dopadu, když nemáme nová data.

Vrchní ředitel Řežábek: Táže se, zda dochází k nějaké teritoriální změně exportů, což naznačují signály z reálné ekonomiky, dle kterých firmy hledaly nové trhy.

Odpověď SMS: SMS sleduje především efektivní eurozónu, přičemž nezaznamenala, že by došlo k nějaké dramatické změně struktury vývozu. Samozřejmě zde existují ad hoc akce typu vývozu do Ruska, Indie a pod. Dopad růstu nových trhů nemusí být ale bezprostředně vidět v teritoriální struktuře našich vývozu, protože v reakci na tento růst se může zvyšovat německý vývoz a následně i náš vývoz komponent do Německa, kde tradičně funguje silná korelace.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o změně teritoriální struktury vývozu): Na změnu teritoriální struktury vývozu ale ukazuje výrazný nárůst bilanční sumy ČEB a EGAP.

Vrchní ředitel Řežábek: Táže se, zda lze nějakým způsobem predikovat změny monetární politiky Číny. Dá se očekávat další zpevnění juanu? Jaký to může mít dopad na světovou ekonomiku?

Dává námět do budoucna, kdy již budou dostupné vládní priority a programové prohlášení vlády, aby bylo vyhodnoceno, jaké budou mít zamýšlené změny fiskální politiky dopady na českou ekonomiku.

Oceňuje nový materiál „Globální ekonomický výhled“ (GEV). Z čeho vycházejí komentáře cenových posunů, kdy se pro rok 2011 předpokládá mírný nárůst cen komodit a v letošním roce jejich mírný pokles? Je zde zohledněna očekávaná sklizeň, ze které nejsou všichni nadšeni?

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o Číně): Připojuje se k dotazu vrchního ředitele Řežábka ohledně aktivity čínské centrální banky. I když se jedná o novinku a o velice malé rozpětí, rozšiřuje dotaz o to, zda je možné spekulovat o možném vlivu na vzájemné kurzy hlavních měn.

Odpověď SMS: Diskuze o měnové politice Číny je především o kurzu, kde je otázkou, jestli posílení dolaru znamená vyšší nebo nižší tlaky na případnou revaluaci renminbi. SMS může téma uvolnění čínské měnové politiky konzistentně zpracovat ve svém novém produktu GEV, ve kterém SMS využívá mj. své velmi dobré vztahy s finským BOFITem, který je na Rusko a Čínu v Evropě nejlepší.

SMS ve svém MPD zmínila, že lze ze strany fiskálních opatření čekat proinflační dopad na celkovou inflaci vzhledem k případným úpravám nepřímých daní. Z hlediska měnověpolitické inflace a poptávky budou dopady s velkou pravděpodobností protirůstové resp. protiinflační. Podrobnější kvantifikace bude možná, až budou jasná konkrétní opatření.

Výhledy cen komodit naznačují, že se dá očekávat zhruba stagnace průmyslových a energetických komodit, které v minulosti celkový komoditní koš táhly nahoru, agrární komodity se budou na průmyslové a energetické komodity postupně dotahovat.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o cenách komodit): Toto jsou ale ceny počítané v dolarech. Při započtení vlivu efektivního kurzu může být dopad korunových cen komodit významnější.

Vrchní ředitel Holman: Na straně 16-17 SZ byl proveden rozklad změn zaměstnanosti podle kvalifikačních skupin, podle kterého lze větší část růstu mezd připsat na vrub právě změně kvalifikační struktury zaměstnaných. Proč nás znepokojuje růst průměrné mzdy, když je to možné připsat na vrub změny kvalifikace? V boxu není rozlišena podnikatelská a nepodnikatelská sféra, ale zajímalo by ho, jestli faktor změny kvalifikace platí i pro nepodnikatelskou sféru, ve které došlo k růstu mezd i zaměstnanosti.

Překvapilo ho, že SMS očekává posílení měnového kurzu v ročním horizontu až pod 25 CZK/EUR. Zajímalo by ho, z jakých faktorů zde SMS čerpá argumenty pro tento optimistický vývoj kurzu. Jedná se zde o očekávání rychlého obnovení reálné konvergence, nebo se toto posílení vysvětluje platebně bilančními faktory?

Odpověď SMS: Ve zmíněném boxu byla použita data ČSÚ za celou ekonomiku, která neumožňují dělení na podnikatelskou a nepodnikatelskou sféru. SMS se ale domnívá, že zmíněné strukturální změny se týkaly téměř výhradně podnikatelské sféry. V nepodnikatelské sféře jednak nedocházelo k poklesu zaměstnanosti, která naopak v 1.Q 2010 poměrně významně rostla, jednak zde nepracují nekvalifikovaní nebo méně kvalifikovaní zaměstnanci, kteří byli propouštěni. Box neměl ukazovat na znepokojení SMS ohledně růstu mezd, jedná se spíše o snahu verifikovat naši dřívější hypotézu, podle které jsme naopak předchozím vysokým růstem mezd znepokojení nebyli a která připisovala vysoký růst mezd právě změně struktury zaměstnanosti. Nově dostupná data komentovaná v boxu pak tuto naši hypotézu do značné míry potvrdila.

Předpokládané posílení měnového kurzu pod 25 CZK/EUR je naší predikcí z 3.SZ, nejedná se o aktualizovanou předpověď. Důvody pro posílení kurzu jsou jednak přetrvávající mírný kladný úrokový diferenciál, dále částečně i platebně bilanční tlak, kdy je růst HDP založen na zlepšování čistého vývozu. K obnovení reálné konvergence dochází spíše v dlouhodobém horizontu, vzhledem k vpředhledicímu charakteru kurzu však i toto budoucí obnovení konvergenčního trendu výhled kurzu ovlivňuje. Ve srovnání s předpověďmi analytiků nejsme nijak vychýlení, předpokládáme mírně slabší kurz než domácí analytici, předpovědi zahraničních analytiků se s prognózou shodují.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Model poměrně zatvrzele předpokládá pokles rizikové prémie mezi sazbou 3M Příbor a dvoutýdenní Repo sazbou. Zajímalo by jí jednak důvod toho, proč ve skutečnosti tato prémie neklesá, a jednak to, jaké máme důvody pro předpoklad o jejím poklesu. Možností také je, že tento předpoklad odráží to, že základní úroková sazba poroste a PRIBOR neporoste úměrně.

Odpověď SMS: Pokles rizikové prémie zatvrzele nepředpokládá model, ale samotná SMS. Jde zde spíše o technický předpoklad, který byl založen na pozorovaném klesajícím trendu prémie jak u nás, tak v eurozóně. Nedávná korekce směrem vzhůru byla zčásti očekávaná, protože při neočekávaných snižováních základních sazeb ČNB k takovému nárůstu prémie docházelo i v minulosti. SMS samozřejmě nemůže opominout potencionální náказu z Řecka, která se částečně projevila v nárůstu rozpětí Euriborových sazeb a bezrizikových Eonia index swapů. ECB toto ve svých prohlášeních komentuje jako nárůst nervozity na trzích, který ochromuje transmissi měnové politiky. Proto také přistoupila k bezprecedentním nákupům vládních obligací za účelem zmírnění napětí na sekundárních trzích. Selektivní nákupy řeckých vládních dluhopisů zřejmě nejsou

zamířeny na podporu transmise v eurozóně jako celku. Dokud se situace nevyřeší, pak lze čekat zvýšenou hladinu prémie i do budoucna. V nové prognóze je možné tento předpoklad změnit, což bude možné diskutovat na schůzce s bankovní radou ke zpracování prognózy.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Tak jak to pěkně vyjádřil ve svém stanovisku také poradce, druhým problémovým okruhem SZ jsou pro ni předpoklady o fiskální politice. Zajímalo by jí, v jakém rozsahu se do naší fiskální prognózy zahrnuje možný efekt nákazy z jižního křídla eurozóny. Máme k dispozici přehled o tom, jak by se mohla vyvíjet dluhová služba, pokud by vlivem nákazy vzrostly sazby, za které se bude stát refinancovat? Teď se počítá sazba kolem 4%, na podzim se má refinancovat asi 70 mld. Kč. Podobná rizika zmiňoval i guvernér Tůma při své prezentaci Zprávy o finanční stabilitě, domnívá se, že to není lichá obava.

Odpověď SMS: SMS dluhovou službu prognózuje v rámci standardní fiskální prognózy, která je součástí tabulky „klíčové makroindikátory“ v příloze situační zprávy. SMS zde bere v úvahu vliv celého makroekonomického prostředí. Při výpočtu dluhu se počítá tzv. „deficit debt adjustment“, kdy se ne každý deficit musí nutně projevit ve zvýšení dluhu, konzistentně s prognózou platební bilance jsou odečteny privatizační příjmy ze zahraničí a pod. Dluhová služba, která se aktuálně pohybuje kolem 60 mld. ročně, na horizontu predikce směřuje k 80 mld. Kč. Je odhadnuta na základě vlastního odhadu efektivního úročení, přičemž se zde přihlíží k materiálu Ministerstva financí „Strategie řízení státního dluhu“ a k předpokladům o průměrné zbytkové splatnosti vládních obligací. SMS zde bere v úvahu dobíhající maturity i výnosovou křivku obligací. Pokud nákaza přijde prostřednictvím růstu sazeb na peněžním trhu a růstu dluhopisových sazeb, bude to třeba zohlednit. Zatím však dluhová služba meziročně klesá vzhledem k poklesu krátkodobých sazeb.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o dluhové službě): To je ale dáno tím, že se zatím stát financoval nakrátko.

Odpověď SMS: A zatím poměrně úspěšně.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: U proinflačních rizik by bylo možné více akcentovat ceny komodit a následně ceny průmyslových výrobců. Jakkoliv se jí velice líbila příloha na téma cen komodit, domnívá se, že by tato příloha mohla být v textu samotné 4.SZ odražena lépe. Tento text by měl být jednoznačnější. Na straně 10 se například píše, že „Rychlý a výrazný pohyb ceny ropy...vzhůru není příliš pravděpodobný“, celý následující odstavec pak naopak akcentuje riziko růstu ceny ropy. Proč tlačí ceny ropy dolů „nevhodně komunikované problémy maďarské fiskální politiky“ (str. 9)?

Odpověď SMS: Vazba cen ropy a Maďarska je hodně vzdálená a SMS to spíše špatně napsala. Citované odstavce nejsou v tak velkém rozporu. V prvním odstavci SMS píše, že neočekává rychlý a výrazný pohyb, kterým se myslí pohyb nad 120 USD/barel v horizontu několika měsíců. Na druhé straně postupný a mírný nárůst cen ropy lze očekávat na základě cen futures, které zestrměly. To je možné vysvětlit například problémy v amerických pobřežních vodách a diskuzemi o možném zákazu těžby.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o výhledu cen ropy): Pouze jí mrzelo, že ačkoli jí připadá příloha o ropě jako mimořádně zdařilá a kvalitní, tak text SZ ohledně ropy není tak dobrý. Přílohu by tak bylo možné v SZ lépe „prodat“, vytáhnout z ní trest'.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Diskrepance mezi údaji ČSÚ a MPSV ohledně trhu práce jí připadá jako evidentní. Zde věří spíše údajům MPSV, které jsou podle ní založeny na stabilní metodice a pozorováních. V těchto datech nikdy nebyly zásadní nekonzistence. Například statistika volných pracovních míst dává jednoduchou a jasnou informaci.

Odpověď SMS: Tato diskrepance je i časová. Zatímco data ČSÚ jsou za první čtvrtletí, kdy byl oproti očekávání pokles zaměstnanosti výraznější a nárůst obecné míry nezaměstnanosti vyšší, údaje o registrované nezaměstnanosti již směřují do průběhu druhého kvartálu. To, že registrovaná nezaměstnanost vyznívá oproti očekávání SMS lépe, by tak mohlo být náznakem toho, že by vrchol nezaměstnanosti mohl přijít dříve než je v relativně pesimistickém výhledu SMS. Ten tento vrchol předpokládá až v příštím roce. Výhled nezaměstnanosti váže na produkční mezeru, v případě rychlejšího oživení se tak může otočit dříve. Na druhou stranu se zatím naplňuje strukturální historika, podle které by mělo být postupné zlepšování situace v průmyslu tlumeno zhoršující se situací ve službách, které budou na cyklus reagovat se zpožděním. Průmysl se mezikvartálně obrátil do mírného přírůstku zaměstnanosti, zatímco ostatní sektory naopak překmitly do poklesu.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Je vidět, že celkově se situace v průmyslu obrací k lepšímu. Váha u zpracovatelského průmyslu je větší.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Singer: Dnes mu situace nepřipadá dramatická, bilance rizik je vyrovnaná, GRIP je výmluvně blízko průsečíku os. Některé okamžikové impulsy směřují ve směru vyšší inflace, dlouhodobý výhled se posunuje dolů. Pokud mohl vývoj po minulém měnovém rozhodování vést na trajektorie vzdálené od toho, co považujeme za normální, pak se realita naštěstí vyrovnala sama. Zdá se mu, že rizika v dezinflačním směru mohou přetrvávat i déle než indikuje 4.SZ. Evropa se začíná odhodlávat k fiskálním škrtnům, opět se oddaluje exit z nestandardní měnové politiky u těch zemí, které ji provádějí. Jediné, co stojí proti tomu, jsou signály od některých centrálních bank menších ekonomik, které přece jenom začínají otáčet. Tyto země nás sice příliš neovlivní, ukazuje to však na možnost stagflace, přičemž prioritou centrálních bank je čelit inflaci. Tato možnost je ale podle jeho názoru daleko za horizontem, který vidí jako bezprostřední. Faktorem, který by mohl naznačovat, že u nás mohou být úrokové sazby dole po trochu delší dobu, je vývoj ve stavebnictví. Ten působí proti oživení v průmyslu, přičemž je zde zřejmá naprostá nechuť domácností k jakýmkoli výdajům. Ta bude nyní znásobena úspornými opatřeními státu, kde bude muset stát šetřit i na svých stavebních výdajích. Z tohoto mu vyplývá, že oživení přijde téměř výhradně z exportního kanálu, jeho přelítí do domácí poptávky bude zpožděné.

Viceguvernér Hampl: V hodnocení aktuální situace v zásadě souhlasí s vyzněním aktuální situační zprávy včetně návrhu měnověpolitického doporučení. V budoucnu podle něj nelze vyloučit nejenom přetrvávání protiinflačních rizik, ale dokonce i jejich hromadění v souvislosti s vývojem reálné ekonomiky v eurozóně a zprostředkovaně i u nás, možná i v souvislosti s vývojem domácí hospodářské politiky. Obecné protiinflační riziko z reálné ekonomiky i z finančního sektoru, které podle něj eurozónu zasahuje spíše více než méně, by pro nás mohlo být částečně kompenzováno tím, že se eurozóna zřejmě bude vyvíjet dosti nesouměrně. My jsme přitom navázáni na, zdá se, v tuto chvíli silnější část eurozóny. Je rovněž možné, že směřujeme k

jinému vývoji mixu měnové a fiskální politiky v eurozóně, než jaký jím byl očekáván v loňském roce, kdy se zdálo, že fiskální politika bude po delší dobu uvolněnější, k čemuž bude přistupovat postupné zpřísnování měnových podmínek. Pokud by pokračovaly změny nastartované v posledních týdnech, pak by se mohlo jednat o mix spíše přísnější fiskální politiky a po delší dobu uvolněnější měnové politiky. Toto by samozřejmě mělo vliv i na naši měnovou politiku, přičemž není vyloučeno, že takováto kombinace přísnější fiskální a uvolněnější měnové politiky nebude nakonec mixem vhodným i pro podmínky ČR.

Vrchní ředitel Řežábek: Pozitivně hodnotí materiál GEV, je rád, že se sestavuje. Dopady vývoje cen komodit na českou ekonomiku mohou být ale z důvodu vývoje české koruny i obrácené, než by naznačoval vývoj globálního trhu v USD. Měli bychom si také zhodnotit situaci obecně. Doba je díky fiskálním problémům dosti turbulentní, zklidnění některých nervózních vyjádření politiků může mít podle něj nakonec pozitivní vliv na budoucí růst. Protože žádná krize nebyla a doufáme že i nebude nekonečná, pak by i nyní mělo dojít k obratu, který by podle empirických sledování z historie měl již probíhat. To, že tento růst bude realizován na nižších tempech, než jsme byli zvyklí, bude zřejmě realitou. Toto se může dotýkat i Číny zejména po jejím nedávném uvolnění kurzu juanu. Začíná se zabírat myšlenkou, že dopad cen komodit může mít vyšší dopad na inflaci, než bylo zatím teoreticky uznáváno. Růst cen komodit může mít dokonce větší a rychlejší vliv než poptávkové tlaky. Výrobní marže jsou totiž stlačeny na nízkou úroveň a případný výraznější nárůst cen komodit tak nebude moci být utlumen jejich poklesem. Nepříjemnou změnou je monetizace dluhu prováděná ECB, která vede k relativně vysokému množství peněz v globální ekonomice a k dlouhodobě nízkým úrokovým sazbám. Toto může vést k novým bublinám, které se mohou nejspíše objevit v cenách komodit. Dále probíhá výrazné zadlužování států a vytěšňování peněz z reálné ekonomiky. Toto vytěšňování může mít další negativní dopad do snížení tempa technického pokroku, neboť reálná ekonomika, která dostává méně zdrojů, bude zřejmě šetřit v oblasti investic. Osobně se nedomnívá, že by vládní spotřeba mohla napomoci vyřešit cokoliv pozitivním způsobem.

Vrchní ředitel Holman: Jak naznačuje kumulativní vývoj vládního deficitu, vývoj fiskálu bude letos oproti očekáváním prognózy horší, naopak příští rok by deficit mohl klesat více. Příští rok tak bude fiskální politika působit spíše protiinflačně. Inflační rizika u kurzu a mezd vidí jako větší než naznačuje prognóza. Růst úvěrů je pomalý, dynamika spotřeby rovněž. Spíše se tedy domnívá, že se rizika vůči prognóze kumulují velmi mírně na protiinflační straně.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: S vyzněním situační zprávy celkem souhlasí, pěkné bylo stanovisko poradce. Nejistoty na horizontu prognózy vnímá jako poměrně značné, situaci navíc znesnadňuje i značná nekonzistence různých zdrojů dat. Jedná se především o nekonzistenci jednotlivých oborových statistik s národními účty ze strany ČSÚ, která vede k tomu, že realitu, kterou můžeme modelovat pouze omezeně, navíc naplňujeme značně nespolehlivými daty. Plujeme tak v mlze a ještě navíc s nespolehlivým vybavením. Toto ji vede k širším úvahám o posunu v uvažování rámce měnové politiky. Domnívá se, že bychom při měnověpolitickém rozhodování měli brát v úvahu širší okruh informací, než poskytuje současný modelový rámec, který zachycuje pouze to, co lze formalizovat. Velmi omezeně jsou v něm zachyceny vazby finančního sektoru a reálné ekonomiky, cíluje jen o něco více než třetinu cen ve ekonomice. Přimlouvá se pro to, aby byl do modelového rámce zahrnut i finanční sektor. Data o finančním sektoru produkujeme sami a jsou skutečně spolehlivá. Na jejich základě pak můžeme vyvozovat

relativně koherentní a spolehlivé výsledky. Do budoucna by se tak posunovala k analýze měnových agregátů. Pro dnešní rozhodnutí souhlasí s doporučením SMS i poradce.

Vrchní ředitel Tomšík: Souhlasí s vrchní ředitelkou Zamrazilovou v jejích pochybnostech o konzistenci ukazatelů z národních účtů oproti údajům dostupným na měsíční bázi. Již před třičtvrtě rokem jsme měli podezření ohledně zahraničního obchodu, kde se nakonec prokázala výrazná nekonzistence. Nyní máme dlouhodobé podezření ohledně konzistentnosti údajů o soukromé spotřebě a maloobchodních tržbách, podobné nekonzistence existují u tempa růstu mezd a zaměstnanosti, kde opět národní účty indikují něco jiného než výběrové šetření MPSV. Nicméně faktem je, že růst HDP a mezd jsou oproti našim očekáváním (resp. naší aktuálně platné prognóze) nižší. Oproti tomu je inflace vyšší, což je ale dáno cenami pohonných hmot. Rizika u inflace jsou podle něj z hlediska platné prognózy poměrně vyrovnaná, vidí ale poměrně silná rizika ve směru nižších úrokových sazeb. Jde zde o oddálení zvyšování sazeb ECB až na 2.Q 2011. Dalším klíčovým bodem pro naše rozhodování je zvýšení rozpětí mezi základní a tržní sazbou. Při issues meetingu pro další prognózu by přivítal, aby bankovní rada prodiskutovala předpoklad poklesu tohoto rozpětí na konečných 20 b.b. Rozpor mezi tímto předpokladem a reálným vývojem přetrvává již rok a půl, SBO již nějakou dobu argumentuje, že pro tento pokles nevidí důvod a že se domnívá, že rozpětí bude po delší dobu na úrovni cca 40 b.b. Celkově se domnívá, že jsme možná dosáhli dna sazeb, toto dno se ale rozhodně v tuto chvíli protahuje, následné zvyšování se bude zřejmě odkládat. Klade si řečnickou otázku, s jakým doporučením by dnes přišla SMS, kdyby úroveň repo sazby nebyla 0,75 ale 3,75 %, zda by náhodou dnes nebylo hlasováno o snížení sazeb...

Guvernér Tůma: Měl by si své poslední měnové jednání užít, ale popravdě nemá k tomu, co již bylo řečeno, příliš mnoho co říci. Nemá rovněž žádný problém s doporučením SMS, rizika vidí jako vyrovnaná nebo možná spíše směrem k nižším sazbám. Také se domnívá, že sazby možná na této úrovni zůstanou delší dobu. Proinflační rizika aby člověk pohledal, změny nejen inflace, ale i kurzu jsou, jak již bylo zmíněno při otevřeném jednání, mikroskopické. Rizika asi budou spočívat spíše v možných volatilitách některých veličin, ať již kurzu či dovážené rizikové prémie, či v nejistotě ohledně vývoje v Řecku a v eurozóně. Může pak být problém odlišit dočasné fluktuace od změn, které mohou mít permanentní následky. Hlavní téma pro naši ekonomiku je dnes spíše v oblasti fiskálu než v oblasti měnové politiky. Je faktem, že řada zemí provádí fiskální konsolidaci, pro kterou existuje silný mandát. Dopady fiskální restriktce na hospodářský růst mohou ale záviset na způsobu jejího provedení. Její negativní dopady do poptávky mohou být pouze krátkodobé a ve středně dlouhém období naopak může být fiskální konsolidace pozitivní a ekonomice může pomoci.

Viceguvernér Hampl: Zaprvé, souhlasí s vrchním ředitelem Řežábkem a s dalšími členy bankovní rady, že se nad námi nadále vznáší riziko potenciálně velkých nerovnováh a rizik pro finanční stabilitu, o kterém se bankovní rada bavila poměrně intenzivně již na konci minulého roku. Za sebe musí říci, že v poslední době vnímá toto riziko jako mírnější, než tomu bylo na konci loňského roku. Toto riziko je podle něj tlumeno alespoň verbálním, nicméně odhodlaným tlakem na narovnávání některých dlouhodobých nerovnováh, které v prostoru, ve kterém se pohybujeme, dlouhodobě existovaly. Mimoto je toto riziko tlumeno aktuálními návrhy na změny v pravidlech fungování finančního sektoru. Připravované regulace budou aktivitu finančního sektoru omezovat. Zadruhé, souhlasí také s vrchním ředitelem Tomšíkem, že se bankovní rada bude muset zamyslet nad rizikovou prémie, diskuzi na otevřeném jednání vnímal tak, že SMS

proaktivně oznamovala, že se tomuto budeme muset věnovat na issues meetingu. Zatřetí, aktuální inflace je skutečně tažena vzhůru cenami pohonných hmot, ale i tyto ceny jsou částí inflace, kterou cíluje a nemůžeme tak říci, že nás nezajímají. Začtvrté, souhlasí s guvernérem Tůmou v tom, že dobře provedená fiskální konsolidace může mít naopak výrazné stabilizující a prorůstové efekty související s růstem důvěry a ochoty dlouhodobě financovat. Ať však bude konsolidace provedena jakkoliv, a on spíše apriori očekává že bude provedena špatně, tak asi bude mít na poptávku v horizontu měnové politiky negativní vliv. Proto také mluvil o tom, že se hospodářskopolitický mix oproti loňskému roku změnit.

Vrchní ředitel Řežábek: Na otevřeném jednání slíbil, že se zmíní o cenách ropy přepočítaných na CZK. Vysoké ceny ropy zatím vidíme pouze v cenách pohonných hmot, ale ropa se používá pro veškerý další chemický průmysl, kde se její vyšší ceny mohou projevit se zpožděním. Pokud se roční grafy vývoje korunových cen ropy porovnájí, pak je zajímavé, že na počátku roku byla cena ropy až o 2/3 vyšší než v loňském roce a v současnosti je meziročně vyšší o 10-15 %. Současná cena je na úrovni roku 2006 a nad úroveň let 2009 i 2007, pouze v roce 2008 byla o něco vyšší. V roce 2008 ale korunová cena ropy v září poklesla, takže je pravděpodobné, že letos budeme mít absolutně nejvyšší cenu ropy za posledních 5 let.

Vrchní ředitel Holman: K fiskální konsolidaci poznamenává, že kdyby se provedla a povedla, pak to bude mít blahodárné účinky na hospodářský růst, ale určitě to nebude na horizontu prognózy, bude to trvat podstatně déle.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: To, co říkal viceguvernér Singer o stavebnictví, je zcela určitě pravda. Toto pro ni má ještě i ten rozměr, že u nás byla na trhu nemovitostí bublina. Konzistentně jí to zapadá do širšího rámce, ve kterém dlouhodobě uvažuje, vede ji to k otázkám co to je vlastně inflace, jak jí měříme atd.

Viceguvernér Singer: Pokud byla na trhu nemovitostí bublina, pak se zdá, že nebyla velká. Hlavně jde o to, že vývoj na trhu nemovitostí nám v tomto případě potlačí inflaci směrem dolů. Na základě anekdotické evidence mu připadne, že jakmile některý projekt trochu podstatněji zlevní, pak se pro něj najde docela dost peněz. Mnozí investoři totiž čekali výprodeje, které neproběhly, protože banky budou držet dlouhou dobu špatné portfolio projektů, některé projekty se budou snažit převzít a dopracovat. To ale znamená, že nebudou mít peníze na jiné financování, což bude působit celkově protiinflačně. Nebo tento výprodej nepřišel, protože jsou ceny blíže svému fundamentu, což je svým způsobem proinflačnější z obou protiinflačních historek. V měnovém horizontu to ale znamená, že odsud žádný velký tlak nepříjde. Pokud se nedávno subjekty na realitním trhu snažily vysvětlovat, že jsou ceny na dně, pak mu připadne, že to již v podstatě vzdaly.

Vrchní ředitel Řežábek: Na stavebním trhu a na trhu s byty existovala snaha udržet ceny na vyšších úrovních. O tom, že je toto neudržitelné, svědčí i průběh několika aukcí bytů, na kterých se byty neprodávaly, přičemž nabídky byly výrazně nižší než představy prodávajících. Ve stavebnictví považuje za důležitější jeho dopad na HDP. Jeho nízký výkon souvisí s vysokým počtem volných bytů, toto bude trvat ještě nějakou dobu, než byty najdou své kupce a než se obnoví další poptávka, která bude vycházet z reálných cen.

Viceguvernér Singer: K problematice nemovitostního trhu je docela zajímavé podívat se v delším horizontu na křivku přírůstků úvěrů. Tato křivka měla po dlouhou dobu v podstatě exponenciální tvar, úvěry začaly růst pod touto křivkou zhruba v roce 2008, kdy se u nás zatím

žádná krize neprojevovala. Otázkou je, jestli nedochází k tomu, že se logistická křivka s tím, jak se trh nasytil, dostává do své druhé části. Na to banky ani developéři nejsou ve svých bussines modelech příliš připraveni. Banky jsou šokované, že jim nerostou úvěry, kde se navíc přičítá i vliv krize. V rámci anekdotické evidence neví o mnoho lidech ve svém okolí, kteří by nebydleli, a to i v městech mimo Prahu.

Viceguvernér Hampl: O tom to ale není, je to o bohatství. Když lidé budou dostatečně bohatí, pak každý bude vlastnit dvě nebo tři nemovitosti, případně bude chtít vlastnit nemovitosti kvalitnější.

Viceguvernér Singer: Vzhledem k tomu, že ví, co to znamená budovat nemovitost, si troufá tvrdit, že to si bude moci odpustit až do konce života.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Podporuje argument viceguvernéra Singera o tom, že trh je již nasycený. Roli zde hrálo více faktorů: demografické vlivy, nejistota ohledně osudu DPH na bydlení a další. V této souvislosti je pro ni důležité to, že v době, kdy bublina vznikala, všichni říkali, že to žádná bublina není, že se jedná o dlouhodobě udržitelný růst. Uvědomujeme si ji teprve dva roky poté, což je klasický problém nerovnovážných tendencí, které se v momentě jejich vzniku velmi těžko identifikují.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Ceny dále spadnou, až dojde k definitivní deregulaci nájemného.

Vrchní ředitel Řežábek: Pro posouzení tvrzení o nasycení trhu by bylo vhodné srovnat počet bytů na 1000 obyvatel v ČR a v zahraničí.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali guvernér Tůma, viceguvernér Hampl, viceguvernér Singer, vrchní ředitel Holman, vrchní ředitel Řežábek, vrchní ředitel Tomšík a vrchní ředitelka Zamrazilová.

Zapsal: Michal Hlaváček, poradce bankovní rady