

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 5. srpna 2010

Přítomni: guvernér M. Singer, viceguvernér V. Tomšík, vrchní ředitel K. Janáček, vrchní ředitel P. Řežábek, vrchní ředitelka E. Zamrazilová.

I. Diskuse navazující na prezentaci 5. situační zprávy

Guvernér Singer: Zahajuje jednání upozorněním, že nová podoba situační zprávy by neměla být dominantním tématem dotazů a komentářů členů bankovní rady, navrhuje soustředit se především na měnověpolitická témata.

Vrchní ředitel Janáček: Situační zpráva (SZ) obsahuje citlivostní analýzu dopadů fiskální restrikce. Dotazuje se, kdy budou očekávané změny v oblasti fiskální politiky zabudovány do základního scénáře prognózy, bude to po schválení vládního prohlášení nebo později, až bude schválen rozpočet? Dále se ptá, zda je sekce měnová a statistiky schopna v používaném modelu ocenit efekty fiskální restrikce identifikované Albertem Alesinou, podle nichž by vládní reforma měla ovlivnit chování privátních subjektů v oblasti kapitálové spotřeby a investic. Dotazuje se, zda agregátní technologie je analogií souhrnné produktivity faktorů (total factor productivity). Pokud ano, pak je předpoklad o dlouhodobé trajektorii růstu na čtyřech procentech možno označit za heroický, zvláště v kontextu mezinárodního srovnání, které ukazuje nižší růstová tempa.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Změny v oblasti fiskální politiky se do základního scénáře zabudovávají standardně ve chvíli, kdy je legislativní proces implementující změny v dostatečně pokročilé fázi. V podzimní prognóze by tedy již měly být zabudovány. Bude to včetně druhotných efektů a vytěšňovacích efektů jako je efekt do soukromých investic. Multiplikátor je hluboce pod jedničkou. Agregátní technologie není jedna ku jedné souhrnná produktivita faktorů, zde jde o krátký horizont tří let. Mezi oběma veličinami je ale částečná korelace. Růst agregátní technologie byl v minulosti ještě vyšší, kolem 5%.

Vrchní ředitel Řežábek: Připojuje se k dotazu vrchního ředitele Janáčka ohledně fiskálu. Fiskální vývoj je jedním z podstatných faktorů nové prognózy. Za překvapivý označuje výhled růstu cen ropy z Consensus Forecast (CF). S ohledem na informace ze světa, že se připravují změny exportních daní, lze označit předpoklad o nižších cenách příští rok za problematický. Dále doporučuje zpřesnit a sjednotit číslování grafů v novém formátu situační zprávy.

Odpoověď SMS: Výhled cen ropy CF je zpětně hledící, takže se skutečně dá očekávat vyšší růst cen. Číslování grafů je průběžné na první úrovni subkapitol, s výjimkou grafů zařazených pouze do interní verze materiálu, které jsou odlišeny označením „SZ“.

Viceguvernér Tomšík: Nový formát situační zprávy považuje za vyhovující, navrhuje ale doplnit srovnávací tabulku nové a předchozí prognózy, číselné srovnání v celém dokumentu chybí, nenalezl je ani v přílohách. První věcný dotaz směřuje k platební bilanci. Předpokládá, že sekce bankovních obchodů neidentifikovala zatím faktory stojící za momentálním posílením koruny. Překvapil ho údaj na str. 13 o bilanci služeb, která se dostává do deficitu. Ve srovnání s předchozím obdobím, kdy bilance služeb byla v přebytku, se jedná o výraznou změnu v řádu 60 miliard. Kdyby se tento předpoklad nenaplnil, pak by tu byl další faktor posilující korunu.

Prognóza bilance služeb není dostatečně vysvětlena, takový vývoj tu nebyl od roku 1993. V textu jsou na toto téma pouze 1-2 věty. Prosí o detailnější vysvětlení. Dále se ptá, zda přehodnocení agregátní technologie směrem nahoru popsané na straně 17 je vyvoláno pouze daty o investicích za první čtvrtletí a zda SMS nemá pochybnosti o tomto přehodnocení. Navazuje tak na dotaz vrchního ředitele Janáčka. K takovému předpokladu by byl skeptický, protože nezohledňuje zásoby. Navíc růst investic je patrný teprve ve druhém čtvrtletí 2010 a to je zatím pouze náš odhad, nikoli skutečná data ČSÚ. Ptá se, proč je v citlivostním scénáři zahraničních sazeb patrný pohyb domácích sazeb jeden kvartál ještě před šokem do zahraničních sazeb. Dále se dotazuje, proč není u fiskálního citlivostního scénáře, u kterého je dopad fiskální restriktce do HDP poměrně výrazný (0,7 p.b.), viditelnější dopad restriktce na sazby a inflaci. Tyto veličiny jsou prakticky shodné s prognózou, inflace se liší o 0,1 a sazby o 0,2 procentního bodu. Navrhuje, aby odhady potenciálního produktu, které jsou uvedené na straně 35, byly zařazeny do veřejné části dokumentu. Jedná se o užitečnou doplňující informaci, kterou není třeba skrývat. Ptá se, zda důvodem, proč sekce toto navrhla, je pouze odlišný výsledek v odhadech mezery produktu. Dotazuje se, zda na straně 47 nejsou chybné údaje o zadlužení domácností, údaje o hrubém dluhu, disponibilním důchodu a zatížení domácností splátkami naznačují, že úrok z dluhu by se pohyboval pouze kolem 2%.

Odpoověď SMS: Srovnávací tabulka bude doplněna. V bilanci služeb nejde o věcnou změnu trendu, ale o zavedení metodiky Eurostatu zachycující rebranding. Jde vlastně o zrcadlový údaj k bilanci zboží. Problém s vysvětlující poznámkou u bilance služeb je, že ČSÚ zatím tuto metodickou změnu neohlásil, jedná se zatím o interní informaci, proto je v textu označena modře. U citlivostního scénáře fiskální restriktce jsou inflace i sazby podobné projekci, protože dochází k vykompenzování dvou protichůdných efektů (stlačení poptávkové inflace a slabší kurz plus vyšší spotřební daň na cigarety). Odhady potenciálního produktu budou zveřejněny. Domácí sazby se mění před změnou zahraničních, protože model je vpřed hledící a šok do zahraničních sazeb je koncipován jako očekávaný. Údaje o zadlužení domácností budou prověřeny a bude poslán vysvětlující email. Agregátní technologie odrážejí nová čísla o investicích i zásobách, vliv zásob byl ale tlumen. Odrážejí také zpětné revize.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Dotazuje se, zda jsou dlouhodobé marže flexibilní podle pozice ekonomiky v hospodářském cyklu, odhadujeme je nějak? Jako obvykle prognóza předpokládá návrat marží k dlouhodobým hodnotám z momentálně stlačených hladin. To implikuje vztah k indexu cen průmyslových výrobců, který byl ve druhém čtvrtletí o více než 2,5 procentního bodu nad prognózou, zejména v sektorech počáteční fáze zpracování. Ptá se, jaká je pravděpodobnost, že se tento inflační tlak prosadí do dalších fází zpracování při relativně nízkém tempu růstu. Dále se dotazuje na marže obchodníků, které jsou relevantní pro vývoj indexu spotřebitelských cen. Dále se ptá, proč se SMS domnívá, že bude docházet k posilování kurzu vlivem úrokového diferenciálu. Posilování kurzu patří při posuzování prognózy k důležitým protiinflačním rizikům, kurz se promítá do protiinflačního působení dovozních cen, jejichž růst je zatím 3%, což je momentálně nejrychleji rostoucí sledovaný cenový index. Přitom ale není zřejmé, zda je velikost úrokového diferenciálu dostatečná, aby k tomuto předpokladu opravňovala. Z grafů v situační zprávě nevyplývá, že by byl diferenciál tak výrazný. Ptá se na aktuální názor SMS na rizikovou prémii. Dodává technický komentář k nové podobě SZ, se kterou v podstatě souhlasí. Na stranách 1 a 5 jsou shodné grafy, které budí dojem, že tyto části textu jsou okopírované. Navrhuje zvolit takovou úpravu textu, aby se grafy neopakovaly.

Odpověď SMS: Vývoj cen odráží vývoj nákladů. Pokud by byla úplná flexibilita, pak by byly marže konstantní. V modelu jsou ale rigidity, které způsobují cyklické chování marží. Marže jsou modelová proměnná, údaje pro ekonomiku jako celek nejsou k dispozici, pouze pro některé sektory jako je maloobchod, kde skutečně ke stlačení marží dochází. Jak se bude uzavírat produkční mezera, tak vznikne prostředí pro narovnání marží. Problém s opakováním grafů bude vyřešen vložení tabulek do shrnutí. Úrokový diferenciál hraje při zhodnocení klíčovou roli. Na kratším konci prognózy je sice nízký, postupně však roste. K rizikové prémii SMS nemá žádné doplňující informace, platí ty, které jsou uvedeny v textu.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Dodává, že produkční mezera je ale na horizontu prognózu záporná, takže marže se narovnat nemusí. Podotýká dále, že velikost diferenciálu není tak velká, aby ospravedlnila uvažované zhodnocení kurzu. Nešlo jí o zpochybnění mechanismu úrokové parity, ačkoli výhrady k tomuto mechanismu lze jistě mít, ale o rozsah diferenciálu, který je řádově pouze 0,1-0,2 procentního bodu.

Odpověď SMS: Marže nejsou ideálním odhadem, jde skutečně o nepozorovanou veličinu. Marže se napravují i umírněným růstem nákladů. Aby bylo v modelu zabráněno rychlému zhodnocení kurzu, musel by být úrokový diferenciál záporný, protože svou roli hraje i konvergenční diferenciál.

Guvernér Singer: Navrhuje vyřešit problém s opakováním grafů a problém absence datových údajů v textu, který zmiňoval viceguvernér Tomšík tak, že v jedné části budou grafy a v druhé tabulky s detailními čísly. Dále konstatuje, že nový formát je dle přítomných členů bankovní rady přijatelný. Poukazuje ale na to, že top-down přístup, který nejprve uvede prognózu a pak teprve popíše faktory prognózy, podává příliš stručné vysvětlení prognózy a návaznost jednotlivých částí tak není zcela logická. Proto žádá, aby byla pasáž uvádějící prognózu rozšířena. Žádá SMS, aby poslala příští týden text v režimu revize. Na straně 1 je třeba přepracovat větu o inflačním působení dovozních cen, které dočasně odeznělo. Tato věta hned na první straně textu není srozumitelná. Doporučuje také nahradit termín „červencový výhled“ pro čtenáře srozumitelnějším pojmem. Zajímá ho také komentář k ziskovým maržím, u kterých není jasné, zda jejich budoucí hodnoty budou konvergovat k hodnotám historickým, předkrizovým. V této souvislosti zmiňuje, že čtenáři nebude zřejmé, zda jsou termíny „dlouhodobá“ a „obvyklá“ hodnota shodné. Doporučuje sladit terminologii a nesnažit se zbytečně o přílišnou stylistickou pestrost. Na straně 10 je popsána spotřeba vlády, která bude mít kladný vliv na růst na HDP. Navrhuje do textu Zprávy o inflaci zařadit i příslušný citlivostní fiskální scénář ze strany 35, aby bylo zřejmé, že ČNB si je fiskálního rizika vědoma. Přiklání se ke stanovisku poradce, které také navrhuje posílit komunikaci fiskálního protiinflačního rizika. Viceguvernér Hampl by jistě tento krok k posílení transparency také uvítal. Bude-li citlivostní scénář zveřejněn, pak by měla být také doplněna informace o fiskálních deficitech, které tento scénář implikuje. Komentář je zatím soustředěn jen na spotřebu vlády, pro čtenáře by ale bylo užitečné vidět i vývoj deficitu. Na straně 27 je ukázáno srovnání grafu FRA s prognózou, které dokumentuje klesající rozdíl. Ale vývoji rizikové premie by spíše odpovídal rostoucí rozdíl. Žádá o vysvětlení, proč tomu tak je. Podporuje hypotézu uvedenou v situační zprávě na straně 28, že ceny zemědělských výrobců překmitnou do pozitivního růstu. Domnívá se ale, že je třeba počítat s výraznými oscilacemi těchto cen. Pokud ano, pak by se jednalo o inflační riziko. V situační zprávě postrádá tabulku sektorových finančních ukazatelů, kterou považuje za užitečnou. Dotazuje se, zda poptávka po nemovitostech

opravdu pozvolna poroste, jak je uvedeno na straně 48. Zmíněný vliv nabídky menších a levnějších nových bytů nemusí být tak silný, spíše může převážit vliv výprodejů neprodaných bytů, který by mohl tlačit ceny dolů. Zamýšlí se nad předpokladem mírného posilování kurzu, který vychází z úvahy pomalejšího domácího růstu. Ptá se, zda – vzhledem k tomu, že celý svět poroste pomaleji – nezůstane konvergenční diferenciál na předchozích úrovních a kurz nebude následně silnější. Má pochybnosti o růstu marží, protože firmy prokázaly v posledním roce schopnost zvyšovat zisky snižováním nákladů. Dále se ptá, proč setrvávají inflační očekávání podniků o 0,5 procentního bodu nad cílem, zachytily podniky změnu cíle? Dále doporučuje vysvětlit či nahradit termín „rozhodné období“, který nebude čtenáři srozumitelný. Dotazuje se, jaké je vysvětlení růstu míry úspor v krizi, který je zachycen na grafu na straně 30. Byly domácnosti tak vystrašeny krizí? Změnu metodiky výpočtu bilance služeb doporučuje ošetřit poznámkou pod čarou, která čtenáři objasní, že nejde o propad bilance. Komentuje také předchozí diskusi o dopadech fiskálního citlivostního scénáře na inflaci, nedomnívá se, že fiskální konsolidace vyvolá oslabení kurzu, které bude kompenzovat nižší poptávkové tlaky, inflace by tak mohla být nižší, než uvádí citlivostní scénář.

Odpoověď SMS: Problém s opakováním grafů bude vyřešen vložení tabulek do shrnutí. Pasáž věnovaná prognóze bude posílena, bylo autorským záměrem SMS posílit linii příběhu na úkor detailu. Citlivostní scénáře budou zveřejněny, v minulosti se již stejně vyskytl jeden obdobný případ. Nebyly navrženy ke zveřejnění, protože nejde o plnohodnotné alternativy. Ke zveřejnění nebyly navrženy ani odhady potenciálního produktu, protože nejsou součástí ústředního příběhu, což by vnější čtenář nemusel chápat. Problém s vysvětlující poznámkou u bilance služeb je, že ČSÚ zatím tuto metodickou změnu neohlásil, jedná se zatím o interní informaci, proto je v textu označena modře. Citlivostní fiskální scénář nepracuje s poklesem rizikové prémie, proto vede k oslabení kurzu. Pokud by s ním pracoval, pak bude dopad restrikce do růstu HDP ještě větší a alesinovský efekt zmíněný vrchním ředitelem Janáčkem nebude téměř přítomen. Pokles fiskálního deficitu v citlivostním fiskálním scénáři je o 1,5 a 1,2 procentního bodu v letech 2011 a 2012. Deficity budou 4,8 % a 4,2 % v letech 2011 a 2012. Větu o sazbách, která spíše popisuje hypotézu a je nadbytečná, SMS z textu vypustí. U cen potravin je zapracován relativně výrazný nárůst, dokonce i větší, než byl vstupní předpoklad. Ale SMS je stále chápe jako inflační riziko vzhledem k posledním údajům. Tabulka se sektorovými finančními ukazateli bude doplněna. U nemovitostí bude upravena formulace, jde o očekávání trhu, nikoli ČNB. Podle mikrostudie mají skutečně developéři problémy. Kurzové posilování již odráží konvergenční diferenciál, tedy že i svět poroste pomaleji, proto nemusí dojít k výraznějšímu posilování ve srovnání s prognózou. Inflační očekávání podniků se po změně cíle nezměnila, důvod neznáme. Míra úspor v posledních letech klesla a podle předpokladů prognózy bude klesat i nadále. Navíc lze očekávat výrazné revize.

Vrchní ředitel Janáček: Míra úspor je cyklická, domácnosti mají tendenci spořit ve zlých dobách více, alespoň americká data od 20. let toto ukazují

Guvernér Singer: Reaguje na odpovědi SMS konstatováním, že vysvětlení odhadů potenciálu a citlivostních scénářů je komunikační úloha. Je třeba vysvětlit, že se jedná o doplňující informace, a zabránit tak narušení centrálního příběhu. U bilance služeb doporučuje uvést alespoň stručnou poznámku, že se jedná o vliv změny metodiky. Komentář o předpokladu vývoje rizikové prémie by měl být v textu uveden.

Viceguvernér Tomšík: Podporuje zveřejnění všech citlivostních scénářů.

Guvernér Singer: Obrací se na přítomné členy rady, zda souhlasí s tímto posílením transparency, a konstatuje, že existuje shoda ke zveřejnění výše zmíněných informací. Konstatuje také, že existuje shoda, že v exekutivním shrnutí budou místo grafů tabulky.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Tomšík: Ekonomický výhled se ve srovnání s předchozí situační zprávou příliš nemění. Reálná data ukazují, že se česká ekonomika vymanila z recese, nicméně ukazují také, že ekonomické oživení je velmi pozvolné. Konkrétně to lze dokumentovat posledními údaji, které máme o HDP. Meziroční růst HDP v prvním čtvrtletí 2010 byl 1,1 %, zatímco naše prognóza očekávala 1,8 %. Data tedy ukazují skutečně na velmi mírný růst, který neindikuje žádné výraznější inflační tlaky. Zajímavé je, že po velmi dlouhé době vějířový graf ukazuje na celém horizontu – nejen na horizontu nejučinnější transmise, ale opravdu na celém horizontu – měnověpolitickou i celkovou inflaci v koridoru, a to ještě blízko středu cíle. Většinou se ve vějířovém grafu inflace ke středu cíle blížila zdola. To je pozitivní zpráva, která ukazuje, že inflace je pod kontrolou a že není třeba nyní iniciovat změnu sazeb. Chce nicméně ještě doplnit úvahu o ziskových maržích. O těch se diskutuje při projednávání situačních zpráv již dlouho, není zcela zřejmé, zda jsou výrobci skutečně schopni vrátit se s vyšší marží k hodnotám, kterých byli schopni dosáhnout před krizí. Na druhou stranu říkáme, že marže jsou již delší dobu stlačené, někde dokonce do záporných hodnot, s cílem vyprázdnit zásoby. Přestože tedy momentálně inflační tlaky nevidí, doporučuje velmi pečlivě sledovat všechny indikátory, aby bylo případné oživení inflačních tlaků včas zachyceno. Případ Německa ukazuje, že k překvapivě rychlému oživení může dojít, pozorujeme tam dokonce nižší míru nezaměstnanosti, než byla před krizí. V případě rychlého oživení českého exportu díky Německu může k nárůstu marží dojít, pak by bylo důležité reagovat rychle. Proto není možné nyní říci, zda před námi je či není delší období stability sazeb.

Vrchní ředitel Řežábek: Pan viceguvernér Tomšík hovořil o inflaci pod kontrolou. Inflace v Evropě ale vykazuje poněkud vyšší tempo růstu. Podle učebnic jsme byli zvyklí hledat poptávkovou inflaci, zdrojem inflace ale nyní mohou být suroviny a komodity. Je otázkou, do jaké míry a jak rychle se růst jejich cen promítne do spotřebitelské inflace. Tuto nákladovou stranu inflace učebnicové modely tak dobře zmapovány nemají. Navíc v diskusi bylo tempo oživení české ekonomiky označováno jako mírné, ale ve srovnání s tempem oživení některých evropských zemí a zemí eurozóny je toto tempo poměrně vysoké. O relativním tempu růstu diskutovala bankovní rada již před rokem a i tehdy bylo řečeno, že náš růst bude relativně vyšší i při všeobecně nižších tempech růstu, na která si po krizi budeme muset zvyknout. Zatím samozřejmě není zohledněn vliv fiskálu, je třeba počkat, až bude plně promítnut do prognózy. Souhlasí s viceguvernérem Tomšíkem, že Německo se opravdu významně rozjelo, i u nás průmyslové zakázky rostou. Amerika je zatím spíše jako na houpačce, signály o síle oživení nejsou jednoznačné. Pokud by se kurz nezačal pohybovat na apreciační straně, zvažoval by, zda je možné setrvat na takto nízkých sazbách. Silnější kurz pomůže inflaci stabilizovat. Inflačním rizikem budou – jak zmiňoval již v předchozí debatě – rostoucí ceny ropy, u kterých očekává

silnější růst než uvedených několik procent. V dolarech se může blížit spíše hodnotám z roku 2006 než hodnotám z první poloviny letošního roku. Shrnuje, že rostoucí nákladové inflační tlaky jsou momentálně kompenzovány silnějším kurzem, takže úvahu o zvýšení sazeb by ponechal na některé z příštích jednání.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: S dnešním rozhodnutím nemá problém, nevidí je jako komplikované, není třeba vymezovat se vůči shodnému doporučení ze strany sekce i poradce. Do budoucna ale lze identifikovat proinflační rizika. Redukce potenciálního produktu může vést k vyšším inflačním tlakům. Pokud je tedy třeba dnes o něčem uvažovat, tak o vhodném časování budoucího zvyšování sazeb. Dále je třeba zvažovat i obecnější otázky. Dnešní debata o měnové politice se mimo jiné věnuje i otázkám, zda má či nemá měnová politika „foukat proti větru“ a zda má reagovat na ceny aktiv. Názory jsou polarizované. Na jednu stranu odborníci, kteří mají blízko k FEDu, se rozšíření pojetí měnové politiky brání. Tento názor zřejmě souvisí s tím, že FED necíluje inflaci, ale cíluje co nejvyšší růst a zaměstnanost, které by ještě nevyvolávaly inflační tlaky. Vliv má také silná keynesiánská tradice, zatímco v Evropě lze identifikovat silněji zapuštěné kořeny rakouské školy, což je vidět i v tom, že ECB má nejenom cenový, ale také i měnový pilíř. Konsensus je ale asi v tom, že centrální banky budou muset rozšířit záběr o finanční stabilitu, protože cenová stabilita sama finanční stabilitu nezajistí. Pro nás z toho vyplývá, že se rozhodování může stát obtížným, když cenová a finanční stabilita budou klást odlišné nároky na nastavení sazeb. Přiklání se k názoru, že krátkodobá odchylka od inflačního cíle může být tolerovatelná, pokud ze střednědobého hlediska sníží pravděpodobnost korektivních akcí měnové politiky a omezí variabilitu produktu i inflace ve středním horizontu. Doufá, že se v souvislosti s problémem zero-bound neocitneme v situaci analogické přechodu od měnového k inflačnímu cílení v řadě zemí, kterou kanadský guvernér popsal slovy: „My jsme měnové agregáty neopustili, ony opustily nás“.

Vrchní ředitel Janáček: Návrh měnověpolitického doporučení na nastavení sazeb mu nedělá problémy a souhlasí s ním. Navazuje na viceguvernéra Tomšíka úvahou o německé ekonomice. I ten nejkonzervativnější odhad, který tradičně pro německou ekonomiku vytváří Deutchebank, ukazuje na dynamické oživení německé ekonomiky oproti původním předpokladům pro letošní i příští rok. Exporty těží ze slabšího eura. U nás jsou následně zakázky nikoli na dva, ale již na osm měsíců. Situace ve zpracovatelském průmyslu se viditelně zlepšila, což může tlačit nejen na marže. Tlaky se mohou projevit i v dalších oblastech, nezaměstnanost může klesnout rychleji, než předpokládá prognóza. Rozumí tomu, že modelová prognóza je ovlivněna historickým vývojem nezaměstnanosti, ale časové řady naznačující kulminaci nezaměstnanosti po krizi pro příští čtvrtletí jsou ovlivněny restrukturalizací, která v předchozí recesi na počátku dekády nastala. Nyní je ale již česká ekonomika restrukturalizovaná, a proto mohou zaměstnanost i mzdy reagovat rychleji. Navíc demografické tlaky na trhu práce jsou v současnosti podstatně jiné, než byly před osmi lety. Trh práce lze tedy označit za potenciální inflační riziko. Koruna se ale vrátila na apreciační trajektorii. Nyní je obtížné říci, zda jde o krátkodobý jev či dlouhodobější trend. Souhlasí s vrchním ředitelem Řežábkem, že konvergenční diferenciál ovlivní kurzový vývoj i po krizi, což znamená, že tendence k apreciaci bude pravděpodobně pokračovat a bude fungovat jako střednědobá pojistka proti inflaci. Velkou otázkou jsou ceny komodit, zatím se chovají eraticky. Zdá se také, že významnější roli mohou hrát ceny potravin. Oživení růstu cen potravin

v poslední době může – přes dobrou úrodu ve Spojených státech, Kanadě a Austrálii – působit inflačně přes dovozy do české ekonomiky.

Guvernér Singer: V porovnání s dobou, kdy přišel do banky, je nyní situace příznivá. Prognóza sekce dokonce ukazuje velmi neobvyklý obrázek, ve kterém je inflace na celém horizontu blízko cíle. Jediným problémem je nezvykle nízká hladina měnověpolitických sazeb. Za stávající příznivou prognózou je několik překvapivých faktorů, které možná interpretuje odlišně od některých členů bankovní rady. Původní očekávání, že americká ekonomika bude lokomotivou oživení a Evropa bude pozadu, se nepotvrdila. I když pomalé oživení je skutečností v některých evropských zemích, v části Evropy a především v Německu vznikl zdroj ekonomického oživení. Pro českou ekonomiku je toto spíše protiinflačním rizikem, protože německé oživení potáhne exporty. Nejenže si čeští exportéři dokázali získat trhy v Asii, takže nejsou tak závislí na slabším růstu některých evropských zemí, ale teď bude český export navíc povzbuzen rozjezdem německé lokomotivy. Posilování koruny je tedy pravděpodobné a nepůjde o krátkodobý výkyv, ale spíše o dlouhodobější trend. Pokud si k tomu přičteme vliv fiskální konsolidace, která nás přiřadí do skupiny rozumně se chovajících ekonomik, pak česká ekonomika bude pro mezinárodní finanční trhy bezpečným přístavem, což dále zvyšuje pravděpodobnost trendového zhodnocení koruny. Tohoto trendu se obává z hlediska naplňování inflačního cíle. Fiskální konsolidace může vyvolat jisté problémy v sektoru stavebnictví, které ale mohou pomoci ztlumit inflační tlaky na trhu práce. Obyvatelstvo v příštím roce pokles vládní poptávky ve stavebnictví nevykompenzuje, bude s velkou pravděpodobností s nákupy bytů vyčkávat nějakou dobu, než si ověří, že krize ustoupila a že existuje jistota práce. Podniky si poradily se stlačenými maržemi snížením nákladů, což zvyšuje jejich schopnost nyní čelit inflačním tlakům. Problém růstu cen komodit nezpochybňuje, ale ten může být neutralizován posilující korunou. Proto vnímá rizika asymetricky směrem k protiinflačním tlakům. Jeho stanovisko je tedy blíže stanovisku viceguvernéra Tomšíka a možná i vrchního ředitele Janáčka. V tomto okamžiku vnímá jako hlavní téma debaty otázku časování zvyšování sazeb, zda k němu dojde tak, jak ukazuje prognóza, nebo zda se zvýšení odsune dále v čase. Tím bychom se vrátili k obrázku měnové politiky tak, jak ho zná z prvních tří let svého působení, během kterých se neustále odsunoval okamžik zvyšování sazeb pod vlivem kurzového vývoje. Toto odsunování trvalo řádově dva a půl roku. V tuto chvíli není nic, co by šlo proti takovému vývoji dělat, s výjimkou pokusů o „umloučení“ koruny, které ale v současné situaci nevidí jako příliš účinné, protože slovní intervence by šly proti fundamentům způsobujícím posilování. Zajímá ho reakce vrchní ředitelky Zamrazilové na jeho vidění situace, které naznačuje, že uvolněná měnová politika bude snižovat – nikoli zvyšovat, jak vyrozuměl z jejího vystoupení – variabilitu produktu, protože bude tlumit efekty fiskální restrikce a silné koruny.

Viceguvernér Tomšík: Tlumočí nejprve stanovisko viceguvernéra Hampla (podporuje návrh SMS). Reaguje na komentář vrchní ředitelky Zamrazilové o potenciálním produktu. Domnívá se, že část potenciálu byla i v době před krizí nadbytečná, krize toto jen odkryla. Pokud se odbourají nadbytečné kapacity, pak nemusí redukce nutně přinést inflační tlaky. V tomto smyslu souhlasí s guvernérem. V prvním kole hovořil o nutnosti nezaspát se změnou sazeb. Nemusí jít nutně o jejich zvýšení, spíše chtěl zdůraznit, že není možné dnes předjímat delší období stability sazeb a že je třeba neustále pečlivě vyhodnocovat nové informace. K debatě o americké ekonomice chce doplnit, že byl také překvapen jejím relativně slabším výkonem. Zároveň je ale třeba vést

v patrnosti, že média komentují zpomalení americké ekonomiky relativně dramaticky, přitom ale růst byl 2,2 % ve srovnání s očekávanými 2,6 %, takže o recesi nemůže být řeč. Souhlasí také s tím, že tlak exportů tažených německou poptávkou může vytvořit apreciační trend. Na druhou stranu německé oživení může zrychlit také růst německých spotřebitelských cen, a to by pak mohlo působit na evropské sazby a také na domácí inflaci. Kurz může být nepříznivě ovlivněn zveřejněním nových údajů o platební bilanci. Dnes diskutovanou změnu v bilanci služeb analytici ještě nezachytili, takže v současné silné hodnotě kurzu koruny není tato informace zohledněna. Připomíná zkušenost z před pěti let či více, kdy došlo k revizi dat kvůli údajům o nákupu letadel. Tato revize vedla k oslabení koruny.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: V příštích situačních zprávách musíme začít pracovat s výkonovou bilancí, není možné po zavedení metodické změny nadále pracovat s bilancí služeb. Výkonová bilance ukazuje, že stávající výsledek obchodní bilance není historickým výsledkem. Dlouhodobě je přesvědčena, že nízké sazby vedou k vyšší akceptaci rizika, zvláště v období oživujícího růstu. Takovéto nastavení může ve střednědobém horizontu ohrozit finanční stabilitu, a přitom se mandát ČNB posunuje k vytváření stabilního finančního prostředí.

Guvernér Singer: S novou metodikou ČSÚ má problém, protože statistický úřad tak vlastně trhu říká, co je správné a co ne. Rebranding je součástí fungování ekonomiky, jde o přidanou hodnotu. Není tedy důvod toto metodicky ošetřovat. Změna metodiky mu připomíná historku o statistickém ocenění felicie, která byla změřena od sedadla k volantu, aby pak bylo konstatováno, že představuje menší užitkovou hodnotu než favorit. Následně pak v daném segmentu byla vypočítána inflace 20 %. Přitom spotřebitelé svými nákupy ukázali, že felicie má vyšší užitkovou hodnotu.

Vrchní ředitel Řežábek: Z pohledu dnešního rozhodování považuje za důležité téma efektivnost možné slovní intervence proti posilování koruny. Domnívá se, že intervence by nebyla příliš efektivní. Nesouhlasí s názorem prezentovaným sekci, že stávající posilování není v souladu s fundamenty a že v případě jeho dalšího pokračování bychom adekvátně reagovali. K trendovému posilování koruny existují fundamentální důvody, jak již zmínil guvernér. Komentovat lze jen, že posilování je relativně rychlé vzhledem k mírnému oživení. Konvergující ekonomika s růstem postaveným na exportu bude mít posilující měnu. Jsme na určité úrovni HDP na obyvatele a také v produktivitě, tyto ukazatele budou konvergovat, což je přirozený jev. Porostou-li ceny některých komodit (např. železo či koksovatelné uhlí) jako v posledních dvou měsících, kdy šlo i o tempa v desítkách procent, pak můžeme čelit nákladové inflaci, kterou nemusíme být schopni pomocí úrokových sazeb zcela ztlumit. Jedná se spíše o úvahu do budoucnosti. Souhlasí s tím, že s ČSÚ jsou problémy. Rozhodování ztěžuje pomalé zveřejňování údajů, kdy se často údaje pro českou ekonomiku dozvídáme až po evropských. Následně pak ještě dochází k jejich značným revizím. Problematické jsou také prognózy, statistický úřad by neměl vytvářet na základě jednoduché analýzy časových řad prognózy.

Vrchní ředitel Janáček: Navazuje na debatu o konvergenci a jejím významu pro budoucí inflaci. Zkušenosti z privátních diskusí s významnými exportéry naznačují, že 3-5 % apreciaci jsou exportní podniky schopny absorbovat, ačkoli jejich rétorika v diskusích o euru je poněkud odlišná. Toto tempo neohrožuje konkurenceschopnost, větší by již činilo potíže. Proto nemá cenu

do této hodnoty slovně intervenovat, souhlasí v tomto s guvernérem. Efekt slovních intervencí vyprší typicky po dvou až pěti dnech.

Viceguvernér Tomšík: Souhlasí s vrchním ředitelem Řežábkem. Posilování koruny vždy vysvětlujeme třemi faktory: úrokovým diferencíalem, který je nyní kladný, dobrou obchodní bilancí a konvergencí. Tyto faktory vysvětlují dlouhodobý posilovací trend. Nyní ale navíc vidíme, že tempo zhodnocování pozorované v posledních dvou týdnech je rychlejší, než by naznačovaly tyto fundamenty. Krátkodobé rychlé zhodnocení by proto komentoval tak, že tempo z posledních dvou týdnů bylo příliš vysoké.

Guvernér Singer: Souhlasí s komunikací navrženou viceguvernérem Tomšíkem. Tempo z posledních dvou týdnů je velmi prudké, hodnota sama o sobě není příliš silná. Jde spíše o návrat k intuitivně očekávaným hodnotám.

Vrchní ředitel Řežábek: Za problém považuje v této souvislosti stanovení hladiny, ke které se kurz má vrátit. Není zřejmé, zda by to měla být hladina z před tří týdnů nebo hodnota silnější, které koruna dosáhla v minulých letech.

III. Úkoly

SMS bylo uloženo dopracovat novou podobu situační zprávy, resp. Zprávy o inflaci, dle diskuse a předložit ji bankovní radě v režimu revize.

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 M. Singer, viceguvernér V. Tomšík, vrchní ředitel K. Janáček, vrchní ředitel P. Řežábek, vrchní ředitelka E. Zamrazilová.

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady