

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 4. listopadu 2010

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 7. situační zprávy

Guvernér Singer: Zahajuje rozpravu.

Viceguvernér Tomšík (v diskusi o konzistenci prognózy HDP): Posun v 7. SZ oproti 5. SZ vidí zejména v odhadu hospodářského růstu. Zatímco 5. SZ předpokládala pro 4. čtvrtletí 2011 meziroční růst 2,7 %, v 7. SZ je to jen 0,6 %, což je pokles o více než 2 p.b. To je velmi výrazná změna, kterou nelze vysvětlit jen fiskální konsolidací a efektem základny. Budou tyto faktory mít skutečně tak velký dopad? Když se podívá na prognózy růstu HDP v roce 2011, tak OECD odhaduje 3 % nebo MF ČR kolem 2 %. Táže se, zda snížený odhad ČNB nemůže být odrazem nějakých vlastností modelu.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskusi o konzistenci prognózy HDP): Podobně jako viceguvernéra Tomšíka na základě úvodní shrnující tabulky konstatuje, že prognóza se mu nezdá být zcela konzistentní. Nominální mzdy byly přehodnoceny směrem vzhůru, implikované sazby dolů, zaměstnanost nahoru a deficit běžného účtu dolů. V souhrnu by mu z toho vycházelo spíše proinflační riziko. Osobně navíc nepovažuje další zhodnocování koruny za tak pravděpodobné jako SMS. Prognóza vývoje HDP není v 7. SZ dostatečně popsána. Požaduje dovysvětlení faktorů vedoucích k poklesu tempa růstu HDP v roce 2011.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskusi o konzistenci prognózy HDP): Klade si otázku, na základě čeho odhaduje SMS tak výrazné zpomalení hospodářského růstu v roce 2011? Podobně jako kolegové nepovažuje vysvětlení v 7. SZ za dostatečné. ČNB ve svých analýzách předpokládá, že míra citlivosti domácího hospodářského růstu na růst německé ekonomiky je zhruba 50 %. Nyní byl na rok 2011 zvýšen odhad pro Německo z 1,7 % na 1,8 a 2,5 %. Prošla řadu odhadů budoucího vývoje německé ekonomiky a v žádném neviděla ani při zapracování maximálního dopadu fiskální konsolidace zpomalení prognózy růstu HDP pro rok 2011. SMS však při stabilitě odhadovaného růstu v Německu snižuje odhad růstu v Česku o 0,6 %. Z toho jí vychází k závěr, že SMS se od výše uvedeného předpokladu citlivosti nyní odchyluje. Za korektní považuje oslabení dynamiky spotřeby vlády. Nicméně oslabení dynamiky spotřeby domácností hodnotí jako nedostatečně argumentované. Vidí rozpor v tom, že růst HDP má zpomalovat, růst spotřeby se má snížit, ale trh práce se má zlepšovat a nominální mzdy mají růst. Nová prognóza růstu HDP z dílny SMS je navíc mimo rozpětí odhadů jiných domácích a zahraničních analytiků a institucí.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále SMS): Revize hospodářského růstu pro rok 2011 by neměla být až tak velkým překvapením, neboť v 5. SZ byl prezentován citlivostní scénář fiskální konsolidace, který vedl k růstu HDP v roce 2011 ve výši 1,3 %, přičemž nová prognóza přichází s číslem 1,2 %. Je pravdou, že v mezičase se trochu lépe vyvinula ekonomická aktivita v zahraničí, ovšem k lepšímu vývoji došlo na již známé minulosti za 2. čtvrtletí 2010. Výhledy do budoucnosti zůstaly víceméně stejné. V tomto ohledu by se vlastně aktuální prognóza pro Německo dala interpretovat jako zřetelné zpomalení hospodářského růstu pro následující rok. V souhrnu výhled prognózy pro Německo neposouvá prognózu ČNB nahoru, ale ani dolů. Směrem k poklesu očekávaného růstu domácího HDP působí to, že

fiskální restrikce předpokládaná v nové prognóze je silnější než v citlivostním scénáři. Scénář počítal s poklesem schodku veřejných financí na 4,6 % HDP, zatímco nová prognóza předpokládá pokles až na 4,2 % HDP. SMS zahrnuje do prognózy fiskální opatření stejným způsobem jako u dřívějších fiskálních balíčků. Diskreční opatření činí kolem 80 mld. Kč, což je více než 2 % HDP. Tato opatření povedou jednak k poklesu spotřeby vlády, jednak negativně ovlivní i spotřebu domácností. Součástí je totiž pokles balíku mezd ve veřejném sektoru, který musí mít nutně negativní dopad na spotřebu domácností. Dynamika celkových mezd v ekonomice pak bude ve srovnání s příslušným grafem z prezentace celkově nižší, neboť v něm jsou pouze mzdy v podnikatelské sféře. Pokles mezd v roce 2010 bude v jednotlivých skupinách organizačních složek státu a rozpočtových organizacích navázaných na veřejné rozpočty odlišný. Největší restrikce bude u centrálních úřadů, kde může dojít až k 9% restrikci. V dalších složkách pak bude pokles nižší. SMS předpokládá rovnoměrné rozdělení mezi mzdy a pokles zaměstnanosti. Na disponibilní příjmy domácností má dopad nejen mzdový vývoj, ale i pokles sociálních dávek, zdanění stavebního spoření, snížení slevy na dani apod. Souhrnný dopad fiskální restrikce v prognóze je -0,8 % HDP, zatímco v citlivostním scénáři to bylo jen -0,5 % HDP. Zhruba dvě třetiny efektu jdou přes vládní spotřebu a jedna třetina přes spotřebu domácností.

SMS připustila v měnověpolitickém doporučení, že v relaci s konsensem analytiků leží nová prognóza domácího HDP níže. Domnívá se však, že analytici zahrnou příslušné dopady až s určitým zpožděním a ČNB by měla působit při prognózování jako přirozený leader. Pokud jde o oficiální prognózy, nelze se divit optimističtějšímu pohledu MF ČR, neboť nemá přirozeně zájem na tom, aby prezentovalo silný protirůstový dopad fiskální restrikce na poptávku. Na druhé straně MF ČR při zavádění protikrizových fiskálních opatření v letech 2008-2009 tvrdilo, že jsou účinná. ČNB se snaží ve svých prognózách zachovat symetrii. Pokud jde o prognózu OECD, ta se SMS jeví jako nekonzistentní, protože počítá s růstem HDP při simultánní fiskální restrikci ve výši, jakou očekává ČNB, ale zároveň obsahuje růst spotřeby vlády a stagnaci dynamiky spotřeby domácností na vysokých hodnotách letošního roku.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskusi o konzistenci prognózy HDP): Prognózu MF ČR konzultovala s experty ministerstva a nemyslí si, že je vychýlená. Fiskální dopady zapracovali a nemyslí si, že po zkušenosti roku 2009 by měli opět zájem nadhodnotit růst HDP. Z hlediska daňových příjmů mají rovněž zájem zůstat na bezpečné straně. Experti OECD argumenty ČNB akceptovali a růst spotřeby vlády výrazně snížili. Pokud jde o Německo, identifikuje určité nedorozumění. V roce 2010 se zvýšila prognóza německého růstu a proporcionalně se zvýšila prognóza růstu domácího HDP. Pro rok 2011 však nedošlo ke snížení prognózy německého růstu, ale SMS snížila prognózu českého růstu. Německá ekonomika v roce 2011 oproti letošnímu roku zpomalí a tomu musí odpovídat i určité zpomalení růstu české ekonomiky, ale jen na 2 %, ne na 1,2 %. Odkazuje i na ukazatel intenzity budoucí poptávky, který jim byl prezentován při jednání s bankovní radou Národní banky slovenské. Tento ukazatel, který je poskytován ECB, naznačuje pro slovenskou ekonomiku pokračování slušné zahraniční poptávky. Požaduje vysvětlení těchto skutečností.

Guvernér Singer (v diskusi o konzistenci prognózy HDP): Táže se, zda určitý problém nevzniká z toho, že SMS pracuje s efektivní eurozónou, přičemž s výjimkou Německa ostatní země eurozóny pro domácí ekonomiku v současnosti poptávku negenerují.

Odpověď SMS: Obecně je vývoj v Německu jen jedním z faktorů ovlivňujících růst domácího HDP. Efektivní eurozóna je konstruována tak, aby odrážela vysoký podíl Německa na zahraničním obchodu ČR, stejně tak podíl Slovenska. Důležité je, že pohled ČNB do budoucna ovlivňuje především mezičtvrtletní výhled vývoje zahraniční poptávky. Srovnání

aktuální a minulé prognózy v mezičtvrtletním vyjádření pro efektivní eurozónu je takové, že bylo sice silné 2. čtvrtletí letošního roku, ale mezikvartální výhled se dokonce nepatrně zhoršuje. Z toho nelze generovat tlak směrem k vyššímu růstu domácí ekonomiky do budoucna.

Viceguvernér Tomšík (v diskusi o vývoji míry nezaměstnanosti): Z úvodní tabulky v 7. SZ vyplývá pokles míry nezaměstnanosti v nové prognóze oproti té předcházející. Je docela překvapující vidět pokles míry nezaměstnanosti při zpomalení hospodářského růstu. Žádá o vysvětlení.

Guvernér Singer (v diskusi o vývoji míry nezaměstnanosti): Táže se, resp. nerozumí tomu, jak může tak významné snížení dynamiky HDP negenerovat propad v míře nezaměstnanosti. Obává se, že modelové nastavení parametrů generuje kontrainuitivní jevy na druhém stupni podrobnosti.

Odpoověď SMS: Pokud jde o dotaz na konzistenci vývoje HDP a míry nezaměstnanosti, tak zdání nekonzistence může vyvolávat skutečnost, že změny v ekonomické aktivitě se sice promítají do vývoje zaměstnanosti v intuitivním směru, ale vedle toho míru nezaměstnanosti ovlivňuje i vývoj pracovní síly prostřednictvím míry participace a podílu zaměstnaných ve věkové kategorii 15-64 let na populaci. U pracovní síly jsme přitom prognózu oproti minulé snížili. Není to ale modelová záležitost, jde o výstup krátkodobé satelitní analýzy, která byla tentokrát použita poprvé.

Guvernér Singer (v diskusi o vývoji míry nezaměstnanosti): Považuje toto vysvětlení za popis vývoje časových řad. Nicméně neposkytuje odpověď na to, proč by při slabším hospodářském růstu a horším vývoji v průmyslu měla být míra nezaměstnanosti ve srovnání s předcházející prognózou nižší o 0,4 % ve 2. čtvrtletí a o 0,6 % nižší ve 3. čtvrtletí. Znamená to, že míra participace klesne o 1 p.b.?

Odpoověď SMS: Změna pracovní síly nastává z titulu toho, že do skupiny 15-64 jednak přitéká méně lidí z mladších ročníků, jednak jsou zde značné odtoky starších lidí ze silných poválečných ročníků. Čistý dopad změn v demografii je kolem 0,4 % pracovní síly ročně. Se stejnou změnou pracuje i prognóza MF ČR.

Viceguvernér Tomšík (v diskusi o vývoji spotřeby domácností): Táže se na prognózu spotřeby v souvislosti s boxem zabývajícím se analýzou vývoje spotřeby domácností na str. 31-32. V boxu je uvedeno, že ČSÚ počínaje odhadem spotřeby v rámci národních účtů za 4. čtvrtletí 2009 inovoval metodický postup a při odhadu spotřeby domácností zapojil ve větší míře statistiku o tržbách v maloobchodě. Předpokládal by, že tato úprava ČSÚ jde směrem metodického sblížení s ČNB a že by měla přispět ke zvýšení ekonomické konzistence při tvorbě odhadu vývoje spotřeby. Z boxu však vyplývá, že došlo sice ke sblížení v datové oblasti, ale rozpor mezi naší prognózou a předpoklady setrvává. Očekává tedy SMS, že spotřeba nakonec neporooste tak rychle, jak by indikovala data z aktuálních národních účtů?

Vrchní ředitel Řežábek (v diskusi o vývoji spotřeby domácností): Žádá o přesnější interpretaci odhadovaného vývoje spotřeby domácností, neboť informace obsažené v prezentaci považuje za nedostatečné. Zejména informace o vlivu změn struktury prodejů automobilů byla neúplná. Nepřijímá ani konstatování ohledně odhadovaného vývoje spotřeby, které zaznělo v úvodní prezentaci prognózy, že „čas ukáže“. Očekává od SMS jasnější názor.

Odpoověď SMS: SMS chápe, že vyjádření typu „počkáme a uvidíme“ mohou vypadat alibisticky. K analýze odhadu spotřeby přistoupila tak, že prostudovala všechna dostupná data a výsledky jejich analýzy zpracovala ve formě boxu. Výsledkem je závěr, že SMS číslym

publikovaným ČSÚ nevěří a domnívá se, že ČSÚ udělal chybu v tom, že navázal spotřebu domácností na celkový maloobchodní obrat včetně prodeje automobilů, které ovšem zahrnují i prodeje firmám. V letošním roce přitom dochází dle anekdotické evidence k tomu, že prodeje automobilů rostou ve vztahu k firmám, ale nikoli k domácnostem, což však ČSÚ nezohlednil. Nákupy automobilů ze strany firem jsou investice a ne spotřeba. Z tohoto důvodu se SMS domnívá, že k určité revizi stávajících dat dojde. Je to však možno označit za hypotézu. SMS ukazuje graf spotřeby ve srovnání s maloobchodem v případě, kdy by z něj automobily byly vypuštěny. Pak se maloobchod stává rozumným východiskem pro odhad mezičtvrtletní spotřeby.

Viceguvernér Tomšík: Táže se na předpoklad růstu regulovaného nájemného. V tabulce na str. 5 se předpokládá zvýšení o 8,5 %, přičemž příští rok bude první, kdy bude nájemné s výjimkou velkých krajských měst liberalizováno. Domnívá se, že skutečný růst je předmětem velké nejistoty. Na základě čeho je stanoven výše uvedený předpoklad?

Odpoověď SMS: Prognóza předpokládá zvýšení regulovaného nájemného o 8,5 %, přičemž odhad Ministerstva pro místní rozvoj činí 12 %. Předpoklad SMS je nižší ze tří důvodů. Prvním je skutečnost, že v letošním roce proběhly komunální volby a vzhledem k tomu, že o zvýšení regulovaného nájemného musí být dopředu rozhodnuto, SMS předpokládá, že k části zvýšení dojde až v polovině příštího roku. Druhým faktorem je skutečnost, že ve většině měst se tržní a regulované nájemné srovnalo a k žádnému pohybu ani nemusí dojít. Budoucí pohyb cen se koneckonců týká zejména Prahy a krajských měst. Třetím argumentem je, že v řadě míst již deregulace skončila a zde mohou vlastníci nemovitostí zvyšovat nájem volně. To platí ale jen za předpokladu, že se s nájemci dohodnou. Pokud se nedohodnou, musí se vlastníci obrátit na soud. To vytváří pro vlastníky motivaci chovat se rozumně, protože v opačném případě by platby od nájemců získali s velkým zpožděním.

Viceguvernér Tomšík: Měl původně pochybnosti o vhodnosti zveřejnění citlivostního scénáře růstu DPH, ale výsledky považuje za rozumné. Není si ale jist výsledky u citlivostního scénáře cen komodit. Jde o nabídkový šok, na který ekonomika reaguje vzrůstem HDP, i když měnová politika reaguje zvýšením měnověpolitických sazeb. Při růstu PPI např. o 10 % roste HDP o 4 % a měnověpolitické sazby na 3,75 %. Tento výsledek se mu jeví kontraintuitivní a je otázkou, zda při tak zkráceném vysvětlení je vhodný takový scénář zveřejnit.

Odpoověď SMS: Neintuitivní vývoj může souviset s tím, že ve scénáři je předpokládán vyšší růst cen průmyslových výrobců (PPI) v zahraničí a menší šok do domácích cen. Pokud by byl šok do domácích cen vyšší, pak by byl výsledek intuitivní.

Viceguvernér Tomšík: V takovém případě je ale scénář nutno komunikovat jako šok do PPI a ne do cen komodit, neboť ČR je dovozcem komodit. V případě růstu cen komodit by žádný pozitivní dopad nevznikl.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Nesouvisí ten neintuitivní vývoj s tím, že když se zhoršují směnné relace, tak statisticky roste příspěvek čistého exportu k HDP?

Odpoověď SMS: V tomto případě nejsou příčinou směnné relace, neboť zde se jedná o reálné vlivy. Na počátku dochází k depreciaci reálného měnového kurzu prostřednictvím vyšší zahraniční cenové hladiny. To, že v realitě tomu tak nemusí být, pokud jsou zdrojem šoku ceny komodit, bere SMS jako relevantní námitku. Citlivostní scénáře nejsou skutečně bez rizika, pokud mají být publikovány ve Zprávě o inflaci. Spolu s minulou prognózou byl publikován scénář fiskální restriktce a dnes je nutno se vůči němu vymezovat, neboť v realitě je nakonec rozsah konsolidace přísnější. Podobně riskantní je scénář DPH.

Viceguvernér Tomšík: Není si jist konstatováním na str. 23: „z tohoto pohledu se při dnešní znalosti jeví, že měnová politika během roku 2009 měla být ještě uvolněnější“. Táže se, zda je konstatování tohoto typu standardně zveřejňováno.

Odpověď SMS: ČNB tento typ komentáře dlouhodobě poskytuje a nyní proto není vhodné zvažovat jeho vypuštění.

Viceguvernér Tomšík: Na str. 52 se uvádí, že poměr dluhu nefinančních podniků, vyjádřeného úvěry a emisí dluhových cenných papírů, k HDP činil ve druhém čtvrtletí 48,8 %. V poznámce pod čarou je pak uvedeno, že po zohlednění ostatních závazků se poměr dluhu podniků k HDP udržuje na úrovni 111 %. Znamená to, že mezipodniková zadluženost dosahuje 60 % HDP? To by mohl být značný problém pro transmisní mechanismus. ČNB se snaží ovlivňovat úrokové sazby a cenu úvěrů a obligací. Pokud však mají podniky tak široký prostor pro zvyšování a snižování úvěrového zatížení vlastní cestou, je to skutečně problém.

Odpověď SMS: Závazky z mezipodnikového styku jsou skutečně tak rozsáhlé. Jde o specifikum české ekonomiky, na nějž upozorňujeme i v Analýzách sladění.

Viceguvernér Tomšík: Proč je v závěrečné části situační zprávy na str. 61 subkapitola o zahraničním vývoji v efektivním vyjádření označena modře jako část, která nebude publikována? Nevidí tam nic, co je třeba skrývat a táže se, zda jsou nějaké překážky zveřejnění?

Odpověď SMS: SMS nedoporučuje tuto část publikovat, aby nedošlo ke zmatení veřejnosti. Komunikačně je obtížné vysvětlit již jen to, co je efektivní eurozóna. Toto je další efektivní ukazatel, jehož zveřejňování by komunikaci dále zkomplikovalo.

Vrchní ředitel Řežábek: Má pochybnosti o tom, zda interpretace vývoje Beveridgeovy křivky poskytuje smysluplný výsledek. Posunuje se jakoby pozitivním směrem, ale stále je vidět oproti loňskému roku značný propad a viditelnější pokles nezaměstnanosti není očekáván. Podle jeho názoru jde Beveridgeova křivka proti zaměstnanosti a je nyní obtížně interpretovatelná.

Odpověď SMS: Jde o grafický nástroj prezentace dat, který je nutno následně interpretovat. Aktuálně lze křivku vyhodnotit tak, že nastává obrat na trhu práce, který ale bude velmi pozvolný. Zatím není vidět nárůst volných pracovních míst. Část poklesu míry nezaměstnanosti je navíc daná poklesem míry participace. Proto by prvoplánová interpretace vývoje křivky mohla být příliš optimistická. SMS proto souhlasí s názorem vrchního ředitele Řežábka.

Vrchní ředitel Řežábek: Prognóza předpokládá růst cen elektřiny o 10 %, zatímco informace z vlády o 5,5 %. Žádá o vysvětlení zdrojů tohoto rozdílu. Považuje SMS vládní odhad za špatný?

Odpověď SMS: Je pravdou, že SMS předpokládá 10% růst cen elektřiny, zatímco politická jednání směřují k 5,5% růstu. Ve chvíli, kdy byla prognóza regulovaných cen připravována, nebyla politická jednání tak daleko a hovořilo se o vyšším než 10% růstu. Nicméně výsledný dopad daného rozdílu do inflace je pouze 0,1 p.b.

Guvernér Singer: Uvádí, že s ředitelem SMS již diskutoval o tom, že ceny elektřiny nakonec ve skutečnosti vzrostou jen o polovinu v prognóze očekávané hodnoty, přičemž navíc prognóza nezohledňuje aktuální pokles cen energií v Evropě. Modelový dopad rozdílu mezi předpoklady prognózy a aktuálně očekávanou skutečností ohledně růstu cen elektřiny v příštím roce je určitě vyšší než 0,1 p.b. Při prognózovaném celkovém příspěvku růstu cen

elektriny o 10 % do inflace ve výši 0,35 p.b. by musel být dopad výše uvedeného rozdílu zhruba 0,17 p.b., což není zanedbatelné.

Odpověď SMS: Vyjadřuje souhlas, ale upozorňuje na fakt, že v prognóze nejsou zahrnuty sekundární dopady vyšších cen elektriny přes náklady podniků apod.

Guvernér Singer: Je třeba se ale zamyslet nad tím, zda mohou být sekundární dopady stejné jako primární, neboť v tomto případě mu vychází přesně takový výsledek. Považuje to za příliš silné tvrzení. Opět zde platí, že průsaky druhého řádu téměř převáží základní vývoj.

Odpověď SMS: V tomto případě by skutečně šlo o horní hranici možného dopadu. SMS poskytla informaci, že odhadovaný dopad nárůstu cen elektriny o 5,5 % do nákladů podniků je v průměru asi 0,3 %. Je otázkou, kolik z toho podniky vstřebají do marží a o kolik budou muset zvýšit ceny. Připouští, že předpokládaný cenový dopad fotovoltaiky je možná nadměrný a vidí zde riziko směrem dolů.

Vrchní ředitel Řežábek: Domnívá se SMS, že přehodnocení výkonové bilance bude mít dopad na vnímání analytiků a následně na měnový kurz? Pokud ano, tak jaký?

Odpověď SMS: SMS čeká v příštím roce zlepšení výkonové bilance oproti letošnímu roku, což může mít dopad na měnový kurz. Pokud jde o připravovanou revizi dat, SMS je připravena provést po obdržení příslušných údajů analýzu potenciálního dopadu na kurz. SMS se snaží dopředu komunikovat tak, aby byl dopad revize minimalizován. Domácí analytici tuto skutečnost akceptovali a uvědomují si, že po revizi může být schodek běžného účtu za rok 2009 vyšší. SMS nepředpokládá silný dopad, jde koneckonců o změnu minulosti, ale nelze vyloučit krátkodobou negativní reakci měnového kurzu.

Vrchní ředitel Řežábek: Přivítal by, aby došlo k vyhodnocení potenciálního efektu ještě před publikováním revizí.

Vrchní ředitel Holman: Inflační očekávání podniků jsou nyní opět půl p.b. nad cílem, a to dokonce v horizontu 3 let. Má pocit, že jde o systematický jev. Jak to SMS vysvětluje?

Odpověď SMS: Tato situace už nějakou dobu přetrvává, stejně jako při minulých jednáních bankovní rady vysvětlení nemáme. Dobrou zprávou je, že trend růstu inflačních očekávání v horizontu jednoho roku se otočil a v posledním šetření došlo ke snížení o 0,1 p.b.

Vrchní ředitel Holman: Pokračuje pokles kvazipeněz na úkor M1, tedy transakčních peněz. V 5. SZ to bylo vysvětlováno jako odraz vývoje v jedné bance. Táže se, zda je to nyní možno hodnotit jako obecnější trend. Podle jeho názoru to signalizuje, že soukromý sektor očekává výraznější oživení.

Odpověď SMS: Lze to označit za obecný trend. Nefundamentální vliv jedné banky byl na počátku roku podpořen emisí obligací ČEZu, ale nyní je to spíše odraz prostředí rostoucího nominálního HDP a nízkých krátkodobých úrokových sazeb.

Vrchní ředitel Holman: Na str. 37 jsou uvedeny odhady potenciálního produktu získané třemi alternativními metodami – produkční funkce, HP filtr a Kalmanův filtr. V minulosti dávaly tyto metody často docela podobný výsledek, zatímco nyní Kalmanův filtr indikuje výrazně vyšší potenciální produkt než zbývající dvě metody. Jak SMS tuto skutečnost hodnotí a ke které metodě se přiklání?

Odpověď SMS: SMS z hlediska interpretace inflačních tlaků preferuje Kalmanův filtr, neboť jde o strukturální nástroj. I intuitivně Kalmanův filtr v současnosti ve srovnání s produkční mezerou poskytuje realističtější výsledky. Z produkční mezery by vyplývalo, že česká

ekonomika se dříve pohybovala 6 % nad potenciálem a nyní po krizi jen 2 % pod potenciálem, což není příliš věrohodné.

Vrchní ředitel Holman: V prognóze se předpokládá, že marže výrobců jsou stlačené a budou se vracet k rovnovážným hodnotám. Má pochybnosti o tom, zda jsme schopni identifikovat rovnovážnou hodnotu marží. Navíc se domnívá, že marže mohly být před krizí v důsledku neadekvátně rychlého růstu ekonomiky roztažené, a že již se k rovnovážným hodnotám mohly vrátit. V podobném duchu o tom hovoří ve stanovisku i poradce, který je skeptičtější než SMS a hovoří o tom, že mechanismus obnovující inflaci prostřednictvím tlaků na růst marží bude působit až v delším horizontu.

Odpověď SMS: SMS vychází z toho, že před krizí byly marže vyšší než rovnovážné. V krizi propadly pod rovnovážnou hodnotu. Na této úrovni téměř rok stagnují a nyní je očekáváno postupné zvyšování. Oprava marží je zajišťována i pomalým růstem nákladů, nejen růstem prodejních cen.

Vrchní ředitel Holman: Radikální změna v odhadu hospodářského růstu v příštím roce pravděpodobně do značné míry souvisí s vyhodnocením dopadů fiskální konsolidace. Jaký má SMS odhad časového zpoždění mezi dopadem fiskální konsolidace přímo do poklesu HDP a nepřímého pozitivního dopadu do snížení dlouhodobých sazeb a povzbuzení soukromé poptávky?

Odpověď SMS: Ve srovnání s citlivostním scénářem fiskální restrikce v 5. SZ je do nové prognózy zaveden předpoklad pozitivního dopadu fiskálních opatření na nabídkovou stranu ekonomiky skrze snížení rizikové prémie země, zlepšení prostředí pro investice, rychlejšího růstu technologií ke stálému stavu a tím pádem zvýšení potenciálního produktu. Tyto efekty začínají tlumit negativní poptávkový vliv fiskální restrikce ve střednědobém horizontu. Pozitivní dopad fiskální restrikce se odráží i v reálných mzdách prostřednictvím růstu produktivity v soukromé sféře.

Vrchní ředitel Holman: Proč je dynamika EURIBORu na str. 7 vyšší než dynamika PRIBORu? Je to z toho důvodu, že ECB radikálně snižovala sazby nebo odraz odlišností v transmisním mechanismu naznačující, že měnová politika ČNB je méně účinná než měnová politika ECB, pokud jde o vliv na krátkodobé tržní sazby?

Odpověď SMS: Rozdíl může být dán tím, jak jsou využívány 3měsíční a 6měsíční operace ECB.

Odpověď sekce bankovních obchodů: Příslušný efekt je dán tím, že kromě změny měnověpolitických sazeb změnila ECB i systém dodávání likvidity a došlo k překlopení deficitního systému na systém přebytkový.

Odpověď SMS: S tím, jak klesá přebytek, jdou tržní sazby nahoru a mění se tak bez vazby na změny měnověpolitické sazby ECB.

Vrchní ředitel Holman: Hypotéza na str. 11 o tom, že domácnosti budou vyhlazovat spotřebu snížením míry úspor, je nová? Souvisí nějak se snahou vysvětlit nečekaně rychlý růst spotřeby v letošním roce?

Odpověď SMS: Podobně s mírou úspor pracovaly i předcházející prognózy. V nové prognóze ovlivňuje trajektorii míry úspor nově sada fiskálních opatření.

Vrchní ředitel Holman: Z čeho se odvíjí optimismus ohledně zlepšení přímých zahraničních investic na str. 14?

Odpověď SMS: V roce 2009 propadly přímé investice vlivem desinvestic prostřednictvím úvěrových vztahů matek a dcer. Z ekonomiky odplýval úvěrový kapitál, který se počítá do

přímých investic. Tento tok se letos stal opět mírně kladným a z toho rezultuje nárůst přímých investic, aniž jsou vidět nějaké velké projekty na zelené louce apod.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Pochybuje o platnosti vyjádření na str. 45, kde se uvádí, že IRS rostly pravděpodobně v reakci na vyjádření některých členů bankovní rady. Nehodlá zpochybňovat dopad komentářů bankovní rady, nicméně z dat vyplývá, že v daném případě by musely ovlivnit IRS i v řadě dalších zemí. Ve stejném období rostly IRS simultánně ve Švédsku, v eurozóně apod. Daný komentář tedy není zřejmě ideální.

Odpověď SMS: SMS souhlasí a příslušnou větu odstraní.

Viceguvernér Hampl: Zazněla řada konkrétních dotazů a on tedy obrátí pozornost k obecnějším otázkám. Již v minulosti komentoval hojnost výrazů typu „mírné“ nebo „drobné“ v prognóze a SZ. Rozumí tomu, že se nelze častému používání těchto přívlastků vyhnout, neboť prognóza se zaměřuje jen na krátké časové úseky, v nichž se většina změn jeví jako malé ve srovnání se změnami v dlouhém horizontu. Není si ale jist, zda je pak možné v pozadí identifikovat velký příběh, který se v ekonomice odehrává. Ptá se, zda SMS tam ten velký příběh vidí a zda je proinflační, resp. zda proinflační příběh není skryt tím, že proinflační tlaky se projevují jen mírně nebo drobně, i když věříme tomu, že hluboko pod povrchem proinflační faktory existují. Kde tyto faktory uvidíme v příštím období?

Jeho motivace dělat svým způsobem d'áblova advokáta je dána tím, že kdyby se na svět díval jen trochu jinak, tak by mohl dospět i k závěru, že se potenciálně mohou objevit silné protiinflační faktory. Ty nemusí být domácí, ale vnější. Nemusí jít pouze o vývoj zahraniční ekonomické aktivity, ale další exogenní faktory typu nových pravidel regulace finančního sektoru. Tyto jeho obavy snižuje skutečnost, že ani poradce známý holubičím postojem nenavrhuje při existujících nejistotách zvažovat další snížení měnověpolitických sazeb. Přesto se táže SMS, zda právě nyní není poslední okamžik, kdy ČNB může uplatnit autonomní měnovou politiku a udělat relativně neriskantní tlak směrem k uvolnění měnových podmínek.

Odpověď SMS: SMS považuje za hlavní riziko to, na co podrobně upozorňuje ve svém stanovisku poradce. Tedy že ČNB by začala jednostranně zvyšovat svou měnověpolitickou sazbu v situaci, kdy ve světě jsou měnové politiky dále kvantitativně uvolňovány nebo jejich zpříšňování je dále odkládáno. Nicméně toto riziko je v prognóze zachyceno tím, že na horizontu prognózy převládá nízký výhled EURIBORu, který se dále snížil v návaznosti na úvahy o kvantitativním uvolňování Fedu. Jde tedy o obecný protiinflační faktor, který však nestojí mimo prognózu. Směrem nahoru může působit větší než očekávaný průsak cen agrární produkce do cen potravin. V prognóze je obsažen menší než tradiční průsak díky tomu, že maloobchodní marže v segmentu potravin jsou vysoké a prodejci mají prostor pro vstřebání tlaků na ceny směrem vzhůru.

Viceguvernér Hampl: Táže se proč, ze všech možných problematických opatření v obecné hospodářské politice, si SMS vybrala právě a pouze fotovoltaiku a tu rozsáhle analyzuje a komentuje v prognóze a SZ. Z hlediska vnějšího pozorovatele to může vypadat, jako by ČNB dělala „novinovou prognózu“, tedy reagovala na to, co se aktuálně hodně probírá v médiích. Rozumí tomu, že jde o významný faktor, přesto se ale domnívá, že v podobném duchu se může v daném časovém okamžiku vyvíjet řada podobných faktorů, které jsou v agregátu rovněž významné.

Odpověď SMS: Může se zdát, že SMS reaguje podrobně na fotovoltaiku z toho důvodu, že jde o mediálně žhavou problematiku. Do jisté míry tomu tak je, neboť bylo nutno promítnout diskuse o růstu cen elektřiny do prognózy. SMS se ale začala zamýšlet, na jaké další faktory a veličiny může mít fotovoltaika dopad. Přínos analýzy SMS spočívá v tom, že se zaměřuje nejen na cenové dopady, ale i na dopad do reálné ekonomiky. SMS dohledala dovozy z titulu

fotovoltaiky a začala analyzovat dopad do celkových dovozů, do investic, HDP apod. Následně bylo odhadováno, jaký skokový dopad směrem dolů v příštím roce nastane v souvislosti se skončením jednorázového boomu. Důležitost této analýzy spočívá v tom, že fotovoltaika silně ovlivňuje již pozorovaná data, na základě nichž je odhadována pozice ekonomiky v cyklu, jak se vyvíjí nabídková strana apod. Pokud by tyto faktory nebyly zohledněny a nebylo zapracováno to, že jde o pouze dočasnou stimulaci, byl by chybně identifikován např. růst investic a technologií.

Guvernér Singer: Táže se, resp. nerozumí tomu, proč se může zhoršovat běžný účet platební bilance, když se sníží dovozy související s fotovoltaikou.

Odpověď SMS: Na rok 2011 prognózujeme ve srovnání s rokem 2010 zlepšení výkonové bilance. Oproti minulé prognóze je však predikce na rok 2011 skutečně horší. Důvodem je efekt základny, kdy jsme výrazně k hlubšímu schodku přehodnotili rok 2010, během nějž se negativně projevuje vysoký nárůst dovozu služeb v položce branding a dovozy na fotovoltaiku.

Guvernér Singer: Došlo ale k odfiltrování fotovoltaiky z efektu základny u běžného účtu platební bilance?

Odpověď SMS: Ano, to je pravda, při prognóze vývoje běžného účtu byl tento efekt působící v roce 2010 v dovozech eliminován. Zůstal v datech za rok 2010, ale v dalších letech už s ním počítáno není. Fotovoltaika ovlivnila dočasně také investice v roce 2010, a je tak jedním z faktorů vedoucích k přehodnocení odhadu hospodářského růstu pro rok 2011. Při celkových objemech investic do fotovoltaiky ve výši kolem 60 mld. Kč a odhadované dovozní náročnosti činí jednorázová přidaná hodnota asi o 0,5 až 0,6 p.b.

Guvernér Singer: Poznává, že novou prognózu čte tak, že část práce ČNB nyní místo měnového kurzu přebírá fiskální politika. Kdyby však on osobně hledal protiinflační riziko, tak by ho hledal v pokračování reformy směrem k další fiskální restrikci. Obzvláště, když má tak silný dopad současný způsob snížení deficitu. Reformy v příštím roce by měly přispět ke zvýšení potenciálu a další snížení výdajů by se mu jevilo jako problematické. Rozumí tomu, že se modelová prognóza tvoří určitým způsobem, ale úvahy by měly být hodně o tom, co je za ní. V této souvislosti podotýká, že nepovažuje za kredibilní mechanismus modelu, který v reakci na rozpočtové škrty generuje oslabení koruny. Model je v tomto bodě podle jeho názoru nastaven nesprávně. Stejně tak nepovažuje za vhodné odpovědi ve stylu „čas ukáže“, jaká zazněla v úvodní prezentaci ohledně budoucího vývoje spotřeby domácností.

Odpověď SMS (k fiskální politice): SMS zatím pracuje se scénářem, který předpokládá nulovou změnu fiskální politiky v roce 2012, pokud jde o reformy, neboť ty nejsou specifikované. Rizika míří směrem dolů, přičemž důvod, proč to SMS neuvádí v měnověpolitickém doporučení, je potenciální dopad až v delším horizontu. Je to vidět např. u fiskálního scénáře, kde dopad na měnověpolitické sazby nastává až v roce 2012.

Odpověď SMS (ke spotřebě domácností): SMS chápe, že vyjádření typu „počkáme a uvidíme“ mohou vypadat alibisticky. K analýze odhadu spotřeby přistoupila tak, že prostudovala všechna dostupná data a výsledky jejich analýzy zpracovala ve formě boxu. Výsledkem je závěr, že SMS číslem publikovaným ČSÚ nevěří a domnívá se, že ČSÚ udělal chybu v tom, že navázal spotřebu domácností na celkový maloobchodní obrat včetně prodeje automobilů, které ovšem zahrnují i prodeje firmám. V letošním roce přitom dochází dle anekdotické evidence k tomu, že prodeje automobilů rostou ve vztahu k firmám, ale nikoli k domácnostem, což však ČSÚ nezohlednil. Nákupy automobilů ze strany firem jsou investice a ne spotřeba. Z tohoto důvodu se SMS domnívá, že k určité revizi stávajících dat dojde. Je to však možno označit za hypotézu. SMS ukazuje graf spotřeby ve srovnání s maloobchodem v případě, kdy

by z něj automobily byly vypuštěny. Pak se maloobchod stává rozumným východiskem pro odhad mezičtvrtletní spotřeby.

Guvernér Singer: Doporučuje u grafu vývozu a dovozu na str. 13 dodat na druhou osu čisté vývozy, neboť se to graficky špatně odečítá. U analýzy finanční situace podniků na str. 49-50 je zapotřebí grafy doplnit stejnou tabulku na rozvaze, jaká je na výsledovce. Ve starší verzi SZ tomu tak bylo a není důvod v tom nepokračovat.

Odpoověď SMS: SMS tento námět přijímá a zamyslí se nad tím, zda grafická omezení umožní požadované informace doplnit.

Guvernér Singer: Proč hodlá SMS z veřejné publikace vypustit v části zaměřené na trh nemovitostí informace od společnosti Ekospol. Je nějaký důvod pro nepublikování těchto informací?

Odpoověď SMS: SMS dosud nezveřejňovala vpředhledící část o nemovitostech, neboť byla celá založena na anekdotické evidenci. Nyní zpracování této části převzal samostatný odbor finanční stability a vpředhledící část je založena na vlastních úvahách. Anekdotická evidence je zde odražena jen ve dvou větách, které SMS nadále doporučuje nepublikovat. Není to zásadní věc, spíše odraz snahy nedělat reklamu konkrétním developerům.

Guvernér Singer: Požaduje vysvětlení chyb v Consensu Forecast ke konci roku popisovaných na str. 61.

Odpoověď SMS: Chyba vzniká tím, že v průběhu roku se mění výsledky za čtvrtletí, ale nemění se odhady za celoroč. Tím pádem se kumulují chyby a prostor pro nápravu ve zbytku roku se zmenšuje.

Guvernér Singer: Ocenil by návrat k vyjadřování cen ropy v korunách i v prognóze. V dolarových cenách nyní obrázky vypadají hrozivě, ale po převodu na koruny tomu tak asi nebude.

Odpoověď SMS: Bude zapracováno.

Guvernér Singer: Žádá SMS o komentář příznivějšího cashového vývoje veřejných financí k říjnu letošního roku.

Odpoověď SMS: Vývoj není v rozporu s tím, co SMS očekává od letošního roku, tedy zapůsobení Janotova balíčku a snížení deficitu veřejných financí v metodice ESA95. Údaje z cashového vládního hospodaření vysílají někdy obtížně interpretovatelné signály, pokud nejsou očištěny od jednorázových vlivů v jednotlivých letech. Na základě analýz aktuálních dat lze připustit, že konečný letošní výsledek by mohl být mírně lepší, než bylo očekáváno na začátku letošního roku.

Guvernér Singer: Hodnotí kladně box o fotovoltaice, ale rovněž si kladl otázku, zda má SMS jistotu, že ČEZ není viníkem. Skutečně si SMS zkontrolovala ceny v zahraničí? Zároveň si klade otázku, zda je správné, že SMS zatím neupravila trajektorii potenciálního výstupu ani o fiskální reformu ani o fotovoltaiku. U fiskální reformy rozumí procesním důvodům při tvorbě prognóz. Ale pokud má SMS pravdu ohledně fotovoltaiky a ceny pro domácí průmysl by měly vzrůst výrazně oproti konkurenčnímu okolí, mělo by k úpravě trajektorie potenciálního výstupu dojít.

Odpoověď SMS: Z hlediska dlouhodobého potenciálu zatím efekt fotovoltaiky ve smyslu dopadu dražší elektřiny na podniky zapracován není. Z hlediska krátkodobého a střednědobého je zapracován tím, že bylo abstrahováno od pozitivního dopadu fotovoltaiky na investice a růst technologií.

II. Uzavřené jednání BR

Guvernér Singer: Zahajuje uzavřenou část jednání a doporučuje členům bankovní rady soustředit se vzhledem k předcházející části jednání především na to, zda hodnotí rizika a faktory, které budou přijímaným rozhodnutím v nejbližších 18 měsících primárně ovlivňovány, jinak než při projednávání předcházející prognózy nebo minulé situační zprávy.

Viceguvernér Tomšík: Ve srovnání s projednáváním 5. SZ nyní považuje za výraznou změnu pokles tempa růstu HDP. Jakkoli je nejisté, o jak velký pokles se bude jednat, s určitým zpomalením je nutno počítat. Pokud jde o inflaci, věří, že se bude pohybovat v tolerančním pásmu inflačního cíle a rizika v tomto ohledu nevidí. Předmětem debaty by měl být určitě měnový kurz, který se oproti situaci při projednávání minulé prognózy stal nezanedbatelným rizikem. Domnívá se, že vývoj kurzu je do jisté míry překvapivý a je otázkou, co za 5% meziročním zhodnocením nominálního i reálné kurzu stojí. V této souvislosti považuje za relevantní diskusi o budoucím vývoji platební bilance, kde částečně souhlasí s historikou prezentovanou SMS. Pokud dovozy pro fotovoltaiku v letošním roce činily až 36 mld. Kč a najednou o tuto částku v příštím roce poklesnou, dojde k nezanedbatelnému zlepšení obchodní bilance. To může být dalším možným faktorem podporujícím tlaky na zhodnocení koruny. Vrací se rovněž k otázce komunikačních dopadů měnověpolitických rozhodnutí, která byla diskutována při projednávání 6. SZ. Je otázkou, zda je vhodné měnit měnověpolitickou sazbu o výraznějších 50 bazických bodů v situaci, kdy již dochází k viditelným změnám inflačních tlaků, nebo naopak více dopředu a preventivně v menších krocích po 25 bodech třeba i v situaci, kdy inflační tlaky ještě nejsou patrné. Domnívá se, že např. brzké zahájení zvyšování o 25 bodů v současnosti by mohlo být signálem, který by ovlivnil měnový kurz. I když prognóza indikuje zvyšování měnověpolitické sazby až od poloviny příštího roku, náznak diskuse o zvyšování ve formě hlasování 6:1 již existuje, což rovněž mohlo působit směrem k silnější koruně. Posun oproti minulé prognóze vidí rovněž u zahraničních úrokových sazeb, konkrétně EURIBORu, jejichž růst se opět oddaluje. Z těchto důvodů souhlasí s doporučením SMS.

Vrchní ředitel Řežábek: Nemá až takovou skepsi, pokud jde o vývoj HDP a nečeká až tak velké snížení tempa jeho růstu. I když jsou prováděna určitá restriktivní opatření na straně vládních výdajů, dochází zároveň k růstu příjmů. Proto se domnívá, že výsledná čísla nebudou zdaleka tak dramatická. Pokud jde o výhled inflace, bude velmi důležité, jak moc budou domácnosti utrácet v souvislosti s vánočními. Právě zde se ukáže, zda se obavy domácností sníží nebo ne. Z celosvětového hlediska se poptávková inflace podle jeho názoru neobjevuje, zatímco u nákladové inflace je na jedné straně jejich promítnutí pouze otázkou času, ale na straně druhé by nemělo jít o žádné drama. Inflační očekávání považuje za ukotvená. Za podstatnou informaci považuje aktuální vývoj v zahraničí, kde měnové autority jako např. americký Fed reagují chaoticky. Zároveň se v podobném duchu řeší otázky spojené s regulací finančních trhů. To bude mít v budoucnosti významnější dopady.

Obecně se ale domnívá, že aktuálně nízká úroveň měnověpolitických sazeb není do budoucna udržitelná. Z domácího hlediska se rizika pro finanční stabilitu mohou jevit jako zanedbatelná, nicméně z celosvětového hlediska znaky nestability ve finančních sektorech existují, např. v bojích o sílu národních měn prostřednictvím intervenčních zásahů a jejich svazování s jinými měnami. Tyto boje a snahy o prosazování vlastních zájmů mohou v konečném souhrnu vybudit cenovou nestabilitu. Zde považuje situaci za nadále velmi nejistou, příslušná rizika nicméně vnímá stále více. Podle jeho názoru je proto i v ČR nutné hledat možnosti ústupu od nízkých sazeb a diskutovat o optimálním načasování tohoto kroku.

Nedomnívá se, že to bude až druhá polovina příštího roku. Souhlasí s tím, že zahájení ústupu může brzdit neočekávaně silná koruna. Neočekávané apreciační pohyby kurzu eviduje po celou dobu působení v bankovní radě. Považuje za vhodné se k neočekávané apreciaci kurzu občas vyjádřit a přispět tím k jeho stabilizaci. Souhlasí s viceguvernérem Tomšíkem, pokud jde o filosofii přístupu ke změnám měnověpolitických sazeb. Pokud již dojde ke shodě ohledně potřeby zvyšovat měnověpolitickou sazbu, může být vhodnější reagovat výraznějšími kroky, neboť série malých kroků může mít do měnového kurzu silnější dopad. Razantnější změna navíc dává jasnější signál pro pohyb tržních sazeb ve smyslu přiblížení k sazbám měnověpolitickým. Na druhou stranu opakovaně zdůrazňoval potřebu zachování stabilního úrokového prostředí po určitou dobu, takže diskusi o změně měnověpolitických sazeb na doporučuje vést až na jednáních v příštím roce. A to zejména poté, co budou známy údaje o maloobchodních tržbách před vánočními, což považuje, jak již uvedl, za skutečně důležitý indikátor.

Vrchní ředitel Holman: 7. SZ vyznívá tak, že inflační tlaky v podstatě neexistují a s prognózou inflace je konzistentní stabilita úrokových sazeb do poloviny příštího roku. S tím v základní rovině vyslovuje souhlas a bude z toho vycházet. Osobně by byl více optimistický ohledně hospodářského růstu, neboť SMS podle něj příliš mechanicky přenáší fiskální konsolidaci do poklesu agregátní poptávky a růstu HDP. Intuitivně se domnívá, že soukromá sféra reaguje do určité míry na základě racionálních očekávání a že fiskální konsolidace, jak ji vláda ohlásila, pozitivním směrem ovlivní očekávání investorů a spotřebitelů, což se pak promítne do hospodářského růstu. Kdyby nedocházelo ke zvyšování regulovaných cen a neobjevil se proinflační šok ve formě růstu cen zemědělských komodit, měnověpolitická inflace by byla záporná. V září činila pouze 0,9 %, což je evidentní znak absence inflačních tlaků. Nepovažuje rovněž aktuálně nízké úrokové sazby za riziko pro finanční stabilitu, neboť dynamika růstu úvěrů a peněžní zásoby je nízká. A pokud jde o vývoj EURIBORu, tak nové kolo kvantitativního uvolňování, které zřejmě zasáhne i západní Evropu, bude podle jeho názoru dále působit na udržování nízkých sazeb v eurozóně.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Na úvod konstatuje, že od minulého měnověpolitického jednání svou pozici nezměnila. Nepřijímá historiku o zpomalení hospodářského růstu, naopak pro příští rok nadále počítá s růstem HDP kolem 2 %. Vidí oproti SMS mnohem silnější zahraniční poptávku, k čemuž přispěla i diskuse v Národní bance slovenské, kde byla slovenskými kolegy prezentována trajektorie s podstatně vyšší zahraniční poptávkou. Souhlasí s tím, že oživení světové ekonomiky je nerovnoměrné, ale hlavní obchodní partneři domácí ekonomiky jako Německo, Slovensko a Polsko budou příští rok vykazovat slušný hospodářský růst. Německo bude možná růst dokonce rychleji, než naznačují aktuální prognózy, a to díky hodně uvolněné měnové politice v relaci s politikou, kterou by za normálních podmínek aplikovala Bundesbanka. Domnívá se, že spotřeba domácností poroste o minimálně 1 %. Klade si otázku, jak by při takovém růstu spotřeby a růstu HDP o zhruba 2 % vypadala trajektorie měnověpolitických sazeb v prognóze. Předpokládá, že trajektorie by ležela výše. Od minulé prognózy dále podle jejího názoru došlo k posunu od potenciální deflační pasti bezpečným směrem. To indikuje mj. růst cen ve zpracovatelském průmyslu o 3 % meziročně. To pro horizont 18 měsíců vytváří v kombinaci s jí předpokládanou domácí poptávkou vyšší inflační tlaky, než jak je vidí SMS. Myslí si tedy, že celková inflace se tedy může dostat nad 2% inflační cíl.

V obecné rovině je česká ekonomika typem malé otevřené ekonomiky, která si musí hlídat veškeré nerovnováhy a zdroje nestability, a k tomu patří i neutrální výše měnověpolitické sazby. Tu vidí v současnosti mezi 1,25 až 1,50 %. Obává se proto, že ČNB čeká v brzké době série zvyšování měnověpolitické sazby. Obavy jsou dány tím, že za tohoto vývoje je rizikem

ohrožení „křehkého a pouze nastartovaného hospodářského růstu“, jak může být ČNB předhazováno. Stanovisko poradce hodnotí velmi pozitivně a souhlasí s argumentem rizika apreciacie kurzu při zvýšených úrokových sazbách. Když se nicméně podívá na blok sousedních zemí, do kterého jsme často řazeni, tak Polsko má základní úrokovou sazbu na 3,5 % a Maďarsko na 5,25 %, tak se jí argument tak trochu rozvolňuje. Řada centrálních bank již své úrokové sazby zvýšila (Austrálie, Kanada, Izrael, Chile, Korea, Norsko, Švédsko). Některé z těchto zemí, jako např. Kanada, přitom nezažívají silné oživení ekonomické aktivity. Švédsko k tomu přistoupilo za situace, kdy očekává inflaci pro příští rok ve výši 1,5 %. Preemptivní kroky centrálních bank těchto zemí považuje za rozumné. Dalším argumentem je prognóza růstu M2 ve výši 5,9 %, což při růstu 1,2 % a inflaci 2 % dává dvojnásobný převis dynamiky peněžní nabídky nad růstem nominálního HDP. A jelikož patří ke škole, která se domnívá, že „money matters“, i to jí potvrzuje, co říkala minule. Na závěr připodobňuje současnou situaci té, kdy pacient leží již půl roku na kapačkách s hadičkami na lůžku, a i když by mohl jít již na oddělení rekonvalescence, doktoři mu říkají, že ostatní jsou na tom stále špatně a že by tedy měl na kapačkách ještě nějakou dobu také zůstat, neboť to s nimi koneckonců ještě může po nějakou dobu vydržet.

Viceguvernér Hampl: Děkuje za to, že je diskuse vedena ohledně „velkého obrázku“ a změn tohoto obrázku od minulé prognózy. Přiznává, že ani on osobně svůj pohled na ekonomiku příliš nezměnil. Dodává však, že rizika se podle jeho názoru hromadí. Jde o rizika, která jdou proti sobě a je dosti obtížné je kvantifikovat a pracovat s nimi. Situaci lze přirovnat k tomu, jako kdyby svět byl těhotný různými proinflačními riziky, a není jasné, kdy dojde k porodu. Zároveň se nedá vyloučit riziko, že dítě se nakonec narodí mrtvé, a že pak všichni budou chtít znovu aspoň trochu otěhotnět. Tím chce říci, že latentní rizika pro inflaci a finanční stabilitu existují a je na tom shoda. A shoda je zároveň zřejmě na tom, že nyní není okamžik pro změnu v nastavení měnové politiky, i když čas se blíží. Proti tomu vidí některé faktory, které mohou naše uvažování v budoucnu posunout. Prvním je fakt, že světové hospodářskopolitické autority vytvářejí zmatek. Zvyšuje se nejistota, jak na tento zmatek budou reagovat tržní hráči a reálná ekonomika. To vytváří možnost nelineárních změn v inflačním prostředí a reálné ekonomice. O to větší jsou pak naše nejistoty ohledně vývoje v exogenním prostředí, a to nejen, pokud jde o dynamiku vnější poptávky, ale i o další exogenní faktory – dopad fiskálních konsolidací a jejich promítnutí do hospodářské aktivity, dopady změn v tvorbě pravidel pro fungování finančního sektoru nejen do tohoto sektoru, ale i do reálné ekonomiky. Na úrovni EU nevidí žádné podstatné dlouhodobé prorůstové impulsy. Z EU naopak vycházejí impulsy brzdící potenciál ekonomik. V důsledku toho všeho se nyní dostáváme do pro něj nepohodlné situace, kdy je diskutováno, zda být či nebýt před křivkou či za křivkou, přičemž existuje fundamentální nejistota ohledně toho, kde se křivka nachází. V takovém prostředí se nesmírně obtížně rozhoduje. Proto doporučuje, aby se v minutes objevilo konstatování typu „zazněl i názor, že obecná makroekonomická nejistota týkající se vnějšího prostředí a exogenních faktorů a jejich dopadů na českou ekonomiku je taková, že v tuto chvíli nelze na horizontu prognózy vyloučit prakticky žádné kroky v domácí měnové politice z hlediska směru i kvantity“. Dává tím i námět SMS, aby diskuse v budoucnosti ještě více směřovala k „velkým obrázkům“.

Guvernér Singer: Na konci otevřeného jednání si začal klást otázku, jaké jsou nové informace ve srovnání s minulou prognózou projednávanou v srpnu a malou situační zprávou projednávanou v září. Uvědomil si, že existují větší pochybnosti o domácím HDP, minimálně ve smyslu širšího vějíře kolem středu prognózy. Stejně tak máme větší nejistotu ohledně toho, co se děje v zahraničí. V tom souhlasí s viceguvernérem Hamplem a konstatuje, že kvůli rozhodnutím makroekonomických autorit se zvýšila rizika vůči prognóze. Vnímání světa je

více nejisté. Do toho je nutno koneckonců zařadit i domácí fiskální restriktce, neboť jakkoli jde o opatření jdoucí správným směrem, jde o změnu, která je simultánně a nekoordinovaně prováděna s jinými podobnými změnami v dalších evropských zemích. Proti tomu stojí kvantitativní uvolňování v jiných zemích. A proti tomu stojí ještě něco podivnějšího ve Velké Británii. Jeho prvním závěrem je tedy to, že všechna rizika se zvýšila a došlo k posunu zpět k dobám velkých nejistot. Ne těch největších, které jsme v posledních letech zažili, ale určité těch větších. Jeho středový scénář se ale posunul dopředu v čase s horizontem prognózy. Stále vidí podobnou rostoucí trajektorii úrokových sazeb v centrálním scénáři, který má sice dnes nižší pravděpodobnost než před třemi měsíci, jen posunutou v čase dopředu. Ve srovnání s předchozí prognózou si ale umí zároveň podobně jako viceguvernér Hampl mnohem snadněji představit i jiné scénáře.

Tím vyjádřil i svůj názor na měnověpolitické doporučení a domnívá se, že u členů bankovní rady nedošlo od posledního jednání k výraznějšímu posunu, resp. není si pouze zcela jist, zda nedošlo k posunu u vrchní ředitelky Zamrazilové směrem k doporučení výrazněji zvýšit měnověpolitickou sazbu. Předpokládá nicméně, že i u ní jde stejně jako při minulém jednání o příklon ke zvýšení o pouze 0,25 p.b. Z hlediska komunikace to považuje za adekvátní. Trhy si takový výsledek přečtou jako zachování pozice ČNB, což je z hlediska fungování měnové politiky důležité. Tím by se ČNB připojila ke skupině centrálních bank, které jsou pro trhy čitelné. Domnívá se, že ČNB by měla patřit mezi ty instituce, které tvoří prvek relativní jistoty a pevnosti názoru. Při dnešním jednání se do jisté míry připojuje i k názoru vrchního ředitele Holmana, se kterým běžně příliš nesouhlasí, že trhy si nakonec umí nejistoty vyhodnotit lépe než centrální banka a že stabilita sazeb je prvkem, který jim nepřináší dodatečnou nejistotu.

Tím končí své první kolo. Vzhledem k sugestivním přirovnáním, která v prvním kole zazněla, si nemůže dovolit nevyjádřit se k nim ve druhém kole. Pokud jde o nemocnici zmiňovanou vrchní ředitelkou Zamrazilovou, tak problém spočívá v tom, že někteří pacienti jsou v ní propojeni hadičkami. A z lůžek zatím vstávají právě ti pacienti, kteří nejsou s pacientem, který je předmětem našeho zájmu – českou ekonomikou – spojeni. Podíl Austrálie, Izraele, Kanady, Norska či Švédska na našem zahraničním obchodu je zanedbatelný. Při pokusu vstát z lůžka by si český pacient pravděpodobně přetrhl šňůry spojující ho s Německem a Slovenskem. Proto považuje z hlediska možné reakce měnové politiky přirovnání vrchní ředitelky Zamrazilové za problematické. Nyní otevírá druhé kolo debaty.

Vrchní ředitel Holman: Glosuje, že došlo k přesunu z resuscitačního oddělení na gynekologii a pak zase zpět na resuscitaci. Argument vyhlazování sazeb považuje za relevantní. Vyjádření vrchní ředitelky Zamrazilové chápe tak, že když nedojde k malému zvýšení měnověpolitické sazby nyní, bude možná za půl roku nutno přistoupit k razantnějšímu zvyšování této sazby. Situace je v současnosti složitá. Na jedné straně je zřejmé, že bankovní rada bude muset časem měnověpolitické sazby zvýšit, není pouze jasné, kdy k tomu dojde. Na druhé straně nyní přetrvává nezvykle vysoká míra nejistoty. Ta existuje od propuknutí finanční krize a stále trvá. Intuitivně cítí, že při tak vysoké míře je vhodnější s měnověpolitickými sazbami nehýbat, neboť je zde vysoké riziko chyby. Své vyjádření v prvním kole ještě doplňuje o faktor měnového kurzu. Nedomnívá se, že lze očekávat nějakou depreciační epizodu. Naopak fiskální konsolidace bude zvyšovat optimismus investorů a apreciaci, i když třeba jen mírná, bude pokračovat. Ze strany kurzu tedy žádné proinflatní tlaky nevidí, spíše naopak.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Považuje za potřebné zrekapitulovat, jaké změny identifikovala od minulého měnověpolitického jednání. Při projednávání 6. SZ si nebyla jista, zda bude mít česká produkce v příštím roce odbyt. Dnes si je tím jista mnohem více a je si

jista také větší vzdáleností od deflační pasti. Doporučuje ostatním členům bankovní rady zvážit fakt, že kdyby český HDP v příštím roce rostl o 2 % a ne 1,2 %, ležela by trajektorie měnověpolitických sazeb určitě výše. Bankovní rada by se nad tímto faktem měla zamyslet. Co se týče nastavení měnověpolitických sazeb, bylo podle ní hrubou chybou oddálit se od úrovně 1,25 %. Poslední dobou studovala letošní literaturu, která se snaží do DSGE modelů zahrnout i bankovní sektor ne přes frikce, ale přes jeho zprostředkovatelskou funkci, která ovlivňuje transmisní mechanismus. Jde sice o první práce v dané oblasti, ty ale jednoznačně ukazují na to, že optimální reakce na existující typy šoků by měla vypadat jinak a spíše by neměla vést k tak dramatickým poklesům krátkodobých úrokových sazeb. Vhodnější reakcí v krizi by bylo používání nestandardních opatření. Tyto úvahy každopádně vedou k dlouhodobě vyšší stabilitě měnověpolitických úrokových sazeb. Je tím mimochodem řešen i zero-bound problém. Pokud bychom ponechali měnověpolitickou sazbu kolem hodnoty 1,50 %, tak by v případném druhém kole krize, jehož nástup v roce 2012 nelze při existující obrovské nejistotě úplně vyloučit, existoval prostor pro další uvolňování měnové politiky. Ten nyní není k dispozici, a to možná zbytečně. Pokud jde o diskutované hadičky, připomíná, že maďarská a polská ekonomika jsou schopny fungovat poměrně hladce i s podstatně vyššími sazbami, i když mají podobnou strukturu zahraničního obchodu. Táže se, jak je to možné. Polsko vykazuje hospodářský růst i při základní sazbě 3,5 %.

Viceguvernér Hampl: Konstatuje, že se nestává příliš často, že by většina členů bankovní rady spolu tak souhlasila. Musí dnes souhlasit s guvernérem, pokud jde o nemocniční metaforu, že jsme skutečně hadičkami propojeni s ekonomikami, které jsou z hlediska dynamiky naší ekonomické aktivity klíčové. Na rozdíl od vrchní ředitelky Zamrazilové se nedomnívá, že ke snížení prostoru pro další pohyb měnověpolitických sazeb směrem dolů došlo zbytečně. Je možné, že pokud by nebyly domácí měnověpolitické sazby sníženy tak výrazně, mohla by být inflace dnes ještě nižší. Jakkoli s některými argumenty vrchní ředitelky Zamrazilové souhlasí a v převládajících měnových politikách vidí rizika pro finanční stabilitu, domnívá se, že některé její argumenty nejsou konzistentní s existujícím režimem cílování inflace, tedy alespoň dokud tento režim nebude alespoň dílčím způsobem modifikován. Zejména nepovažuje za vhodné udržovat úrokové sazby na vyšší hladině, než která je konzistentní s dosažením inflačního cíle, jen za účelem nechat si prostor pro další snížení sazeb.

Guvernér Singer: Přece jen si ještě bere slovo a poznamenává na margo souhlasných vyjádření viceguvernéra Hampla, že nedávno si při cestě metrem četl článek, v němž Palata souhlasí s prezidentem Klausem. To je potvrzením skutečnosti, že v bláznivé době je možné všechno. Opakuje, že z komunikačního hlediska považuje za dobré řešení potvrdit rozhodnutí bankovní rady ze září, neboť to bude trhu přinášet jen malou míru nejistoty. Nicméně argumenty vrchní ředitelky Zamrazilové nepovažuje za konzistentní. Nejprve říká, že hospodářský růst vidí optimisticky – tedy Německo s 3% růstem potáhne Česko nahoru na 2 %. A následně varuje před zvyšováním o polovinu procentního bodu, aby nedošlo k zahubení „křehké květiny růstu“. Nerozumí tomu, zda tedy věří v robustní růst nebo spíše v „křehkou květinu“, kterou je možno zahubit zvýšením sazeb o 50 b.b. v souvislosti s inflačními tlaky, které by mohl generovat růst HDP kolem 3,5 %. Vrchní ředitelka Zamrazilová hovoří o těch, kteří leží na kapačkách. Ale na stejných kapačkách podle jeho názoru leží právě ti, co jsou s domácí ekonomikou nejvíce propojeni. Ostatní pak jsou na tom ještě hůře a centrální banky jim musí přes úrokové sazby vstříkovat injekce poskytující jim nějaké prémie. Kromě toho od ní dříve slyšel kritiku DSGE modelu ČNB, přičemž dnes používá argumenty založené na neverifikovaných a nevyzkoušených DSGE modelech s bankovním sektorem, které jsou interpretačně ještě složitější. Její pozice mu připadá z výše uvedených důvodů natolik

nečitelná, že není schopen se jí nechat ovlivnit. V takovém světě s příliš velkým počtem rizik se řídí vlastní intuicí a přesvědčením, že pokud nemá pocit, že se něco výrazně změnilo, je lepší nedělat nic, neboť alespoň do systému není vnášen dodatečný chaos.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Upozorňuje, že termín „křehká květina oživení“ nebyl její vlastní názor, ale pouze parafrázovala novinové titulky. Právě takové titulky si tvůrce měnové politiky přečte nakonec v novinách. Umí si představit headlines typu „Centrální banka dusí křehké oživení!“. Rovněž nedoporučovala přistoupit k nestandardním opatřením. Pouze obecně upozorňovala na to, že nyní používané modely nedostatečně zohledňují transmisní mechanismus či vůbec ne, což je předmětem dlouhodobé kritiky. Nyní začínají konečně vznikat práce nového typu a cítila potřebu upozornit na jejich možné závěry. Ve stávajícím rozhodování ji tyto závěry nikterak neovlivnily. Opakuje, že své hlasování odvozuje od toho, že německá ekonomika stejně jako další sousední země porostou, bude se zvyšovat i ekonomická aktivita v domácí ekonomice, v důsledku toho se objeví inflační tlaky a stávající měnověpolitická sazba se ukáže být příliš pod neutrální úrovní. Táže se guvernéra, zda je to nyní jasné.

Guvernér Singer: Potvrzuje, že ano a dává pokyn k hlasování.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na stávající úrovni 0,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo pět členů bankovní rady: guvernér Singer, viceguvernér Hampl, viceguvernér Tomšík, vrchní ředitel Holman a vrchní ředitel Řežábek. Vrchní ředitelka Zamrazilová hlasovala pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsal:

Jan Frait, ředitel samostatného odboru finanční stability