Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 3. února 2011

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

I. Diskuse navazující na prezentaci 1. situační zprávy

Viceguvernér Tomšík: Dotazuje se, zda posun v prognóze růstu HDP z 1,2 % na 1,6 % v porovnání s minulou prognózou je způsoben především změnou v prognóze Consensus Forecasts, a pokud ano, proč je změna prognózy největší v prvních dvou čtvrtletích, když Consensus Forecasts se změnil i pro delší horizont. Dává ke zvážení, zda na straně 2 v odstavci 2 nevypustit větu o nízkých sazbách, která ztěžuje porozumění působení úrokového diferenciálu na kurz. Dále se ptá, zda věta popisující vývoj úrokových sazeb na straně 8, která hovoří o měnověpolitických sazbách pod 1 % v roce 2011, znamená, že SMS nebude navrhovat zvýšení až do konce roku. Tato věta se oproti minule výrazně změnila, ačkoli prognóza inflace a růstu se příliš nemění. Při jiném předpokladu rizikové prémie by mohla SMS dokonce navrhovat snížení. Odpověď na tento dotaz považuje za podstatnou. Podporuje zveřejnění všech alternativních scénářů, včetně komoditního. Největší rozdíl mezi scénáři je pro tříměsíční sazby PRIBOR patrný až za horizontem prognózy. Dotazuje se, zda podobnost scénářů na horizontu prognózy je dána především endogenitou kurzu. Vznáší technický dotaz ke straně 33. Jak SMS vysvětluje pokles investic do dopravních prostředků ve třetím čtvrtletí 2010 o 30 % zmíněný v poznámce pod čarou? To je obrovský propad, byl vyvolán daňovou optimalizací nebo nějakým jiným faktorem?
Odpověď Sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Posun v prognóze růstu je dán změnou prognózy efektivní poptávky, která se dle Consensus Forecasts výrazně změnila zejména na počátku prognózy, ale i fotovoltaiky. Věta na straně 2 bude přeformulována. Formulace o sazbách je možná nepřesná, pod 1 % znamená i 0,95 %, takže měnověpolitické sazby se mohou v souladu s prognózou změnit ve 4. čtvrtletí letošního roku. Rozdíl mezi scénáři je skutečně ovlivněn interakcí sazeb, zahraniční poptávky a kurzu. S investicemi do dopravních prostředků hýbou často například letadla, detailnější vysvětlení bude zasláno emailem.

Viceguvernér Hampl: Připojuje se k dotazu ke straně 2, podporuje změnu formulace. V měnověpolitickém doporučení se mu líbila zejména část „Další měnověpolitické úvahy“, která představuje přesně typ základních úvah potřebných pro nadhled nad kvantitativní analýzou, ilustraci celkového příběhu a vytvoření velkého obrázku. Je to do určité míry dáno tím, že máme alternativní scénáře, které dobře ilustrují míru nejistoty a definují dilemata, kterým dnes čelíme. Dále pokládá dotaz ke straně 25. Ve druhém odstavci jsou věty, které zpochybňují vysvětlení SMS, poskytnuté ze strany SMS v roce 2009 při debatě o vlivu zahraniční poptávky na domácí inflaci. Tehdy byla SMS zastáncem kontraintuitivního vysvětlení, podle kterého vyšší zahraniční poptávka způsobuje přes apreciaci koruny nižší domácí inflaci. V odstavci se ale nyní říká, že zahraniční poptávka působí směrem k vyšší inflaci. Dále se ptá, čím byl ukotven alternativní scénář vývoje komodit, je to přes vyšší tříměsíční EURIBOR? V předchozích diskusích nad prvními simulacemi šlo o to, že PPI příliš nerostl a že vývoj byl kompenzován přes reálnou ekonomiku. Na straně 14 je popis prognózy platební bilance označen správně modře, ale poslední

větu v odstavci by doporučoval označit černě a zveřejnit, protože říká, že na horizontu prognózy nejsou patrná výraznější rizika, a to je podstatná informace.
Odpověď SMS: Názor SMS na vliv zahraniční poptávky na inflaci se nezměnil, nicméně na straně 25 jde o hodnocení plnění inflačního cíle, a v uplynulém jeden a půl roce, došlo k netypické kombinaci vyšší poptávky a nižších sazeb, kterou chápeme jako výjimku z pravidla. Alternativní scénář byl ukotven pragmatickou volbou délky (nakonec zvoleny 3 roky) a rozsahu šoku (nárůst o 20 %). Pasáž o platební bilanci bude upravena.

Vrchní ředitel Janáček: Dotazuje se, zda SMS má k dispozici alespoň předběžnou interní analýzu dopadů sjednocení sazby DPH do všech segmentů ekonomiky, včetně spotřeby, mzdového vyjednávání a důchodů, a následně do inflace. Nejde mu o přímý dopad sjednocení daní do cen, na který měnová politika nereaguje, ale o celkový dopad do inflace. Na stranách 6-7 je zohledněno pouze mírné upravení spotřebních daní pro rok 2012.
Odpověď SMS: Sblížení DPH bylo analyzováno v minulé ZoI, ale tam šlo pouze o odhad přímého dopadu, celkový odhad k dispozici není, ten bude vyžadovat plnohodnotnou simulaci.

Vrchní ředitel Řežábek: Připojuje se k návrhu přeformulovat odstavec 2 na straně 2. Dva dotazy směruje k prezentaci SMS. Bylo řečeno, že na apreciaci koruny mají vliv nízké sazby v zahraničí. Lze to rozvinout, vždyť sazby v zahraničí jsou nízké již delší dobu, proč by tedy právě nyní měly přispět k apreciaci koruny? Dále byl použit termín neadekvátní zpřísnění měnové politiky. Může prezentující objasnit termín neadekvátní v této souvislosti? Dále se ptá, zda je SMS schopna odhadnout vývoj tržeb a cen nemovitostí ke konci roku 2010? Tyto indikátory nejsou zatím pro českou ekonomiku k dispozici. V Německu, kde již k dispozici jsou, vykázaly tržby nečekaný pokles o 0,3 %, zatímco analytici předpokládali 2% růst. Tyto údaje jsou důležité pro diskusi o poptávkových a nákladových faktorech inflace.
Odpověď SMS: Postupná apreciace koruny na prognóze odráží úrokový diferenciál i trendové zhodnocení, nešlo o komentář momentálního skokového posílení. Pojem neadekvátní je čistě pozitivní, nikoli normativní termín, který označuje preventivní reakci na šok, který by nakonec nenastal. Údaje o domácích tržbách zatím k dispozici nejsou, domácí poptávkové tlaky momentálně hodnotíme jako nepatrné.

Vrchní ředitel Holman: SMS analyzuje pouze růst M2, ale nekomentuje dostatečně dynamiku struktury tohoto měnového agregátu. Považuje SMS změny ve struktuře indikující příklon k likviditě za inflační riziko? Dále poukazuje na to, že SMS nedostatečně odráží souvislost mezi růstem globální likvidity a vývojem cen komodit. Očekával by, že zvýšená globální likvidita se odrazí v růstu cen komodit v budoucnu, přitom SMS předpokládá jejich pokles.
Odpověď SMS: Otázky na strukturu M2 navazují na debatu na včerejším makrofinančním panelu, kde bylo řečeno, že definice peněz se v rámci cyklu mění. Změnu ve struktuře momentálně SMS za inflační riziko nepovažuje, vazba mezi inflací a vývojem M1 se neprokázala. Není zřejmé, že vklady na viděnou se domácnosti chystají utratit. Vliv globální likvidity na růst cen komodit je do jisté míry odražen v alternativním scénáři růst cen komodit.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Připojuje se také k návrhu modifikovat stranu 2**.** První dotaz vznáší k tabulce v předkládací zprávě. V jednotlivých čtvrtletích očekáváme růst CPI nejprve o 2,0 %, pak o 1,8 %, 2,0 % a 2,3 % - a to při značném zpomalení hospodářského růstu z 2,5 % až

na 0,6 %. Lze to interpretovat tak, že při odeznívání růstu cen komodit ve čtvrtém čtvrtletí očekáváme při oslabeném růstu zvýšené poptávkově-inflační tlaky? Dále se ptá, zda efektivní PPI eurozóny dává opravdu tak odlišný výsledek od PPI eurozóny, jak naznačuje obrázek na straně 4. Pro eurozónu bylo prosincové číslo meziročního růstu PPI 5,9 %, zatímco efektivní PPI se pohybuje kolem 3 %. S tím souvisí komentář k prognóze PPI pro rok 2012 na straně 29. Nesouhlasí s větou ve třetím odstavci, že v převážné většině odvětví průmyslu s větší přidanou hodnotou nebylo pozorováno rychlé promítání nákladů do cen výrobců. Prezentovaná data lze interpretovat i odlišně a to tak, že zatímco celkové PPI rostlo 3,6 %, jedinými skupinami, které nezareagovaly na nárůst nákladů byly stroje a zařízení a dopravní prostředky, jejichž váha v PPI má necelých 14 %. Dále má poznámku ke straně 7. Na čem zakládá SMS tvrzení, že růst cen potravin dosáhl vrcholu. Existují přece i opačné signály. Navíc komodity mívají delší cyklus, jak již v minulosti zmiňoval profesor Janáček. Obrázek na straně 31 III.2.2 je v tomto kontextu docela odvážný. Dále se ptá, zda se opravdu deregulace nájemného projevuje takto mírně, kolem 15 %, jak ukazuje úvaha na straně 6? Souhlasí s komentářem profesora Holmana ke struktuře M2. SMS zanedbává objemový dopad ukazatelů. Meziročně stouply vklady domácností o 80 mld. Kč, což jsou 2 % HDP a 4 % spotřeby domácností. Vklady na viděnou stouply o 180 mld. Kč, což je 9 % spotřeby domácností. Tyto objemy představují značný potenciál pro nárůst spotřeby domácností.
Odpověď SMS: Při interpretaci tabulky z předkládací zprávy je důležité sledovat mezikvartální tempa růstu, která ukazují mírnou akceleraci růstu během roku 2011, zatímco roční tempa jsou vlastně zpěthledící indikátor. Poptávkově-inflační tlaky se tedy objevují v době, kdy mezikvartální růst zrychluje a mzdy začínají přispívat k inflačním tlakům. Zároveň dochází k uzavírání mezery marží, ke kterému přispívá vpředhledící chování podniků, které očekávají robustní oživení v roce 2012. Propočet PPI eurozóny a efektivní eurozóny by měl být dobře, protože váha Německa v efektivní eurozóně je 56 %, bude ještě ověřeno. Komentář k domácímu PPI (graf na straně 29) byl skutečně míněn tak, že v odvětvích s vyšší přidanou hodnotou ceny nerostou, tahounem růstu PPI jsou odvětví rafinérské ropné výrobky a obecné kovy.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Opakuje, že by data interpretovala jinak, nejde pouze o „hodnou“ nákladovou inflaci, která postupně odeznívá, ale cenové indexy postupně rostou i v dalších odvětvích.
Odpověď SMS: Ohledně cen potravin samozřejmě jistotu nemáme, východiskem je průměrná úroda minulých let, která je lepší než loňská, a futures. Nejistota je odražena v alternativním scénáři růst cen komodit. U regulovaného nájemného opravdu předpokládáme růst 15 % v roce 2011, zde tradičně přebíráme informace Ministerstva pro místní rozvoj. Regulované nájemné se podle těchto úvah nepřiblíží tržním cenám během jednoho roku, v některých městech se nájemné již tržním hodnotám přiblížilo. Změnu ve struktuře M2 momentálně SMS za inflační riziko nepovažuje, vazba mezi inflací a vývojem M1 se neprokázala. Není zřejmé, že vklady na viděnou se domácnosti chystají utratit.

Guvernér Singer: Dotazuje se, zda předpoklad o uzavírání ziskových marží nezískává charakter věčně se opakující předpovědi, která bude analogická úvahám, že posilování kurzu se zastaví či riziková prémie poklesne. Dále se ptá, proč SMS očekává mírné snížení přímých investic, jak je uvedeno na straně 14. Dotazuje se, zda SMS vliv investic do fotovoltaických elektráren tlumí, jak je uvedeno na straně 19, či zda spíše tento vliv zcela eliminuje. Ptá se, zda ve scénáři německá

lokomotiva není předpoklad o navýšení růstu o 0,5 % příliš malý pro alternativní scénář. Dále žádá o komentář vývoje míry úspor v kontextu spotřebitelských výdajů, resp. objasnění argumentů, proč dojde k jejímu zvýšení. Zaujal ho strukturní graf bariér růstu na straně 36 ukazující nárůst u nedostatku materiálů. Interpretuje SMS tento nárůst jako potenciální riziko pro růst a zohledňuje nějak tento graf v expertních úpravách prognózy? Žádá o zavedení nové úpravy tabulek (například na straně 47) tak, aby byla data uspořádána chronologicky ve sloupcích. Prosí o obecnější hodnocení fiskálních tlaků. Očekává SMS, že může dojít k jejich rozvolnění? Dále se ptá, proč se konvergence české ekonomiky k eurozóně obnovuje až v roce 2012, má SMS nějakou představu, co konvergenci přerušilo? Dotazuje se, zda SMS nemá alternativní indikátor pro inflační očekávání. Stávající indikátory jsou dlouhodobě nad inflačním cílem i nad pozorovanou hodnotou inflace a mají tedy omezenou vypovídací schopnost. Žádá o zavedení nové úpravy grafů. Pozorovaná data by měla být zobrazována na bílém poli a prognóza na šedém poli, což je standard řady dokumentů. Zároveň se přiklání k návrhu ze stanoviska sladit časové osy grafů v dokumentu.
Odpověď SMS: *K uzavírání mezery marží dochází již ve druhé polovině letošního roku, kdy zrychluje mezikvartální růst. K uzavírání přispívá také vpředhledící chování podniků, které očekávají robustní oživení v roce 2012. Komentář o mírném snížení přímých investic se týká jejich salda, příliv naroste, ale díky aktivitám skupiny ČEZ vzroste i odliv, takže saldo celkově poklesne. Cílem je skutečně vliv fotovoltaických elektráren eliminovat. U scénáře německá lokomotiva je výsledný vliv větší díky výpočtu efektivních indikátorů. Díky linearitě je možno si výsledek vynásobit, pokud je podezření, že neočekávaný růst bude vyšší než 0,5 %. Míra úspor doposud klesá, na prognóze ale předpokládáme její růst, protože SMS čeká standardně cyklický vývoj. Graf bariér růstu SMS jako potenciální riziko pro růst neinterpretuje a v expertních úpravách prognózy nezohledňuje. Požadované úpravy tabulek a grafů budou provedeny. U fiskálu rozvolnění SMS nečeká, v prognóze například není zohledněn záměr vlády snížit výdaje o 30 mld. Kč, zapracováno bylo pouze 16 mld. Kč. Konvergence skutečně nastoupí až v roce 2012, v modelu je ale trendové tempo apreciace na celém horizontu prognózy, konvergence se v g3 modeluje obtížně.*

Viceguvernér Hampl: Tempo konvergence je možná téma vhodné k debatě.

Guvernér Singer: Česká ekonomika dlouhodobě konverguje k eurozóně tempem 9 % měřeno HDP v eurech v běžných cenách.
Odpověď SMS: *Alternativní indikátor inflačních očekávání SMS k dispozici nemá. Rozdíl v očekáváních lze vysvětlit tím, že analytici již do svých očekávání zabudovali sjednocení DPH.*

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Dotazuje se na vysvětlení, proč SMS uvádí rychlejší dynamiku dovozu než vývozu v roce 2011, což má implikace pro čistý vývoz. Znamená to, že i po odeznění fotovoltaiky poroste dovoz rychleji než vývoz? Takový vývoj neodpovídá dlouhodobě pozorovaným hodnotám rychlejší nominální dynamiky vývozu oproti dovozu.
Odpověď SMS: *Ano je to tak, přesto bude čistý vývoz tlačit proti zpomalení HDP. V roce 2010 byl příspěvek čistého vývozu záporný, v roce 2011 bude neutrální a v roce 2012 kladný. Jeden z důvodu je revize dat, růst dovozů je počítán z úrovní 2010. V mezičtvrtletním vyjádření bude růst vývozu rychlejší než růst dovozu.*

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Přes toto vysvětlení se domnívá, že prognóza reálného netto exportu je nerealistická.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Viceguvernér Tomšík: Při svých úvahách vychází z toho, že nejvíce nás zajímá inflace. Považuje za velmi pozitivní, že inflace se pohybuje kolem cíle nejen na horizontu celé prognózy, ale také na minulosti. Očekává, že domácí inflační tlaky se začnou zvedat, budou působit přes mzdy, ale budou tlumeny přes dovozní ceny, takže celkově inflační rizika nevidí. V minulém roce se obával, že by se do cen mohla výrazněji promítnout deregulace nájemného, ale data tomu nenasvědčují, což také hodnotí pozitivně. Obdobně hodnotí vývoj ceny elektřiny, která je oproti očekávání níže. Prognózu hospodářského růstu sice posouváme z 1,2 % na 1,6 %, ale tento posun inflační tlaky negeneruje. Navíc je v situační zprávě dobře vyargumentováno, že fiskální konsolidace zbrzdí všechny složky HDP, nejen vládní spotřebu. Je samozřejmě otázka, jak již naznačila při otevřené diskusi vrchní ředitelka Zamrazilová, jak se do růstu HDP promítne čistý vývoz. Za významnou považuje komunikaci alternativních scénářů, za jejichž zpracování děkuje. Scénáře jsou konstruovány jako odlišné, přesto vedou k podobným výsledkům, protože výraznou roli v přizpůsobení sehrává kurz. Kurz sice necílujeme, ale stává se stále důležitější pro měnověpolitickou diskusi při zodpovězení otázek kdy a jak reagovat. Zde souhlasí s měnověpolitickou úvahou SMS. Pokud bychom nyní proaktivně zvýšili sazby a kurz posílil, nezbude nic jiného než sazby opět snížit. Avšak účinné snížení, které by možná muselo reagovat i na přestřelení kurzu, bychom na momentální nízké hladině sazeb, blízké nule, mohli provést jen obtížně. Mnohem jednodušší bude komunikovat, že vyčkáváme, který z uvažovaných scénářů se v průběhu času potvrdí, a podle toho pak zareagujeme se sazbami. Pokud se ukáže, že inflační tlaky vyvolané růstem cen komodit nejsou dočasné, že vedou i k reakci ECB, pak bude ochoten velmi rychle reagovat zvýšením sazeb, klidně i o 0,5 procentního bodu.

Viceguvernér Hampl: Dilemata jsou v měnověpolitickém doporučení popsána správně. Souhlasí s aktuálním hodnocením situace představeném v situační zprávě a souhlasí s tím, že potenciální chyba je větší při předčasném nebo neadekvátním zpřísnění měnové politiky než při případném přestřelení inflačního cíle v důsledku pozdní reakce měnové politiky. Vzhledem k jeho již dříve opakovaně zaznamenané skepsi ohledně vývoje v Evropě považuje za nejpravděpodobnější scénář zhoršení dluhové krize v Evropě. Proto tentokrát souhlasí s doporučením SMS a považuje argumentaci a měnověpolitický návrh SMS v danou chvíli za správný přístup.

Vrchní ředitel Janáček: Svou argumentaci opírá o šest bodů. Za prvé, růst cen potravin komodit a nafty bude trvalý. Mezi odborníky se začíná mluvit o supercyklu vývoje cen komodit s délkou mezi deseti a patnácti lety. Za druhé, růst cen průmyslových výrobců v eurozóně i u nás není přechodný. Za třetí, předpoklad, že posilování koruny bude kompenzovat růst cen v zahraničí, je nerealistický. Konvergenční vývoj vede k tomu, že trendové zhodnocování koruny je nyní pomalejší než v uplynulé dekádě. Za čtvrté, existující hladina úrokových sazeb byla reakcí na krizi, stávající situace je ale odlišná, jak ukazuje prognóza růstu HDP prezentovaná v situační zprávě. Za páté, tržní sazby se pohybují nad sazbami konzistentními se základním scénářem, také inflační očekávání jsou již několik čtvrtletí nad inflačním cílem ČNB. Za šesté, Švédsko je též

malá otevřená ekonomika, přesto zvýšila švédská centrální banka v posledních sedmi měsících sazby třikrát, a to bez negativního vlivu na růst HDP či exportu. Na závěr poznamenává, že důsledky měnověpolitického rozhodnutí se projeví s časovým zpožděním, které je dlouhé. Horizont nejúčinnější transmise měnové politiky ČNB je 12-18 měsíců, což znamená, že plný efekt dnešního rozhodnutí se projeví v prvním pololetí 2012 a tedy v situaci, kdy bude oživení již vystřídáno setrvalým růstem. To minimalizuje váhu případného argumentu, že aktuální zvýšení sazeb může oslabit ještě křehké oživení české ekonomiky. Z výše uvedených důvodů bude tedy navrhovat zvýšení o 0,25 procentního bodu.

Vrchní ředitel Řežábek: Souhlasí s vrchním ředitelem Janáčkem, že ceny potravin i komodit jdou nahoru a že roste i obecně inflace ve světě. Ale inflace roste především na nákladové, nikoli na poptávkové straně. Proto se také cíleně v otevřené diskusi ptal na riziko poptávkové inflace. Již před měsícem upozorňoval na to, že údaje o tržbách za konec roku budou klíčové. Případ Německa, kde tržby ukázaly na slabé poptávkové tlaky, je pro nás důležitý. Pro dnešní rozhodování je nevýhodou pomalé zpracování těchto dat ze strany ČSÚ. Faktory stojící za růstem cen potravin – jako jsou neúrody, povodně či sucha – jsou dlouhodobé. Vliv na jejich vývoj bude mít další úroda, kterou sazbami neovlivníme. Ceny ropy, benzínu a nafty v korunovém vyjádření poklesly právě díky kurzu. To nás přivádí k trojúhelníku důležitých faktorů – poptávkových a nabídkových tlaků a úrokových sazeb, které se nacházejí na nízké hladině. Ze setrvávání sazeb na této nízké hladině není nadšen, ale není zatím zřejmé, že se ekonomika skutečně již nadechla. Nezaměstnanost se dostala na konci roku na vrchol za relativně dlouhé období, blíží se psychologické hranici 10 %. Je otázkou, zda se bude snižovat rychlým tempem. Pokud dojde k obratu trendu a ke snížení mírně pod 9 %, tak bude i nadále nezaměstnanost relativně vysoká. Informace z reálné ekonomiky jsou rozporuplné, některé podniky již začaly fungovat lépe, jiné zatím ne. Velké poptávkově-inflační tlaky zřejmě očekávat nelze. Paradoxně bychom mohli pracovat i se scénářem, ve kterém zvýšení sazeb povede k vyšší inflaci. Vycházejme z toho, že zvýšením sazeb utlumíme růst cen komodit, ale nikoliv růst cen potravin. Přitom je možné, že řada zadlužených podniků, které momentálně mají stlačené marže, bude nucena okamžitě promítnout vyšší sazby z úvěrů do cen. Považoval by za vhodné, aby měla ekonomika více prostoru pro nadechnutí.

Vrchní ředitel Holman: Vidí tři faktory, které hovoří pro zvýšení sazeb. Prvním je možné rychlejší oživení v Německu i u nás, než předpokládá prognóza. Ve prospěch této úvahy hovoří fakt, že naše prognóza je pořád nejnižší mezi sledovanými institucemi prognózujícími domácí růst. Druhým faktorem je vývoj měnového agregátu, který byl již diskutován v předchozí části. Podíl M1 na M2 se zvyšuje, protože jsou úrokové sazby nízké. Přesto je překvapivé, jak výrazně a jak prudce narůstají jednodenní vklady prakticky po celý rok 2010. To vnímá jako inflační riziko. Zatímco na termínovaných vkladech je poptávka vlastně uzamčená, jednodenní vklady jsou okamžitě použitelné ke spotřebě. Třetím faktorem jsou ceny komodit. Alternativní scénář zachycující růst cen komodit považuje ze realistický a nejpravděpodobnější z připravených scénářů. Růst cen komodit bude podpořen přebytkem globální likvidity a také i hospodářským růstem Asie – nejen Číny, ale celé Asie, který bude mít vliv na ceny komodit i potravin. K tomu může dočasně přispět i vývoj v Egyptě, což je země se 70 milióny obyvatel, která dováží 60 % potravin. Nízké sazby vytváří prostor nejen pro vyšší spotřebitelskou inflaci, ale i pro inflaci cen aktiv, což bychom také měli brát v úvahu. Ve stanovisku poradce je navíc uvedeno, že prognóza

ČNB v roce 2010 byla horší než ostatní sledované prognózy, což vede k úvaze, zda prognostický model v pokrizovém období odhaduje správně.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Prognóze dominuje několik základních okruhů: fiskální konsolidace, konec začátku fotovoltaiky v Čechách a předpoklad, že globální nákladově-inflační vlna postupně odezní**.** Situační zpráva vyznívá tak, že zažíváme epizodu růstu, ale ten je svou strukturou a intenzitou takový, že negeneruje poptávkové inflační tlaky, vidíme pouze nákladové inflační tlaky, se kterými nemáme problém. Nákladové inflační tlaky vznikají vlivem globální poptávky po surovinách a potravinách a vlivem chování spekulantů. Tyto faktory podle situační zprávy do roka odezní, takže je možné nyní sazby ponechat na stávající historicky nízké úrovni, kam byly posunuty v době krize. Faktor odeznění nabírá v situační zprávě podobu „atomového hřibu" a objevuje se v mnoha grafech. Tento faktor je hlavním argumentem měnověpolitického doporučení, proč ponechat sazby na stávající úrovni. K této interpretaci se nepřiklání, domnívá se, že současný i budoucí vývoj má proinflační rizika. Růst bude rychlejší, než naznačuje prognóza, zcela jistě v oblasti spotřeby domácností. Vklady domácností na viděnou stouply meziročně o 180 mld. Kč, což je 9 % spotřeby domácností. Celkově vklady domácností stouply o 80 ml. Kč. Tyto peníze jsou pohotové na spotřebu, při prognózování spotřeby tedy není možné dívat se pouze na disponibilní příjem domácností. K tomuto závěru dospěla nezávisle na vrchním řediteli Holmanovi. Kdy domácnosti tyto prostředky ke spotřebě využijí, bude záležet na jejich rozhodnutí a psychologii rozhodování. Je možné, že varovné zprávy – typu naší velmi nízké prognózy růstu – je od utrácení dočasně odradí, ale dlouhodobě na to spoléhat nelze. Obdobně spotřeba domácností v Německu je všemi institucemi prognózována jako oživující, i přes slabá data z konce roku 2010. Druhým faktorem – po spotřebě domácností – je faktor čistého vývozu. Argumentace ohledně mezičtvrtletní dynamiky ji nepřesvědčila, reálná i nominální dynamika vývozu bude dle jejího názoru rychlejší než dynamika dovozu, což se připíše k růstu HDP. O rizicích nízkých sazeb pro finanční stabilitu již hovořila minule i předminule, dříve uvedená argumentace stále platí. Stejně jako vrchní ředitel Janáček se domnívá, že kurz nebude plně kompenzovat růst cen komodit, a že na horizontu transmise, což je horizont relevantní pro dnešní rozhodování, nás čeká setrvalý růst. Souhlasí také s tím, že Švédsko jednalo v tomto kontextu velmi rozumně. V současné situaci je vhodné preemptivně zasáhnout. V roce 2008 vedla symetrická situace k preemptivnímu snížení sazeb, nyní by tedy bylo vhodné se zachovat symetricky a sazby zvýšit. V terminologii stanoviska poradce by dokonce i čistý cílovač inflace měl vzít v potaz relativně vysoká inflační očekávání, která by bylo potřeba ukotvit na hladině inflačního cíle, zvláště po nedávných debatách o riziku deflace. Podle Consensus Forecasts je rozpětí prognóz inflace mezi 2,3 – 2,9 %, což by po zohlednění mediánu odpovídalo jejímu odhadu inflace kolem 2,5 %. Bankovní rada může v diskusi rozlišovat mezi nákladovou a poptávkovou inflací, stejně jako to lékaři dělají s hodným a zlým cholesterolem. Nicméně jako instituce komunikujeme inflační cíl ve výši 2 % a při ponechání sazeb by tedy bylo potřeba začít komunikovat mnohem detailněji rozdíl mezi hodnou a zlou inflací, aby nebyla poškozena kredibilita instituce, která je momentálně vyšší než 70 %.

Guvernér Singer: Stanovisko poradce začíná vhodným citátem, který říká, že cíl určuje zdůvodnění. Přesně v této situaci se nyní ocitáme, jednotlivé argumenty jsou odvozeny od toho, co chceme udělat. Z tohoto pohledu by rád vnesl do diskuse konsensuální notu. Je evidentní, že nový scénář prognózy je pozitivnější na růst. Dále už se vše hodnotí mnohem hůře, včetně

inflačních rizik. Realistické je hodnotit růst cen komodit v korunách, není optimální diskutovat pouze jejich globální dolarový vývoj. Bude-li globální růst cen komodit vyšší, pak lze očekávat dle historické zkušenosti silnější korunu, která většinou v takovéto situaci posílila nad očekávání. Koruna ostatně již v současné době tlumí vliv globálního růstu cen komodit, jak zmiňoval i vrchní ředitel Řežábek. Stejně tak je realistické očekávat u potravin průměrnou úrodu. I kdyby někdo zvažoval fenomén prudkého ochlazení či oteplení, tak tento fenomén nebude meziročně tak prudký, aby předpoklad průměrné úrody výrazně modifikoval. Dále je zřejmé, že v tuto chvíli je obtížné najít v domácí ekonomice znaky inflačních tlaků. Korigovaná inflace je záporná, pokles cen stavebních prací indikuje, že poptávka po investicích zatím nemusí být významná. Jinými slovy slabá poptávka také tlumí vzestupy tažené ze zahraničí. Z hlediska eurozóny je jediným bodem, který by svědčil o inflačních tlacích, stížnost výrobců na obtíže se zajišťováním vstupů produkce. Nicméně jde o malou část indikátoru bariér výroby. Dále se věnuje souvislosti mezi hospodářským cyklem, nízkou hladinou úrokových sazeb a finanční stabilitou. Podle situační zprávy úroveň zadlužení domácností stagnuje, takže je obtížné zde nalézt rizika pro finanční stabilitu. Nevidí ani rizika na trhu nemovitostí, kde naopak nízké sazby pomáhají tlumit propad cen nemovitostí, který by jinak rizikem pro finanční stabilitu mohl být. Nedomnívá se ani, že by domácnosti v období historicky vysoké nezaměstnanosti měly motivaci utrácet úspory, navíc v situaci, kdy dlouhodobě posiluje kurz, takže domácí měna je pro ně kredibilní. Nárůst depozit na viděnou může být odrazem nízkých sazeb, ale domácnosti mohou pouze vyčkávat na vhodnou investiční příležitost, nikoli plánovat zvýšení spotřeby. Dále komentuje prognózu SMS. Přehledová tabulka ve stanovisku poradce ukazuje, že chyby v prognóze inflace jdou v naprosté většině případu (v poměru 10:1) inflačním směrem. SMS se tedy chová v čase konzistentně tak, že inflační rizika nadhodnocuje, nikoli podhodnocuje. V jediném případě, kdy došlo k podhodnocení inflace, došlo k neočekávané změně DPH v kombinaci s katastrofální neúrodou skoro po celém světě a cenou ropy na 200 dolarů, namísto 90 dolarů za barel. Vzhledem k této zkušenosti se nezdá pravděpodobné, že by SMS podceňovala inflační rizika. Mechanismus je stále stejný. ČNB signalizuje inflační rizika, trh si tento signál vyhodnotí, koruna posílí, protože fiskálně představujeme v rámci Evropy bezpečný přístav, a inflační tlaky redukuje. Takže ke snížení inflačních tlaků dochází prostou komunikací bez reakce měnové politiky. Obdobnou reakci trhu lze očekávat i nyní, trh na naše prohlášení reaguje a řeší některé problémy, aniž bychom museli reagovat my. Tím se dostává k rizikům prognózy, která jsou dobře popsána v situační zprávě i ve stanovisku poradce. Navíc považuje za důležité zohlednit předchozí zkušenost s preemptivním zvýšením sazeb. Zatímco preemptivní snížení, ke kterému jsme přistoupili dříve než ECB, nám v komunikaci pomohlo, tak preemptivní zvýšení bylo problémem. Nyní jsme v situaci, kdy preemptivní zvýšení nemusí být vůbec následováno zvýšením sazeb ECB, která mezitím od své stávající rétoriky může ustoupit, a tak by mohlo dojít k posílení koruny, kterým budeme – jako jediní v Evropě - ničit českou ekonomiku. Do tohoto rizika není ochoten jít. Ke zvýšení sazeb by přistoupil, až bude patrné, že v ekonomice existují inflační tlaky a že kurz netlumí globální růst cen komodit dostatečně.

Viceguvernér Tomšík: V prvním kole diskuse zaznělo hodně pravd, ale je třeba u nich zvážit i druhou stranu. Bylo řečeno, že trendové posílení koruny je menší než v minulé dekádě. S tím souhlasí, ale je třeba také říci, že zpomalující se konvergence je již zapracována v předpokladech prognózy. Souhlasí také s tím, že tržní sazby jsou výrazně nad prognózou. To ale není důvod ke zvýšení sazeb, které by dostalo inflaci pod cíl a zpomalilo růst, ale je to argument pro lepší

komunikaci. Posun ve struktuře měnových agregátů je skutečně patrný. Lze jej ale interpretovat i tak, že bankám se mění struktura pasiv směrem k likvidnějším a že tedy budou muset snížit tvorbu úvěrů. Zpomalení růstu úvěrů je protiinflační faktor. Je také pravda, že sazby šly v období krize dolů, ale symetrická reakce v současné době není zvýšení sazeb, protože v době krize kurz koruny po několika letech deprecioval, zatímco teď koruna posiluje. Důraz na symetrickou reakci považuje za správný, ale symetrie by měla být poměřována inflačním cílem, nikoli růstem HDP. Vždy se bude snažit prosazovat symetrickou reakci s ohledem na prognózu inflace a inflační a deflační tlaky. Je také pravda, že pro veřejnost je rozlišení poptávkové a nákladové inflace obtížné, ale centrální bankéř oba typy inflace rozlišovat musí. Preemptivní zpřísnění měnové politiky z důvodu nákladové inflace zadusí růst.

Viceguvernér Hampl: Dnešní rozhodování je o tom, čemu věříme. Proto je velmi dobré, že máme k dispozici alternativní scénáře a je tedy možné rozhodovat se podle toho, kdo kterému scénáři více věří. Za nejpravděpodobnější osobně považuje, jak již řekl, scénář prohloubení dluhové krize v Evropě. Tato centrální banka často říká, jak je důležité mít nezávislou měnovou politiku. A dluhový scénář je přesně ta situace, kdy měnová politika má být autonomní a má pomoci ekonomice s přizpůsobením, má přinést do ekonomiky pružnost. Ale je to samozřejmě otázka optiky, jakému scénáři věříme. Ačkoli se tedy debata na první pohled může jevit jako kontroverzní, tak ve skutečnosti existuje značná dávka porozumění. Osobně je připraven k rychlé reakci na jakoukoli stranu, pokud se ukáže, že se základní scénář mění na některý z alternativních scénářů. Zatím chybí pouze vodítko, že se situace může rychle změnit na scénář německá lokomotiva, ostatní scénáře jsou možné. Pokud bychom udělali cimrmanovský úkrok stranou a dívali se na současnou situaci optikou monetární ekonomie, a nikoli optikou hlavního ekonomického proudu představovaného novou keynesovskou ekonomií, pak by byla interpretace vývoje struktury M2 přesně taková, jako uváděl viceguvernér Tomšík. Přesun k likviditě, který je ve špatných časech standardní reakcí, je v pojetí monetární ekonomie protiinflační, protože demultiplikuje peněžní tvorbu. Využití likvidních depozit samozřejmě bude záviset na očekáváních domácností a na našich očekáváních, jaká jsou jejich očekávání. Osobně není tak optimistický, aby se domníval, že domácnosti budou tak optimistické, z důvodů, které již zazněly, i z důvodů, které jsou zřejmé, byť nezazněly.

Vrchní ředitel Janáček: Znovu opakuje, že klíčový pro dnešní rozhodnutí je vývoj inflace v první polovině roku 2012. Narozdíl od viceguvernéra Hampla by nebyl tak optimistický ohledně optimismu domácností. Nesdílí ani předpoklad vrchního ředitele Řežábka, že nezaměstnanost bude klesat pomalu. Již před osmi lety zažila česká ekonomika rychlý obrat v nezaměstnanosti a spotřeba domácností tehdy rostla o 3 %. Z tohoto důvodu považuje rychlý nárůst likvidních depozit domácností za inflační riziko tím spíše, že míra úspor domácností trendově klesá. Domnívá se, že tento mírně klesající trend bude pokračovat i v budoucnosti. Samozřejmě míra úspor může kolem tohoto trendu oscilovat, ale úrovní předchozích dvaceti let, tj. okolo 10%, již nedosáhne. Na horizontu prognózy lze tedy očekávat inflační tlaky, čemuž také nasvědčují inflační očekávání domácností i podnikatelských subjektů vyšší než inflační cíl. Na základě své více než šestnáctileté zkušenosti v oboru si nemyslí, že by zvýšení sazeb dnes vedlo ke zvýšení sazeb z úvěrů, protože tak malé zvýšení by komerční banky ve své obchodní politice nereflektovaly.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Zarazil ji názor, že by zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu zdusilo ekonomiku. Osobně považuje toto zvýšení a dotažení sazeb na úroveň ECB spíše za symbolický krok, který by signalizoval, že krize je u konce. Zpřesňuje svůj komentář k oblasti vkladů. Chtěla upozornit na tvrzení v situační zprávě, podle kterého nebudou mít domácnosti z čeho utrácet, a proto se nebude zvyšovat jejich spotřeba. Vývoj vkladů ukazuje opak, domácnosti budou mít z čeho utrácet a spotřeba tedy růst může. Navíc přesun k likviditě může za určité situace a v určitém horizontu představovat klasické riziko pro finanční stabilitu.

Vrchní ředitel Řežábek: Stále má názor, že sazby jsou nastaveny nízko. Domnívá se, že k jejich zvýšení dojde dříve, než předpokládá SMS. I po diskusi se domnívá, že je důležité znát data z konce roku. Reaguje na debatu o vkladech domácností. Bylo by třeba zohlednit mnohem více faktorů, než pouhý nárůst vkladů, abychom mohli posoudit dopad do inflace. Vklady rostou stejným tempem jako v letech 2005-2006. Důležité je ale sledovat také tempo růstu úvěrů, které je nyní odlišné (tj. nižší) od roku 2006. Hypotéky nyní rostou převážně proto, že banky poskytují hypotéku těm, kteří v rámci dobrovolného prodeje odkupují nemovitosti, jež klienti nejsou schopni splácet. Dále je třeba vést v patrnosti, že definice jednodenního vkladu není jednoznačná. Například spořící účty, na kterých klienti získávají relativně vysokou sazbu, jsou také vedeny v definici jednodenních vkladů. Pokud by přesun k jednodenním vkladům byl opravdu rizikem pro růst spotřeby a následně inflace, pak by si domácnosti nebraly spotřebitelské úvěry, které momentálně kolabují, jak ukazuje například výrazný nárůst exekučních řízení. Vklady navyšují domácnosti s vyššími příjmy, a ty svou spotřebu zatím odkládají. Tyto domácnosti si neberou ani hypotéky, přestože jsou inzerovány s 3% sazbou, která je historicky velmi nízká. Hypotéky rostou nyní pomaleji, než rostly při sazbách 7 %. Nárůst jednodenních vkladů může být také odrazem přesunu vkladů v zahraničních měnách, které prodělávaly, do korun. Tento přesun logicky nastal v době, kdy byla konverze do korun výhodná. Ukazuje také, že domácnosti věří našemu předpokladu, že koruna bude i nadále trendově posilovat. Nárůstu sazeb podpoří, až uvidí, že spotřeba domácností skutečně oživuje. Domácnosti mají k dispozici disponibilní příjem a vklady, ale také splácí úvěry a budou čelit deregulaci nájemného. Navíc se americká hypotéční krize přelila do evropské finanční krize a takovéto mezinárodní prostředí nemusí přát oživení spotřeby. Dále se domnívá, že pro konvergující ekonomiku není problémem, bude-li mít inflaci několik desetin nad 2% inflačním cílem, který je shodný s eurozónou.

Guvernér Singer: Reaguje na komentář viceguvernéra Tomšíka, že rozdíl mezi tržními sazbami a prognózou sazeb ČNB je důvodem ke změně komunikace. Po dobu šesti let, kdy v ČNB působí, byly tržní sazby vždy vyšší než aktuální realizace měnové politiky. Totéž platí o inflačních očekáváních, která byla po celou dobu nad realizovanými inflačními čísly. Jde spíše o dlouhodobý jev, než o důsledek zvolené komunikační strategie. Z debaty se zdálo, že všichni považují za relativně pravděpodobný scénář německého oživení. Upozorňuje, že tento scénář – bez ohledu na rychlost oživení – žádnou měnověpolitickou reakci nevyžaduje. Německé oživení je spjato s růstem exportu a posilováním koruny. Pokud je tedy něco předmětem debaty, tak jde o pravděpodobnost komoditního scénáře, který je z pohledu případného zvýšení sazeb podstatnější. Dalším tématem důležitým pro debatu je spotřeba domácností. Pokud se potvrdí předpoklad prognózy o cyklickém návratu míry úspor, pak bude mít spotřeba domácností tlumící vliv, bez ohledu na dlouhodobý trend poklesu míry úspor. Pokud bychom zohlednili jen klesající trend, pak se díváme za horizont prognózy. Souhlasí s názorem, že nárůst vkladů na viděnou bude

brzdit úvěrovou kreaci na nabídkové straně. Ta je navíc tlumena i na poptávkové straně vysokou nezaměstnaností. Pokud by i přes to spotřeba domácností začala růst rychleji, bude dostatek času případné inflační tlaky tlumit. Debata připomíná diskusi o znovuzavedení zlatého standardu ve Velké Británii, ke které došlo v roce 1926 v poválečných podmínkách, které byly charakterizovány velkou nezaměstnaností a růstem cen komodit. Debata nakonec skončila zohledněním etických principů a vyústila v hrubou chybu. Naštěstí pro nás dnešní debata se neodehrává v takto dramatických podmínkách a riziko hrubé chyby nehrozí ani jedním směrem. Samozřejmě si nemyslí, že zvýšením měnověpolitických sazeb o 0,25 procentního bodu může utlumit ekonomiku. Domnívá se ale, že by toto zvýšení výrazně ovlivnilo trh s korunou, protože by změnilo názor trhu na model rozhodování o měnové politice. V minulosti k takové změně názorů několikrát došlo a reakce kurzu byly minimálně živé.

Viceguvernér Hampl: Nesoulady v názorech nejsou tak velké, jak by se mohlo zdát. Nevylučuje, že by se všichni dívali na situaci jinak, kdyby byl režim cílování inflace určitým způsobem modifikován, například integrací finanční stability do tohoto režimu. Zatím ale hrajeme s kartami, které máme dnes v ruce. Souhlasí s guvernérem Singerem, že scénář německá lokomotiva nevyžaduje měnověpolitickou reakci, ale to je za předpokladu, že platí úvaha o kontraintuitivním působení zahraničního oživení na domácí inflaci, což je téma, se kterým dlouhodobě zápolíme. Souhlasí také s tím, že fixní kurz k čemukoli, tedy i ke zlatu, je téměř vždycky chyba.

Viceguvernér Tomšík: Souhlasí s vrchní ředitelkou Zamrazilovou, že zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu ekonomiku výrazně neovlivní. Může ale spustit lavinu, kterou již popsal v prvním kole. Trhy by mohly vyhodnotit zvýšení jako první krok v sérii a koruna by mohla výrazně posílit. Tohoto vývoje se obává.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Jako externista měla dojem, že inflační cíl byl snížen na 2 % mimo jiné proto, že vyšší cíle byly soustavně podstřelovány. Změnu cíle by šlo popsat citátem kanadského guvernéra Geralda Bouey, který při přechodu na inflační cílování uvedl: my jsme peněžní agregáty neopustili, ony opustily nás. Nás také vyšší inflační cíle opustily.

Vrchní ředitel Řežábek: Inflační cíl je nastaven tak, aby odpovídal cíli ECB. Podstřelování nehrálo žádnou roli.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Když v diskusi použije kurz jako argument, tak je často řečeno, že nejsme cílovači kurzu. Nyní je ale uváděno, že zvýšením sazeb bychom kurz posílili. Za sebe může říci, že by posílení kurzu nyní nevadilo, protože by tlumilo inflační tlaky vyvolané růstem cen komodit a potravin - tedy hodné inflace - v momentě, kdy nefunguje úrokový kanál.

Guvernér Singer: Z korunového vyjádření cen komodit je patrné, že kurz již inflační tlaky ztlumil.

Viceguvernér Hampl: Kurz necílujeme, když se moc nehýbe.

Guvernér Singer: Vrací se k tabulce ze stanoviska. Kurz takto funguje a konzistentně překvapuje prognózu protiinflačním působením. Doplňuje komentář o zlatém standardu. Chtěl

říci, že tehdejší debata byla o tom, jestli je možné v zájmu stability a síly britského finančního sektoru riskovat další bolestnou deflační epizodu. Debata byla vedena etickými úvahami a vedla k chybnému závěru. Nesouhlasí s tím, že hlavním argumentem pro snížení inflačního cíle bylo sladění s cílem ECB, to nebyl důvod ke změně cíle.

III. Úkoly

Úkoly nebyly uloženy.

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

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady