

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 24. března 2011

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 2. situační zprávy

Viceguvernér Tomšík: V lednu se celková inflace v eurozóně zvýšila o 0,1 p.b. na 2,3 % (str. 9), jádrová inflace je však stále velmi nízká (1,1 %). Je překvapen velkým rozdílem těchto dvou hodnot a připomíná, že v současnosti nedochází v eurozóně k deregulacím nebo změnám DPH. Táže se, jak si lze tento obrovský rozdíl vysvětlit, a zda lze na základě tohoto jevu očekávat nějaké inflační tlaky.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Rozdíl mezi jádrovou a celkovou inflací v eurozóně je dán cenami ropy. V České republice můžeme ze stejných důvodů pozorovat podobný rozdíl. Korigovaná inflace je záporná a celková inflace dosahuje hodnot mírně pod 2 %.

Viceguvernér Tomšík (v diskuzi o důchodovém efektu růstu cen pohonných hmot): Tržby v maloobchodě v ČR za leden poměrně výrazně vzrostly. Na druhou stranu tržby z prodeje pohonných hmot výrazně meziročně klesly (str. 20). Ptá se, zda lze pozorovat důchodový efekt, v jehož důsledku domácnosti omezují nákup benzínu.

Odpověď SMS: Jedno z možných vysvětlení poklesu tržeb z prodeje pohonných hmot je, že velcí dopravci využívají výhodnějších daní v zahraničí a poptávají zde méně pohonných hmot.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o důchodovém efektu růstu cen pohonných hmot): Poznává, že by bylo zajímavé podívat se na vývoj tržeb z prodeje pohonných hmot odděleně pro naftu a benzín.

Odpověď SMS: Český statistický úřad tyto údaje nerozděluje. Toto rozlišení se objevuje pouze v rámci spotřebního koše.

Guvernér Singer (v diskuzi o důchodovém efektu růstu cen pohonných hmot): Táže se, zda není možné odečíst údaje o tržbách z prodeje benzínu a nafty z údajů o spotřební dani. Tyto údaje by mohly indikovat diskrepanci v poptávce po naftě a benzínu, ze které by bylo možné něco vyvodit.

Odpověď SMS: SMS se pokusí zjistit, zda tyto údaje není možné dohledat z nějakých neoficiálních zdrojů.

Viceguvernér Tomšík: Pozorovaný růst nájmu byl překvapivě mírnější, než se očekávalo. Táže se, zda dojde k nárůstu nájmu v delším časovém horizontu. Jestliže k takovému nárůstu dojde, zajímalo by ho, jak významné to bude mít dopady na disponibilní důchod domácností a na poptávku.

Odpověď SMS: V prognóze je důchodový kanál zahrnutý. Deregulace nájmu se týkala pouze 10 % domácností, čili SMS neočekává výrazný agregátní důchodový efekt.

Viceguvernér Tomšík: Peněžní agregát M2 v lednu meziročně vzrostl na 3,6 % (str. 28). SMS charakterizuje tento růst jako blízký referenčnímu tempu růstu, které zohledňuje potenciální produkt a inflační cíl. Je tedy při 2% inflačním cíli odhad potenciálního produktu roven 1,6 %? Navíc rychlost obrátky peněz se v zemích podobných ČR dlouhodobě

zpomaluje řádově až o půl procenta ročně, a i proto se mu zdá odhad potenciálu nízký. Táže se, zda údaj o referenčním tempu neztrácí ve světle této úvahy smysl.

Odpověď SMS: Přesnější označení produktu, který vstupuje do výpočtu referenčního tempa růstu agregátu M2, by možná bylo trendový produkt, nikoliv potenciální. SMS dlouhodobě čelí velkým nejistotám v odhadu potenciálního produktu, a proto bere ten nejrobustnější odhad, který je založen na HP filtru s parametrem 10 000. Z něj aktuálně vyplývá tempo růstu 1,6 %. SMS nepovažuje tuto nízkou hodnotu za střednědobě udržitelnou.

Viceguvernér Tomšík: Děkuje za přílohu o cílování cenové hladiny. Nepožaduje k tématu další diskuzi. V Grafu 6 přílohy je ukázán vývoj inflace a cenové hladiny ve srovnání s inflačním cílem a cenovou hladinou vypočtenou dle cíle. Z grafu plyne, že Velká Británie a Kanada cílují inflaci natolik úspěšně, jako kdyby byla cílována cenová hladina. Poznává, že stejné srovnání pro Českou republiku ukazuje výraznou odchylku pozorované cenové hladiny a cenové hladiny implikované inflačním cílem (Graf 7). Jako problematické vidí to, že v tomto srovnání není zohledněna úroveň kurzu. Z pohledu kupní síly by při cílování cenové hladiny v současnosti kurz nebyl 24 CZK/EUR, ale mohl by být 30 CZK/EUR. Kupní síla by byla téměř stejná.

Vrchní ředitel Řežábek: Táže se, zda je SMS schopna číselně ohodnotit vztah celkových příjmů obyvatelstva a objemu sociálních transferů pro letošní a příští rok pro státní sektor a zbytek ekonomiky. U sociálních transferů dochází k výraznému poklesu a je těžké tento údaj spojit s celkovými příjmy. Znalost tohoto vztahu je jeden z důležitých aspektů pro poprávkovou inflaci. Žádá, aby byly informace o celkových příjmech a sociálních transferech uváděny pro přehlednost na jednom místě.

Odpověď SMS: Aktuální údaje za sektor domácností nejsou ještě k dispozici, budou diskutovány v následující situační zprávě. Ve velkých situačních zprávách je standardně uváděn rozklad disponibilních příjmů na jednotlivé složky. V návaznosti na fiskální konsolidaci SMS v těchto rozkladech předpokládala, že sociální transfery budou, s výjimkou penzí, tlačit na pokles disponibilního důchodu. V rámci prognózy jde přibližně třetina z uvažovaného dopadu fiskální restrikce přes příjmy domácností a jejich spotřebu. Plnění státního rozpočtu naznačuje, že se situace vyvíjí právě tímto směrem.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o růstu v Německu): Německo před několika lety přijalo konsolidační program na vyřešení rozpočtových schodků. Příjmy rozpočtu se (dle prognózy ECB, v podílu k HDP) v loňském, letošním a příštím roce téměř nezmění – rozdíl se pohybují v rámci jedné desetiny. U výdajů je ovšem pokles výrazný (47,4 % HDP v roce 2010, 46,6 % v roce 2011 a 46 % v roce 2012). Vezmeme-li v úvahu hospodářský růst Německa, je pokles vládních výdajů ještě výraznější. Částečně je to reflektováno i ve výhledu růstu německého HDP, které klesne z prognózovaných 2,6 % na tento rok na 1,9 % v roce 2012 (dle březnového Consensus Forecasts). U spotřeby domácností je očekáván na příští rok další pokles oproti tempu z letošního roku. U investic je předpokládán pokles z 8,4 % na 5,1 % příští rok. Při celkovém pohledu se Německo v úrovni veřejného dluhu v poměru k HDP blíží k 80 %, což je vysoko nad úroveň předepsanou Maastrichtskými kritérii. Vyjadřuje skepsi nad možným výrazným nárůstem domácí poptávky. Žádá SMS o komentář k ekonomické situaci v Německu. Může SMS něco říci o „německé lokomotivě“ a výhledu tempa jejího růstu?

Odpověď SMS: Alternativní scénář „německá lokomotiva“ je založen na impulsu přicházejícím z vnějšku německé ekonomiky, nikoliv z domácí ekonomiky. Impuls byl založen na předpokladu růstu světové poptávky po německém zboží. Změny v soukromé domácí spotřebě nebyly uvažovány. Fiskální restrikce v Německu začala dříve než v ostatních zemích

eurozóny, čili dopady jsou pozorovatelné již nyní. Výhled růstu německého HDP (prognóza 2,5 % na tento rok a 1,6 % na příští rok) se od minulé situační zprávy nemění.

Vrchní ředitel Řežábek (v diskuzi o růstu v Německu): Dotazuje se, kde je „německá lokomotiva“, jestliže je pro příští rok očekáván pokles růstu.

Odpoověď SMS: SMS situaci v Německu vnímá jako naplňování základního scénáře z první situační zprávy, který uvažuje zpomalení růstu Německa, nikoliv alternativního scénáře „německá lokomotiva“. Podle názoru SMS je fiskální restrikce zohledněna i analytiky. V loňském roce byl schodek rozpočtu 3,3 % HDP, pro letošní rok se nejaktuálnější odhady uvedené v materiálu pro General Council pohybují okolo 2 %. Fiskální restrikce je skutečně jeden z důvodů pro očekávané zpomalení růstu.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi o růstu v Německu): Táže se, proč jsou, i přes očekávaný pokles růstu v Německu, hodnoty indexů Ifo a ZEW v současnosti na historických maximech.

Odpoověď SMS: SMS uvádí, že naopak u indikátoru ZEW došlo překvapivě k poměrně výraznému poklesu. Index Ifo je pravděpodobně tažen průmyslovým sektorem, fiskální restrikce ale bude na ekonomiku působit hlavně přes spotřebu vlády a domácností.

Viceguvernér Hampl: Oceňuje přílohu o cílování cenové hladiny a poznamenává, že mu poskytuje další argumenty, proč se směrem cílování cenové hladiny nevydávat. Paralelu mezi Rašínovou politikou a režimem cílování cenové hladiny považuje za novátorský pohled. Nechápe používání výrazu „novokeynesovská“ místo standardně používaného „nová keynesovská“.

Viceguvernér Hampl (v diskuzi o mzdách): Dotazuje se, jaké má SMS vysvětlení pro slabý růst mezd v podnikatelské sféře (str. 15-16).

Guvernér Singer (v diskuzi o mzdách): Žádá o komentář k vývoji mzdových vyjednávání pro tento rok.

Vrchní ředitel Lízal (v diskuzi o mzdách): Většina redukcí pracovních úvazků se odehrávala v zaměstnáních s nižšími příjmy. Upozorňuje, že oživení na pracovním trhu se pak může projevit poklesem nominálních mezd. Táže se na rozdíly mezi prognózou a skutečností nikoliv u průměrných mezd, ale u objemu mezd v ekonomice. Poznamenává, že údaje o objemu mezd mohou souviset s trendy ve spotřebě domácností.

Odpoověď SMS: SMS byla překvapena nízkým růstem mezd za čtvrté čtvrtletí. Nové výsledky šetření v podnicích naznačují, že nejen současná čísla, ale i výhledy mezd jsou relativně nízko. Očekávání růstu mezd je pro letošní rok kolem 2 % a 2,5 % pro příští rok. I na základě odhadů produkční mezery je zřejmé, že inflační tlaky v domácí ekonomice v současnosti nejsou patrné. SMS očekávala, že údaje o mzdách za čtvrté čtvrtletí 2010 budou zkreslené přesunem výplat podnikatelů ze zisků do mezd z daňových důvodů. Bude důležité zjistit, nakolik se efekt přesunu výplat ze zisků do mezd projevil ve mzdách. V případě významného dopadu těchto přesunů by fundamentální růst mezd byl ještě nižší. SMS nepovažuje, vzhledem k minimálním změnám v zaměstnanosti, statistický efekt zaměstnávání nových pracovníků s nižšími mzdami na růst mezd v současnosti za významný.

Viceguvernér Hampl: Dotazuje se, proč jsou deregulované nájmy zahrnuty v regulovaných cenách i po deregulaci nájemného (str. 23). Poznamenává, že to má pravděpodobně technické vysvětlení, a žádá SMS o komentář.

Odpověď SMS: V současnosti se původně regulované nájemy, i přes deregulaci nájemného, stále nepřiblížily tržním cenám a zůstávají o 15 až 20 % pod nimi. Nelze předpokládat okamžité zvýšení deregulovaných nájmů až na tržní hodnotu. SMS uvažuje s narovnáním cen v horizontu dvou let a prozatím ponechává deregulované nájemy v regulovaných cenách. K vynětí deregulovaných cen dojde při revizi spotřebního koše. Český statistický úřad nyní uvažuje tři kategorie nájemného: tržní, regulované a deregulované. Toto rozlišení naznačuje, že původně regulované a tržní nájemy mají rozdílné charakteristiky a bude docházet k pozvolnému dorovnávání deregulovaných nájmů a tržního nájemného.

Viceguvernér Hampl: Zajímá se o výrazný nárůst cen zemědělských výrobců (str. 27). Táže se, zda jsou příčinou toho nárůstu nějaké technické („bramborové“) efekty.

Odpověď SMS: Nejednalo se pravděpodobně o nějaký jednorázový jev. V únoru byly zahraniční ceny poměrně vysoké, existoval velký rozdíl mezi cenami v okolních zemích a v ČR. Tento rozdíl se díky nedávnému nárůstu cen zemědělských výrobců vyrovnal a naše dlouhodobé „zaostávání“ za zahraničními cenami se tak smazalo. Došlo dokonce k částečnému „přestřelení“. V tomto smyslu můžeme v blízké budoucnosti očekávat korekci v opačném směru.

Viceguvernér Hampl: Má obecný dotaz k měnověpolitickému doporučení. Nad současnou ekonomickou situací není tak rozpolcený jako SMS v textu měnověpolitického doporučení. SMS tvrdí, že „Pozorovaný ekonomický vývoj v zahraničí a jeho aktuální výhled jsou samy o sobě natolik očividným a výrazným rizikem ve směru vyšších domácích úrokových sazeb oproti prognóze, že jsou nezanedbatelným argumentem...“. Dotazuje se, zda SMS vnímá rozdíl ve vývoji v zahraničí v současnosti a před měsícem jako opravdu natolik „očividný“. S mírnou nadsázkou vyjadřuje obavu, zda se spíše nejedná o „vystresovanou reakci SMS na vystresovanou reakci vystresovaných tržních hráčů na komentáře vystresovaného J.C. Tricheta.“ Za dominantní považuje nákladové faktory, nikoliv poptávkové. Ptá se SMS, zda může současná situace rozkolísat dramatickým způsobem inflační očekávání v domácí ekonomice v příštích dvou letech.

Odpověď SMS: SMS se v měnověpolitickém doporučení snažila nenechat se svést aktuálními signály a prohlédnout skrze krátkodobé změny na to, kam bude situace směřovat dlouhodobě. Riziko vyšších cen komodit SMS vnímala už při zpracování první situační zprávy. Současně SMS opakovaně poukazovala na dva důvody, proč jsou domácí sazby pod rovnovážnými sazbami. První důvod je fiskální restrikce v roce 2011, což je přechodný jev. Druhým důvodem jsou hodnoty v zahraničí, které se také nacházejí pod rovnovážnými hodnotami. Pokud bude efekt zahraničí vyprchávat rychleji, tak i normalizace domácích sazeb může být rychlejší. V současné situaci se zdá, že trhy vykročily směrem alternativního scénáře „vyšší růst cen komodit“. SMS připouští, že může dojít ke korekci. Nová prognóza může ohodnotit domácí poptávkové tlaky ve směru většího protiinflačního působení. Pokud se bude dále naplňovat scénář „vyšší růst cen komodit“, bude pravděpodobně konzistentní zvýšení sazeb počínaje druhým čtvrtletím 2011. SMS musí brát v rámci svého měnověpolitického doporučení v úvahu i prostor pro budoucí komunikaci.

Viceguvernér Hampl: Poznává, že z každého alternativního scénáře z první situační zprávy se naplňuje pouze určitá část. Například současná situace v Portugalsku poukazuje na scénář „prohloubení dluhové krize“.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi k cenám potravin): Dle situační zprávy je odchylka pozorované inflace od prognózy dána především cenami potravin. Odhad meziročního růstu čistých cen potravin byl 4,1 % (pozorováno 3,4 %). Ptá se na rozdíl mezi čistými a celkovými

cenami potravin. Není si vědoma žádného administrativního opatření, které by zakládalo toto rozlišení.

Odpoď' SMS: SMS pracuje se sloučenou skupinou potravin, která zahrnuje i cigarety. Meziroční hodnoty růstu cen cigaret jsou stále ovlivněny daňovými změnami z loňského roku. Počátkem roku 2010 se prodávaly cigarety ještě za ceny před daňovou změnou, takže SMS primární dopady změn neuvažuje pouze v lednu, ale rozkládá dopad do několika pozdějších měsíců s tím, jak se vyprodávají zásoby cigaret. Růst cen cigaret očištěný o daňové změny je podstatně nižší než celkový růst cen cigaret. Po převážení rostou čisté ceny potravin pro sloučenou skupinu o 3,4 %. Postup výpočtu SMS popsala v zasílané informaci.

Vrchní ředitelka Zamrazilová (v diskuzi k cenám potravin): Podivuje se nad efektem růstu cen potravin v GRIPu.

Odpoď' SMS: Příslušný bod v GRIPu představuje srovnání cen potravin vůči prognóze, která dopad změn daní u cigaret již zahrnovala. To znamená, že odchylka nenastala u cen cigaret, ale u zbytku potravinářského koše.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Ptá se na revizi dat o spotřebě domácností a investic. Hodnotí kladně původní neústupnost SMS, která byla potvrzena revizí spotřeby domácností pro třetí čtvrtletí o 0,5 p.b.. Domnívá se ovšem, že hlavním rozdílem mezi skutečností a prognózou byl růst investic za čtvrté čtvrtletí pouze o 10 % namísto odhadovaných 22 %. Považuje to za důkaz nenaplnění se efektu fotovoltaiky. Uvědomuje si, že data ve čtvrtém čtvrtletí představují „nejmladší“ číslo, které často podléhá dalším revizím. Dotazuje se, zda SMS očekává další revize dat o investicích.

Odpoď' SMS: Podle dat, které má SMS k dispozici, došlo k maximálnímu naplnění předpokladů o míře nainstalovaného výkonu fotovoltaických elektráren. Údaje o dovozech pro investiční účely za čtvrté čtvrtletí nenaznačují žádný pokles. SMS toto považuje za indikaci možné budoucí revize dat u investic směrem nahoru. Český statistický úřad v doprovodném komentáři k údajům o investicích uvádí, že dopad fotovoltaiky na investice nebyl nijak výrazný. SMS toto interpretuje v tom smyslu, že ČSÚ ví o tom, že investice do fotovoltaických elektráren proběhly, ale ještě se to neprojevílo v příslušných datových zdrojích. První údaje o investicích se tradičně sbírají u velkých zavedených podniků, zatímco investice do fotovoltaiky, s výjimkou ČEZu, jsou často investice menších a nových firem. SMS tedy očekává, na základě znalosti instalovaného výkonu a dovozu, revizi dat o investicích.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: ČSÚ zveřejnil odhad HDP za čtvrté čtvrtletí 2010. Nový odhad je nižší než předběžný odhad. Žádá vysvětlení, co znamená revize předběžného údaje „z důvodu korekce vývoje nepřímých daní“.

Odpoď' SMS: S ohledem na nejistoty ohledně zahraničního obchodu i ostatních dat dává ČSÚ v poslední době přednost produkční metodě odhadu HDP, v rámci které z dat z reálné ekonomiky spočítá hrubou přidanou hodnotu a odečte daně, které získá z administrativních zdrojů. U nepřímých daní má ČSÚ data k dispozici až s určitým zpožděním. V předběžném odhadu tedy ČSÚ pravděpodobně pracoval s neúplnou sestavou.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Dle metodiky VŠPS celková zaměstnanost ve čtvrtém čtvrtletí meziročně poklesla, národní účty ale zaznamenaly mírný nárůst zaměstnanosti (str. 14). Ptá se, zda se jedná čistě o metodický rozdíl.

Odpoď' SMS: Jde o metodický rozdíl, který je založený hlavně na způsobu odhadu pracovní síly v obou metodikách. Zatímco u obecné míry zaměstnanosti lze pozorovat dlouhodobější propady v pracovní síle, u registrované jsou propady pouze nyní a v mnohem menší míře. Situaci SMS celkově interpretuje tak, že zaměstnanost zhruba stagnuje.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Táže se, zda lze od letošního června/července opravdu očekávat dramatický pokles cen zemědělských výrobců až k nule (str. 27). Pokud by to nenastalo, dokáže SMS odhadnout, jak dlouho můžou obchodníci s potravinami vzdorovat růstu cen zemědělských výrobců?

Odpoověď SMS: Pokles cen zemědělských výrobců je dán jednak efektem základny, protože se jedná o meziroční index, jednak tím, že termínované kontrakty očekávají vesměs snížení cen hlavních agrárních komodit. Dlouhodobý výhled předpokládá snižování cen zemědělských výrobců v průběhu letošního roku. Ceny hlavních agrárních komodit mají v současnosti tendenci klesat, což je jeden z rozdílů oproti alternativnímu scénáři „vyšší růst cen komodit“, který předpokládal další růst cen zemědělských výrobců. Souhrnný potravinářský index ve výhledu klesá (GEV, str. 11).

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Průmyslové zakázky ze zahraničí rostly o 25 %. Průmyslové podniky nabíraly poprvé od krize pracovníky (zaměstnanost v průmyslu stoupla v únoru meziročně o celá 4 %). Dotazuje se, do jaké míry je na základě těchto informací reálné zpomalení hospodářské aktivity v posledním čtvrtletí tohoto roku. Dále se táže, zda se nejedná spíše o pozůstatek „double-dip“, který byl v minulých situačních zprávách očekáván. Domnívá se, že „double-dip“ není realistický ve výhledu dvou čtvrtletí.

Odpoověď SMS: SMS neočekává, že dopad fiskální restrikce půjde primárně přes průmysl. Naopak předpokládá, že průmysl poměrně slušně poroste a zřejmě v něm poroste i zaměstnanost. Efekty základny ale pravděpodobně zapříčiní meziroční poklesy tempa růstu průmyslu v průběhu roku, a tedy celoroční tempo růstu bude pravděpodobně nižší než v loňském roce. Situace bude, i díky škrtům ve vládních investicích, horší ve stavebnictví.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Srovnává některé údaje z prognózy ze třetí situační zprávy roku 2010, kdy bankovní rada naposledy snížila úrokové sazby. V květnu 2010 byl očekáván růst ve čtvrtém čtvrtletí 2010 0,8 %, skutečnost byla 2,6 % tzn. o 1,8 p.b. více. Pro celé druhé pololetí to bylo o 1,5 p.b. více. Očekávaná inflace pro čtvrté čtvrtletí byla 2,3 %, skutečnost byla mírně nižší 2,1 %. Kurz byl očekáván na úrovni 25,1 CZK/EUR, ve skutečnosti byl o něco silnější a dosahoval úrovně 24,8 CZK/EUR, což by korespondovalo s inflací. Toto srovnání evokuje úvahu, do jaké míry má vlastně domácí poptávková situace vliv na inflaci.

Odpoověď SMS: V rámci modelových mechanismů může domácí hospodářský růst tažený zahraniční poptávkou mít poměrně neutrální dopad na inflaci. Rychlejší růst zahraničního HDP generuje mírně vyšší poptávkové tlaky, proti kterým ovšem působí rychlejší posilování kurzu. Je to například vidět v alternativním scénáři „německá lokomotiva“. Struktura růstu má vliv na inflační tlaky. Při růstu generovaném exporty můžeme očekávat, ceteris paribus, výraznější posílení kurzu, což bude mít jiné dopady na inflaci, než například při růstu generovaném domácí spotřebou.

Vrchní ředitel Lízal: Situační zpráva vidí riziko v délce trvání proinflačního šoku do cen komodit (str. 1) a tvrdí, že při rychlejším odeznění by implikace pro domácí měnovou politiku byly jiné. Tvrzení považuje za obecné, očekával by kvantifikaci a rozlišení krátkodobého vlivu (například situace v Libyi) od dlouhodobých trendů v cenách komodit.

Odpoověď SMS: Výhled cen ropy je brán z forwardových tržních kontraktů, které velmi citlivě reagují na aktuální situaci a cenu. Tyto kontrakty jsou v současnosti v pozici „backwardation“, která implikuje očekávání trhů o dočasnosti výrazného nárůstu cen ropy. Jedním z faktorů dlouhodobější ceny ropy může být například současná situace v Japonsku, které může, kvůli omezení výroby elektřiny v jaderných elektrárnách, dlouhodobě poptávat více ropy. Japonsko dováží ze zemí Blízkého východu 17 % svého dovozu ropy. Zároveň

dochází k cenové divergenci mezi jednotlivými typy ropy. Cena kvalitní ropy (Libye, Nigérie) v současnosti roste na úkor ropy Brent.

Vrchní ředitel Lízal: Z komentáře k nárůstu počtu zaměstnanců v průmyslu (str. 15, poznámka pod čarou 12) mu vyplývá, že velké množství pracovníků v průmyslu začalo být OSVČ, což by očekával spíše ve službách. Táže se, zda prezentované číslo je opravdu ve fyzických, nebo přepočtených úvazcích a zda snižování počtu úvazků a nárůst počtu pracovníků není pouze formální.

Odpoověď SMS: Není úplně jasné, zda jde opravdu o zaměstnanost v průmyslu. Lidé, kteří se stanou OSVČ mohou být špatně zaklasifikováni, což je problém, který SMS řeší neustále v souvislosti s poklesem počtu zaměstnanců a nárůstem počtu podnikatelů. Lidé s živnostenským listem ukončí hlavní pracovní poměr, nezaevidují se na úřadu práce, ale dál pracují jako podnikatelé. V tomto případě nemusí dojít ke správnému začlenění do konkrétního odvětví. Pracovník například může ztratit práci v průmyslu, nadále se vykazovat v průmyslu, ale poskytovat nějaké služby.

Vrchní ředitel Lízal: K hodnocení alternativních scénářů ze Stanoviska k situační zprávě se dotazuje, zda nelze prezentované výsledky spíše chápat jako signál rozpolcenosti trhů mezi možnými alternativami.

Odpoověď poradce Franty: Rozpolcenost trhů by se odrazila v nárůstu standardních odchylek simulovaných distribucí zahraničních veličin. U růstu efektivního HDP eurozóny k ničemu takovému nedochází, u efektivního CPI eurozóny je nárůst pozorovatelný.

Vrchní ředitel Lízal: Táže se k udržitelnosti cen na trhu nemovitostí, zda se nenacházíme v situaci, kdy se developeři snaží držet ceny na určité úrovni a vyčkávají na změny v domácí ekonomice.

Odpoověď SMS: Ceny nemovitostí nadále mírně klesají. Do měnověpolitického doporučení byly zařazeny údaje o prozatím experimentálně počítané časové řadě imputovaného nájemného (OOH) získaného metodou čistého akvizičního přístupu, což je přístup, který v sobě zahrnuje vývoj cen nemovitostí. SMS perspektivně vidí tato data jako vhodnější z hlediska měnové politiky než dosavadní imputované nájemné. Je vidět, že, v souladu s doposud klesajícími cenami nemovitostí, klesá i OOH akvizičním přístupem, a to více než podle stávající metodologie. Na základě tohoto nového indexu by korigovaná inflace byla ještě níže. Stále lze pozorovat velké množství neprodaných bytů, což představuje riziko poklesu cen nemovitostí. Ovšem možnost vyšší DPH může vybudit poptávku, což by působilo proti poklesu cen nemovitostí. V současnosti klesá i House Price Index, který zachycuje ceny na sekundárním trhu, tj. existující byty, které si obchodují domácnosti mezi sebou (Tabulka 3 v MPD).

Guvernér Singer: K růstu tržeb v maloobchodě včetně motoristického segmentu v lednu se dotazuje, zda šlo o přesun z prosince do ledna kvůli slevám. Dále se ptá, do jaké míry je v objemu tržeb zahrnutá část nákupu automobilů, která ve skutečnosti představuje investiční výdaj firem.

Odpoověď SMS: Přesun tržeb v maloobchodě z prosince na leden byl pozorována i v Německu. Zároveň nízký nárůst mezd nenasvědčuje existenci nějakých fundamentálních tlaků.

Guvernér Singer: Růst nominálních mezd byl ve čtvrtém čtvrtletí 2010 výrazně nižší, než bylo uvedeno v prognóze. Táže se, co stojí za relativně malým efektem výrazně nižšího růstu mezd na příslušný bod v GRIPu.

Odpověď SMS: Mzdy působí na příslušný bod v GRIPu ve směru mírně nižších sazeb, zatím ovšem v grafu nepozorujeme nějaké silné působení HDP ve směru nižších sazeb.

Guvernér Singer: Táže se, zda SMS pozoruje nějaké signály růstu sekundárních inflačních tlaků.

Odpověď SMS: SMS zatím nepozoruje signály sekundárních inflačních tlaků ani z hlediska vývoje mezd, ani z hlediska odhadu produkční mezery. Vzhledem k aplikaci výjimek z nepřímých daní pro měnovou politiku by bylo racionální očekávat, v případě schválení změn v DPH, pro příští rok inflaci 3 %. Až ve chvíli, kdy by inflační očekávání začala překračovat 3 %, by bylo nutné přestat považovat tato očekávání za konzistentní s měnovou politikou.

Guvernér Singer (v diskuzi o M2 v eurozóně a Německu): Dotazuje se na vývoj peněžního agregátu M2 v eurozóně a Německu. Může SMS komentovat vývoj tohoto agregátu z hlediska inflace?

Odpověď SMS: Peněžní agregát M3 rostl za loňský rok v eurozóně o 1,7 %. Poslední dostupný údaj meziročního růstu peněžního agregátu M3 v eurozóně je 1,5 %, a u agregátu M2 je to 2,3 %.

Guvernér Singer: Poznává, že některé grafy v situační zprávě jsou stále těžko čitelné. Jako příklad uvádí graf na straně 34, jehož levý panel je značně nepřehledný a zahrnutí některých údajů v něm je nadbytečné. V kontrastu s tím je na pravém panelu pouze jedna křivka. Podobně u grafů s příspěvkem k růstu HDP je například hodně diskutován příspěvek čistých investic k HDP, aniž by byl v grafu explicitně zobrazený.

Odpověď SMS: SMS bere poznámku jako námět.

Guvernér Singer: Uznává, že je pravděpodobně osamocen v názoru na přílohu situační zprávy (nikoliv na kvalitu jejího zpracování). Myslí si, že téma přílohy je spíše vhodné na diskuzi s experty, ale nepřináší nic relevantního pro měnověpolitická rozhodování.

Odpověď SMS: SMS přílohy nevnímá jako relevantní přímo pro dané rozhodování o sazbách. Téma si bankovní rada objednala na výjezdním zasedání.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

Guvernér Singer: Poznává, že současná situace je poměrně dobře popsána, ale rozhodování, alespoň dle Sekce měnové a statistiky, obtížnější.

Viceguvernér Tomšík: Přiznává posun názoru od období listopadu a prosince minulého roku. Vidí určité proinflační riziko pro celkovou inflaci a rozhodování vidí složitější, než tomu bylo dříve. Vnímá tři hlavní faktory současné situace. Prvním faktorem je růst světových cen komodit. Klade si otázku, jestli nárůst cen vydrží dlouhodobě, což by bylo vykročení k alternativnímu scénáři „vyšší růst cen komodit“. V takovém případě nemá problém se změnou názoru například za šest týdnů, kdy bude k dispozici nová prognóza a bude jasnější, jak trvalý bude nárůst cen komodit. Druhým faktorem jsou inflační tlaky z domácí ekonomiky. Zde naopak vidí nakročení v úplně opačném směru, než bylo doposud komunikováno a než jsme očekávali. Domácí prostředí vidí jasně protiinflačně. Třetím faktorem jsou dovozní ceny. Podíváme-li se na vývoj kurzu, lze říci, že dovozní ceny jsou v souladu s naší prognózou. V tomto směru nevidí žádné riziko.

Současnou situaci sleduje ve třech uvedených rovinách. Klade si dvě podstatné otázky ohledně poptávkové a nabídkové inflace. První otázka souvisí se spotřebou domácností a

možnými důchodovými efekty. Růst DPH nepochybně představuje proinflační riziko pro celkovou inflaci. V roce 2007 rostla celková inflace po zvýšení DPH, ovšem poté následoval návrat k normálním hodnotám inflace. Podařilo se tedy udržet inflační očekávání ukotvená. Neobává se průsaku změn DPH do inflačních očekávání, očekává však dopad na reálné disponibilní příjmy domácností. Domácnostem se, při stagnujících mzdách, reálné disponibilní příjmy sníží, což představuje protiinflační riziko. Je možné, že podobný důchodový efekt budeme pozorovat i díky růstu cen benzínů a deregulaci nájemného.

Druhá otázka je, zda jsou firmy schopny obrovský nákladový šok, který v současnosti zažívají, přenést do spotřebitelské inflace, to znamená udržet si své ziskové marže a přenést šok do poptávkové inflace. Aby k tomu mohlo dojít, muselo by dojít k růstu mezd, a tím ke stimulaci poptávky. Dle jeho názoru firmy v současnosti nemají prostor pro růst konečných cen a zvyšování mezd. Nevidí riziko přenesení nákladových tlaků do poptávkové inflace.

Tyto úvahy ho vedou k tomu, že zatím nebude měnit svůj názor a podpoří setrvání úrokových sazeb na stávající úrovni.

Vrchní ředitel Řežábek: Nemyslí si, že se v brzké době objeví nějaké výraznější poptávkové tlaky. Jedinou možnost vzniku poptávkových tlaků vidí v otevření mzdových vyjednávání na letošní rok. Mzdová vyjednávání probíhající na podzim a na přelomu roku žádné tlaky nesignalizovala. Sociální výdaje částečně klesají, důchody rostou, což také nevidí jako zdroj problémů. Tempo růstu Německa klesá a tamní fiskální politika bude navíc restriktivnější. Německo nepovažuje, i podle výhledů inflace, za riziko pro českou inflaci. Úsporná opatření české vlády ve sociální i mzdové (státní zaměstnanci) oblasti jsou celkem jednoznačná, což bude mít vliv na mzdová vyjednávání.

Polemizuje se SMS v tom, že i přesto, že aktuální data naznačují pokles většiny relevantních indikátorů (HDP, mzdy,...), hodnocení situace SMS je více „hawkish“. Je to dáno především výhledem sazeb, které vycházejí z nervozity trhů ohledně nedávných výroků J. C. Tricheta. Výhled zahraničních sazeb SMS slouží jako hlavní argument pro růst domácích sazeb. Jestliže dojde k růstu sazeb v eurozóně, a tím k nárůstu diferenciálu mezi domácími sazbami a sazbami v eurozóně, porostou, díky oslabení kurzu, ceny dovozu. V porovnání s ČR má eurozóna v současnosti větší ekonomické problémy, dopady krize na její finanční trh byly nesrovnatelně větší a v současnosti mají někteří její členové velké fiskální problémy (viz aktuálně Portugalsko). I přes zmíněná fakta má momentálně eurozóna vyšší sazby a je otázkou, jak ECB zareaguje na nejbližším jednání. Bude naplněno očekávání, že ECB zvedne sazby, nebo dojde k odkladu?

Nevnímá růst cen komodit jako velký problém. Ceny komodit začaly stoupat již v loňském roce, meziroční změny, díky růstu srovnávací základny, tedy nebudou již tak výrazné. Výroky ze Saudské Arábie naznačují výhled cen okolo 100 dolarů za barel a připravenost navýšit objem těžby při výpadku těžby v Libyi. Ceny potravin dosáhly maxima v loňském a na začátku letošního roku a od února klesají. Pokles cen, dle jeho názoru, překročil již 10 %, což je výrazný pád. Nabízí se vysvětlení, uvážíme-li situaci z pohledu severní a jižní polokoule. V loňském roce v Austrálii byly výrazné záplavy a požáry, což ovlivnilo zemědělskou produkci, a Rusko omezilo exporty potravin. Ceny potravin jsou cyklické, jeden rok dojde k růstu, v důsledku čehož se zvýší osetí, a následující rok dochází ke korekci. V Austrálii právě probíhá sklizeň a zpřesňují se výhledy sklizeného množství, což ovlivňuje ceny potravin.

Upozorňuje, že inflační očekávání jsou v České republice dobře ukotvená. Finanční trhy i podniky přijímají názory a výhledy ČNB. Není tedy nutné dávat výrazný signál trhům.

Stále nám tedy zůstává otázka, kdy začít zpříšňovat měnovou politiku. Důvodem pro růst sazeb nemůže být aktuální přesun tržeb v maloobchodě z prosince do ledna. Na druhou stranu není důvod držet dlouhodobě domácí sazby pod sazbami v eurozóně. Domácí inflace se může

dostat mírně nad 2 %, což je zahrnuté v prognóze. Pokud ECB zvedne sazby, budeme pravděpodobně reagovat. Jestliže ECB sazby nezmění, bude pouze na nás, zda dáme najevo, že domácí situace je oproti situaci v eurozóně odlišná.

Viceguvernér Hampl: Celkově nevidí žádný dramatický posun od posledního měnověpolitického zasedání. HDP a domácí poptávka byla slabší než očekávaná (a to očekávání ČNB nebylo nijak přehnaně optimistické), také inflace a mzdy byly nižší než očekávané. Nezaměstnanost je naopak vyšší než byla očekávána. Vývoj cen nemovitostí dle nového net acquisition approach, který považuje ČNB za vhodnější, než je stávající přístup, by celkovou inflaci posunoval ještě níže. I růst peněžního agregátu M2 je oproti prognóze slabší. Na spotřebu domácností bude mít navíc vliv nervozita ohledně zvyšování snížené sazby DPH. Podotýká, že tak výrazný posun u snížené sazby DPH, dle jeho znalostí, v době krize neudělaly ani ty země, které v porovnání s Českou republikou čelí mnohem závažnějším fiskálním problémům. Zatímco vliv změn v DPH na domácí poptávku vidí velice jasně, naopak nevěří v dramatický dopad těchto změn na inflaci. Domácí prostředí vnímá jako poptávkově utlumené.

Proti domácímu prostředí působí ceny komodit. Souhlasí s vrchním ředitelem Řežábkem, že situace na trhu komodit není záležitost pouze několika posledních týdnů.

Aktuální situační zprávu vnímá jako určitý odraz změny rétoriky ECB. Osobně si myslí, že reakce trhů na nedávné výroky ECB a J. C. Tricheta nejsou zcela korektní a že se jedná v tuto chvíli o „přestřelenou“ reakci. V situaci stále ne úplně funkčního finančního sektoru v Evropě nevěří v dramatický růst sazeb v eurozóně.

Shrnuje, že sice stále platí argument o normalizaci sazeb, o cenách komodit, o nenulové pravděpodobnosti pohybů v inflačních očekáváních a případném riziku oslabení kurzu. Nic z toho ho ale nepřesvědčuje o nutnosti zvednutí sazeb. K tomu se navíc přidává situace Portugalska, které v současnosti stojí před branami Evropského fondu finanční stability.

Závěrem poznamenává, že pokud by se rozhodování zúžilo na volbu zvýšení sazeb nyní, nebo na příštím jednání, dal by, z komunikačních důvodů, přednost zvýšení sazby nyní, a nikoliv až v reakci na zvýšení sazeb ECB. Nebezpečí vidí v tom, že by rozhodování ČNB bylo vnímáno jako poplatné rozhodování ECB.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Ráda by uvedla na pravou míru dotaz na SMS ohledně prognózy z května 2010 na čtvrté čtvrtletí 2010. Nebylo to myšleno jako kritika prognostického procesu ČNB. Chtěla obrátit pozornost na to, že vliv domácích poptávkových dopadů na domácí inflaci může být nižší, než se domníváme. Naopak vliv zahraničí by mohl být vyšší. Ve svém dalším komentáři se tedy omezí na úvahy o zahraničních vlivech. Jediné změny, které vnímá od minulého zasedání, jsou v poklesu některých nejistot. Výhled globálního růstu považuje za trvalý, a to zejména pro hlavní obchodní partnery. Prognózy růstu HDP a inflace pro Německo dle GEVU jsou přehodnocovány směrem nahoru. Situaci v Německu vnímá tak, že se tamní ekonomika blíží plnému využití kapacit, hrozí jí přehřívání, což má pro českou ekonomiku několik implikací. Situace v Německu představuje výrazný inflační faktor, u kterého hrozí přenesení do české ekonomiky. Výhled poptávkové situace v SRN je pro české exportéry prozatím příznivý. Myslí si, že ECB v boji s inflací nebude brát ohledy na zadlužení periferních zemí. Tento poslední faktor vnímá jako poměrně nejistý (odhaduje realizaci tvrzení na 55 %). Souhlasí s viceguvernérem Hamplem, že by nerada, aby bylo rozhodování ČNB vnímáno jako rozhodování „ve vleku“ ECB.

Myslí si, že přehřívání hrozí nejen v některých evropských zemích, ale také v Asii, především v Číně. Nelze nadále očekávat, že nízké mzdy v Asii budou dále tlumit evropskou inflaci. Globální hrozbu inflace považuje v měnověpolitickém horizontu za trvalou.

Ceny komodit se v současnosti přelévají do výrobních cen a je pouze otázkou času, kdy se přelijí i do spotřebitelských cen. Ve zpracovatelském průmyslu se zrychlil růst cen výrobců z lednových 4,5 % na únorových 5,6 %. V potravinářském průmyslu rostly výrobní ceny o 3,3 % meziročně v lednu a 5 % v únoru. Řada centrálních bankéřů dnes tvrdí, že aktuální vzestup inflace je tažen nákladovými faktory, na něž centrální banky nemají reagovat. Tento argument považuje v současné době za alibismus. Tento argument ignoruje fakt, že inflace je v současnosti tažena globální nadměrnou likviditou.

Dle jejího dlouhodobého názoru by měnová politika měla být proaktivní a symetrická. Při nástupu ekonomické krize souhlasila s uvolňováním měnové politiky, nyní tedy považuje za správné sazby zvýšit o více než 25 bazických bodů. Nerada by viděla ustálení inflačních očekávání na číslech nezačínající číslicí 2.

Vrchní ředitel Lízal: Domácí ekonomickou situaci vnímá tak, že domácí poptávka má stále problémy. Nejaktuálnější data o domácnostech interpretuje tak, že domácnosti neočekávají v brzké době výrazné zlepšení ekonomické situace. Očekávané změny v DPH povedou k šetření domácností, což by mohlo být bráno i jako vysvětlující faktor budoucího vývoje cen potravin. Současný nárůst cen potravin bude pravděpodobně prodejci využít jako určitý polštář, který povede k neúplnému promítnutí změn DPH do cen. Jako nejistotu vnímá plán dvoufázového nárůstu DPH a otázkou pro něj zůstává, zda se dostaneme ke druhé fázi. Oceňuje graf zachycující vývoj cen nemovitostí, který naznačuje nedostatečnou poptávku vedoucí k poklesu cen. Nemyslí si, že v nejbližší době vniknou tlaky na mzdy. Případné oživení na trhu práce se bude týkat spíše nízkopříjmových skupin, které nepředstavují hrozbu pro růst mezd. Z podobných důvodů nebude mít oživení patrně zásadní vliv ani na disponibilní příjmy domácností. Navíc nezaznamenal, že by nové kolektivní smlouvy uváděly výrazné nárůsty mezd. Domácí tlaky vnímá jako omezené.

Není si jistý, jak výrazně se do cen komodit promítají současné události. Ze srovnání dlouhodobějších a současných kontraktů mu vyplývá, že inflační tlaky vycházející z cen komodit nebudou růst.

Považuje scénář další eskalace dluhové krize v eurozóně za reálný. V současnosti už se otevřeně připouští nutnost restrukturalizace řeckého dluhu, což bude mít dopady na další země. Domnívá se, že trhy nejsou jednotné v pojmenování příčin očekávaného růstu sazeb. Případné divergence mezi jednotlivými zeměmi mohou vést k okamžité další potřebě finančních zdrojů, což může mít dopad na ekonomický růst.

Guvernér Singer: K poptávkové situaci toho po dosavadní diskuzi moc nového říci nelze. Je evidentní, že zlaté pravidlo Karla Kříže „Německo plus dva“ začíná téměř otáčet znaménko. V Německu v posledních třech čtvrtletích je výstup stabilní a nezdá se, že by mělo dojít k nějakým výrazným nárůstům. Tomu do velké míry odpovídá situace u nás. Ovšem, ilustrativně řečeno, české ekonomice v porovnání s německým čtyřválcovým motorem sestávajícím se ze zásob, exportu, spotřeby domácností a vlády a tvorby fixního kapitálu chybí dva válce – česká ekonomika, mimo fotovoltaický průmysl, netvoří fixní kapitál a domácnosti nespotřebovávají a není ani pravděpodobný nějaký impuls k nárůstu spotřeby.

V současnosti vnímá velké nejistoty na straně nabídky. Možná je vhodné se zabývat měnovým pilířem. Je-li inflace principiálně peněžní jev a předpokládáme-li stálou rychlost oběhu peněz, pak diskutované úpravy DPH budou mít pouze důchodové efekty a není důvod očekávat nějaké jiné dopady. Podobně i důsledky změn cen komodit. Souhlasí s vrchním ředitelem Řežábkem, že meziroční změny cen komodit již, vzhledem k rostoucí základně, nebudou tak výrazné a otázkou bude míra přelítí růstu cen komodit do cen výrobců a následně do koncových cen spotřebitelů, což už ovšem představuje peněžní jev. Je přesvědčen, že se jedná o peněžní jev i v eurozóně.

Jako zajímavou vnímá diskuzi o pravděpodobnosti růstu sazeb v eurozóně, kterou naznačoval prezident ECB a někteří další bankéři. Je přesvědčen, že ECB sazby na nejbližším zasedání zvýší. Neumí si představit, že by po silných výrocích z poslední doby k růstu sazeb nedošlo, ale je přesvědčen, že k dalšímu zvedání sazeb již tak brzy nedojde. Myslí si, že nárůst či setrvání sazeb nebude mít na euro velký dopad, protože dolar je v současnosti vnímán ještě jako méně jistá měna, což snižuje tlaky z růstu cen komodit přicházejících principiálně z dolarových oblastí. Ke globálnímu růstu a růstu sazeb v eurozóně je skeptičtější než trhy.

Souhlasí s vrchní ředitelkou Zamrazilovou, že z komunikačních důvodů by bylo vhodnější, aby, má-li dojít ke zvýšení sazeb na současném nebo příštím zasedání, k němu došlo nyní. Důvod není pouze v nebezpečí vnímání české měnové politiky jako obrazu rozhodování ECB, ale i v přesvědčení, že pokud je někdo přesvědčen, že zvýšení sazeb přijde, je vhodnější zvýšit sazby okamžitě a komunikovat s trhy jejich překvapení, které, dle jeho historické zkušenosti, přechází do pochopení a podpory argumentace ČNB.

Dalo by se uvažovat, zda se z reputačních důvodů není lepší mýlit ohledně růstu sazeb v souladu s většinovým názorem, než osamoceně zareagovat správně. Důležité je si ovšem uvědomit, že reputace slouží k provádění správné měnové politiky, nikoliv naopak. Za správnou měnovou politiku nyní určitě nepovažuje zvýšení sazeb. Není ani přesvědčen, že bude nutné zvýšit sazby i po případném zvýšení sazeb ECB, pokud ovšem nedojde v důsledku toho zvýšení k vývoji kurzu, který by přenesl inflační tlaky do domácí ekonomiky. V současné době považuje za vhodnější počkat na vývoj situace, protože vývoj kurzu vnímá jako málo předvídatelný. Oslabení kurzu by viděl jako důvod pro zvyšování sazeb především proto, že by pravděpodobně přineslo další poptávkové příležitosti pro českou výrobu, a tím zvyšování ceny práce a oživení domácí poptávky.

Viceguvernér Tomšík: Rád by se vrátil k diskuzi o zvyšování sazeb v eurozóně. Souhlasí s názorem, že případné zvýšení sazeb bude zřejmě jednorázový krok. Pokládá otázku, zda očekávané zvýšení není v současném kurzu CZK/EUR již zahrnuto. Kurz je vpředhledící a není zřejmé, zda bude mít nárůst sazeb v eurozóně na kurz vliv. Myslí si, že dopad na kurz by byl minimální. K otázce přelívání nákladových tlaků z cen výrobců do spotřebitelských cen poznamenává, že vzhledem k nízké domácí poptávce nemají domácí firmy prostor pro zvyšování cen. Zvyšování sazeb by, skrz úvěrování firem, vytvořilo další tlak na nákladové straně. V diskuzi o zvyšování DPH souhlasí s viceguvernérem Hamplem a poznamenává, že historická zkušenost naznačuje pouze dočasný vliv změn DPH na inflaci. K přehřívání Německa poznamenává, že skutečnost je stále v souladu s prognózou, která předpokládala výrazný růst v roce 2010 a pokles v roce 2011. Nevidí náznaky přehřívání německé ekonomiky. K diskuzi o komunikaci a nebezpečí interpretace nastavování domácích sazeb dle sazeb ECB připomíná situaci před finanční krizí v létě 2008, kdy ECB zvýšila sazby a ČNB v srpnu 2008 sazby snížila. Chování ECB je pouze jeden ze vstupních parametrů do rozhodování ČNB.

Viceguvernér Hampl: Souhlasí s poznámkou viceguvernéra Tomšíka o vztahu nastavování sazeb ČNB a ECB. Není si jistý, jestli tomu ale odpovídá vyznění a textace měnověpolitického doporučení. Souhlasí s poznámkou vrchní ředitelky Zamrazilové o aktuálním nadměrném množství globální likvidity. Poznamenává, že se poměrně často setkává s názorem respektovaných centrálních bankéřů o návratu inflace a nemožnosti s tím něco dělat. Z diskuzí tohoto typu je nervózní. K poznámce vrchního ředitele Lízala o vývoji dluhové krize v eurozóně a dopadech na poptávku poznamenává, že kdyby se naplnil scénář další série fiskálních transferů, tak půjde pouze o přesun poptávky ze zdravějších zemí do zemí, kde je poptávka extrémně utlumená. Nemusí to tedy nutně znamenat dramatické narůstání poptávkových tlaků v eurozóně jako celku.

Vrchní ředitel Řežábek: K diskuzi na téma rozhodování ČNB ve vleku ECB se provokativně ptá, co by mohlo být spíše interpretováno jako rozhodování ve vleku ECB, zda okamžitá reakce na vyjádření ECB o sazbách, nebo vyčkání na dopady rozhodnutí ECB o sazbách na ekonomiku a následná reakce na kurzový kanál a importovanou inflaci. K situaci v Číně poznamenává, že se objevují názory o nižších cenách práce v některých regionech USA v porovnání s přímořskými zónami Číny. Otázkou je, zda se část výroby nebude přelévat zpět do USA popřípadě do Vietnamu a ostatních zemí. Závěrem by se chtěl vrátit k možnému růstu sazeb, který vnímá spíše jako normalizaci výše sazeb, než nutnost vyvolanou poptávkovou inflací. Nepovažuje za ideální v současné situaci překvapovat trhy. Nevidí jako problém překvapovat trhy v období silných impulsů. Nyní ovšem takové impulsy nepozoruje. Překvapení by ohrozilo reálnou ekonomiku, jejíž růst je ovšem v současnosti velice křehký.

Vrchní ředitelka Zamrazilová: Situace v českém průmyslu, který má na českém HDP podíl téměř 30 %, ji vede k úvaze, zda by měly být sazby zvýšeny o 25 nebo 50 bazických bodů. Zdůrazňuje, že uvažujeme o druhém pololetí příštího roku a nesledujeme poptávkovou situaci v této chvíli.

Guvernér Singer: Má několik historických poznámek. K otázce viceguvernéra Hampla o jedinečnosti plánovaného nárůstu DPH poznamenává, že Japonsko zvedlo v polovině devadesátých let DPH v době, kdy japonský dluh byl mnohem nižší, než je dnes. Zároveň tím však pravděpodobně snížilo svou šanci na výrazné zlepšení hospodářské situace. V Evropě během této krize k tak výrazným změnám nedošlo. Druhá historická poznámka se týká historie ČNB. Poznamenává, že komunikace i rozhodnutí ECB jsou velice podobné komunikaci a rozhodnutím ČNB pro období narušené reputace po problémech v letech 1996-1998/99. Uvážíme-li argument, že nárůsty sazeb získávají zpět reputaci ztracenou v jiných oblastech, a uvážíme-li, že ECB je mladší instituce s méně zakotvenou faktickou nezávislostí, s větší ochotou politiků jí ovlivňovat atd., pak by z toho plynula větší ochota ECB zvedat sazby kvůli reputaci. Na druhou stranu stále vidí rozhodování ECB z perspektivy převahy guvernérů ze „slabých“ zemí eurozóny.

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 Lízal a vrchní ředitel Řežábek. Vrchní ředitelka Zamrazilová hlasovala pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsal: Michal Franta, poradce bankovní rady