Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 5. května 2011

Přítomni: Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Pavel Řežábek, Eva Zamrazilová.

I. Diskuze navazující na prezentaci 3. situační zprávy

V. Tomšík: Média spekulují, že dnešní měnověpolitické rozhodování může být dramatické. Situační zpráva je ale velmi dobře napsaná a není v ní nic konfliktního.
Má poznámku k rozkladu změny prognózy tržních úrokových sazeb oproti minulé prognóze, kde k významné změně ve směru vyšších sazeb dochází u vnějších podmínek a přidávají se k nim také expertní úpravy. Díky působení počátečních podmínek v domácí ekonomice ve směru nižších sazeb si uvědomuje, že kdyby zahraničí nepůsobilo ve směru vyšších sazeb, SMS by zřejmě musela navrhovat radikální snížení měnověpolitických sazeb, možná až o 75 bodů. To znamená, že domácí ekonomika není v dobrém stavu. Žádá o komentář k pozitivnímu příspěvku spotřeby vlády.
Odpověď sekce měnové a statistiky (SMS): Uvedený rozklad se vztahuje k předchozí prognóze. SMS interpretuje působení spotřeby vlády na prognóze jako nadále znatelně restriktivní, avšak oproti předchozí prognóze o něco méně. Její působení na počátečních podmínkách je naopak více restriktivní. Po sečtení obou vlivů je přehodnocení spotřeby vlády vůči předchozí prognóze pouze symbolické. SMS využívá znalost vývoje celého hospodaření vládního sektoru podle jarních notifikací, které byly promítnuty do nové prognózy. Podle těchto informací dochází ve spotřebě vlády pouze k malým změnám.
SMS byla překvapena nižší spotřebou vlády koncem minulého roku, kdy zřejmě došlo ke krácení mezd a platů v odměnách, což bylo patrné v údajích o mzdách v nepodnikatelské sféře i v údajích o spotřebě vlády. Patrně došlo k určitému „frontloadování“ konsolidační strategie, když fiskální restrikce oproti předpokladu minulé prognózy začala již koncem minulého roku. Z pohledu plnění závazků je to dobře, protože původní trajektorie snižování deficitu veřejných financí byla značně závislá na snížení deficitu až v letech 2012 a 2013. Meziroční utažení v letošním roce pak nemusí být tak významné.
Údaje ze státního rozpočtu za první čtyři měsíce letošního roku potvrzují předpoklady SMS o výši i struktuře fiskální restrikce. Například objem vyplacených mezd a platů ve státní sféře se snížil o 9 % a objem neinvestiční transferů a nákupů poklesl o 2,7 %.

V. Tomšík (v diskuzi o alternativním scénáři): V alternativním scénáři je zapracován důchodový efekt zvýšení sazby DPH, který implikuje pokles HDP v roce 2012 o 0,4 procentního bodu oproti základnímu scénáři. Na druhou stranu má tento scénář výrazný dopad do celkové inflace ve výši až 1 procentní bod. Dotazuje se, jak jsou zapracovány dopady do inflačních očekávání. Použila SMS standardní předpoklad v modelu, že inflační očekávání jsou natolik silně ukotvena, že budou vždy respektovat inflační cíl? Upozorňuje, že alternativní scénář vede k oddálení zvyšování měnověpolitických sazeb.

Odpověď SMS: Na základě minulých zkušeností SMS očekává pouze malé sekundární dopady. V roce 2012 bude ekonomika podle odhadů stále ještě v situaci záporné mezery výstupu, která bude tlumit sekundární dopady. V textu situační zprávy to není vysvětleno, do Zprávy o inflaci SMS text doplní. Předpoklad o ukotvení inflačních očekávání na inflačním cíli SMS nemění.

M. Singer (v diskuzi o alternativním scénáři): ČNB vedla v minulosti v podobném případě s ohledem na ukotvení inflačních očekávání komunikační ofenzivu.
Odpověď SMS: Komunikační ofenziva je součástí předpokladu o ukotvení inflačních očekávání. V minulosti se komunikací vždy podařilo docílit toho, že sekundární dopady změn nepřímých daní byly malé.

L. Lízal (v diskuzi o inflačních očekáváních analytiků): Analytici soustavně očekávají vyšší inflaci oproti prognóze. Bylo tomu tak i v minulosti?

M. Singer (v diskuzi o inflačních očekáváních analytiků): Připojuje se k dotazu na inflační očekávání analytiků.
Odpověď SMS: Je možné, že analytici zohledňují očekávané zvýšení DPH. Průměr v ročním horizontu činí 2,5 %, přičemž naprostá většina analytiků předpokládá inflaci kolem 2,5 %. Nepotvrdila se tak domněnka SMS, že část analytiků možná očekává inflaci na úrovni inflačního cíle ve výši 2 %, zatímco ostatní analytici očekávají inflaci kolem 3 % s ohledem na zvýšení DPH. V tříletém horizontu jsou inflační očekávání vyšší dlouhodobě již řadu let. Z detailních odpovědí analytiků, které jsou zasílány sekci bankovních obchodů, je patrné, že jejich argumenty jsou založeny na zjednodušených předpokladech o očekávaném tempu růstu reálné rovnovážné apreciace a podobně. V jednom případě byla dokonce reportována chyba, kterou si dotyčný analytik uvědomil a opravil. Tento zdroj o inflačních očekáváních tak SMS nepovažuje za příliš robustní, i když zahrnuje poměrně sofistikovanou skupinu respondentů.

E. Zamrazilová: Cituje dotaz poradce Galuščáka na str. 6 stanoviska, zda jsou významně vyšší údaje o očekávané inflaci z šetření Evropské komise konzistentní s prognózou inflace.
Odpověď SMS: Tyto údaje nemají bezprostřední vazbu na prognózu, ale SMS sleduje jejich trend. SMS vývoj tohoto indikátoru interpretuje na pozadí dlouhodobého přesvědčení, že inflační očekávání jsou pevně ukotvena na úrovni blízko inflačního cíle.

M. Singer: Dotazuje se na tabulku v předkládací zprávě. Proč měnověpolitická inflace, která nezahrnuje primární dopady změn nepřímých daní a která v základním scénáři neuvažuje zvýšení DPH, se začíná v roce 2012 odchylovat směrem dolů?
Odpověď SMS: Na rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací bude působit vliv evropské harmonizační úpravy daní z cigaret z roku 2010, která bude implementována do právního řádu od ledna 2012.

E. Zamrazilová: Na straně 29 je komentář o obnově růstu cen tržních služeb. Předpokládá SMS dopad do růstu spotřebitelských cen?
Odpověď SMS: Přímý vztah mezi růstem cen tržních služeb, které zahrnují služby pro podnikatele, a spotřebitelskými cenami není. U korigované inflace SMS počítá s postupným

nárůstem z aktuálně záporných do kladných hodnot. Ceny neobchodovatelného zboží jsou na velmi nízké úrovni a odrážejí protiinflační tlaky z domácí ekonomiky.

V. Tomšík (v diskuzi o cenách elektřiny): V situační zprávě je na str. 27 uvedeno, že předpokládaný růst cen průmyslových výrobců v zahraničí je vyšší o 3 procentní body s ohledem na vývoj cen elektřiny pro podniky v souvislosti s diskuzí o budoucnosti využívání jaderné energie v Německu. Jde o expertní odhad SMS nebo jde o odhad z Consensus Forecasts zachycující kotace cen na energetické burze v Lipsku? Tyto ceny přebírá i ČEZ, což by mohlo znamenat určitý přímý dopad do inflace v ČR.

L. Lízal (v diskuzi o cenách elektřiny): Připojuje se k dotazu o výhledu cen elektřiny.
Odpověď SMS: Ceny elektřiny zohledňují výhledy na burzách. Informace o budoucnosti využívání jaderné energie v Německu je v prognóze zahrnuta, protože analytici oslovení v Consensus Forecasts i jiní analytici s touto informací počítají. SMS také tuto věc konzultovala s firmou ČEZ.

P. Řežábek (v diskuzi o cenách ropy a plynu): V. Tomšík se zmínil o ceně elektrické energie, kde ceny na burzách v Evropě mají vliv na cenu elektřiny v České republice. Podobná vazba existuje mezi cenami plynu a ropy, kde se očekává zvyšování cen plynu, zejména v období příští zimy. Tato vazba patrně není v situační zprávě zapracována.
Odpověď SMS: SMS standardně počítá se zhruba půlročním zpožděním cen plynu za cenami ropy. Ceny plynu by měly být nejvyšší na konci letošního roku nebo začátkem příštího roku.

P. Řežábek (v diskuzi o cenách ropy): V souvislosti s diskuzí o ceně ropy zmiňuje údaje OPEC a Saudské Arábie z minulého roku, kde byly výhledy cen ropy výrazně nižší než v Consensus Forecasts. Navrhuje SMS, aby do příští situační zprávy uvedla aktuální výhledy cen ropy vycházející z těchto alternativních zdrojů.

M. Singer (v diskuzi o cenách ropy): K tomuto návrhu se připojuje a doporučuje zvážit, zda výhledy cen ropy podle OPEC nepředstavují lepší predikce budoucích cen ropy.
Odpověď SMS: SMS do roku 2006 přebírala ceny ropy z Consensus Forecasts. SMS v té době provedla vyhodnocení predikčních schopností výhledů cen ropy podle Consensus Forecasts a na základě těchto výsledků se rozhodla využívat v horizontu do 12 měsíců tržní výhledy. SMS dohledá alternativní výhledy cen ropy.

L. Lízal (v diskuzi o cenách komodit a expertních úpravách): Pokud správně pochopil vysvětlení v situační zprávě a dnešní prezentaci, část očekávaných změn v cenách komodit již byla zahrnuta do základního scénáře prognózy, zatímco zbývající část byla zapracována do prognózy prostřednictvím expertních odhadů. Je to tak?
Odpověď SMS: SMS standardně zapracovává ceny komodit nepřímo přes výhled zahraničních cen průmyslových výrobců a přes krátkodobou prognózu. Tento postup funguje dobře ve standardní situaci. Pokud ale dojde k výraznému nárůstu cen energetických surovin, SMS podle svých minulých zkušeností takový nárůst zapracovává nad rámec standardního postupu formou expertních úprav. Expertní úpravy tedy neznamenají zapracování aktualizace cen komodit.

L. Lízal (v diskuzi o cenách komodit): Do jaké míry si je SMS jistá rychlostí návratu k dlouhodobým hodnotám v případě vyšších cen komodit nebo cen zemědělských výrobců?
Odpověď SMS: SMS vychází z tržního výhledu cen komodit, který mírně klesá podobně jako výhled cen ropy. V delším horizontu je přitom tento pokles relativně výraznější. Počáteční šok z vysokých cen komodit tak rychle odeznívá. Kromě nižšího výhledu cen komodit jsou inflační tlaky tlumeny také posilujícím kurzem koruny.
SMS může zaslat tabulku, která ukazuje rozdíl mezi současnou cenou a dlouhodobým trendem, kde je vidět, že největší odchylky jsou zaznamenány u komodit typu železná ruda, uhlí, měď a podobně. Zejména u cen energetických surovin tržní výhledy zřejmě přehodnocují rovnovážné hodnoty podle aktuálních pohybů cen. Tržní výhled cen ropy Brent na konci minulého roku předpokládal cenu mezi 90 a 95 dolary za barel, což nejspíše znamenalo odhadovanou střednědobou rovnovážnou hodnotu. Aktuálně je výhled cen ropy vyšší. Výhled je mírně klesající, ale nevrací se zpět do původního rozpětí.

K. Janáček (v diskuzi o cenách komodit): V situační zprávě mu schází komentář k vývoji kurzu koruny vůči dolaru. V tabulce na konci přílohy situační zprávy jsou uvedeny údaje, podle kterých zřejmě SMS očekává stagnaci kurzu koruny vůči dolaru po celý rok 2012.
Odpověď SMS: Ano, kurz k dolaru na horizontu prognózy zhruba stagnuje, když koruna posiluje vůči euru a dolar zároveň posiluje vůči euru. Koruna je aktuálně silnější vůči dolaru, což pomáhá tlumit nákladové inflační tlaky.

M. Hampl: Oceňuje box o souvislosti mezi vývojem ceny ropy Brent a měnového kurzu amerického dolaru, kde je přesvědčivě poukázáno na možný vliv měnové politiky ve světě na ceny komodit. To je velmi intuitivní a přesvědčivé vysvětlení i bez empirické analýzy. Tyto komentáře jsou v naprostém rozporu s převažující diskuzí v rámci Evropy i skupiny G20 o cenách komodit, kde jsou za viníky vysokých cen komodit označováni „spekulanti“.

M. Hampl: Podobně jako V. Tomšík souhlasí s vyzněním situační zprávy i měnověpolitického doporučení. Má jen několik technických dotazů. Pokud čte správně na str. 4 ohledně výhledu efektivního ukazatele spotřebitelských cen v eurozóně, který vychází z Consensus Forecasts, inflace v eurozóně bude v delším období nad inflačním cílem ECB. Co si o tom SMS myslí?
Odpověď SMS: Inflace je v eurozóně nad inflačním cílem ECB, ale bude se k inflačnímu cíli postupně snižovat, takže to z hlediska prognózy nepředstavuje riziko. SMS upozorňuje, že mezi zeměmi eurozóny existují rozdíly v inflaci i v ekonomickém růstu.

M. Hampl (v diskuzi o dopadech dluhové krize): V předchozí prognóze byl zpracován alternativní scénář dluhové krize, který zřejmě působil jinými kanály, než nyní SMS očekává. Na str. 5 je v odstavci o kurzu eura vůči dolaru zmíněn pozitivní růstový impulz pro Německo a zprostředkovaně i pro domácí ekonomiku v případě pokračování dluhové krize prostřednictvím oslabení eura vůči dolaru. Nakolik je tento názor SMS silný? Přehodnocuje SMS náhled na dopad pokračování dluhové krize na německou a domácí ekonomiku?
Odpověď SMS: Alternativní scénář o dluhové krizi byl v předchozí prognóze postaven na propadu HDP. Do příští prognózy SMS uvažuje připravit alternativní scénář o dopadu dluhové krize z jiného pohledu, který by problémy „jižního křídla“ eurozóny a Irska zachytil i jinými kanály než pouze propadem HDP.

Slabší euro vyhovuje německé ekonomice. SMS připraví analýzu německého vývozu podle statistik německého statistického úřadu a zašle výsledky. Možná se potvrdí, že Německo vyváží více mimo země eurozóny než do zemí eurozóny.

P. Řežábek (v diskuzi o dopadech dluhové krize): Počítá SMS v prognóze kurzu koruny vůči euru v nějaké fázi s potenciální restrukturalizací dluhů některý států v Evropě?
Odpověď SMS: Dopad možné restrukturalizace dluhů některých zemí v Evropě do kurzu koruny vůči euru v prognóze není zohledněn.

M. Singer (v diskuzi o dopadech dluhové krize): Očekává SMS alespoň intuitivně, že kurz koruny vůči euru může posílit?
Odpověď SMS: Koruna může posílit vlivem efektu „bezpečného přístavu“.

V. Tomšík: Ve stanovisku poradce Galuščáka je uvedena věta, že další zvyšování sazeb ECB je v blízké době málo pravděpodobné, protože mimo jiné tisková konference ECB ze 7.4. vyzněla až překvapivě „dovish“. S tím by souhlasil, ale včera na makrofinančním panelu bylo uvedeno, že trhy očekávají zvýšení sazeb ECB až o 75 bodů do konce roku. S jakým předpokladem počítá SMS?
Odpověď SMS: SMS přebírá tržní výhledy zahraničních sazeb, takže prognóza je konzistentní s informacemi, které byly uvedeny na včerejším makrofinančním panelu. SMS má ale pochyby o tak výrazném nárůstu sazeb. Není jasné, zda váha Německa převáží nad problémy, které mohou vzniknout z možné restrukturalizace dluhů některých zemí.

M. Hampl (v diskuzi o boxu o mikroanalýze změn spotřebitelských cen): Oceňuje box o mikroanalýze změn spotřebitelských cen ve vztahu k mechanismu cenotvorby v modelu g3. Nebylo možné provést analýzu s využitím novějších dat než pro období 2001–2005?

M. Singer (v diskuzi o mikroanalýze změn spotřebitelských cen): Pokud by chtěla SMS analýzu změn spotřebitelských cen aktualizovat na novějších datech ČSÚ, mohla by o ně ČNB požádat.
Odpověď SMS: ČSÚ poskytl SMS data pouze do roku 2005, než došlo ke změně spotřebního koše. Analýzu je možné zopakovat na novějších datech, kdyby se je ČNB podařilo získat. Data jsou na úrovni jednotlivých provozoven a jsou unikátní. ECB takové údaje nakupuje z komerčních zdrojů.

K. Janáček: V souvislosti s vývojem příjmů domácností a mezd, který byl již diskutován při projednávání předchozí prognózy, se dotazuje, zda SMS implicitně používá předpoklad o stejném podílu šedé ekonomiky na příjmech domácností nebo zda uvažuje i jiné scénáře.
Odpověď SMS: SMS explicitně s předpokladem o podílu šedé ekonomiky nepracuje. Implicitně tak SMS předpokládá, že se podíl šedé ekonomiky nemění.

P. Řežábek (v diskuzi o růstu mezd): Je překvapen, že SMS předpokládá relativně vysoký růst mezd zejména v roce 2012. Toto očekávání růstu mezd je mimochodem historicky druhé nejvyšší za období posledních pěti nebo šesti let. Jak SMS zapracovala tento relativně vysoký impulz do poptávky?
Odpověď SMS: SMS si riziko nižšího růstu mezd v roce 2012 oproti prognóze uvědomuje. Růst mezd je ale navázán na předpoklad o oživení zahraničního růstu. Nominální růst mezd je

v prognóze přibližně stejný jako růst nominálního HDP. SMS tak předpokládá, že se nebude výrazněji měnit podíl mezd na HDP. SMS očekává na horizontu prognózy pouze mírný pokles podílu mezd na HDP.

P. Řežábek (v diskuzi o růstu mezd): V prognóze předpokládaný růst mezd je jeden z nejvyšších růstů za posledních pět nebo šest let. Jak se bude růst mezd vyvíjet z hlediska poptávkového tlaku?
Odpověď SMS: V historickém kontextu SMS prognózovaný růst mezd nepovažuje za příliš vysoký. V období před krizí dosáhl růst mezd až 8–9 % a krátkodobě i 10 %. V průběhu roku 2012 se růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře dostane mírně nad 5 %. Prognóza očekává ke konci roku 2012 reálný růst HDP kolem 4 % při 2% inflaci, což znamená růst nominálního HDP o 6 %.

P. Řežábek (v diskuzi o růstu mezd): V letech 2004 a 2005 byl růst HDP srovnatelný, ale sazby byly na jiné úrovni.
Odpověď SMS: Na konci roku 2012 budou sazby vyšší na hladině kolem 2,5 %. To je srovnatelné se situací na začátku roku 2006. Výši sazeb ovlivňuje i růst produktivity, který působí protiinflačně v podmínkách rychlého růstu ekonomiky. Inflační tlaky z růstu mezd tak budou částečně kompenzovány růstem produktivity.

M. Singer: Na str. 45 je uvedeno, že i přes pokles mzdové náročnosti výkonů vzrostl podíl osobních nákladů na přidané hodnotě. To mu připadá neintuitivní vůči údajům o mzdách. Požaduje vysvětlení.
Odpověď SMS: Před rokem došlo k výraznému poklesu osobních nákladů, proto je tento podíl aktuálně meziročně vyšší.

P. Řežábek (v diskuzi o zaměstnanosti): Tempo růstu zaměstnanosti by mělo podle prognózy zpomalovat, což není v souladu s předpokládaným růstem ekonomiky.
Odpověď SMS: Výraznější nárůst celkové zaměstnanosti v prvním čtvrtletí 2011 je dán efektem srovnávací základny. V mezičtvrtletním vyjádření prognóza očekává v podstatě stagnaci zaměstnanosti. To odpovídá velmi nízkému výhledu mezičtvrtletního růstu HDP, který nepřekračuje potenciální růst ekonomiky a není tak schopen generovat výraznější nárůst zaměstnanosti. V roce 2012 ekonomika zrychlí růst a zaměstnanost se bude také zvyšovat. Růst zaměstnanosti je zpožděný za růstem HDP. Výraznější růst zaměstnanosti lze očekávat až v roce 2013.

M. Singer (v diskuzi o zaměstnanosti): SMS očekává, že v roce 2011 bude klesat zaměstnanost v sektoru služeb, zatímco zaměstnanost vývozně orientované výroby by měla růst. Očekává SMS, že se flexibilní obyvatelstvo přesune mezi těmito sektory?
Odpověď SMS: SMS neočekává přímý přesun pracovníků mezi sektory. Mezi nezaměstnanými je dostatek potenciálních pracovníků pro průmysl. Ve službách se bude zaměstnanost naopak snižovat.

L. Lízal: Situační zpráva přepokládá mírné zpomalení růstu HDP vlivem fiskální konsolidace. Z textu na str. 4 ale není zřejmé, zda jde o odhad vůči předchozí prognóze.

Odpověď SMS: Věta na str. 4 popisuje vliv fiskální restrikce na zpomalení růstu v roce 2011 ve srovnání s rokem 2010.

L. Lízal: Dotazuje se na situaci okolo stavebního spoření. Neočekávané vyšší vládní výdaje vlivem soudního rozhodnutí budou při zachování výše celkového deficitu realizovány na úkor domácností. Je správný jeho předpoklad, že tento přesun v rozsahu asi o 0,2 % HDP nebude hrát velkou roli?
Odpověď SMS: Neočekávaně vyšší vládní výdaj o 5,2 miliardy představuje 0,13 % HDP. Ministr Kalousek rozhodnutí soudu komentoval tak, že se pokusí tento výdaj ušetřit jinde a že se bude snažit udržet letošní deficit v původní výši. SMS ale poukazuje na metodologickou nekonzistenci. Jedná se totiž o závazek vlády podporovat stavební spoření za předchozí rok. Pokud k nárůstu výdajů ve výši 0,13 % HDP přesto dojde, bude podle metodiky ESA95 zaúčtován do deficitu za rok 2010. Případná úspora, kterou měla změna podmínek stavebního spoření generovat, by spadala do rozpočtu na rok 2011.

E. Zamrazilová: Považuje za diskutabilní komentář v měnověpolitickém doporučení i v dnešní prezentaci, že kumulace všech významných dat z domácí ekonomiky vede k přehodnocení počátečních podmínek v protiinflačním směru. Poukazuje na příznivá data o průmyslové výrobě i vývozu, na velmi dynamický vzestup výrobních cen, oživení v maloobchodě a pokles nezaměstnanosti. Tyto nové údaje neinterpretuje jako kumulaci v protiinflačním směru, ale naopak ji utvrzují v tom, že ekonomika pokračuje v růstu. Informace o poklesu HDP ve čtvrtém čtvrtletí 2010 je sice důležitá, ale podle jejího názoru jde o pohled do vzdálenější minulosti.
Odpověď SMS: Počáteční podmínky odrážejí údaje za čtvrté čtvrtletí 2010 a krátkodobou prognózu HDP za první čtvrtletí 2011. Nové údaje za průmysl a vývoz nejsou v rozporu s novou prognózou. Pokles nezaměstnanosti, zejména registrované, také nepřekvapuje, protože registrovaná nezaměstnanost se z legislativních důvodů v prosinci zvýšila a aktuálně mírně klesá. SMS se domnívá, že fundamentálně se na trhu práce nic neděje. Vyšší výrobní ceny reflektují vyšší ceny komodit. Začínají se zvyšovat i ceny produktů s vyšší přidanou hodnotou, ale například dovozní ceny komodit s vyšší přidanou hodnotou stále meziročně klesají. Největší nejistotu SMS vidí v údajích o maloobchodě, které překvapily vyšším růstem.

E. Zamrazilová (v diskuzi o spotřebě domácností a tržbách v maloobchodě): Prognóza očekává v prvním i druhém čtvrtletí letošního roku pokles spotřeby domácností o 0,7 % a 0,8 %. Uvažovala SMS o souvislosti mezi vývojem maloobchodních tržeb a spotřebou domácností podobně jako v předchozích situačních zprávách? Maloobchodní tržby celkově vzrostly přibližně o 6–7 % v lednu a únoru a tržby za prodej a opravy motorových vozidel se zvýšily zhruba o 16–20 %. SMS dlouhodobě argumentovala platností vazby mezi vývojem maloobchodních prodejů a spotřeby domácností v situaci, kdy maloobchodní prodeje byly slabé a indikovaly slabou spotřebu domácností. Nyní, když maloobchod roste rychle a SMS prognózuje pokles spotřeby, tento vztah již neplatí? Požaduje vysvětlení této nekonzistence mezi prognózou spotřeby domácností a tržbami v maloobchodě.
Odpověď SMS: Tržby v maloobchodě překvapily vyšším růstem. SMS na základě těchto údajů zvýšila pro první čtvrtletí předpoklad o růstu spotřeby domácností. SMS ale nevidí dostatečné zdroje růstu spotřeby domácností. Růst mezd překvapil směrem dolů a v ostatních složkách disponibilního příjmu SMS také nevidí výraznější zdroje pro růst spotřeby domácností.

M. Singer (v diskuzi o spotřebě domácností a tržbách v maloobchodě): Tržby v maloobchodě jsou zřejmě i nadále ovlivněny prodeji automobilů.
Odpověď SMS: Největší přírůstek je u prodejů automobilů, ale tržby v maloobchodě bez motoristického segmentu také překvapily vyšším růstem, zejména v mezičtvrtletním pohledu. U spotřeby domácností SMS očekává mírně kladná mezičtvrtletní tempa růstu na celém horizontu prognózy. V meziročních údajích má vliv propad spotřeby domácností ve čtvrtém čtvrtletí 2010. Existuje také historická korelace mezi spotřebou domácností a výběrem DPH a daní z produktů. Výběr nepřímých daní je ale aktuálně velmi slabý. Tento indikátor jde proti příznivým údajům o tržbách v maloobchodě a v posledních měsících také spíše klesá sentiment spotřebitelů. Celkový obrázek je i nadále velmi rozostřený.

M. Singer: SMS očekává, že v prvním čtvrtletí 2011 by mělo dojít k výraznému zpomalení celkových investic. Zdá se mu ale, že roste maloobchodní obrat a růst investic do automobilů. Dotazuje se, jaká je váha investic do vozového parku na celkových investicích.
Odpověď SMS: Podíl automobilů na investicích ČSÚ v rámci svých šetření podniků nezjišťuje. SMS připomíná, že tržby v maloobchodě jsou ovlivněny reexportem automobilů. Ceny automobilů jsou v České republice aktuálně jedny z nejnižších v Evropě. Některé prodeje jsou přeprodávány do zahraničí a zkreslují tak statistiky o tržbách v maloobchodě a o registracích automobilů.

M. Singer: V bariérách růstu v průmyslu v konjunkturním šetření stále stoupá váha faktoru nedostatku materiálu a zařízení. Kde se tento faktor projevuje? Je to zapracováno v prognóze? Nepamatuje takový nárůst nedostatku materiálu a zařízení jako bariéry růstu ani v období před krizí. Může jít třeba o krátkodobý logistický problém. Ptal se na to zástupců z průmyslu, ale nikdo mu takový problém nepotvrdil.
Odpověď SMS: SMS údaje interpretuje tak, že podniky jsou pozitivně překvapeny současným oživením. Podniky registrují prodloužení dodacích lhůt, protože také kapacity mohou být v období po krizi menší.

M. Singer: Překvapilo ho, že mezera marží ve spotřebitelském sektoru byla během krize pouze o 0,25 % pod rovnovážnou hodnotou, zatímco v roce 2007 byla pod rovnovážnou hodnotou zhruba dvojnásobně. To mu připadá neintuitivní. Je to dopočtená veličina a jak ji SMS interpretuje?
Odpověď SMS: Interpretaci těchto údajů SMS ověří. Pravděpodobně šlo v roce 2007 o vliv apreciace kurzu, protože dovozní ceny výrazně ovlivňují velikost marží ve spotřebitelském sektoru.

E. Zamrazilová: Děkuje za pěknou přehledovou tabulku o klíčových makroekonomických indikátorech na konci situační zprávy. Má dotaz k prognóze peněžní zásoby M2. Po velmi mírné dynamice v současnosti a ve zbytku letošního roku prognóza očekává v příštím roce zrychlení až na 9 % při růstu HDP v roce 2012 o 1,5–2,2 % a inflaci mezi 2,2–2,3 %, což považuje za rizikový proinflační faktor na horizontu prognózy. Růst M2 by za těchto podmínek byl oproti růstu nominálního HDP téměř dvojnásobný.
Odpověď SMS: Vývoj peněžní zásoby M2 SMS prezentovala na včerejším makrofinančním panelu. Analytické indikátory, které SMS počítá, žádné riziko ve vývoji peněžní zásoby na horizontu prognózy nesignalizují. V prognóze M1 zpomaluje tempo růstu, protože tento růst se již

přiblížil k rovnováze, zatímco M2 zrychlí v souvislosti s oživením na trhu práce a vyšší poptávkou obyvatel po úsporových vkladech. S nárůstem kupní síly obyvatel a nárůstem úrokových sazeb tedy dojde k opětovnému přesunu z transakčních do delších peněz a M2 zrychlí více, než kolik by odpovídalo růstu nominálního HDP. SMS počítá s tím, že v rovnováze peněžní agregáty rostou mírně rychleji než nominální HDP. Rychlost oběhu peněz se u obou agregátů vrátí k dlouhodobým trendům, které klesají.

E. Zamrazilová (v diskuzi o hypotékách): Podle Hypoindexu rostly v březnu hypoteční úvěry meziročně o 48 %. Proč rostly hypoteční úvěry tak výrazně, když všechny ukazatele z trhu práce jako zaměstnanost a mzdy jsou nepříznivé? Neumí posoudit, zda může být tento údaj určitým rizikem pro finanční stabilitu.
Odpověď SMS: SMS na včerejším makrofinančním panelu ukazovala, že hypotéky rostou, ale klesají úvěry ze stavebního spoření. Dalšími faktory vysokého růstu hypoték je dlouhodobý pokles úrokových sazeb z hypoték a také slevové akce, které banky v souvislosti s nízkými úrokovými sazbami začaly nabízet zejména na přelomu let 2010 a 2011. Nelze pominout ani očekávání zvýšení DPH, která vedou k vyšší poptávce po hypotékách.

E. Zamrazilová (v diskuzi o hypotékách): Sleduje SMS hypotéky s flexibilní úrokovou sazbou, které jsou v současnosti často nabízeny v reklamách? Má SMS evidenci o jejich objemech, případně o výši sazeb?
Odpověď SMS: SMS prezentovala údaje o struktuře hypoték na včerejším makrofinančním panelu.

M. Singer: Prognóza se oproti minulé prognóze změnila velmi málo. SMS v měnověpolitickém doporučení zmiňuje jako možný argument pro vyšší sazby oproti prognóze méně protiinflační působení domácí ekonomiky a odvolává se na datovou nejistotu. Z hlediska komunikace by bylo obtížné obhajovat zvýšení sazeb chybnými daty. V tomto smyslu považuje dotazy E. Zamrazilové za inspirativnější.

M. Singer: Citlivostní scénář kdysi uvažoval změnu kurzu o jednu korunu jedním a druhým směrem. Nyní by mohl standardně uvažovat odchylky o 4 %.
Odpověď SMS: Citlivostní scénář původně uvažoval odchylky kurzu o jednu korunu. S ohledem na postupnou apreciaci kurzu SMS tento postup standardizovala na odchylky o 3 % oběma směry.

M. Singer: V grafu zobrazujícím strukturu meziročního růstu HDP a v komentáři v textu na str. 29 jsou investice rozloženy na tvorbu hrubého fixního kapitálu a změnu stavu zásob, ale na str. 12 je uveden pouze popis celkových investic. Komentář ke složkám investic by měl být konzistentně uváděn v celé situační zprávě.
Odpověď SMS: SMS bere připomínku jako námět.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: V období od února došlo ke změnám v zahraničních i domácích veličinách vstupujících do prognózy, ale prognóza inflace se oproti minulé prognóze změnila velmi málo. Významnější změna oproti minulé prognóze je pouze v trajektorii úrokových sazeb. Zatímco minulá prognóza očekávala první zvýšení měnověpolitických sazeb až v prvním čtvrtletí 2012, nová prognóza očekává zvýšení sazeb o jedno čtvrtletí dříve.
V prezentaci bylo uvedeno, že dochází k pozvolnému zpomalování růstu HDP. Dříve růst HDP táhly investice do zásob, které ale v letošním roce vypadnou. Stejně tak vypadne i soukromá spotřeba, protože, jak bylo řečeno v prezentaci, mzdy letos nerostou a jejich růst se dá očekávat až na konci horizontu prognózy. Jako jediný zdroj růstu HDP s možnými dopady do inflace může překvapit vývoz. Pokud vývoz oproti prognóze poroste rychleji, bude možné očekávat vyšší růst HDP, ale nikoli vyšší inflaci, protože v takovém případě posílí kurz, který bude tlumit dopady vyššího růstu do inflace.
Zdroje vyšší inflace lze vidět pouze u cen komodit, a to nejen energetických, ale i potravin. Vyšší ceny komodit jsou ale v prognóze zapracovány, takže zde riziko nevidí. Je překvapen vývojem ziskových marží. Domníval se, že v důsledku krize byly marže stlačené výrazně více. SMS již v počátečních podmínkách předchozí prognózy v únoru počítala s tím, že marže jsou stlačené jen mírně a že by se měly pomalu obnovovat na svoji původní úroveň. Pokud jsou tedy marže stlačené méně a skutečně se obnovují, pak mají podniky prostor vstřebat nákladové tlaky na úkor svých marží. I když tedy vidí nákladové inflační tlaky jako jediný zdroj růstu inflace, nemyslí si, že by se rychle přelily do spotřebitelské inflace.
Určité riziko vidí u alternativního scénáře, zda se při zvýšení DPH podaří komunikací členů bankovní rady udržet inflační očekávání. Již v minulosti se to v případě zvýšení DPH podařilo a alternativní scénář prognózy počítá s tím, že se inflační očekávání podaří udržet i v tomto případě. Alternativní scénář představuje určité riziko prognózy inflace, ale není to důvodem pro dnešní zvýšení měnověpolitických sazeb.
SMS v měnověpolitickém doporučení zmiňuje eskalaci dluhových problémů některých zemí eurozóny jako argument pro nižší trajektorii sazeb oproti základnímu scénáři prognózy. Podle SMS lze v určitých mezích považovat za platný alternativní scénář z předchozí prognózy. Myslí si, že dluhová krize neznamená jen default některé země, ale již pouhá nejistota může v eurozóně oddálit investice, poptávku po vývozu domácí ekonomiky a celkově tak zvětšit nejistotu i v České republice. V tom vidí protiinflační riziko aktuální prognózy a pro něho je to argument pro oddálení zvyšování sazeb.
Druhým argumentem pro oddálení zvyšování měnověpolitických sazeb je to, že SMS má v prognóze v trajektorii zahraničních sazeb Euribor zapracován předpoklad z Consensus Forecasts, že ECB ve zbytku roku třikrát zvýší sazby. S tímto předpokladem souhlasí i sekce bankovních obchodů. SMS ale také připouští, že to může být až příliš, takže lze v tom vidět vůči prognóze určité riziko, že nemusí dojít k tak vysokému růstu sazeb Euribor.
V této chvíli souhlasí s doporučením SMS sazby neměnit.

M. Hampl: Má dvě poznámky. První nesouvisí přímo s dnešním měnověpolitickým rozhodnutím. Když se podívá na vývoj inflace v období téměř posledního roku, navzdory finanční a ekonomické krizi z hlediska plnění inflačního cíle nikdy nebyly zlatější časy než nyní. Doufá, že historici to někdy ocení a že příznivý vývoj inflace bude i nadále.

Zadruhé, souhlasí se SMS i s měnověpolitickým doporučením. K tomu připomíná z historie, že v posledních dvou čtvrtletích roku 2009 bankovní rada zvažovala, zda snižovat měnověpolitické sazby či nikoli. Ve všech tehdejších nejistotách zazněly různé argumenty pro a proti. Sám tehdy hlasoval pro stabilitu sazeb. Je otázka, zda z pohledu dnešního vývoje inflace byla jeho tehdejší pozice správná nebo ne. Nicméně při přípravě na dnešní jednání si uvědomil důvody, proč tehdy viděl riziko, které nenastalo. Na konci roku 2009 se obával, že agregátní poptávka bude relativně setrvačná a že může být vyšší než agregátní nabídka, která se utlumovala rychleji, a že by to mohlo vyvolávat silnější poptávkové inflační tlaky. Při pohledu na vývoj spotřeby domácností a revidovanou agregátní míru úspor se nyní ukazuje, že se taková obava nepotvrdila. Poptávka byla v ekonomice velmi utlumená a zdá se mu, že zůstává utlumená i nadále. Proto je nyní pro stabilitu sazeb. K případnému zvýšení sazeb bude možné přistoupit až podle dalšího vývoje a nových údajů z ekonomiky.
Riziko pozdního zvýšení sazeb ale existuje a zvyšuje se s každým dalším měnověpolitickým rozhodnutím.

K. Janáček: Dnešní měnověpolitické rozhodnutí ovlivní inflaci v období mezi květnem a listopadem 2012. Přestože jsou aktuální inflační tlaky v ekonomice utlumené, vidí rizika prognózy inflace jednoznačně na horní straně a vidí je podstatně silněji než SMS.
Doporučení SMS o stabilitě sazeb relativizuje pěti argumenty. První argument se týká trajektorie a struktury růstu HDP. Myslí si, že růst domácí ekonomiky bude oproti prognóze vyšší v roce 2011 a možná bude mírně vyšší i v roce 2012. Růst v efektivní eurozóně, to je v Německu, na Slovensku a podobně, bude přes nejistotu velmi slušný a v domácí ekonomice v návaznosti na to již pomalu ožívají další odvětví mimo zpracovatelský průmysl a výrobu automobilů. Kromě toho v situační zprávě chybí přesvědčivé vysvětlení, proč se ČNB v odhadech růstu natolik liší od dalších domácích a zejména zahraničních institucí.
Druhý argument se týká inflace v eurozóně a v domácí ekonomice. Bude vývoj inflace v České republice i nadále tak odlišný od eurozóny, zejména oproti Německu a Slovensku? Jsou inflační očekávání v domácí ekonomice na rozdíl od těchto zemí natolik pevně ukotvena, že i v podmínkách téměř 3% růstu v roce 2012 odolají trvale rostoucím nákladovým a postupně i poptávkovým tlakům? SMS v prezentaci uvedla, že inflační očekávání jsou v prognóze trvale ukotvena na inflačním cíli. S ohledem na svoji více než 40letou zkušenost makroekonomického analytika pro něho nic není trvalé.
Třetí poznámka se týká zahraničních cen. Na jedné straně je zaznamenán významný nárůst cen komodit, který se nyní začíná postupně přelévat do domácích cen, například v potravinářském průmyslu v březnu 2011 ceny vzrostly o 5,9 %. Na druhé straně stagnují nebo se mírně snižují ceny dovážených hotových výrobků. Vše však nasvědčuje tomu, že ceny komodit zůstanou na vyšší hladině po delší dobu. Odvolává se na analýzy Světové banky a Mezinárodního měnového fondu, které to dokládají.
Čtvrtý argument je ke kurzu. Situační zpráva významně spoléhá na apreciační trend měnového kurzu a argumentuje poklesem rizikové prémie, obnovením procesu reálné konvergence a podobně, přičemž opačně pravděpodobně bude působit narůstající záporný úrokový diferenciál vůči eurozóně. Tyto úvahy se ale týkají výlučně kurzu koruny vůči euru. Pro komodity je ale relevantní kurz koruny k dolaru, kde situační zpráva v celém horizontu prognózy do konce roku 2012 počítá se stagnací. Kurz koruny k dolaru tedy nebude kompenzovat růst cen komodit, a to ani částečně.

Poslední poznámka se týká aktuální fáze cyklu. Klade si otázku, zda potřebuje domácí ekonomika v této fázi oživení dopink v podobě velmi nízkých úrokových sazeb. Podle jeho názoru nikoli.

P. Řežábek: Vrací se k základnímu rozlišování inflačních rizik ze zahraničí a tuzemska. ECB začala se zvyšováním sazeb, ale na druhou stranu vidí v Evropě rizika spojená s fiskálními problémy. Výhled v eurozóně a celé Evropě je tak podle jeho názoru spíše negativní než pozitivní. To bude mít výrazný vliv na domácí ekonomiku a je otázka, do jaké míry to bude kompenzovat záporný úrokový diferenciál. Kromě toho byl zpochybněn rating USA, kde bude také nutné přistoupit k fiskální konsolidaci. Plány na řešení fiskálních problémů v USA jsou zatím nedostatečné, protože výhled ratingu USA byl snížen až po debatách v Kongresu a Senátu o rozpočtu. Japonsko se bude také potýkat s problémy navzdory tomu, že má dlouhodobě nízké sazby. Tyto nízké sazby neumožňují další uvolnění měnové politiky. Výhled není optimistický ani v Číně, neboť jsou slyšet hlasy o bublině, která by mohla prasknout. Nejasná situace v Libyi bude zřejmě pokračovat delší dobu a bude mít vliv na ceny komodit.
V domácí ekonomice se zvýšená poptávka zatím neprojevuje. Nikde nezaznamenal, že by se v blízké době měla začít otevírat mzdová vyjednávání na letošní rok a o parametrech vyjednávání na rok 2012 také nejsou informace. Proto se na otevřeném jednání dotazoval, zda SMS opravdu stojí za svým předpokladem v prognóze o výrazném růstu mezd v příštím roce. Myslí si, že k výraznějšímu růstu mezd dochází se zpožděním za vyšším ekonomickým růstem. Vysoký růst mezd zřejmě nečekají ani odborové svazy. Účastnil se diskuze na strojírenském veletrhu s předsedou odborových svazů, který požadoval takový růst mezd jako na západě od našich hranic. Když mu čísly doložil, o jaký nominální a reálný růst jde, přestal o to usilovat, protože růst mezd je tam výrazně nižší. Proto si myslí, že při mzdových vyjednáváních sice budou odborové svazy požadovat růst mezd alespoň o inflaci, ale růst mezd zřejmě neskončí na tak vysokých hladinách, jak předpokládá prognóza. Zvažuje, zda údaje o tak vysokém růstu mezd vůbec zveřejnit.
Na straně nákladových inflačních tlaků rostou ceny komodit. Na otevřeném jednání se dotazoval na výhledy organizace OPEC a Saudské Arábie. Před rokem tyto výhledy na letošní a příští rok předpokládaly cenu ropy mezi 85 a 95 dolary za barel. Cena ropy je ale nyní vyšší. V USA se začíná vyšetřovat oprávněnost vysokých cen ropy, zabývá se tím Kongres a americká administrativa. Omezení na pákové efekty v USA se podle jeho názoru začne projevovat. Aby vyšší ceny ropy výrazněji ovlivnily domácí ekonomiku i v příštím roce, musely by dále růst.
Položil si řečnickou otázku, zda může domácí ekonomika výrazněji růst za podmínek fiskálních problémů a nízkého růstu v zahraničí. Velký prostor pro růst nenachází, spíše očekává mírnou korekci.
Pokud jde o finanční sektor, v USA padlo velké množství bank, zatímco v Evropě byly počty bankrotů bank nižší. Fiskální problémy budou mít v Evropě výrazný dopad jednak do celého postavení eurozóny a Evropské unie, ale i do finančního sektoru, protože expozice finančního sektoru v jiných zemích je výrazná. Pomoc Portugalsku je pro finanční sektor problémem, ale je otázka, zda Portugalsko je poslední nebo ne. Pokud ne, znamenalo by to ještě výraznější dopady.
Relevantním argumentem pro zvyšování měnověpolitických sazeb je hledání přiměřené hladiny sazeb. Sazby byly sníženy na velmi nízkou úroveň. K poznámce M. Hampla dodává, že koncem roku 2009 nikdo neočekával tak výrazné fiskální problémy v eurozóně, které způsobily významnou fiskální restrikci. Je otázka, zda sazby zvyšovat tak, jak předpokládá situační zpráva, nebo zda volit určité vyhlazení sazeb. Prognóza očekává v letošním roce jedno zvýšení

měnověpolitických sazeb. Aby se tržní sazby dostaly na konci roku 2012 na 2,4 %, znamenalo by to v příštím roce zvyšovat sazby o 25 bodů rychleji než na každém druhém měnověpolitickém jednání (za 6-7 jednání čtyřikrát zvýšit). Takové tempo zvyšování sazeb by mohlo být příliš rychlé. S tím souvisí druhá otázka, zda by toto rychlé zvyšování sazeb v příštím roce nevyvolalo ještě výraznější očekávání další restrikce. Uvažuje o tom, zda by nebylo vhodné začít zvyšovat sazby případně i dříve a otestovat tím reakce trhu. Tyto úvahy se týkají pouze načasování zvyšování měnověpolitických sazeb.

L. Lízal: Řada argumentů zde již zazněla. Když porovná novou prognózu se situací na minulém měnověpolitickém jednání, rizika na straně zvyšování sazeb jsou v prognóze zapracována. Z tohoto pohledu je prognóza jistější. Jde o ceny komodit, které nevedly k výraznější změně celkového výhledu.
V dnešní debatě již zaznělo, že rizikem do určité míry je, jakým způsobem komunikovat případné zvýšení nepřímých daní a zda zůstanou ukotvena inflační očekávání. S tím nemá osobní zkušenost, ale předpokládá, že se to podaří. Dobrým vodítkem v tomto směru bude průběh mzdových vyjednávání, kde bude patrné, zda se vyšší očekávaná inflace bude do mezd promítat rychleji nebo pomaleji. Tato informace mu napoví, zda jsou inflační očekávání dlouhodobě ukotvena nebo zda jsou tažena spíše aktuálními změnami inflace.
Otevřená zůstává otázka fiskálních problémů. Myslí si, že nějaký druh restrukturalizace v případě Řecka proběhne a je otázka, jaký to vyšle signál pro trhy. Pokud tento scénář nastane, dojde k odložení zvyšování sazeb ECB i domácích měnověpolitických sazeb. Také případné poptávkové tlaky se objeví později, než se nyní očekává. Na včerejším makrofinančním panelu byly prezentovány údaje o kumulované pravděpodobnosti restrukturalizace dluhů vybraných zemí během pěti let. Tyto údaje dobře ilustrují, že i finanční trhy si uvědomují, že k restrukturalizaci dluhů zřejmě dojde.
Pokud jde o vazby na zahraničí, vnímá určitou divergenci z hlediska struktury zejména ve vazbě na Německo. Průmyslový sektor v Německu zažívá silný růst, který se projevuje i v domácí ekonomice prostřednictvím vývozu. V jiných sektorech německé ekonomiky ale není situace tak příznivá.
Poslední poznámka se týká dopadu vyšších cen komodit. Pokud trhy přestanou věřit dolaru jako rezervní měně, dojde k oslabení dolaru. I kdyby zůstal kurz koruny vůči euru nezměněný, oslabení dolaru by tlumilo dopad vyšších cen komodit.
Nové informace ho nevedou k jinému rozhodnutí, než jaké učinil na minulém měnověpolitickém jednání.

E. Zamrazilová: Hodnotí změny oproti minulému měnověpolitickému jednání, kde měla tři argumenty pro zvýšení sazeb. Zaprvé nadále platí, že poptávková situace u hlavních obchodních partnerů, především Německa, je stabilní. Zadruhé stále platí argument o vyšším růstu inflace v Evropě, především u hlavních obchodních partnerů i v dalších zemích. K tomu dodává, že ve všech ekonomikách eurozóny kromě jedné země je podle posledních březnových údajů inflace nad cílem ECB. Zatřetí již minule řekla, že ECB v boji s inflací nebude brát ohled na zadlužené země na periferii eurozóny. To se nyní potvrdilo a je přesvědčena, že do konce letošního roku ECB nejméně dvakrát, možná i třikrát, zvýší sazby.

Na druhé straně se v období od minulého měnověpolitického jednání nenaplnilo očekávání stabilizace či poklesu cen surovin. To je pro ni důležitá informace. Určitá stabilizace cen byla pouze přechodná.
Pokračuje v hodnocení současné situace. Na minulých jednáních zaznělo, že svět po krizi bude vypadat jinak a nevrátí se do původního předkrizového stavu. Situace je charakteristická nerovnoměrným oživením, a to nejen teritoriálně, ale i sektorově a v dalších rovinách. V domácí ekonomice je zjevná odvětvová diferenciace, kde průmysl jako páteř ekonomiky roste rychle, zatímco řada služeb ožívá pouze pomalu. Domnívá se, že podniky pod zahraniční kontrolou rostou rychleji v návaznosti na příznivou zahraniční poptávku po své produkci. Domácí podniky na tom budou pravděpodobně hůře.
Za velmi důležitou považuje informaci v situační zprávě o obnovení tvorby úvěrů podnikům. Na str. 42 je uvedeno, že úroková sazba z úvěrů nefinančním podnikům se snížila na 3,7 % a že se tyto sazby pohybují na nejnižší úrovni od roku 2004. Ztrácí tak na významu argument proti zvyšování sazeb, protože financování podniků není ohroženo.
Dlouho uvažuje, proč je domácí inflace tak nízká i přes vyšší růst ekonomiky. Myslí si, že odpověď částečně nalezla v situační zprávě, a to ve struktuře vývoje dovozních cen. Výrazně klesají dovozní ceny průmyslového zboží, které míří do spotřeby, to je část strojů a dopravních prostředků, které přispívají k růstu dovozních cen polovinou nebo třetinou. Může to být vlivem kurzu nebo jiných faktorů. Tato situace odráží nejen vliv kurzu a poptávkovou situaci, ale také přítomnost velkého množství obchodních řetězců a zahraničních prodejců, kde větší vliv než poptávková situace má spíše vysoká konkurence a důležitost tohoto teritoria. Bylo tomu tak i v letech, kdy byla poptávka domácností setrvale vysoká. Proto je možné, že i když růst HDP a spotřeba domácností budou vyšší, inflace zřejmě nebude příliš nad inflačním cílem.
Má potřebu vymezit se vůči prognóze spotřeby domácností. Je přesvědčená, že v prvním i druhém čtvrtletí letošního roku bude růst spotřeby domácností mírně kladný. Stejně jako v celé ekonomice bude i poptávka obyvatel diferencovanější. Na trhu práce vidí v budoucnu rizika hystereze a poukazuje na vývoj dlouhodobé nezaměstnanosti. Strukturální charakteristiky budou v ekonomice po krizi jiné než v období před krizí.
Na závěr nechce opakovat své dlouhodobé argumenty o tom, kde se v současné době nachází neutrální hladina základní měnověpolitické sazby. K tomu jen dodává, že vzhledem k jejich současné úrovni si myslí, že v některých segmentech ekonomiky na horizontu prognózy hrozí určité přehřívání, zatímco jiné segmenty zřejmě budou stále nedokrvené. To je vzhledem ke změnám v období po krizi možné.
Současnou úroveň sazeb považuje za vysoce akomodativní a cítí potřebu posunout měnověpolitické sazby k neutrální hladině. Oceňuje poznámku P. Řežábka o rychlosti zvyšování měnověpolitických sazeb. Sama se na předchozích jednáních pokoušela tuto úvahu otevřít, protože jako konzervativní centrální bankéř se bude jen velmi obtížně smiřovat s potřebou zvyšovat sazby na každém měnověpolitickém jednání v příštím roce nebo počínaje určitým okamžikem, kdy inflační rizika již mohou být materializována. Ekonomika může být rychlým zvyšováním sazeb nepříjemně zasažena. Souhlasí s P. Řežábkem, že pokud by začalo zvyšování sazeb dříve, bylo by možné vyhodnotit dopad zvýšení sazeb na ekonomiku. V takovém případě by byl možný pozvolnější návrat k neutrální hladině sazeb. Proto bude hlasovat stejně jako na minulých měnověpolitických jednáních.

M. Singer: Prognóza se změnila málo. Jak již bylo uvedeno, prognóza posunula zvýšení sazeb z roku 2012 do čtvrtého čtvrtletí 2011. Uvědomuje si jako veterán, že změny sazeb byly vždy velké v okamžiku změny trendu nebo naopak v nejvíce nejisté fázi cyklu jedním nebo druhým směrem. V takových obdobích byly změny prognózy často velké a vývoj v ekonomice často stále překvapoval. Když naopak ke změně trendu již došlo, dalo by se možná dohledat, že prognózy se již příliš neměnily a vývoj nijak dramaticky nepřekvapoval. Je to ale anekdotická evidence a možná ještě daná mylnou stárnoucí pamětí na úrovni necelého jednoho cyklu.
Dnešní situaci by nazval čekáním na poptávkovou inflaci. Na nabídkové straně tlumí ceny nízká poptávka a posilující kurz. Spoluviníkem je v globálním měřítku vývoj veřejných rozpočtů, které šetří a brzdí domácí spotřebu. To se děje často v situaci, kdy růst ekonomiky je ještě neduživý. K fiskální konsolidaci přitom mělo dojít o několik let dříve, kdy byla ekonomika na vrcholu cyklu.
Vrací se k tezi o mixu fiskální a měnové politiky, který má umožnit zpřísnění fiskální politiky. Spolu s jinými ekonomikami s plovoucím kurzem má domácí ekonomika výhodu v tom, že případné posilování kurzů může tlumit dováženou inflaci. Proto ho nepřekvapuje, že harmonizovaný index spotřebitelských cen byl v březnu v Evropské unii 3,1 % a v domácí ekonomice pouze 1,9 %. V tuto chvíli je důležité sledovat sekundární inflační tlaky plynoucí z exogenního nákladového šoku a čekat na známky poptávkové inflace.
Vrací se k diskuzi o rizicích prognózy. Rizika prognózy vnímá více směrem dolů, a to na úrovni kurzu eura k dolaru, jak uvedl L. Lízal. Pokud dojde k vyřešení fiskálních problémů v Evropě nějakou dohodou, přičemž nevěří, že restrukturalizace řeckého dluhu by mohla mít velký dopad, myslí si, že kurz eura vůči dolaru posílí a sníží nákladové tlaky. Consensus Forecasts je v předpovědích zpožděný a je ve velké míře ovlivněn aktuálními informacemi o dění v Evropě.
Dnešní diskuzi interpretuje tak, že se přibližuje konec stability měnověpolitických sazeb, a to dokonce i podle prognózy. Současně se mu vybavují vzpomínky na to, že když byla v minulosti na měnověpolitických jednáních diskuze o zvyšování sazeb, kurz mezitím posiloval. Nyní kurz již nepřekvapuje minimálně ve smyslu odchylek od prognózy pouze jedním směrem.
Také uvažuje, že pokud se v ekonomice projeví inflační tlaky dříve, než předpokládá prognóza, bude stále dost času na zvyšování sazeb. Z hlediska opačného rizika si dovolí uvést, že již v tuto chvíli prognóza předpokládá určité zvýšení inflačních tlaků ještě před zvýšením DPH od ledna 2012, což z hlediska komunikace považuje za příznivé. Nemyslí si přitom, že by komunikace měla určovat jeho rozhodování o měnové politice, ale naopak měnová politika musí táhnout komunikaci. Připouští, že pokud se budou realizovat inflační rizika, budou sazby zvýšeny oproti doporučení prognózy vícekrát.
Nemyslí si, že trh by byl nepříjemně překvapen zvyšováním sazeb. Trh je tradičně skeptičtější a očekává vyšší sazby oproti prognóze. Tím odpovídá E. Zamrazilové na její argument o příliš rychlém zvyšování sazeb v příštím roce. Také si nemyslí, že budou překvapeni důležití hráči v ekonomice, kteří vývoj na finančním trhu sledují. Poznamenává, že inflace je v domácí ekonomice nízká také díky kredibilní politice centrální banky.
Vrací se k poznámce o nízkých úrokových sazbách úvěrů pro podniky. Na předchozích měnověpolitických jednáních slyšel hodně argumentů, že měnověpolitické sazby mají malý vliv na tržní sazby. Je ale potřeba uvažovat symetricky a předpokládat, že mají malý vliv na tržní sazby i nyní, anebo uvést argument, proč ovlivňují tržní sazby nesymetricky.
V otázce zpřísňování měnové politiky ECB se nedomnívá, že se potvrdilo, že ECB nebude váhat. Potvrdilo se pouze očekávání, že ECB jednou zvýší sazby. Zda nebude váhat, se teprve uvidí.

K tomu připomíná, že většina členů hlasující v rozhodování ECB o sazbách má zájem na nízkých sazbách více než na nízké inflaci. Kromě toho se stále očekává, že inflace v eurozóně se sníží k cíli ECB.
K. Janáčkovi děkuje za jeho pěkně a konzistentně vyjádřený názor, ale dovolí si polemizovat ve věci vyšší očekávané trajektorie růstu. Myslí si, že v tuto chvíli je zatím čas reagovat na případně vyšší růst HDP zvýšením měnověpolitických sazeb.
Pokud jde o inflaci a ukotvení inflačních očekávání, podobnou situaci zažil v době, kdy šok v cenách komodit byl mnohem větší než nyní a zároveň došlo ke zvýšení snížené sazby DPH. Pomocí komunikace se tehdy podařilo velice rychle inflační očekávání ukotvit, byť za cenu velkého komunikačního úsilí.
Pokud jde o ceny v zahraničí, také četl citované zprávy Mezinárodního měnového fondu a Světové banky, které jsou jednoznačně toho názoru, že ceny komodit mohou zůstat vysoké po delší dobu. Po přečtení situační zprávy a boxu o souvislosti mezi cenami ropy a kurzu dolaru, který pochválil M. Hampl, si ale nemyslí, že jde o jediný možný scénář. Také jeho intuice mu říká, že levná likvidita vede k vyhánění cen na trzích, k tomu ještě těch cen, o kterých se všeobecně ví, že na ně centrální banky nebudou reagovat. V takovém případě může být všechno jinak.
Poslední poznámka do diskuze se týká otázky, zda domácí ekonomika potřebuje dopink v podobě nízkých sazeb. Myslí si, že ne. Ekonomika potřebuje měnovou politiku, která cíluje inflaci tak, jako je tomu dosud. To je pilíř stability v této zemi a tento pohled ho vede k jeho dnešnímu rozhodnutí hlasovat pro stabilitu sazeb.

V. Tomšík: Do druhého kola má tři poznámky. První poznámka se týká odchylek kurzu od prognózy v minulosti. Také si myslí, že v období posledního roku nebo roku a půl kurz nepřekvapuje a byl víceméně v souladu s předchozími prognózami. Po delší době také v prognóze zaznamenal, že záporný úrokový diferenciál by měl tlumit posilování kurzu. S tím souhlasí a vrací se tím k diskuzi, zda trh překvapit zvýšením sazeb již nyní nebo zvýšit sazby až na některém příštím měnověpolitickém jednání. Myslí si, že zvýšení sazeb by zesílilo posilování kurzu a inflace by se snížila ještě více pod inflační cíl. Proto je rád za poznámku v situační zprávě, že záporný úrokový diferenciál bude tlumit posilování kurzu.
Druhá poznámka se týká toho, že inflace v eurozóně je vysoká a vyšší než inflační cíl ECB. Poptávka v eurozóně je velmi dobrá. Také je možné, že ECB zvýší sazby ještě o 50 nebo o 75 bodů, i když si to sám nemyslí. Vysoké jsou i ceny surovin. Všechny tyto faktory jsou ale v prognóze zapracovány.
Poslední poznámka se týká očekávané trajektorie tržních sazeb. Prognóza očekává, že tříměsíční Pribor se v horizontu 18 měsíců zvýší o 100 bazických bodů. Tomu odpovídají čtyři zvýšení měnověpolitických sazeb o 25 bodů. To si umí přestavit i v případě, že by to vyžadovalo zvyšovat v příštím roce sazby na každém druhém měnověpolitickém jednání. V příštím roce ale bude ekonomika v jiné fázi cyklu. V roce 2012 bude robustní růst HDP o 2,8 % a také bude k dispozici prognóza i pro rok 2013. Nikoho asi nepřekvapí, že když bude ekonomika ve fázi robustního růstu HDP a nikoli pouze obratu, bude docházet ke zvyšování měnověpolitických sazeb třeba i na každém měnověpolitickém jednání. Obtížná je diskuze v období obratu cyklu, nikoli v pokročilé fázi cyklu.

M. Hampl: Má komentář k vývoji inflace v domácí ekonomice a v eurozóně. Je vlastností autonomní měnové politiky, že by měla být schopna na svém území držet inflaci v inflačním cíli. Tak jako si v minulosti uměl představit, že domácí měnověpolitické sazby budou nižší než v eurozóně, umí si také představit, že inflace bude nižší než v eurozóně. Vývoj inflace ho proto nepřekvapil. Například na Slovensku mají dvojnásobnou inflaci než v tuzemsku. To jen potvrzuje konvergenční teorém, že když je permanentně zafixován kurz a ekonomika konverguje, bude taková ekonomika vykazovat interní nebo externí nerovnováhu. To nemá vliv na domácí inflaci.
Několikrát dnes zaznělo a je zároveň velmi důležité, že měnová politika musí být kredibilní a inflační očekávání ukotvena. To je úkol pro měnovou autoritu. Cituje volně Woodforda, který kdysi řekl, že nejen že na inflačních očekáváních záleží, ale dokonce na ničem jiném nezáleží. Věří, že i přes vyšší inflaci v okolních zemích se podaří komunikací inflační očekávání ukotvit, také s ohledem na minulé zkušenosti a kredibilitu měnové politiky. Přesto připouští, že změněné makroekonomické podmínky ve vyspělém světě mohou tuto práci zkomplikovat.
Souhlasí s E. Zamrazilovou a K. Janáčkem, že existuje riziko, že výsledný mix fiskální a měnové politiky nemusí být na straně měnové politiky optimální. Toto riziko ale pro něho není v tuto chvíli natolik významné, aby na tomto jednání hlasoval pro změnu sazeb. Může se ale stát, že robustní oživení v příštím roce bude vyžadovat větší reakci než jen čtyři zvýšení měnověpolitických sazeb o 25 bazických bodů. Je připraven na cokoli.
Bylo zde také uvedeno, že kurz pomáhá měnové politice. Upozorňuje ale, že měnová politika má také dopad do kurzu a že měnové podmínky mají dvě části, tedy že diskuze o kurzu je také diskuzí o měnové politice.

K. Janáček: Reaguje dvěma poznámkami. Zaprvé opakuje, že nesdílí názor, že dolar bude v průměru slábnout, a v tomto je v souladu se situační zprávou. Myslí si, že kurz dolaru bude více méně stabilní. Navíc Fed začne zvyšovat sazby, což bude mít svůj standardní efekt. Zastavení výrazného posilování koruny vůči dolaru, ke kterému docházelo v minulosti, zabrání tomu, aby kurz zčásti nebo zcela eliminoval vysoké ceny komodit, které jsou placeny v dolarech. Zmiňuje také nárůst cen zemního plynu, ke kterému dojde na přelomu tohoto a příštího roku. Ceny zemního plynu mají podobně jako ceny nafty tendenci přelévat se do dalších cenových okruhů.
Zadruhé, sám je z generace ekonomů, která je příslovečně známá svojí skromností. Je dostatečně sebevědomý a uvědomuje si, že se nachází ve společenství dalších šesti silně sebevědomých individualit. Váží si toho, že inflační očekávání jsou ukotvena, ale s ohledem na svoji dlouholetou profesionální kariéru a také na své působení v předchozí instituci, kde 16 a půl let bylo jeho povinností sledovat měnovou politiku, musí říct, že „nothing is granted forever“. Souhlasí s M. Hamplem, že pokud situaci zkomplikují zejména podmínky v zahraničí, může dojít k tomu, že se ani přes sebelepší komunikaci nemusí podařit ukotvit inflační očekávání tak, jako tomu bylo v minulosti. V tom vidí určité riziko.

P. Řežábek: V dnešní diskuzi slyšel argumenty o korelaci nákladových cen a kurzu dolaru. Připomíná také výraznou korelaci mezi kurzem dolaru a cenou ropy. Jestliže kurz dolaru klesá, zvyšuje se cena ropy, a naopak. Jestliže dolar stagnuje, cena ropy obvykle také stagnuje.

M. Singer: Reaguje na první poznámku K. Janáčka a částečně i na L. Lízala. Stabilní výhled kurzu koruny vůči dolaru je zapracován v prognóze. Na rozdíl od jiných kolegů není uklidněn tím, když slyší, že něco je v prognóze zapracováno. Umí si představit s větší pravděpodobností

než SMS a možná než většina přítomných kolegů, že kvůli fiskálním problémům USA bude zpochybněna hodnota dolaru navzdory jakékoli reakce Fedu. K oslabení dolaru může dojít tím spíše, pokud se v Evropě podaří izolovat fiskální problémy pouze na postižené ekonomiky, jejichž dopad na celou eurozónu je relativně malý. Také neví, zda K. Janáček za těch 16 a půl let jeho působení v komerčním sektoru pamatuje snížení výhledu ratingu USA.

E. Zamrazilová: Upřesňuje svoji poznámku o úrokových sazbách úvěrů podnikům. Myslela ji tak, že úrokové sazby úvěrů pro podniky jsou na tak dostatečně nízké úrovni, že případné zvýšení měnověpolitických sazeb a z toho plynoucího možného zvýšení úrokových sazeb úvěrů podnikům na zhruba 4 % by podniky neohrozilo.
Překvapuje ji, že v diskuzi se zatím nikdo nevyjádřil ke spotřebě domácností ve vazbě na vývoj tržeb v maloobchodě. V údajích o tržbách v maloobchodě vidí oproti čtvrtému čtvrtletí 2010 zásadní obrat, a to ve všech skupinách.
Vnímá velmi silné riziko příliš pozdního zvýšení měnověpolitických sazeb. Stejně tak si myslí, že zvýšení sazeb ECB bylo příliš pozdní pro německou ekonomiku.

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: Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Lubomír Lízal a Pavel Řežábek. Dva členové hlasovali pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu: Kamil Janáček a Eva Zamrazilová.

Zapsal: Kamil Galuščák, poradce bankovní rady