

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 23. června 2011

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 4. situační zprávy

V. Tomšík (v diskuzi k ekonomickému růstu Německa): Poznnamenává, že největší riziko dle Grafu rizik inflační prognózy (GRIP) představuje vývoj v zahraničí. Na str. 9 situační zprávy je poznámka o překvapivém vývoji německého ekonomického růstu – 1,5 % mezičtvrtletně a 4,8 % meziročně. Táže se, zda jsou tyto údaje opravdu natolik překvapivé a zda Německo nadále poroste tímto tempem, nebo zda dojde k návratu na původně předpokládanou trajektorii ovlivněnou fiskálními opatřeními zavedenými v loňském roce. Poznnamenává, že dle situační zprávy se v květnu v eurozóně meziměsíčně snížila průmyslová výroba, v březnu se snížily průmyslové objednávky. Dotazuje se, zda tedy již dochází k očekávanému zpomalování. Upozorňuje, že růst HDP v ČR (meziroční růst za 1. čtvrtletí dosáhl hodnoty 2,8 %) je téměř zcela tažen čistým vývozem s příspěvkem 2,5 p.b. Chce se ujistit, že bez uvedeného vlivu vývoje v zahraničí by domácí ekonomika, díky slabé poptávce, téměř vůbec nerostla.

K. Janáček (v diskuzi k ekonomickému růstu Německa): Upozorňuje, že za hlavní indikátor vývoje českých exportů považuje vývoj německých exportů, nikoliv vývoj německého HDP. Žádá o zaslání informace o odhadech německých exportů pro tento a příští rok. Z některých kusých náznaků se domnívá, že se tyto odhady mohou výrazně lišit od odhadů růstu HDP.

E. Zamrazilová (v diskuzi k ekonomickému růstu Německa): Data o Německu považuje za smíšená. Výhled růstu je oproti dřívějším prognózám vyšší o 0,5-1,1 p.b., 16. června Institut RWI zvýšil odhad růstu HDP pro letošní rok na 3,7 %, pro rok 2012 nedochází v odhadu růstu k výrazným změnám. Uvádí střední hodnotu odhadů růstu pro Německo o velikosti 3,2 %, což by představovalo pouze nepatrné zpomalení Německa (odhlédneme-li od otázky závislosti českých exportů především na německých exportech zmíněné K. Janáčkem). Táže se, zda stále platí pravidlo, že se změna německého růstu o velikosti 1 p.b. promítne do změny růstu o 0,5 p.b. v ČR ve stejném směru, což je odhad provedený SMS před více než rokem.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): SMS byla překvapena výrazným růstem investic v Německu v prvním čtvrtletí (19 %), pokles růstu Německa tedy nemusí být tak výrazný, jak předpokládala prognóza. Pro efektivní eurozónu, ve které má Německo poloviční váhu, červnový Consensus Forecasts (CF) prezentuje výhledy přibližně o 0,3 p.b. nad předpokladem prognózy, očekávané zpomalení je málo výrazné. U výhledů všech institucí sledovaných v Globálním ekonomickém výhledu (GEV) dochází k přehodnocení výhledu německého ekonomického růstu směrem vzhůru, přičemž důvod tohoto přehodnocení je pravděpodobně pozorovaný nárůst investic. Roli též hraje kurz eura.

SMS poznamenává, že ceteris paribus elasticita mezi německým a domácím ekonomickým růstem o velikosti 0,5 stále platí. Je-li tedy výhled pro efektivní eurozónu vlivem Německa pro letošní rok o 0,3 p.b. vyšší, lze očekávat stejné zvýšení prognózy růstu českého HDP (váha Německa v efektivní eurozóně je zhruba poloviční). SMS upozorňuje, že tyto úvahy nepředstavují

plnohodnotnou prognózu. Zároveň platí, že, jak bylo také viditelné v alternativním scénáři „německá lokomotiva“, není důležitý pouze agregátní růst, ale také jeho struktura. V kontextu ČR nemusí být růst tažený exportem nutně výrazně proinflační, protože může být spojen s rychlejším posilováním kurzu koruny.

SMS potvrzuje dominantní úlohu příspěvku čistého vývozu k ekonomickému růstu ČR. Jediný další pozitivní příspěvek k meziročnímu růstu HDP představovala hrubá tvorba kapitálu. SMS považuje takovou strukturu růstu za výrazně protiinflační. To je také důvod, proč v GRIPu bod „Počáteční podmínky“ nevyznívá proinflačně, přestože byl pozorovaný růst HDP v porovnání s prognózou o 0,5 p.b. vyšší.

SMS doplňuje, že příloha šesté situační zprávy by měla být věnována podrobnému rozboru německé ekonomiky včetně scénářů vývoje kurzu i ostatních ekonomických ukazatelů. Důvod pro uvažování německého HDP a nikoliv exportů je ten, že nelze získat spolehlivé předpovědi německého exportu. Publikace CF tyto údaje neposkytuje, z ostatních datových zdrojů je pravděpodobně možné nějaké údaje získat. Případné nalezené informace SMS zašle.

M. Hampl (v diskuzi k ekonomickému růstu Německa): Táže se, zda některé instituce nedávají do publikace CF i údaje o struktuře ekonomického růstu.

Odpověď SMS: Pro výpočet efektivních veličin by SMS tyto strukturované údaje potřebovala pro všechny země eurozóny. Pro Německo bude možné prognózy exportu pravděpodobně dohledat.

V. Tomšík: SMS interpretuje GRIP tak, že rizika měnověpolitické inflace jsou vyrovnaná. Díky uvažovaným změnám v DPH je bilance rizik celkové inflace proinflační. Alternativní scénář ze třetí situační zprávy popisující zvýšení DPH naznačoval proinflační riziko, ale měnověpolitické sazby by v rámci tohoto scénáře mohly klesnout. Táže se, zda je SMS schopna ke zmíněnému alternativnímu scénáři udělat GRIP. Připomíná, že se na minulém měnověpolitickém jednání diskutovala možnost vzít situaci zvýšeného DPH jako základní scénář. Dotazuje se, zda by GRIP alternativního scénáře neukázal paradoxně na nutnost snížení sazeb.

Odpověď SMS: GRIP k alternativnímu scénáři popisujícímu zvýšení DPH by nezobrazoval další dodatečné riziko, protože se vůči této alternativě neobjevila žádná nová informace. SMS připouští, že alternativní scénář popisoval situaci s mírně nižšími sazbami, ovšem upozorňuje, že se to týkalo roku 2012. Bezprostřední implikace pro dnešní měnověpolitické rozhodování není žádná.

V. Tomšík (v diskuzi o rozdílu mezi deflátorem spotřeby a CPI): Poznává, že nízká reálná spotřeba domácností je do velké míry ovlivněna deflátorem, jehož hodnota je pro první čtvrtletí u soukromé spotřeby 2,9 % meziročně (str. 20). Meziroční změna CPI dosáhla v květnu 2 %. Upozorňuje na včerejší prezentaci Marka Belky v ECB, který hovořil o nárůstu inflace v Polsku, který je z velké části dán změnami ve způsobu měření CPI. Rozdíl mezi CPI a deflátorem je zejména ve vahách. Při výpočtu CPI jsou používány váhy konstantní pro pětileté období, v deflátoru spotřeby se váhy průběžně mění. Táže se, zda při změně vah ve výpočtu CPI nedojde ke skokovému nárůstu inflace.

E. Zamrazilová (v diskuzi o rozdílu mezi deflátorem spotřeby a CPI): Poukazuje na rozdíl mezi deflátorem spotřeby domácností (růst 2,9 % meziročně) a meziročním růstem CPI (1,7 % za první čtvrtletí 2011). Souhlasí s V. Tomšíkem, že je to pravděpodobně důsledek rozdílných vah používaných při výpočtu CPI a deflátoru.

Odpověď SMS: SMS poznamenává, že pozorovaná odchylka je na horní hranici historicky pozorovaných odchylek, a vnímá, i s ohledem na pozorované tržby v maloobchodě za první čtvrtletí, spíše riziko možné revize soukromé spotřeby směrem vzhůru. Deflátor by pak byl revidován směrem dolů. SMS nepozoruje systematický rozdíl mezi indexy cen počítaných na základě Laspeyresova a Paascheova vzorce, z čehož usuzuje, že zmíněný rozdíl mezi deflátozem soukromé spotřeby a CPI nesignalizuje riziko nárůstu inflace z důvodu způsobu výpočtu cenových indexů.

P. Řežábek: K Beveridgeově křivce (str. 17) poznamenává, že se výsledný bod v posledním období pohybuje na velmi malé ploše, a navrhuje situaci zpřehlednit zvětšením relevantní oblasti v grafu.

P. Řežábek (v diskuzi ke mzdám): Zajímá se, co lze říci o divergenci mezd v jednotlivých odvětvích podnikatelského sektoru, a zda lze pozorovat například některé regionální regularity. Táže se, zda lze již nyní pozorovat signály růstu mezd v příštím roce.

Odpověď SMS: SMS pozoruje vyšší růst mezd v průmyslu, což odráží vyšší poptávku v tomto sektoru. Detailnější pohled na strukturu růstu mezd ukazuje na vyšší růst v odvětví výroba a rozvod elektřiny, plynu a tepla, pro ostatní odvětví je mzdový růst relativně umírněný. SMS nepozoruje mzdový růst ve službách a stavebnictví a poukazuje na to, že rozdílný růst mezd odráží vývoj ekonomiky tažené především průmyslem. Růst mezd v průmyslu odráží růst počtu odpracovaných hodin, průměrnou měsíční mzdu tedy zvyšuje nárůst přesčasů.

K. Janáček (v diskuzi ke mzdám): Poznamenává, že první reakcí na zvýšení poptávky je plné využití stávajících pracovníků. Proto není překvapen nárůstem přesčasů v průmyslu.

P. Řežábek: Táže se, jakou roli v současném vývoji ekonomiky tažené především průmyslem může hrát vývoj v zemědělství.

Odpověď SMS: Příspěvek zemědělství k HDP je pouze okolo 3-4 %, takže se celkový obrázek ekonomiky, i přes velké změny v zemědělství, nemění.

P. Řežábek: Připouští malý vliv změn v sektoru zemědělství na celkové HDP a téže se, zda vliv na výhled růstu mezd může být výraznější.

Odpověď SMS: SMS zašle informaci o vývoji mezd v zemědělství.

P. Řežábek: Poukazuje na rozpor mezi zaměstnaností a nezaměstnaností, u kterých došlo ke změnám oproti prognóze ve stejném směru (nezaměstnanost: predikce 9 %, skutečnost 8,6 %, zaměstnanost: predikce 0,9 %, skutečnost: 0,7 %).

Odpověď SMS: SMS upozorňuje na to, že se zmíněné údaje týkají různých čtvrtletí. Zaměstnanost se udává za první čtvrtletí a registrovaná nezaměstnanost za druhé čtvrtletí.

K. Janáček (v diskuzi k příloze situační zprávy): Oceňuje přílohu situační zprávy o modelech s finančními frikcemi.

L. Lízal (v diskuzi k příloze situační zprávy): Oceňuje přílohu k finančním frikcím v DSGE modelech. Poznamenává, že pro model s nemovitostmi a nájemním bydlením příloha poukazuje na chování spotřeby domácností po šoku do cen nemovitostí. Spotřeba domácností najímajících si

nemovitost a domácností vlastních nemovitost je v rozporu s pozorovanými daty. Táže se, zda je tato mikroevidence pozorována i v ostatních zemích, nebo jde o jev pozorovaný pouze v ČR.

Odpoověď SMS: Většina studií se zabývá odhady pouze pro USA a Velkou Británii. Pro USA nejsou výsledky jednoznačné, u Velké Británie existuje stejný rozpor výsledků modelových simulací s pozorovanými fakty jako pro ČR.

M. Hampl (v diskuzi k příloze situační zprávy): Oceňuje přílohu o DSGE modelech s finančními frikcemi. Chce se ujistit, zda v příloze nedošlo ke dvěma různým způsobům definování finanční páky. Poznává, že v poznámce pod čarou číslo 17 je finanční páka definována jako podíl celkových aktiv k vlastnímu kapitálu. V textu se ovšem o páce píše jako o podílu kapitálu k vlastnímu jmění.

Odpoověď SMS: Aktiva firem jsou v daném modelu rovna fyzickému kapitálu, který je z části financován vlastním jměním a z části úvěrem. Nejedná se o kapitál ve smyslu účetním, ale ve smyslu ekonomickém, je to kapitál, který vstupuje do produkční funkce.

K. Janáček (v diskuzi k cenám potravin): SMS na str. 25 tvrdí, že růst cen potravin bude kompenzován ze značné části poklesem cen pohonných hmot. K tomu má dvě poznámky. Za prvé, přeliv cen zemědělských výrobců do cen potravin bude mít patrně trvalejší charakter, což lze pozorovat i na situaci v zahraničí. Za druhé, domnívá se, že toto tvrzení neodpovídá vyznění situační zprávy k cenám ropy. Upozorňuje, že váha potravin v indexu spotřebitelských cen je 17 % a váha pohonných hmot je 3,75 %. Aby došlo v rámci inflace k plné kompenzaci růstu cen ropy a poklesu cen pohonných hmot, musel by být pokles cen ropy trojnásobný až čtyřnásobný v porovnání s nárůstem cen potravin. Pokles cen pohonných hmot by musel být ještě výraznější vzhledem k tomu, že 58 % cen pohonných hmot tvoří daně, u kterých nedochází ke změnám. Dodává, že dle jeho výpočtu by plná kompenzace znamenala cenu ropy 55-60 USD za barel, poloviční kompenzace nárůstu cen potravin by představovala cenu ropy 75 USD za barel. Takové ceny ropy za barel považuje za nerealistické v horizontu minimálně jednoho roku. Požaduje, aby byly příslušné pasáže v situační zprávě před zveřejněním opraveny.

Odpoověď SMS: SMS si uvědomuje rozdílné váhy potravin a pohonných hmot v indexu spotřebitelských cen a vliv daní na cenu pohonných hmot. SMS bere v úvahu možnost, že by se vyšší než předpokládaný růst cen potravin mohl částečně vykompenzovat jejich pomalejším růstem v následujících měsících. Zejména u pečiva obvykle dochází k dlouhodobější kumulaci tlaku na zvýšení ceny a poté dojde ke skokovému nárůstu ceny během jednoho měsíce. Není možné pak v prognóze přesně určit měsíc, ve kterém ke skokovému nárůstu ceny dojde, a proto nárůst SMS rozkládá do několika po sobě jdoucích měsíců.

K. Janáček (v diskuzi k cenám potravin): Upozorňuje, že někteří výrobci hovoří o podobných skokových nárůstech cen jako u pečiva i u mléka, mléčných výrobků a masa. Mohl by se takto se zpožděním projevit růst cen krmiv.

E. Zamrazilová (v diskuzi k cenám potravin): Ceny potravin byly o 1,5 p.b. nad prognózou, meziroční růst zrychlil z 3,8 % v dubnu na 6,7 % v květnu. SMS vysvětluje tento nárůst jako skokový projev dlouhodobého nárůstu tlaků na ceny, který je pro potraviny typický. Táže se, kdy k těmto skokovým nárůstům cen potravin v minulosti došlo.

Odpoověď SMS: K podobnému skokovému nárůstu cen potravin došlo v listopadu 2007. V té době byl pozorován souběh dopadu očekávaného zvýšení DPH a skokového nárůstu cen potravin z důvodu dlouhodobého naakumulování tlaků na ceny.

L. Lízal: Výhled tempa růstu PPI v zahraničí se na svém kratším konci dále zvýšil. Táže se, zda jde především o důsledek pohybů cen komodit či lze uvést i jiné vlivy. Dále poznamenává, že ze str. 8 plyne, že k fiskální konsolidaci v eurozóně nedochází, což vede k výhledu vyšších rozpočtových deficitů v těchto zemích. Táže se, jak bude tato situace ovlivňovat inflaci v eurozóně a jak je situace vnímána trhy. Dotazuje se, zda vyšší výhled PPI spolu s výhledem vyšších deficitů veřejných rozpočtů jsou již zahrnuty v protiinflačně chápaném vlivu zahraničí.

Odpoověď SMS: PPI v eurozóně by mělo vzrůst z 2,3 % v roce 2010 na 4,8 % v roce 2011 a poté zpomalit na 2,6 % v roce 2012. Nárůst v roce 2011 je tvořen cenami komodit, nárůst cen plynu obvykle mívá zpoždění půl roku, u ropy lze pozorovat zklidnění cen. SMS předpokládá, že vliv cen komodit na výhled zahraničního PPI je dominantní. Podobná situace je také v ČR, rozkladový graf ze str. 28 ukazuje, že růst PPI je tvořen růstem cen potravin a energií.

L. Lízal: K velkému růstu dlouhodobých úvěrů do odvětví energetiky se táže, zda jde o nové úvěry, nebo o „roll-over“ úvěrů do odvětví fotovoltaiky. Poznamenává, že vzhledem ke změnám zdanění v tomto odvětví může být důvodem pozorovaného růstu snaha o prodloužení původních úvěrových kontraktů.

Odpoověď SMS: SMS upozorňuje, že v situační zprávě prezentuje meziroční změny stavu úvěrů. Jedná se tedy o nesplacené zůstatky – tyto údaje zahrnují v minulosti poskytnuté úvěry fotovoltaickému sektoru. SMS může zaslat informaci o vývoji úvěrů z perspektivy nově poskytnutých úvěrů. SMS předpokládá, že vysoký příspěvek ve stavu úvěrů je dán především úvěrovou aktivitou z let 2009-2010.

L. Lízal: Táže se, zda má SMS v kontextu relativního pesimismu ohledně výhledu růstu domácího HDP představu o tom, jak by vypadal GRIP, kdyby se ukázaly jako správné optimističtější tržní odhady růstu HDP.

Odpoověď SMS: Odpoověď závisí na tom, z jakého důvodu by se naplnily optimističtější předpovědi trhů. GRIP v sobě již obsahuje vyšší růst HDP v efektivní eurozóně, přesto však toto navýšení nemá proinflační dopad, protože poptávkový tlak reprezentovaný růstem taženým zahraničím je kompenzován minimálně v kratším horizontu posilováním kurzu. Takže GRIP by v případě optimističtějších výhledů růstu HDP z důvodu vyšších exportů vypadal velice podobně.

E. Zamrazilová (v diskuzi k hrubé tvorbě fixního kapitálu): Prognóza z třetí situační zprávy předpokládala mírnější růst hrubé tvorby kapitálu (str. 21). Hrubá tvorba fixního kapitálu vzrostla meziročně o 3,8 %. Poznamenává, že hrubou tvorbu fixního kapitálu považuje za relevantní složku hrubé tvorby kapitálu odrážející investiční poptávku a její intenzitu. Připomíná, že na minulém měnověpolitickém zasedání žádala SMS o oddělení prognózy hrubé tvorby fixního kapitálu a zásob, což se nestalo. Přivítala by tento údaj, který by umožnil hodnocení poptávkově-investičních inflačních tlaků. Táže se, zda je SMS schopna předpovědět růst hrubé tvorby fixního kapitálu pro první čtvrtletí 2011. Dále se ptá, zda nebyly předchozí předpovědi snížení investiční aktivity s ukončením fotovoltaického boomu příliš pesimistické.

M. Singer (v diskuzi k hrubé tvorbě fixního kapitálu): Táže se, zda SMS pracuje na rozkladu prognózy hrubé tvorby kapitálu na prognózu hrubé tvorby fixního kapitálu a prognózu zásob.

Odpoověď SMS: Rozklady prognózy hrubé tvorby kapitálu na fixní investice a na zásoby budou prezentovány v příští velké situační zprávě. SMS ovšem zdůrazňuje problém v tom, že tvorba

zásob je do velké míry „odpadkovým košem“ Českého statistického úřadu, tj. tvorba zásob, spíše než aby byla vztažena k investicím do zásob, obsahuje reziduální položky výpočtu HDP.

E. Zamrazilová (v diskuzi k hrubé tvorbě fixního kapitálu): Ujistěte se, že v současnosti není k dispozici žádná prognóza hrubé tvorby fixního kapitálu.

Odpoď SMS: SMS má k dispozici orientační rozklad, který může zaslat. Pozorovaná hodnota meziročního růstu hrubé tvorby fixního kapitálu (3,8 %) se nacházela pod prognózou vycházející z tohoto rozkladu. SMS upozorňuje, že relativní velikost pozorovaného meziročního růstu je částečně vysvětlena efektem srovnávací základny. Mezičtvrtletně hrubá tvorba fixního kapitálu poklesla.

E. Zamrazilová (v diskuzi k hrubé tvorbě fixního kapitálu): Táže se na konkrétní hodnotu odhadu meziročního růstu hrubé tvorby fixního kapitálu.

Odpoď SMS: Prognóza meziročního růstu hrubé tvorby fixního kapitálu na základě orientačního rozkladu činila 7 %.

V. Tomšík (v diskuzi k hrubé tvorbě fixního kapitálu): Ujistěte se, že predikční model g3 nepracuje s hrubou tvorbou fixního kapitálu, ale pouze se spojenou kategorií hrubá tvorba fixního kapitálu a zásoby.

Odpoď SMS: Ano. SMS odhaduje hrubou tvorbu fixního kapitálu za pomoci jednoduchého VAR modelu, který je mimo predikční model g3. Odhad z tohoto modelu je pouze orientační. SMS interpretuje současnou situaci tak, že se spíše nenaplnuje předpoklad rychlého odeznění cyklu obnovy zásob, než že by došlo k překvapení v růstu hrubé tvorby fixního kapitálu. SMS předpokládá, že ekonomický dopad fotovoltaiky stále není v datech o investicích a ekonomickém růstu ke konci roku adekvátně zachycen, a proto ani nemohl odeznít. Po případném zachycení efektu fotovoltaiky by mohl být ekonomický růst v minulém roce vyšší a propad v prvním čtvrtletí tohoto roku by byl tedy také výraznější.

E. Zamrazilová: Upozorňuje na nárůst výdajů na dlouhodobou spotřebu o 4,7 %, na střednědobou spotřebu o 1,9 % a na služby o 1,1 %. Pouze u krátkodobé spotřeby byl zaznamenán pokles o 3,6 %. Dotazuje se, které produkty spadají do uvedených typů spotřeby. Poznává, že vývoj spotřeby je nestejněměrný a data interpretuje tak, že spotřeba je tlumena drahými potravinami.

Odpoď SMS: Do krátkodobé spotřeby jsou zahrnuté pohonné hmoty, takže pokles krátkodobé spotřeby koresponduje s pozorovaným reálným poklesem prodeje pohonných hmot. Dále tato kategorie zahrnuje potraviny.

E. Zamrazilová: Táže se na hodnocení rizik ukotvení inflačních očekávání na vyšší hladině. Poznává, že při započtení růstu DPH vzroste inflace k hodnotám 3,3 %, dále je zde například otázka zvýšení ceny plynu atd. Dotazuje se, zda nehrozí ukotvení inflačních očekávání nad 3 %. Upozorňuje, že problém inflačních očekávání ukotvených na hodnotách nad inflačním cílem lze nyní pozorovat v důsledku změny DPH ve Velké Británii.

Odpoď SMS: SMS souhlasí s tím, že při realizaci změn DPH inflace dočasně mírně přesáhne 3 %. Alternativní scénář popisující růst DPH předpokládá malé sekundární dopady změn DPH do inflace přes inflační očekávání, mzdový růst apod. Tento předpoklad je ospravedlněn historickou zkušeností, utlumenou fází cyklu, a srovnáním s tím, v jakém prostředí se odehrály daňové změny v roce 2008. SMS připouští, že změny DPH mohou představovat potenciální riziko,

jehož materializaci ovšem v současnosti nic nesignalizuje. Dále je také důležité si uvědomit, že inflační očekávání jsou funkcí komunikace a rozhodování centrální banky.

E. Zamrazilová: Táže se, zda SMS bere v úvahu promítnutí nárůstu cen jízdného v městské hromadné dopravě v Praze do inflace. Připouští, že jízdné má ve spotřebitelském koši velmi malou váhu, nicméně nárůst cen jízdenek bude velmi vysoký (30 %).

Odpověď SMS: Explicitně není jízdné v úvahách SMS zahrnuto. Z minulých diskuzí s ČSÚ o jízdném vyplynulo, že v rámci jimi uvažovaného podkoše tvoří dominantní položku předplacené jízdenky, které se nezdražují.

E. Zamrazilová: Táže se, zda uváděný záporný příspěvek zaměstnanosti k meziročnímu růstu národohospodářské produktivity (str. 18) znamená, že zaměstnanost rostla absolutně, nebo v porovnání s prognózou. Poznává, že tabulka na str. 16 uvádí růst zaměstnanosti oproti prognóze mírnější.

Odpověď SMS: Rozklad národohospodářské produktivity práce je uváděn nikoliv k prognóze, ale jedná se o rozklad čísla jako takového.

E. Zamrazilová: Navazuje na diskuzi o inflačním cíli ECB z minulého měnověpolitického jednání. Inflace v eurozóně je v současnosti nad inflačním cílem. SMS tvrdila, že se má inflace v eurozóně přibližovat k cíli. Výhledy inflace (str. 9) a anekdotická evidence tomu ale neodpovídají. Táže se, zda tato fakta nepředstavují v rámci hodnocení působení zahraničí proinflační faktor.

Odpověď SMS: Ve výhledu inflace v eurozóně na rok 2012 se inflace blíží hodnotě 2 %.

E. Zamrazilová: Dle situační zprávy může být propad vkladů nefinančních podniků ovlivněn i nižšími úrokovými sazbami na delším konci výnosové křivky v ČR oproti eurozóně (str. 30). Táže se, zda to nepředstavuje nějaké rizikové tendence pro finanční stabilitu.

Odpověď SMS: Bude probráno na makrofinančním panelu.

E. Zamrazilová: Ohledně informací o Hypoindexu (str. 32) připomíná, že na některém z minulých jednání žádala SMS o informaci k vývoji hypoték s variabilní úrokovou sazbou. Anekdotická evidence týkající se tohoto segmentu hypoték naznačuje narůstající podíl tohoto typu hypoték. Někteří analytici upozorňují, že tento typ hypoték je určen především pro domácnosti, které mají určitou finanční rezervu.

Odpověď SMS: Bude probráno na makrofinančním panelu.

M. Hampl: Táže se, „kam zmizel Balassa se Samuelsonem“. Dotazuje se na názor SMS ohledně dopadů změn produktivity práce v odvětvích obchodovatelných statků na ostatní odvětví v současné situaci, kdy produktivita práce roste a dochází k poklesu mezd i nominálních jednotkových mzdových nákladů. Dotazuje se, zda je absence tohoto efektu charakteristická pro současnou cyklickou pozici ekonomiky a dojde k jeho obnovení, nebo zda jde o nějaký obtížně vysvětlitelný fenomén.

Odpověď SMS: V grafické příloze Inflace (1) je vidět, že ceny obchodovatelných statků nadále meziročně klesají. Rozdíl v inflaci mezi obchodovatelnými a neobchodovatelnými statky je výrazně kladný, čili efekt je stále pozorovatelný.

M. Hampl (v diskuzi k situaci Řecka): V měnověpolitickém doporučení je prezentován dnes populární názor, že by pád Řecka mohl mít stejný ekonomický efekt jako pád banky Lehman Brothers. Upozorňuje, že pád Lehman Brothers byl velmi neočekávaný, zatímco neschopnost Řecka splácet své dluhy je věc známá již alespoň 12 měsíců. Požaduje vysvětlení, zda může být dopad události, kterou do velké míry trh očekává a je na ni připraven, stejný jako byl dopad pádu Lehman Brothers.

Odpoověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Je obtížné srovnávat míru překvapení ohledně pádu Lehman Brothers a současné situace Řecka. SBO poznamenává, že situace byla nedávno označena tak, že „Řecko zbankrotovalo již před rokem“. SBO identifikuje dva efekty, které mohou nejistotu ohledně vývoje spojeného s Řeckem výrazně prohloubit. První efekt se týká možné nákazy ostatních zemí eurozóny. Druhý efekt je spojen s obchody s finančními deriváty. Není například úplně jasné, kolik se obchoduje derivátů CDS napojených na restrukturalizaci státního dluhu Řecka.

M. Singer (v diskuzi k situaci Řecka): Poznamenává, že ani ECB ani ESRB v zásadě nemá informace o obchodech s CDS deriváty napojenými na řecký státní dluh a že v nejbližší době pravděpodobně dojde ke sběru příslušných dat těmito institucemi. Z toho vyvozuje, že v současnosti takové údaje neexistují.

Odpoověď SBO: Diskutované údaje o CDS derivátech napojených na Řecko je nutné pravděpodobně sbírat od jednotlivých účastníků těchto obchodů. Některé údaje lze získat od DTCC, což je společnost zprostředkující clearing CDS, není ale jasné jak velkou část trhu postihuje.

M. Singer (v diskuzi k situaci Řecka): Nabízí teorii, že CDS deriváty napojené na řecký dluh jsou vlastně převážně řeckými subjekty, které je vědomě používají k maskování stavu účetnictví, což bude mít výrazný dopad v případě možné restrukturalizace státního dluhu Řecka. Souhlasí s M. Hamplem v otázce toho, jak hodně budou trhy (ne)překvapeny případným pádem Řecka. Situace na něj působí tak, že konečně dochází k rozpoznávání kvality jednotlivých státních dluhů, a nezdá se mu, že by to trhy interpretovaly jako hrozbu pro eurozónu. Například kurz eura je nyní o 20 % výše než při poslední krizi v Řecku, přitom CDS napojené na řecký státní dluh vzrostly téměř dvojnásobně. Nevnímá situaci jako podobnou šoku při pádu Lehman Brothers.

M. Hampl (v diskuzi k situaci Řecka): Nezpochybňuje argumenty o možnostech šíření dluhové krize v eurozóně a jejího dopadu na ČR. Táže se, zda by případná restrukturalizaci řeckého dluhu mohla vést například k problémům na mezibankovním trhu nebo k nárůstům sazeb LIBOR.

Odpoověď SBO: Jako klíčovou SBO vnímá otázku, jak by zasáhla nákaza při případné eskalaci dluhové krize velké země eurozóny jako Španělsko a Itálii. Struktura pádu Lehman Brothers byla komplikovaná díky komplikované struktuře firmy, ve které nebylo jasné, kdo garantuje koho. Nejistota byla tedy mnohem větší.

M. Hampl (v diskuzi k situaci Řecka): Poznamenává, že situace je ohledně nejistoty a struktury věřitelů mnohem přehlednější. Hlavním věřitelem Řecka je ECB.

P. Řežábek (v diskuzi k situaci Řecka): SBO se zmínila o dvou státech (Španělsko, Itálie), jejichž případné dluhové problémy by měly pravděpodobně zásadní dopad na celou eurozónu.

Připomíná, že Portugalsko v současnosti čelí v porovnání s těmito dvěma zeměmi větším problémům.

M. Singer: Hrubá tvorba fixního kapitálu přispěla v prvním čtvrtletí k růstu HDP, příspěvek tvorby zásob byl neutrální (str. 21). V podrobnějším členění přispěly k růstu hrubé tvorby fixního kapitálu investice do budov, staveb a dopravních prostředků. Táže se, zda je informace o růstu fixních investic na základě růstu investic do budov v souladu s vývojem ve stavebnictví. Dotazuje se, zda má SMS podrobnější informace o tom, do čeho přesně zmíněné investice směřovaly, a zda se tedy jedná o investice do dopravních prostředků. Ptá se, zda SMS zkoušela vysvětlit růst investic do dopravních prostředků údaji o maloobchodním prodeji dopravních prostředků.

Odpoověď SMS: Příspěvky složek hrubé tvorby fixního kapitálu se počítají na základě šetření 2000 největších českých firem. Dopravní prostředky však prodávají malé firmy. Pokud tyto firmy dopravní prostředky přeprořádávají a drží je tedy jako investici, tak se tyto údaje do statistiky o hrubé tvorbě fixního kapitálu nedostanou.

M. Singer: Dotazuje se, zda může SMS odhadnout vliv prodeje dovezených automobilů zahraničním obchodníkům s automobily na údaje o tržbách v maloobchodě včetně motoristického segmentu.

Odpoověď SMS: Podíl přeprořádávaných automobilů byl v roce 2009 3 % a v roce 2010 11 %. Nárůst tohoto podílu tedy může mít nezanedbatelný dopad do dynamiky maloobchodu v řádu jednotek procentního bodu.

M. Singer: Portfoliové investice zaznamenaly čistý odliv ve výši 44,7 mld. Kč (str. 24). Táže se, aniž by chtěl slyšet konkrétní údaje, zda je SMS schopna charakterizovat, o jaké subjekty se v rámci tohoto odlivu jedná. Dotazuje se, zda jde o „usual suspects“, které by v tomto případě očekával například v podobě dravých česko-slovenských investičních skupin, nebo subjektů z energetického průmyslu.

Odpoověď SMS: SMS v současnosti neví, které subjekty stojí za čistým odlivem portfoliových investic, zašle informaci následně.

M. Singer: Aktuální GRIP z pohledu Taylorova pravidla interpretuje tak, že reakce úrokových sazeb na odchylku inflace ve směru vyšší inflace by měla být nižší než přímo úměrná změně inflace (bod „Inflace“ leží pod osou $y=x$). Domnívá se, že by bylo užitečné se podívat podrobněji na koeficient u odchylky inflace v Taylorově pravidle, například jakým způsobem ho konstituují strukturální parametry predikčního modelu. Navrhuje sérii GRIPů, které by zobrazily vliv jednotlivých proměnných (vývoj evropské ekonomiky, kurz, ekonomický růst, celková inflace).

Odpoověď SMS: SMS je připravena požadavku vyhovět, žádá však o následnou podrobnější diskusi k zadání.

M. Singer: Poznává, že název části III situační zprávy „Exogenní faktory prognózy“ není v souladu s faktem, že malé situační zprávy nepřinášejí novou prognózu.

Odpoověď SMS: V této části se diskutuje naplnění exogenních faktorů prognózy. SMS může slovo „prognózy“ vyškrtnout.

M. Singer: K tabulce s predikcemi a skutečnými hodnotami inflace za květen (str. 25) se táže, zda rozdíl mezi skutečnou hodnotou (2,0 %) a prognózou (1,7 %) nesouhlasí s hodnotou ve sloupci „dopad odchylky v p.b. do inflace“ (0,23 p.b.) z důvodu zaokrouhlování.

Odpověď SMS: Jedná se o vcelku běžný rozdíl. Český statistický úřad při výpočtu celkového indexu spotřebitelských cen zaokrouhluje jednotlivé reprezentanty, SMS index počítá z nezaokrouhlených reprezentantů a zaokrouhlí až výsledek.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: GRIP dobře vyjadřuje změny od poslední prognózy. Podíváme-li se nejen na hodnoty souřadnic jednotlivých bodů, ale i na celkové vyznění GRIPu, budou se pouze velmi obtížně hledat argumenty pro jiné doporučení, než je doporučení SMS. Několik bodů by nicméně rád zmínil. Největší odchylku v GRIPu tvoří výhled sazby 3M EURIBOR, tato odchylka je v protiinflačním směru. Připomíná, že již na minulém zasedání se hovořilo o tom, zda trh přespříliš neodráží komunikaci ECB. V této souvislosti bylo na minulém jednání zmíněno, že – aby se výhled sazeb EURIBOR naplnil – musela by ECB do konce roku zvýšit sazby ještě třikrát. Ukazuje se, že v tomto směru došlo k určitému přecenění trhu a nyní pravděpodobně došlo k návratu tržních výhledů na nějakou reálnou hodnotu. Poznává, že reálnou hodnotou je míněna hodnota, která odpovídá situaci v reálné ekonomice. Nevnímá proto přehodnocení výhledu popsané v GRIPu jako zásadní šok do prognózy. Nepovažuje tedy vychýlení bodu „Zahraničí“ v GRIPu za problém.

Dále předkládá několik poznámek k bodu „Inflace“. Ceny potravin sice dosáhly hodnoty nad prognózou, ale jedná se pravděpodobně o „menu cost“, tj. u potravin se nevyplatí měnit ceny příliš často a pozorovaný nárůst je skokové navýšení cen. Dodává, že je třeba sledovat vývoj, zda jde opravdu o skokový nárůst, který nebude následován dalšími růsty cen, nebo zda dojde k dalšímu růstu cen potravin, který by znamenal proinflační riziko. Prozatím souhlasí s argumentem o skokovém navýšení cen, které nebude doprovázeno dalšími změnami.

Za důležitý považuje vývoj HDP a jeho struktury. Růst HDP v prvním čtvrtletí považuje za překvapivý (meziroční růst 2,8 %), ale jak zaznělo na otevřeném jednání, drtivá většina (2,5 p.b.) je příspěvkem čistého vývozu. SMS strukturu ekonomického růstu interpretuje jako protiinflační. Domácí poptávka je slabá. Domnívá se, že diskuze o růstu úrokových sazeb by měla začít při oživení domácí poptávky. Jako argument podporující tezi slabé domácí poptávky vnímá údaje o růstu mezd v prvním čtvrtletí. Nominální mzda rostla meziročně o 2,1 %, inflace přibližně o 2 %. Takže reálná mzda rostla meziročně přibližně o 0,1 %. Z tohoto důvodu nevidí v domácí ekonomice žádné poptávkové inflační tlaky.

Poslední bod, který by rád diskutoval ve vztahu k problému započetí cyklu zvyšování sazeb, je vývoj inflačních očekávání po nárůstu DPH. Připomíná historickou zkušenost, která naznačuje, že centrální banka je schopná tento problém komunikačně zvládnout. Na otevřeném jednání zazněl příklad Velké Británie, u které v současnosti existuje obava z nárůstu inflačních očekávání. Zdůrazňuje, že Velká Británie zažívá oslabování kurzu, v ČR na druhou stranu kurz posiluje. To vnímá jako velkou výhodu při ukotvování inflačních očekávání. Pokud bude kurz nadále posilovat, jak předpokládá prognóza, nevidí silný důvod k nárůstu inflačních očekávání a není to pro něho důvod pro zvyšování sazeb.

P. Řežábek: Téměř všechny ekonomické ukazatele pro ČR sledované situační zprávou jsou nad prognózou. U vývoje v zahraničí přetrvávají nejistoty ohledně dopadu krize Řecka, nicméně neočekává v tomto směru nějaké dramatické změny – finanční trhy již možnou eskalaci problémů Řecka zohlednily. Vrátime-li se zpět do domácí ekonomiky, za důležité pro výhled poptávkové

inflace považuje výhled růstu mezd. Umírněná mzdová vyjednávání nepředstavují hrozbu pro poptávkovou inflaci. Hrozby pro inflaci se tedy mohou objevit spíše v nákladové složce. Připouští, že rovnovážná úroveň sazeb může být na vyšší hladině, ale je nutné zohlednit slabý ekonomický růst (i v porovnání s okolními zeměmi). Připomíná, že sazby v roce 2007-2008 nebyly o mnoho výše, než jsou nyní, a přitom růst nominálních mezd byl 7,3 % v roce 2007 (reálně 4,3 %). Tato situace nebyla v té době považována za nijak dramatickou.

K. Janáček: Vychází z toho, že dnešní měnověpolitické rozhodnutí ovlivní situaci na konci roku 2012. Připomíná, že zpožděná korekce úrovně sazeb by se mohla projevit až v době předpokládané výrazné akcelerace ekonomického růstu, jak ji předpokládá prognóza ze třetí situační zprávy. Rizika inflace vnímá jednoznačně na horní straně a jsou podstatně silnější, než jak ze situační zprávy vyplývá. Aktuální data i jejich revize působí v porovnání s prognózou na růst inflace, ať už se jedná o HDP, aktuální inflaci, PPI, růst zaměstnanosti nebo pokles nezaměstnanosti. Skutečný vývoj průměrných mezd se od prognózy také dosti liší: celkový meziroční růst nominálních mezd je vyšší o 0,7 p.b., v podnikatelské sféře tento rozdíl činí téměř 1 p.b. Průměrná reálná mzda za první čtvrtletí meziročně vzrostla o 0,4 %. Struktura vývoje zaměstnanosti v průmyslu ukazuje, že růst mezd bude zrychlovat, protože konjunkturní výzkumy naznačují nedostatek široké škály specialistů, zejména ve zpracovatelském průmyslu a v některých tržních službách.

Vliv faktorů omezujících dynamiku ekonomického růstu vnímá oproti situační zprávě jako omezený. Domnívá se, že růst efektivní eurozóny bude jiný, než předpokládá situační zpráva. Předpoklad ukončení cyklu tvorby zásob nepovažuje za realistický. Podíváme-li se na měsíční šetření očekávání výrobců, lze předpokládat pokračující investování podniků do zásob. Navíc se neuskutečňuje zpomalení růstu v efektivní eurozóně. Domnívá se, že dochází k podceňování sekundárních dopadů, jak nákladových šoků, tak změn DPH v roce 2012 na inflaci.

Existující hladina úrokových sazeb vznikla v reakci na krizovou situaci a propad ekonomické aktivity. Stávající konstelace ekonomiky se od krizového stavu podstatně liší. Růst ekonomiky o 2,8 % nelze nazývat „křehkým oživením“. Udržování výrazně záporných reálných úrokových sazeb není nadále opodstatněné. Bez úpravy sazeb roste pravděpodobnost rozšíření negativního úrokového diferenciálu vůči eurozóně s rizikem dopadu na měnový kurz a jeho volatilitu.

L. Lízal: V současnosti můžeme pozorovat nerovnoměrné oživení. To je patrné i na vývoji zaměstnanosti, která roste v průmyslu, ale ve stavebnictví je trend opačný. Růst mezd není takový, aby ospravedlnil obavy ze změny v inflačních očekáváních. Jako důvod pro dřívější růst sazeb vidí možné zvýšení sazeb na příštím zasedání ECB. V takovém případě může vzniknout situace, kdy bude nutné reagovat. Domnívá se, že je vhodnější být v reakcích před ECB.

Pokud však růst sazeb na příštím zasedání ECB není jistý, je lepší být na straně zpožděné reakce, protože centrální banka umí reagovat na opožděné zvýšení sazeb spíše než na jejich předčasné zvýšení. Dojde-li k růstu sazeb dříve, než k tomuto rozhodnutí vedou jednoznačné signály z ekonomiky, může být chyba výraznější. Zmiňuje případ předčasného zvýšení sazeb v Japonsku v roce 2000. Riziko zpožděné reakce vnímá menší oproti riziku preventivního zvýšení sazeb. Navíc stále existují obavy z výhledu cen komodit. V případě růstu cen komodit může dojít k ekonomickému zpomalení. Celkově vyjadřuje souhlas s postojem SMS.

E. Zamrazilová: Jako klíčová slova charakterizující současný vývoj vnímá termíny diferenciací a nejistota. Jsme v situaci rozhodování za nejistoty, kdy je potřeba pojmenovat a kvantifikovat rizika, která nás, užijeme-li statistickou terminologii, povedou k chybě prvního či druhého druhu. Na spodní straně rizik je nejistota výhledu světové ekonomiky. Je to ovšem nejistota, která je

tažena vysokými cenami komodit, které by mohly vést k mírnému oslabení globální ekonomiky, především pak rozvíjejících se trhů. Otázka této nejistoty je, jakým způsobem dopadne případné globální zpomalení na našeho hlavního obchodního partnera – Německo. Jak již zmínila na otevřeném jednání, zprávy z Německa jsou smíšené. Nicméně domnívá se, že Německo zpomalí oproti roku 2010 méně, než očekávala prognóza.

Bod „Zahraničí“ v GRIPu nevnímá jako dostatečně proargumentovaný, protože by se tento bod mohl zjednodušeně nazývat „EURIBOR“. Pokud poroste zahraniční poptávka více, je pak dle SMS zahraniční poptávkou tažený domácí růst vykompenzován v termínech inflačních tlaků posilujícím kurzem koruny. Vyšší zahraniční růst se tedy na domácí inflaci dle prognózy projeví neutrálně a zůstane tedy pouze efekt výhledu zahraničních úrokových sazeb.

Ke struktuře ekonomického růstu domácí ekonomiky poznamenává, že dochází k výrazné diferenciaci. Spotřebu domácností oslabují především drahé potraviny a drahé pohonné hmoty. Ve výdajích na krátkodobou spotřebu je elasticita spotřeby na cenu v současnosti pravděpodobně dosti vysoká, v jiných segmentech výdaje domácností rostou. Investiční poptávka roste o 4 %. I když je tato hodnota pod očekáváním SMS, považuje to za velmi solidní růst. Podobně považuje za solidní růst celé ekonomiky meziročně o 2,8 %. Připouští, že dopad čistého exportu byl pro celkový růst nejvýznamnější, nicméně stále vnímá růst spotřeby v některých segmentech stejně jako růst investiční poptávky jako relativně významný nikoli jako slabé oživení.

Vývoj mezd v ekonomice je taktéž diferenciovaný. Tlaky na růst mezd budou tedy také diferenciované. Nabídkovou stranu lze taktéž vnímat diferenciovaně.

Domnívá se, že je třeba sledovat možnou materializaci inflačních rizik. Z médií a odborných článků vyplývá, že ve světě přibývá zemí, které přestávají inflaci zvládat. Tempo růstu cen se zrychluje v závislosti na růstu cen ropy, obilí a dalších komodit. Nákladové tlaky budou přetrvávat ještě minimálně celý rok, což naznačují i informace v publikaci GEV. Nevěří v rychlý pokles nedávno zvýšených nákladových cen. Lze pozorovat rychlý průsak zemědělských cen do cen potravin, obdobně průsak cen některých drahých kovů do různých strojírenských či elektrotechnických produktů může být skokový, jako to nyní pozorujeme u potravin.

Stejně jako K. Janáček vyjadřuje názor, že dochází k podcenění sekundárních efektů a možných problémů s ukotvením inflačních očekávání. Hodnoty inflačních očekávání se plíživě blíží k číslu 3 % (v dubnu a květnu byla roční inflační očekávání na hodnotě 2,7 %). Měnová politika je do značné míry řízena inflačními očekáváním. Vnímá riziko neukotvených očekávání jako reálné a případný nynější zásah do sazeb považuje již za opožděný. Nepovažuje za dobré čekat na materializaci rizika neukotvených očekávání. Dřívější zásah do nastavení sazeb by znamenal větší flexibilitu pro budoucí měnověpolitická rozhodování.

Jako riziko vnímá to, že většina aktuálních údajů z ekonomiky je nad prognózou – například meziroční růst měnověpolitické inflace se zvýšil během posledních dvou měsíců z 1,5 % na 1,9 %. Navíc se prognóza měnověpolitické i celkové inflace již pohybuje nad inflačním cílem. Současná úroveň sazeb neodpovídá intenzitě hospodářského oživení, neutrální hodnotu sazeb vidí kolem 1,5 %.

M. Hampl: Klidné časy pohodového plnění cíle zatím trvají. Situace v reálné ekonomice se mu jeví přibližně odpovídající poslední prognóze. Začíná „problíkávat“ ožívování, začínají „problíkávat“ i některé proinflační a poptávkové faktory, což je ovšem něco s čím prognóza do značné míry počítala. Nejbližší období ukáže, zda toto „problíkávání“ bude zesilovat. Na dnešním zasedání se připojuje k návrhu SMS neměnit sazby. Situaci vnímá tak, že na každém dalším měnověpolitickém jednání bude více a více relevantní diskutovat normalizaci sazeb. Na závěr poznamenává k DPH, že změna snížené sazby bude mít, zvláště v českých podmínkách,

významný dopad na utlumení domácí poptávky. Tento názor prezentoval již na minulých jednáních.

M. Singer: V současnosti nevnímá jako prioritní otázku to, jaká je konkrétní ekonomická situace, ale jak moc se situace odchyluje od scénáře, který byl očekáván prognózou, a zda je odchylka od tohoto scénáře v přijatelných mezích. Poznává, že pokud by pokaždé vnímal aktuální odchylku pozorované inflace od predikce tak dramaticky jako někteří kolegové, musel by v posledním tři čtvrtě roce několikrát navrhnout snížení sazeb, protože situace byla přesně opačná. Jedno číslo nepovažuje za dostatečně silný signál pro změnu sazeb. Obecně připouští, že první signály oživení jsou mírně intenzivnější, než předpokládala prognóza, a v jeho úvahách se tak posouvá okamžik první změny sazeb na dřívější dobu v porovnání s vyzněním prognózy. Ovšem nikoliv na dnešek.

Údaje z Německa, které se vztahují k výhledu domácí ekonomiky, nepovažuje za příliš povzbudivé. Očekávání německých subjektů jsou výrazně skeptická, navíc je míra jejich skepse rostoucí. Spojuje to s faktem, že Německo nevyváží do Řecka či Portugalska, ale do Asie. Centrální banky asijských zemí umí být v boji s inflací úspěšné, ovšem s případnými negativními důsledky na poptávku po německých exportech. Prozatím je vývoz Německa do Asie stabilní, z části je pesimistický výhled kompenzován optimismem německých spotřebitelů. Nicméně problém se patrně objeví v budoucnu, protože Čína je evidentně odhodlaná bojovat proti nárůstu inflace velice razantně. Tato situace má důsledky i pro výhled cen komodit a to i těch, jejichž ceny v současnosti rostou. SMS prezentovala graf s růstem cen komodit, který nelze interpretovat tak, že by docházelo k nějakému univerzálnímu nárůstu cen.

Podíváme-li se na jiné zdroje poptávky relevantní pro domácí ekonomiku, je nutné též diskutovat situaci v USA. Nevěřící, že by v USA mohlo dojít k výraznému ekonomickému růstu. Domnívá se, že dochází k určitému vystrízlivění očekávání. I v kontextu nedávných prohlášení Fedu vnímá situaci v USA skepticky. Není tedy optimistický ani v rámci základního scénáře ani v ohledu materializace rizik. Jako riziko vnímá materializaci rizika splasknutí dluhové bubliny, které nemá za důsledek růst poptávky, ale její pokles.

I přes to, že obvykle není příznivcem vyčkávání na materializaci rizik a na reakce ECB, v současné situaci vnímá čekání na „vyvrcholení antické tragédie“ a následnou reakci ECB jako docela pohodlné. ECB na jednu stranu hovoří o „extreme vigilance“, na druhou stranu se ale může stát, že ECB bude muset sledovat výrazné ekonomické problémy dalších zemí eurozóny, což bude rozhodování ECB velice dramatizovat.

V. Tomšík: Zamýšlí se nad zdroji domácí poptávky. Souhlasí s K. Janáčkem, že reálné mzdy vzrostly meziročně přesně o 0,4 %. Nominální jednotkové mzdové náklady meziročně poklesly, produktivita práce meziročně vzrostla o 2,4 %. Růst reálných mezd tedy nepovažuje za zdroj možného růstu domácí poptávky a inflačních tlaků. Připouští, že ČNB má jeden z nejnižších výhledů ekonomického růstu, ale upozorňuje, že ČNB cíluje inflaci, která je stále pod kontrolou. Pokud bude příští rok robustnější růst, tak predikovanou hodnotu růstu na rok 2012 (2,8 %) nepovažuje za hodnotu, která by ekonomiku dostala nad potenciální produkt a která by byla zdrojem možných inflačních rizik.

V reakci na argument o růstu úrokového diferenciálu mezi ČR a eurozónou v případě zvýšení sazeb na příštím jednání ECB upozorňuje, že prognóza pracuje s třemi zvýšeními sazeb v eurozóně do konce roku. Nevnímá rizika dopadů růstu úrokového diferenciálu jako významná. ČNB úrokový diferenciál sleduje, ale není důvod na jeho vývoj nějak prudce reagovat. Navíc

v kontextu růstu taženého čistým vývozem jsou důsledky rostoucího diferenciálu kompenzovány tlakem na posílení kurzu koruny. Nepředpokládá zvýšenou volatilitu kurzu koruny.

V tříletém horizontu jsou inflační očekávání stabilní a jsou dlouhodobě ukotvena na 2,5 %. V březnu krátkodobě vzrostla očekávání inflace na 2,6 %, došlo však k jejich opětovnému návratu na hodnotu 2,5 %. Inflační očekávání považuje dlouhodobě za ukotvená.

K. Janáček: Dle současně platné prognózy z třetí situační zprávy má dvoutýdenní repo sazba ve druhém čtvrtletí roku 2012 mírně překonat hodnotu 1,6 %, tj. více jak dvojnásobek dnešní úrovně. Považuje se za konzervativního ekonoma a považuje za nepřípustné hektické zvyšování sazeb na každém měnověpolitickém zasedání. Vyjadřuje názor, že by bylo vhodnější zvyšování sazeb rozložit do delšího časového období.

Oceňuje diskusi a rozdílnost názorů, sám vnímá některé signály zvláště v podnikatelské sféře v některých aspektech jako méně protiinflační. Tyto signály již nabývají obecnější povahy a naznačují jasný trend.

E. Zamrazilová: Shrnuje současnou situaci nikoliv jako otázku, zda zvýšit sazby, ale kdy. Nad otázkou načasování nepanuje shoda. Oceňuje pohled K. Janáčka o neochotě zvyšovat sazby na více po sobě jdoucích jednáních. Zdůrazňuje, jako již několikrát v minulosti, že nebude hlasovat na každém budoucím měnověpolitickém jednání pro zvyšování sazeb. Série zvyšování sazeb na více jednáních za sebou by měla negativní dopad na ekonomiku. V situaci, kdy v ekonomice nedochází k žádným výrazným změnám, jako například nyní nebo před půl rokem, by nárůst sazeb o 25 bazických bodů ekonomiku neohrozil. Zmíněný případ navýšení sazeb v Japonsku v roce 2000 nepovažuje za relevantní z důvodu nepoměrného vlivu exportu na příslušnou ekonomiku (pro Japonsko má export 15% podíl na HDP, pro ČR je to 60% podíl). Poznává, že dlouhodobě nízké sazby se v delším horizontu vymstí. Rizika dlouhodobě nízkých sazeb pro vnitřní a vnější rovnováhu ekonomiky nebo pro finanční stabilitu, která dnes rozpoznáváme pouze obtížně a která jsou v současnosti vnímána pouze v nejasných konturách, považuje za reálná.

M. Hampl: K názoru na ekonomickou situaci, tak jak ho prezentoval, dodává, že jeho úvahy jsou platné za předpokladu, že se nematerializují exogenní rizika popsána například alternativními scénáři. Vyjadřuje lehké zmatení nad debatou týkající se vztahu Asie respektive Číny a Německa. Připomíná nedávnou analýzu struktury německého vývozu, ze které vyplynulo, že objem vývozu Německa do Číny je relativně velmi malý. Velký objem německých exportů směřuje do oblastí EU nepoužívajících euro. Táže se, zda úvaha o velkém dopadu Číny na německý export je opravdu relevantní.

T. Holub (ředitel SMS): Podíl německého vývozu do Číny je relativně malý, ale v případě Číny se jedná o nejrychleji rostoucí trh. Je to marginální trh, kde je ale německý export schopen dosahovat výrazných přírůstků. Shodou okolností byla na jednání MPC minulý týden prezentace, ze které vyplynulo, že hlavní rozdíl mezi exporty Německa a Itálie není ve schopnosti vyvážet na evropské trhy, ale to, že Německo bylo schopné zachytit nárůst poptávky v Asii a v Latinské Americe.

M. Singer: Upozorňuje na pokles inflačních očekávání ze 7 % na 2 % během deseti měsíců na přelomu let 2008/2009, což bylo období konjunktury (růst mezd dosahoval 7 %, růst HDP okolo 6 %). Ve zpětném pohledu byla v té době komunikace ovlivňující inflační očekávání velice

intenzivní, ale nejednalo se o neřešitelný problém. Předpokládá tedy, že je v silách ČNB komunikačně zvládnout menší šok, který se navíc objeví v podmínkách teprve začínajícího oživení.

K poznámce M. Hampla o relevanci vlivu Číny na německý export doplňuje, že spíše hovořil o marginálním vlivu na ceny komodit. Připomíná studie, které ukazují, že pohyby ve spotřebě ropy v Číně mají významný vliv na světové ceny ropy.

Poznamenává, že Německo vyváží méně než polovinu objemu vývozu do eurozóny a více jak polovinu do EU, tj. zhruba 20 % německého vývozu putuje do zemí EU mimo eurozónu. Domnívá se, že výrazné množství vývozu z ČR putuje také do Asie.

P. Řežábek: Meziroční růst HDP za první čtvrtletí dosahující hodnoty 2,8 % považuje za velmi nízký. Uvážíme-li, že velikost českého HDP na obyvatele v poměru k průměru EU je zhruba 80 % a uvážíme-li, že meziroční růst HDP eurozóny byl v prvním čtvrtletí 2011 roven 2,5 %, považuje růst v ČR za nízký.

L. Lízal: K diskuzi o vývozech do Asie poznamenává, že nedávno provedená analýza, na které spolupracoval, ukazuje, že ČR do Asie vyváží především přes Německo, nevyváží tam přímo.

M. Singer: K diskuzi o vývozech do Asie poznamenává, že z diskuze s firmou Škoda vyplynulo, že tato firma vyváží automobily do Asie přímo.

L. Lízal: S ohledem na diskuzi o GRIPu považuje za uklidňující, že i v případě vyššího růstu zahraničí efekt na domácí ekonomiku nebude, díky změnám v kurzu, výrazný. Nemyslí si, že pozorované signály oživení představují relevantní argument pro změnu pohledu na stávající prognózu.

Nevnímá odchylku inflace od inflačního cíle ve směru nahoru či dolů o hodnoty okolo 0,1 p.b. jako relevantní. Historicky byla ČNB spíše pod inflačním cílem, pro zachování kredibility by mělo být rozložení skutečných hodnot okolo inflačního cíle rovnoměrné.

E. Zamrazilová: Obává se, že dochází ke klasickému psychologickému jevu, v rámci kterého hodnotíme budoucnost podle minulosti. Hodnocení inflačních očekávání jsou založena na nedávné minulosti, na faktu, že ČR byla nízkoinflační ekonomikou a období nízkého růstu cen zažívala většina vyspělých ekonomik. Zdá se jí, že není připuštěna možnost změny. Na začátku krize bylo několikrát řečeno, že svět po krizi bude jiný. Netvrdí, že to tak nutně bude, ale domnívá se, že toto riziko je podceňováno. U tohoto rizika by raději byla na „safe side“. Růst sazeb dříve o měsíc či dva nevnímá jako výrazné riziko pro vývoj české ekonomiky.

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: Michal Franta, poradce bankovní rady