

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 22. září 2011

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 6. situační zprávy

M. Singer: Přehodnocení výhledu zahraničního vývoje v rámci 6. situační zprávy je v souladu s pesimismem, který v poslední době charakterizuje diskuse evropských výborů.

V. Tomšík: Situační zpráva dobře odráží změnu v náhledu na zahraniční vývoj. Přesto se domnívá, že negativní dopad na českou ekonomiku nemusí být ještě stávající situační zprávou plně doceněn. Souvisejícím rizikem je možné podcenění propadu fiskálních příjmů. Dotazuje se, zda experti vnímají situaci podobně. Dále se ptá, zda jsou v souladu očekávání zpomalení růstu HDP, mírný nárůst zaměstnanosti a pokles nezaměstnanosti. Nemůže se spíše stát, že při zpomalení růstu dojde k poklesu zaměstnanosti a nárůstu nezaměstnanosti a následnému zpomalení růstu disponibilních příjmů a spotřeby domácností? Takovýto vývoj by představoval dodatečné riziko prognózy na protiinflační straně, které GRIP nezachycuje. Vzhledem k velké odchylce (0,6 p.b.) zahraničního vývoje od předpokladů prognózy, která je zachycena nově zveřejňovaným grafem GRIP, doporučuje komunikovat, že tato odchylka by byla menší, pokud by ČNB pracovala se základním, expertně neupraveným scénářem.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále SMS): GRIP obsažený v Situační zprávě vychází ze srpnového Consensus Forecast (dále CF), ve kterém pesimismus nebyl ještě tak patrný. Záříjový CF by skutečně vedl k pesimističtějšímu vyhodnocení rizik pro HDP, je pravděpodobné, že v příští prognóze budeme korigovat odhad růstu dolů. Fiskální riziko tu je, v případě oslabení růstu o 1 p.b. dojde podle dostupných analýz k propadu příjmů v řádu 15-20 mld. Kč, i když samozřejmě záleží na struktuře růstu. Zpětná elasticita je 0,6 (snížení fiskálního deficitu o 1 p.b. vede ke zpomalení růstu o 0,6 p.b.). SMS připraví tematickou přílohu s přehledem minulých diskrečních fiskálních opatření s cílem verifikovat tento odhad. Pokud dojde ke zpomalení růstu, pak samozřejmě dojde i k růstu nezaměstnanosti, a zpomalení příjmů i spotřeby domácností. SMS dodává, že část předpokládaného poklesu nezaměstnanosti souvisí s demografickými faktory. Komunikační problém byl vzat na vědomí, sazby se oproti očekávání nezkorigovaly, citlivostní scénář publikovaný ve Zprávě o inflaci riziko avizoval.

P. Řežábek: Dnes na jednání zaznívá výrazná obava z vývoje v zahraničí. V této souvislosti se dotazuje, zda je možno vyčíslit pravděpodobnost a dopad defaultu Řecka a výraznějších problémů Itálie na českou ekonomiku. Dále žádá o komentář k rozsahu komoditního šoku. Prezentované grafy pracují s dolarovými cenami, pro českou ekonomiku jsou ale rozhodující ceny korunové, takže výsledný efekt záleží na vývoji kurzu eura k dolaru, resp. koruny k dolaru. Je důležité sledovat také regionální strukturu, komoditní šok se dotýká spíše dolarové oblasti. Není tedy dostačující komentovat pouze euro. Doporučuje konzultovat samostatný odbor finanční stability (dále SAO FS) při konstrukci vlastních scénářů vývoje kurzu euro dolar.

Odpověď SMS: Možné dopady problémů Itálie a Řecka by se lišily. Itálie je sice ve srovnání s Řeckem větším obchodním partnerem, ale také mnohem větším dlužníkem. Hlavním problémem tedy nebude přímý vliv v podobě propadu obchodních toků, dominovat bude spíše nepřímý vliv přes věřitelské země a možná přeshraniční finanční nákaza. Jistý odhad poskytuje druhá simulace v Příloze situační zprávy, pozorovali bychom pokles HDP a depreciaci koruny. Grafy ukazující korunové vyjádření komoditního vývoje byly v rámci odpovědi prezentovány. Korunové ceny ukazují, že pohyb kurzu eura k dolaru mírní dopady volatility cen komodit do české ekonomiky.

K. Janáček: Situační zpráva správně ukazuje, že kurzový vývoj se vůči předpokladům prognózy vychýlil směrem k depreciaci. Navíc ČNB má v porovnání s analytiky nejoptimističtější výhled kurzového vývoje, nikdo jiný takové tempo zhodnocení nepředpokládá. Souhlasí s P. Řežábkem, že také dolarový výhled je velmi důležitý. Doporučuje věnovat více pozornosti hodnocení koruny v rámci regionu, korunu nelze vnímat jako měnu nezávislou na vývoji regionu. Je třeba si rovněž uvědomit, že vývoj platební bilance nebude v budoucnu příznivý pro tak rychlou apreciaci. Proto se domnívá, že tlumící efekt kurzu (na inflaci) bude mírnější, než uvádí situační zpráva. Dalším proinflačním rizikem může být průsak rychlého růstu cen průmyslových a zemědělských výrobců, který v předchozích měsících kulminoval, do spotřebních cen. Dotazuje se, jaké časové zpoždění a jaký průsak předpokládá situační zpráva. Upozorňuje dále, že situační zpráva stále nezohledňuje očekávané zvýšení DPH, což je problém, protože mzdová vyjednávání a inflační očekávání odborů toto zvýšení berou v potaz. Pokud odbory prosadí vyšší, než námi predikovaný růst mezd, což může být pravděpodobné vzhledem k vysokým inflačním očekáváním podniků pro tříletý horizont, a navíc ještě prosadí zvýšení minimální mzdy, budeme čelit druhotnému efektu zvýšení DPH a vyšším inflačním tlakům.

Odpověď SMS: Ohledně kurzu byla SMS optimističtější než analytici již při zpracování prognózy, v tom smyslu se nic nemění. Horší výhled zahraniční poptávky bude samozřejmě tlačit na slabší kurz, ale v opačném směru budou působit nižší zahraniční sazby. Regionální aspekt by bylo možno zpracovat pouze expertně. SMS pracuje s časovým zpožděním dopadu růstu cen průmyslových a zemědělských výrobců, průsak není 100%. Neexistuje evidence, že by se zpoždění či velikost průsaku měnila. Ohledně budoucích vyjednávání odborů nepovažuje SMS za pravděpodobné, že by ve zhoršeném ekonomickém výhledu byla jejich vyjednávací pozice tak silná. Očekávání trhu o mzdách se v poslední době posunují směrem pod odhad ČNB, což ukazuje spíše na riziko nižšího růstu mezd. Navíc v minulosti se nikdy nepodařilo navýšit celkový objem mezd, pokud došlo k nárůstu průměrné mzdy, bylo propuštěno více lidí. Očekávání podniků ohledně budoucí inflace pocházejí ze stejného průzkumu jako mzdová očekávání. Údaje je třeba interpretovat velmi opatrně. Na dotazy, proč jsou očekávání tak vysoká, nedokázali respondenti uvést zřetelné argumenty. Číslo je navíc neváženým průměrem, vážený průměr (velikostí podniku) vychází níže (2,7 %).

E. Zamrazilová: Začíná obecným dotazem k inflaci. V posledních dvou měsících pozorujeme poprvé od roku 2002 vyšší inflaci měřenou indexem HICP ve srovnání s inflací měřenou CPI. Odchyly byly v předchozích letech směrem dolů. Je to tedy unikátní situace, kterou by bylo dobré okomentovat. Vyslovuje hypotézu, že odchylka je částečně dána metodologií výpočtu, protože jeden index je založen na geometrickém a druhý na aritmetickém průměru, což může při odlišné variabilitě složek způsobovat odchylku. Vyvíjejí-li se složky podobně, pak je odchylka menší než například v situaci, kdy část složek cenového indexu roste a část klesá. Pokud by index

HICP měřil inflaci přesněji, byla by nyní inflace vyšší (2,1 %) než podle indexu CPI. Dále se dotazuje, zda na straně 3 nedošlo k chybě v tabulce. Inflační očekávání podniků jsou totiž ve tříletém horizontu vyšší (3,8 %) než pro horizont jednoho roku (2,5 %), což neodpovídá intuici, že v příštím roce budou očekávání vyšší v důsledku zvýšení plánovaného DPH a pak dojde ke stabilizaci očekávání na nižší hladině. Pokud to není chyba, pak došlo k výraznému posunu inflačních očekávání podniků směrem nahoru. Dále vznáší dotaz k tabulce na straně 14. Podle tabulky se dva indikátory odchýlily od prognózy v opačném směru: očekávaný pokles jednotkových mzdových nákladů se neuskutečnil (naopak došlo k jejich mírnému růstu) a zároveň se nenaplnil předpoklad růstu produktivity práce. Lze souběh těchto dvou odchylek hodnotit jako proinflační riziko? Oceňuje rozlišení investičních kategorií na straně 19. Žádá o komentář překvapivého nárůstu fixních investic oproti prognóze. Dotazuje se, zda údaj o zvýšení výdajů na cestovní ruch, který dle údajů na straně 21 přispěl k poklesu bilance služeb, lze považovat za signál, že neplatí hypotéza, že domácnosti nemají dostatek finančních prostředků na spotřebu. Výdaje dosáhly 40 mld. Kč, což jsou 2 % spotřeby domácností. Alternativním vysvětlením by mohlo být, že domácnosti nakupují více v zahraničí. Z údajů o platební bilanci je také vidět, že domácnosti začaly více investovat v zahraničí. Oceňuje přílohu o vývoji německé ekonomiky, pro příště žádá o lepší barevné rozlišení grafů. Prosí o dodání informací o podílu jednotlivých zemí eurozóny na obchodu Německa, údaje o obchodních vazbách mezi Německem, Itálií a Španělskem budou důležité při odhadování dopadů dluhové krize.

Odpověď SMS: Rozdíl mezi růstem HICP a CPI je způsoben rozdílnou loňskou základnou, není tam žádná položka, která by sama o sobě rozdíl vyvolala. HICP není přesnější mírou inflace, CPI je cílový index. Vysoká očekávání podniků ohledně inflace na tříletém horizontu nejsou uvedena chybně. Údaje je třeba interpretovat velmi opatrně. Není zřejmé, kdo dotazníky vyplňuje. Na dotazy, proč jsou očekávání tak vysoká, nedokázali respondenti uvést zřetelné argumenty. Číslo je navíc neváženým průměrem, vážený průměr (velikostí podniku) vychází níže (2,7 %). Opačný vývoj jednotkových mzdových nákladů a produktivity práce je následkem propočtu obou indikátorů (jde o účetnictví). Vývoj jednotkových mzdových nákladů nelze interpretovat jako proinflační. Při propadu produktu trvá firmám přizpůsobení mezd a jednotkové mzdové náklady mohou dočasně narůst. Na vysvětlení rychlejších investic nemá SMS zatím utvořen názor. Ohledně nárůstu výdajů na cestovní ruch je třeba mít na paměti, že nákupy v zahraničí jsou započítány ve spotřebě domácností i v dovozu, takže jejich vliv na HDP je nulový. Pokud lidé utrácejí více v zahraničí, o to menší jsou při daném celkovém vývoji spotřeby jejich tuzemské nákupy, což by byl protiinflační faktor. Odpověď na dotaz ohledně podílu jednotlivých zemí eurozóny na obchodu Německa SMS dodá.

L. Lízal: Dotazuje se, zda názor trhu, že poslední zvýšení sazeb ECB bylo chybou, je většinový nebo spíše ojedinělý. Dále žádá o odhady citlivosti vývoje HDP na případnou fiskální restrikcii a citlivosti vývoje fiskálních příjmů na růstu HDP. Prosí o komentář, zda výsledky mzdového vyjednávání odborů, které bylo některými analýzami označeno za nejúspěšnější v regionu, představují nějaké riziko. Ptá se, zda v případě hospodářského zpomalení budou firmy spíše vyčkávat nebo budou spíše propouštět. Jakou reakci firem lze očekávat v porovnání se zkušeností z krize 2008-2009? Prosí také o komentář, zda je česká ekonomika integrována s německou ekonomikou či některými spolkovými zeměmi Německa více než spolkové země mezi sebou.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále SBO): Trhy nyní očekávají většinou pokles po celé délce výnosové křivky. Dnes tedy spíše očekávají možné snížení sazeb, ale situace je zcela jiná

než v červenci. Není možno říci, zda názor, že zvýšení sazeb ECB v červenci 2011 bylo chybou, je většinový. Nicméně tento názor byl zaznamenán, stejně jako i při zvýšení sazeb v červenci 2008.

Odpověď SMS: V případě oslabení růstu HDP o 1 p.b. dojde podle dostupných analýz k propadu příjmů v řádu 15-20 mld., i když samozřejmě záleží na struktuře. Zpětná elasticita je 0,6 (snížení fiskálního deficitu o 1 p.b. vede ke zpomalení růstu o 0,6 p.b.). To jsou stávající odhady. V příští malé situační zprávě bude předložena aktualizovaná analýza, výraznější změny odhadů ale nejsou pravděpodobné. Mzdová vyjednávání by jako tak úspěšná SMS nehodnotila, číslo uváděné odbory je nižší než letošní skutečný mzdový nárůst i než prognóza ČNB. Ohledně reakce firem na zhoršení situace lze říci, že nové konjunkturální šetření, které dnes přišlo, ukazuje na velmi mírný pokles zaměstnanosti a nárůst nezaměstnanosti, což je výrazné zhoršení v porovnání s předchozím šetřením. Informace bude zaslána. Údaje o integraci české ekonomiky ve srovnání se spolkovými zeměmi budou dodány, pokud jsou k dispozici.

M. Hampl: Potvrzuje, že diskuse evropských výborů o zahraničním vývoji skutečně vyznívají pesimisticky. V posledních několika čtvrtletích se daří dobře prognózovat domácí vývoj, rizika jsou do značné míry zahraniční. Dotazuje se, zda je to tím, že se česká ekonomika, včetně kurzového vývoje, usadila a stala se více predikovatelnou. Ptá se s ohledem na Box situační zprávy, zda domácnosti skutečně začaly individuálně agresivně investovat do zahraničních cenných papírů nebo jde spíše o podílové fondy? Oceňuje stanovisko poradce a přílohu situační zprávy. Je dobré si uvědomit, že Německo je „super exportér“ a my s ním máme přebytek, takže jsme „super super exportér“, a že jsme se do této výhodné pozice dopracovali v režimu plovoucího kurzu. Vracíme se zpátky k diskuzi, jak vlastně růst německé ekonomiky ovlivňuje českou ekonomiku. Zdá se, že se situační zpráva, která v předchozích kolech debaty pracovala s neintuitivním vysvětlením, že vyšší růst v Německu povede k apreciaci koruny a následně ke snížení domácích sazeb, přiklonila k intuitivnímu vysvětlení bankovní rady, že vyšší německý růst vyvolá jejich zvýšení. Prosí o komentář, zda k tomuto názorovému posunu SMS směrem k názoru bankovní rady došlo. V souvislosti s Německem se dotazuje, co pro nás bude znamenat, pokud Německo podlehně značným tlakům, aby stimulovalo domácí spotřebu. Pokud by náš vývoz byl spíše vázaný na německý vývoz a ne na německou spotřebu, pak bychom v takovém případě museli počítat se zpomalením domácího růstu. Souhlasí zcela s úvahou o malých a středních podnicích (mittelstand). Takové firmy střední velikosti, které dominují odvětví, ostatně existují i v oblasti centrálního bankovníctví v oblasti bankovek a tisku. Nakonec se oklikou vrací k cestám po Evropě a ptá se, co by se muselo stát, aby SMS navrhla změkčení měnových podmínek.

Odpověď SMS: Predikovatelnost české ekonomiky se nezlepšila. Do zahraničních cenných papírů investují spíše domácnosti s vyšším příjmem, a to přímo do zahraničních podílových fondů. K názorovému posunu SMS (ve věci vlivu zahraničního růstu na domácí sazby) nedošlo. Posun domácích sazeb závisí na tom, zda je negativní šok do zahraniční poptávky doprovázen úvahou o snížení zahraničních sazeb (tj. nejde o jeden šok, ale o kombinaci šoků simulovaných pomocí modelu NIGEM). Toto snížení pak vede k tlaku na snížení domácích sazeb. Příloha rovněž ukazuje, že má jiný dopad šok do kurzu eura k dolaru a šok do zahraniční poptávky. Informace o Německu budou poslány, je pravděpodobné, že náš vývoz je vázán na vývoz i spotřebu v Německu, rozhodující je ale asi vývoz. Stávající doporučení sazby neměnit stojí „na ostří nože“. Nová data vedou ke stabilitě sazeb do konce roku 2012. Ke změně názoru může dojít relativně snadno, převáží-li rizika jedním či druhým směrem. Pokud dále klesnou zahraniční sazby,

rychleji odezní komoditní šok nebo naroste riziková prémie na peněžním trhu, dojde k doporučení snížit sazby.

E. Zamrazilová: Uvádí v souvislosti s obchodním přebytkem vůči Německu, že podle německých statistik má Německo obchodní přebytek s námi. Dotazuje se, zda podle posledních statistik tento problém rozporu dvou národních statistik přetrvává.

Odpoověď SMS: Problém odlišných národních statistik přetrvává. Ze strany Eurostatu padl návrh, aby každá země reportovala pouze vývoz (single flow statistics), tento návrh ale nebyl přijat.

M. Singer: Přidává se k dotazu V. Tomšíka ohledně růstu HDP a rizika propadu fiskálních příjmů. Domnívá se, že pro fiskální příjmy je podstatný také vývoj nominálního HDP a že je tedy třeba analyzovat také citlivost příjmů na růst nominálního produktu. Druhým dotazem navazuje na diskusi o vztahu růstu mezd, disponibilních příjmů a spotřeby domácností. Vidí rozpor mezi prognózou růstu mezd a stávající odchylkou od ní a prognózou spotřeby a stávající odchylkou od ní. Ptá se, zda skutečnost, že odchylky jdou opačným směrem, lze interpretovat jako odraz většího příklonu domácností ke spoření důsledkem velké nejistoty, nebo jde o chybu prognózy, která nevyžaduje komentář. Oceňuje přílohu, kromě barevně nepodařených grafů, a stanovisko poradce.

Odpoověď SMS: Riziko propadu fiskálních příjmů samozřejmě existuje. V případě oslabení růstu HDP o 1 p.b. dojde podle dostupných analýz k propadu příjmů v řádu 15-20 mld.. Zpětná elasticita je 0,6 (snížení fiskálního deficitu o 1 p.b. vede ke zpomalení růstu o 0,6 p.b.). Odchylky prognózy růstu mezd a spotřeby SMS momentálně interpretuje spíše jako chybu prognózy.

E. Zamrazilová: V návaznosti na debatu o intuitivních či neintuitivních dopadech zpomalení zahraničního růstu na domácí sazby se dotazuje, zda SAO FS a SMS pracují s odlišnými modely či předpoklady ohledně dopadů dluhové krize eurozóny. Narozdíl od SMS radí totiž SAO FS mezi dopady dluhové krize výraznou depreciaci (SMS předpokládá spíše posílení) koruny. Bylo by vhodné názory sladit.

Odpoověď SMS: SAO FS užívá model SMS k tvorbě scénářů, šoky pro zátěžové testy jsou definovány přes rizikovou prēmii (zhoršení vnímání ČR a regionu). Minulá zkušenost ukázala, že šoky do rizikové prémie mohou být apreciační i depreciální.

M. Singer: Depreciace je spíše předpokladem SAO FS v rámci tvorby co nejnáročnějších zátěžových scénářů, nejde tedy o prognózu. Navíc historie ukázala, že dluhová krize může vyvolat kurzové šoky oběma směry, není snadné se ex ante rozhodnout, zda koruna posílí či oslabí.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Při pohledu na vývoj všech klíčových ukazatelů vidí zhoršení na celém horizontu prognózy, a to ve všech ukazatelích. Oproti stávající prognóze tedy existuje výrazné protiinflační riziko a nová prognóza bude nepochybně směřovat k nižším úrokovým sazbám. Klade si otázku, jaké jsou důvody pro vyčkávání, když již dnes vidíme takový vývoj na celém horizontu prognózy. Považoval za vhodné se podívat do jednotlivých segmentů. Domnívá se, že SMS nedoceňuje vliv zahraničního vývoje na českou ekonomiku, a zejména na koupěschopnou poptávku, jejíž růst bude oddálen. Nelze očekávat akceleraci růstu HDP v téměř žádné jeho složce. Dodává, že pravděpodobně dojde k dodatečnému krácení veřejných výdajů. Na předcházejících měnověpolitických jednáních probíhala diskuze o vývoji cen potravin. Potvrdilo se, že ceny potravin jsou velmi volatilní a po období výrazného růstu se začaly rychle snižovat. I zde vidí výrazné protiinflační riziko. Nachází tedy pouze jeden silný argument, proč se změnou sazeb vyčkat, a tím je současný vývoj měny, který jde proti předpokladům prognózy. Je otázkou, zda je to důsledkem ekonomického vývoje v ČR, či vlivem našeho regionu, konkrétně Polska a Maďarska. Na odpověď na tuto otázku bude nutno ještě chvíli počkat, přestože riziko vývoje kurzu vnímá velmi silně. Dodává, že je zajímavé sledovat vývoj rizikové premie na bankovním trhu, která v průběhu krize vzrostla, a předpokládalo se její postupné snižování. Je ale možné, že se tento vývoj může zcela zvrátit a při nestabilitě finančních trhů může riziková premie začít opět narůstat. Takový vývoj by implikoval výraznější snížení úrokových sazeb, či alespoň jejich dřívější snižování v ČR (než jinde). Celkově ale vnímá mnoho nejistot, a proto považuje za nejvhodnější dnes vyčkat.

P. Řežábek: Upozorňuje na jisté rozpolcení názoru SMS ohledně očekávaného vývoje kurzu. Pro budoucí vývoj komodit SMS pracuje s předpokladem apreciacie. Z odpovědi na dotaz K. Janáčka z veřejné části ale spíše vyznělo, že se dá očekávat depreciace. Toto téma by mělo být vyřešeno v další situační zprávě. Rizika inflace osobně vnímá jako obousměrná. Proinflačním rizikem je vývoj cen komodit a kurzu. Hlavním protiinflačním rizikem je negativní vývoj v zahraničí. Základním vodítkem pro jeho dnešní rozhodování je pohled reálné ekonomiky na stávající situaci. Z řady signálů lze usuzovat, že podniky preferují minimum zásahů ze strany autorit a dokáží se s problémy vyrovnat samy. Protože stabilita je pro podnikovou sféru důležitější než rychlé reakce, preferuje v tuto chvíli rovněž vyčkat. Pokud by dnes došlo ke změně sazeb, a to v jakémkoliv směru, není zřejmé, jaké by to mělo dopady na vývoj kurzu a dalších veličin. Reálná ekonomika by měla dostat šanci pokračovat v současné situaci dalšího 1,5 měsíce.

K. Janáček: Shrnuje, že za hlavní proinflační faktory považuje slabší kurz, tedy nižší tempo apreciacie či její zastavení, a to jak vůči euru, tak i vůči dolaru. Slabší kurz může mít důležitý efekt na ceny dovážených komodit. Dále existuje jisté oživení na trhu práce, doprovázené vyšším nárůstem mezd, než jaký byl očekáván v první polovině roku. Nakonec vyjadřuje přesvědčení, že vliv sekundárních efektů zvýšení DPH bude vyšší, než předpokládá SMS. Za hlavní protiinflační faktory považuje nižší výchozí inflaci, zpomalující se dynamiku růstu domácího HDP i pokles růstu evropské ekonomiky, především relevantní části eurozóny. K tomu se přidává dramatický nárůst nejistot vyvolaný opětovnou eskalací finanční a bankovní krize v eurozóně. Tyto nejistoty mohou mít nepředvídatelný vliv na vývoj kurzu české koruny. Při všech existujících nejistotách je obtížné porovnat váhu proinflačních a protiinflačních faktorů. Podle jeho názoru žádné z nich

nepřevažují. Za této situace nedoporučuje změnu sazeb a upřednostňuje postoj „počkej a uvidíš“ („wait and see“).

E. Zamrazilová: Poznává, že dnešní rozhodování je pro ni nejsložitější od prosince 2009. Je stále pevně přesvědčena, že sazby nižší než 1 % nemají opodstatnění při růstu ekonomiky, byť růst zpomaluje pod 2% a inflace je blízko cíle. Souhlasí ale, že takto uvolněná měnová politika má své místo v recesi či při její hrozbě, která souvisí s vývojem v zahraničí. Nevidí žádné možné řešení situace eurozóny, které by mohlo zklidnit současnou krizi důvěry. Toto představuje významnou nejistotu, která se může odrazit na celém horizontu prognózy. Krize důvěry může vézt k razantnímu zpomalení ekonomického vývoje u hlavních obchodních partnerů ČR, především Německa, se všemi negativními důsledky pro českou ekonomiku v příštím roce. Na druhé straně považuje za velmi zneklidňující vývoj kurzu. Chtěla by připomenout, že od posledního měnověpolitického jednání kurz oslabil vůči euru o 2,8 % a o podobnou hodnotu je pak i nižší oproti prognóze. Meziročně kurz vůči euru oslabil o 1,5 %. U dolaru je situace ještě dramatičtější. Od posledního rozhodování kurz vůči dolaru oslabil o více než 6,5 %. Toto má pochopitelně dále implikaci do dovozních, produkčních a potažmo i spotřebitelských cen. Je zjevné, že zlepšení ratingu ČR posílilo kurz koruny pouze velmi krátkodobě. Vyjadřuje názor, že diferenciál 75 bazických bodů oproti eurozóně je již natolik významný, že nepřitahuje zájem ke koruně. Malé otevřené ekonomiky, které jsou závislé na výkonu velkých zemí eurozóny, nejsou považovány za bezpečný přístav, jak se již ukázalo na případu Norska a Švédska. Toto nepochybně platí i pro ČR. Za proinflační riziko dlouhodobě považuje ceny agrárních komodit, potažmo ceny potravin. Domnívá se, že problém nerovnováhy nabídky a poptávky bude přetrvávat přinejmenším v celé další dekádě. Převažuje názor, že zvýšená volatilita agrárních cen a obecně cen komodit na úrovních posledních tří let bude i nadále pokračovat. Toto představuje výrazné proinflační riziko, jehož materializaci již lze pozorovat na dvouciferném růstu cen některých základních potravin. Na rozdíl od prognózy nepovažuje možnost výrazné korekce cen agrárních komodit za realistickou. V celku tedy považuje bilanci domácích rizik spíše za proinflační, ale riziko silného oslabení zahraniční poptávky je velmi vysoké, což hovoří pro zachování sazeb na současné hodnotě. Rovněž s ohledem na komunikační aspekt by dnes považovala zvýšení sazeb za problematické. Pravděpodobně vyčká na další prognózu a další vývoj v zahraničí.

L. Lízal: Zdůrazňuje, že nevidí žádné dlouhodobé proinflační tlaky. Domácí i zahraniční rizika vnímá zejména s ohledem na hospodářský růst. Domnívá se, že tato rizika jsou natolik závažná, že dnes již není vyloučena krize ve tvaru písmena „W“. Výhledy pro Evropu i USA naznačují, že bychom se touto alternativou měli vážně zabývat. Na straně proinflačních rizik vidí především velmi volatilní kurz. Krátkodobá volatilita kurzu je ale něco jiného než jeho dlouhodobější trend. Uvedl, že měnová politika (měnové podmínky) je dána i měnovým kurzem, avšak není vhodné reagovat na krátkodobou volatilitu. Za další proinflační riziko považuje tlaky při mzdových vyjednáváních. Ztotožňuje se ale s názorem SMS, že firmy zřejmě budou držet celkovou velikost mzdových prostředků na konstantní úrovni. Za zásadnější riziko považuje možnost náklady z finančních trhů, která nadále prohlubuje riziko hospodářského vývoje ve tvaru písmena „W“. Při porovnání všech rizik považuje stabilitu sazeb za jedinou rozumnou alternativu. Pro volbu jiné alternativy by bylo třeba mít podstatně lepší argumenty. Rovněž s ohledem na komunikační stránku považuje vyčkávání za důležité. Nebylo by vhodné vysílat signál, že ČNB vidí situaci

nepříznivě; pro takové rozhodnutí bude třeba mít k dispozici velkou situační zprávu. Závěrem se dotázal SMS, zda může definovat hranici linearity modelu g3. Dále poznamenal, zda by v současné situaci nebylo vhodné využít další citlivostní analýzy.

T. Holub (ředitel SMS): U úrokových sazeb je pochopitelně hranice na nule. U ostatních veličin může SMS zapracovat nelinearity pouze pomocí expertních zásahů. Modelový aparát vznik nelineárních efektů neumožňuje. Je možné, že v nové prognóze bude expertních zásahů více. Např. u kurzu mohou být zapracovány šoky do rizikové premie, v jednom či druhém směru, ale může dojít k expertním zásahům i u dalších veličin. Není ale možno přesně říci, kde je hranice linearity.

M. Hampl: Jeho pohled na vývoj ekonomiky je více pesimistický a bilance rizik více protiinflační než na minulém zasedání. Poukazuje na tendenci krátkodobého uvažování od jednoho měnověpolitického zasedání k druhému. S ohledem na současný vývoj na evropských finančních trzích, je třeba vidět věci v kontextu. Domnívá se, že dnešní situace se více než kdy jindy podobá roku 2008. Dnes je ale již zřejmé, že neexistuje žádný věřitel poslední instance (lender of last resort). K žádné vládě se již nedá jednoduše přijít požádat o podporu. V kontextu zahraničního vývoje lze očekávat následující: poptávka po exportech se bude snižovat, domácí poptávka zůstane nadále utlumena, vládní spotřeba je slabá a v budoucnu bude spíše negativně ovlivňovat poptávku domácností a konečně finanční sektor v mnoha zemích EU je v procesu zjevného deleveragingu, který nebude ani rychlý, ani bezbolestný. Na rozdíl od E. Zamrazilové si nemyslí, že neexistují řešení. Zahraniční diskuze ho ale přesvědčují, že není vůle, či spíše vůbec neexistují institucionální podmínky, aby se některá řešení mohla realizovat. Absenci vhodných institucionálních podmínek přisuzuje zvolené variantě integračního procesu, ale nepovažuje v současnosti debatu na toto téma za přínosnou. Domnívá se, že pokud v Evropě byla zvolena cesta postupného deleveragingu všech sektorů, může evropské ekonomiky čekat několik velmi chudých let. Tyto skutečnosti nepochybně budou mít rovněž vliv na měnověpolitické uvažování. Nemyslí si ale, že nastíněná situace by měla něco implikovat pro dnešní rozhodování. Zcela souhlasí s návrhem komunikační strategie SMS. Připomíná, že sám se v podobném duchu pokoušel v poslední době hovořit. Souhlasí, že je třeba mít na paměti riziko vývoje kurzu koruny, ale jeho současnou fluktuaci je nutno vnímat v kontextu našeho regionu. Vyjadřuje přesvědčení, že v Polsku a Maďarsku by byli nepochybně velmi rádi, kdyby se jejich měny pohybovaly pouze tak jako koruna. Pokud koruna dobrou pozici v rámci regionu neztratí, pak vývoj kurzu představuje spíše krátkodobé riziko. Kdyby měl své doporučení shrnout do jedné věty, tak by rozvinul doporučení K. Janáčka na „počkej a uvidíš, ale buď připraven okamžitě jednat“ („wait and see but be prepared to act immediately“).

M. Singer: Zvažuje, do jaké míry je jeho dnešní vnímání věcí ovlivněno včerejší návštěvou zasedání Generální rady Evropské rady pro systémová rizika (GC ESRB) ve Frankfurtu. Souhlasí s M. Hamplem, že spíše než o konkrétních hodnotách indikátorů je důležité přemýšlet v kvalitativních pojmech. Podobně jako v letech 2008 a 2009 možná brzy již nebude poměrování jemných odchylek od prognózy zajímavé, protože mnoho věcí se bude odchylovat o procenta. Připomíná, že do současného stavu vstoupily vyspělé ekonomiky nejen s nedostatečnými institucemi, ale rovněž s veřejným dluhem, který výrazně omezil jejich prostor pro stabilizaci. Dodává, že vlády se pokusily fiskální nástroje použít, ale velmi rychle narazily na omezení dané

nízkou kredibilitou dlouhodobého fiskálního trendu. Potenciál fiskální politiky se ukázal při současné finanční krizi jako zcela nedostatečný. Obrazně řečeno „pacient byl uprostřed odpojování kapaček donucen běhat“. Výsledkem byla proticyklicky působící fiskální konsolidace, kterou ovšem do značné míry prognóza očekávala. Vyjadřuje názor, že rychlost změn v budoucnu může být velmi překvapivá. Při uvažování v celkovém kontextu vidí dva možné scénáře budoucího vývoje vyspělých ekonomik. První lze nazvat jako spojitý a lineární. V rámci tohoto scénáře eurozóna a USA současnou situaci vyřeší, dojde k relativně mírnému zpomalení jejich ekonomik, Řecko zůstane součástí eurozóny a nedojde k otřesu žádné systémově významné finanční instituce. Druhý scénář lze popsat řetězovými a zpětnými efekty. Eurozóna výrazněji změní svoji kompozici, objeví se deflace a žádné hospodářsko-politické nástroje již nebudou k dispozici. Doplňuje, že kdyby měl vycházet ze včerejšího jednání ESRB, tak by musel přisoudit druhému scénáři podstatně vyšší pravděpodobnost. Dodává, že v současnosti je pro něj paradoxně nadějí jen zkušenost, že zahraniční kolegové před léty 2007 a 2008 podcenili problémy svého finančního sektoru a že dnes naopak situaci vidí více pesimisticky, než odpovídá realitě. V každém případě v budoucnu dojde k deleveraningu, růstu nejistot, zkracování rozhodovacích horizontů, výprodeji zásob a zajišťování hotovosti, dále lze očekávat pokles trhů i cen nemovitostí. Představitelé bank před několika měsíci hovořili o rozvoji, zatímco dnes se baví o další vlně snižování nákladů. Pro ČR budou předchozí skutečnosti nepochybně znamenat fluktuaci koruny, vývoj kurzu koruny ale může jít oběma směry. Dodává, že fluktuace do 3 % je v rámci meze jeho tolerance, ale třeba při 5% fluktuaci kurzu by již bylo nutno komunikačně reagovat. Ze své podstaty nebude možno komunikaci zcela vyladit a kurz může reagovat příliš silně. Komunikace ČNB tedy bude schopna pohybu kurzu zvrátit, ale již ne je hladce ustálit. Dále nepochybně dojde k poklesu poptávkové inflace. Jediným proinflačním rizikem bude růst dovozních cen. Závěrem konstatoval, že ani v roce 2008 nepřikládal takovou pravděpodobnost scénáři, že ČNB nebude pro měnovou politiku používat pouze úrokové sazby. Shoduje se s M. Hamplem a SMS, že je třeba začít komunikovat možnost pohybu sazeb oběma směry. Dále začne zdůrazňovat vztah mezi očekávanou trajektorií úrokových sazeb a směnného kurzu a skutečnost, že rizika jsou primárně protiinflační. Stále zastává názor, že by se sazby měnit neměly.

V. Tomšík: Zdůraznil přesvědčení, že přestože v krátkém období může jít vývoj kurzu oběma směry, v dlouhém období existuje prostor pro udržení apreciačního trendu, protože česká ekonomika má konvergenční potenciál. Zcela souhlasí s tím, že Evropa již dnes zažívá delevaraging. Ochota a hlavně schopnost vlastníků bank navýšit kapitál je slabá, veřejné záchranné zdroje (back-stop) jsou velmi omezené, když vlády mají problémy se svými veřejnými financemi. Je tedy otázkou, kde vzít zdroje na tuto kapitalizaci a zajištění bank. Nálada je velmi pochmurná a je otázkou, kdy dorazí i do ČR. Plně souhlasí s doporučením „počkej a uvidíš, ale buď připraven okamžitě jednat“ a zdůrazňuje, že důvěrné varování ESRB znělo „ESRB je připravena vyhlásit stav krize.“ („ESRB stands ready to declare emergency.“).

M. Singer: Dodal, že ESRB vydá další varování představitelům vlád. Doplnil, že věta zněla spíše „ESRB je připravena požádat Generální radu o vyhlášení stavu krize.“ („ESRB stands ready to ask General Council to declare emergency.“).

V. Tomšík: Plně souhlasí s M. Singerem, že je nutné mít na paměti, že situace se může měnit velmi rychle. Pro dokreslení připomíná, že ČR měla v roce 2007 ekonomický růst 6,1 % a v roce

2009 -4 %, tedy během dvou let poklesl hospodářský růst o 10 p.b. Toto mělo samozřejmě velký dopad na veřejné finance a spotřebitelskou poptávku v ČR. Domnívá se tedy, že zahraniční vývoj může i dnes českou ekonomiku výrazně ovlivnit.

M. Hampl: S ohledem na historický záznam by chtěl doplnit dvě poznámky. Souhlasí s M. Singerem, že zásadní katastrofy našťastí přicházejí nečekaně, což může být v současné době určitým zdrojem optimismu. Na druhou stranu je přesvědčen, že v evropské diskuzi a konání se dělá hodně pro přivolání špatných důsledků. Když se před třemi lety začala diskutovat pravidla pro finanční sektor, bankovní rada s některými návrhy nesouhlasila, což bylo dáno stavem sektoru v ČR a osobním přesvědčením jejích členů. Dnes se již ukazuje, že tyto úvahy šly ve směru větší stability finančního sektoru v situaci pokračujícího deleveragingu. Není příliš povzbudivé, že v evropské diskuzi je i při současné situaci nadále uplatňována klasická strategie „agenda-thinking“, kdy se jedná o jednotlivých bodech bez kontextu. Současná činnost evropských institucí a výborů vede k maximálnímu zneatraktivnění investic do finančního sektoru, a to v situaci pokračujícího deleveragingu. Dle jeho názoru existuje riziko, že toto konání bude za třicet let v učebnicích označeno za stejnou chybu jakou bylo zpříšňování měnových podmínek při velké depresi ve 30. letech. Skutečnost, že institucionálně není možno jít za jednotlivé body agendy a řešit věci jinak, opět potvrdila jeho zkušenost z posledního jednání výboru ECOFIN. Toto vnímá negativně zvláště v situaci, kdy na příštím zasedání Ekonomického a finančního výboru EU (Economic and Financial Committee EU) mají ministři dostat varování před stavem krize.

P. Řežábek: Chtěl by připomenout skutečnost, která byla několikrát zmíněna na minulém jednání a kterou na dnešním jednání vyslovil pouze M. Lízal, a to že žádné inflační tlaky nejsou patrné. V souvislosti s diskuzí o finančním sektoru je skeptický již delší dobu. Při porovnání přístupu USA a Evropy je zřejmý rozdíl. USA jasně definovaly časové limity, do kdy musí finanční sektor konat, zatímco Evropa zvolila podstatně měkčí cestu. Evropské finanční instituce mohly být rekapitalizovány, kdyby se nenechalo řešení na nich samotných, respektive na jejich majoritních vlastnících, kteří by zvýšením kapitálu přicházeli o zisk. Nebyla vůle do bank rychle investovat další prostředky a panovalo přesvědčení, že si banky na rekapitalizaci vydělají samy. Domnívá se, že pokud Evropa neotevře své finanční instituce přílivu jiného kapitálu, nebude rekapitalizace možná.

E. Zamrazilová: Zdůraznila, že je třeba mít na paměti proinflační rizika plynoucí z trendově rostoucích cen agrárních komodit a potenciálně i komodit jiných. Tato rizika by se materializovala především, pokud by se dlouhodobě potvrdil slabší kurz koruny vůči prognózované trajektorii.

M. Singer: Doplnil, že jeho dříve zmíněný optimismus byl míněn spíše jako sarkasmus. Souhlasí s názorem L. Lízala a M. Hampla, že hlavním důvodem pro snížení sazeb je, aby ČNB neznejistila spotřebitele, že ví něco více. Dodal, že komunikační rovina je pro něho tentokrát významným důvodem, proč okamžitě nereagovat. Plně se ztotožňuje s postřehem M. Hampla o „agenda-thinking“ a souhlasí s tím, že Evropa odrazuje investice do finančního sektoru. Nedomnívá se však, že řešením by bylo odmítnutí veškerých navrhovaných regulačních opatření. Vhodné by bylo spíše z nich vybrat ta, která přispívají k investování, důvěře ve finanční sektor a

jeho transparentci. To by považoval za systémový přístup, protože není pravdou, že až do vypuknutí krize bylo ve finančním sektoru vše v pořádku. Souhlasí ale, že zkušenost posledních let vybízí k pochybnostem o vhodnosti současného přístupu.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy bankovní rada jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovali Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Pavel Řežábek a Eva Zamrazilová.

Zapsal: Bořek Vašíček, poradce bankovní rady