

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 21. prosince 2011

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 8. situační zprávy

V. Tomšík (v diskuzi o měnovém kurzu): Na poslední straně situační zprávy (str. 39) se objevují dvě hypotézy o současném vývoji měnového kurzu. První je, že kurz koruny v posledních třech měsících odráží rostoucí nervozitu investorů, a to zejména z důvodu prohlubující se dluhové krize v eurozóně. Druhou hypotézou je, že za kurzovým vývojem je rovněž třeba hledat domácí faktory, zejména vývoj platební bilance. Nicméně komentář k vývoji platební bilance v předchozí části situační zprávy má zcela jiné vyznění. Schodek běžného účtu platební bilance je ve třetím čtvrtletí 2011 ve srovnání s predikcí téměř o 31 mld. Kč nižší, což by mělo vést k apreciaci koruny. Jediný údaj v platební bilanci, který by mohl směřovat k depreciační koruny, je meziroční pokles celkového salda portfoliových investic o téměř 80 mld. Kč. Situační zpráva vývoj portfoliových investic vysvětluje prostřednictvím absence emisí vládních dluhopisů na zahraničních trzích. Nicméně emise dluhopisů v zahraničí by měly být zajištěny a neměly by mít dopad na kurz. Vyjadřuje obavu, aby slabší kurz neovlivnil dlouhodobou prognózu rovnovážného kurzu. Žádá o komentář.

K. Janáček (v diskuzi o měnovém kurzu): Připojuje se k dotazu V. Tomšíka.

E. Zamrazilová (v diskuzi o měnovém kurzu): Souhlasí s V. Tomšíkem, že situační zpráva vysvětluje poslední vývoj kurzu prostřednictvím vývoje v platební bilanci, ale v platební bilanci toto vysvětlení není. S ohledem na skutečnost, že běžný účet je příznivější, než bylo očekáváno, a finanční účet je v souladu s predikcí, žádá o vysvětlení argumentu ze situační zprávy.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Velkou část běžného účtu tvoří reinvestované zisky, které nejsou problematické. SMS upozorňuje na dvě položky, které mohou představovat riziko prognózy platební bilance směrem dolů: méně kladné saldo operací vůči EU a vyšší dividendy. Z předběžné analýzy vyplývá, že rizikem platební bilance je rovněž držba vládního dluhu nerezidenty, kde prognóza očekává nárůst o 25 mld. Kč. V případě velmi nepříznivého vývoje dluhové krize v eurozóně může dojít k výraznému poklesu zájmu nerezidentů o tuzemské vládní dluhopisy v řádu desítek mld. Kč. Některé zisky nerezidentů, které jsou statisticky vykazovány jako reinvestované, jsou v podstatě jen nerozdělené. Tyto prostředky mohou být v případě existenčních problémů zahraničních matek českých bank konvertovány do deviz a převedeny do zahraničí. Šlo by opět minimálně o desítky mld. Kč. V minulé situační zprávě již bylo uvedeno, že v letošním roce se očekává výrazný deficit platební bilance bez operací bankovního sektoru, což bylo označeno za riziko směřující ke slabšímu kurzu. Podstatně nižší deficit běžného účtu za třetí čtvrtletí 2011 je sice překvapením, ale jeho hodnota pouze zmírňuje velký deficit platební bilance, který souvisí se zastavením přílivu přímých zahraničních investic i

portfoliových investic. Reinvestice není vhodné zohledňovat, protože představují de-facto pouze účetní položky.

P. Řežábek (v diskuzi k příloze o fiskálních opatřeních): V příloze situační zprávy o dopadech fiskálních opatření by s ohledem na její název očekával konkrétnější analýzu vlivu fiskálních opatření na HDP, nikoliv pouze fiskálních opatření samotných. Žádá o doplnění.

Odpoověď SMS: Analýza vlivu fiskálních opatření na HDP touto přílohou nekončí. Zatím jde o průkopnický příspěvek k identifikaci fiskální diskrece. Analýza dopadů fiskálních opatření do HDP je zde ale uvedena. Pomocí tří metod byly identifikovány zlomy v časové řadě fiskálních dat, poté byly svázány s ekonomickým cyklem a za využití stávajících odhadů multiplikátoru byl kvantifikován jejich dopad do HDP. S těmito odhady SMS pracuje v makroekonomických čtvrtletních prognózách. V příštím roce budou odhady multiplikátorů podrobeny nové analýze, protože již existují nástroje, které umožňují odhady zpřesnit a kvantifikovat multiplikátory pro dílčí složky veřejných příjmů a výdajů.

M. Hampl (v diskuzi k příloze o fiskálních opatřeních): Oceňuje přílohu situační zprávy o fiskálních opatřeních. Je potěšující, že odhady fiskálního multiplikátoru jsou konzistentně menší než jedna a lze jich tedy využít v dalších debatách. Stabilizační či destabilizační poloha fiskální politiky je ale hodnocena z perspektivy, jak změna salda posunula ekonomiku blíže k rovnováze či dále od ní. Z tohoto důvodu z analýzy vychází, že se období procyklické a proticyklické fiskální politiky střídají. Zaniká tak skutečnost, že po většinu sledovaného období existovaly strukturální deficity veřejných financí. Ať již v konkrétním roce změna salda posouvala ekonomiku blíže či dále od rovnováhy, bylo fiskální hospodaření po většinu období spíše špatné, což by mělo být zmíněno.

K. Janáček (v diskuzi k příloze o fiskálních opatřeních): Plánuje SMS také zkoumat vliv politického hospodářského cyklu?

Odpoověď SMS: Je všeobecně známo, že české veřejné finance nikdy nedosáhly střednědobého rozpočtového kritéria. Cílem analýzy bylo především poukázat na skutečnost, že při daných dlouhodobých negativních podmínkách je manévrovací prostor pro fiskální politiku velmi omezen. Co se týče vztahu politického a hospodářského cyklu, je taková analýza možná, protože data voleb jsou známa.

P. Řežábek (v diskuzi o odchylce HICP od CPI): Žádá o komentář, proč se liší inflace měřená pomocí CPI a HICP. Lze očekávat zvýšení tohoto rozdílu, popř. revizi ze strany ČSÚ?

Odpoověď SMS: S ohledem na rozdílný vývoj CPI a HICP již proběhla komunikace SMS s ČSÚ. ČSÚ tímto vývojem znepokojen není, ale přislíbil, že se na odchylku blíže podívá. SMS se ale již sama snažila analyzovat, které položky rozdíl v cenových indexech způsobují. Odchylka vzniká především ve skupině potravin a skupině nájemné, voda, energie a paliva. V národní definici CPI je zahrnuto imputované nájemné, které v současnosti klesá. Při implicitním dopočtu může nezahrnutí imputovaného nájemného (do CPI) vysvětlit přibližně jednu až dvě třetiny rozdílu mezi CPI a HICP. Z minulých debat vyplývá, že vlastnické nájemné by mělo být součástí cenového indexu, protože poskytuje důležitou informaci z trhu nemovitostí, kde nadále pokračuje mírný pokles cen. Z tohoto pohledu tedy domácí CPI zachycuje inflační vývoj lépe než HICP. Na

druhou stranu nebylo možno zjistit důvody pro rozdílnou dynamiku v jednotlivých skupinách potravin.

E. Zamrazilová (v diskuzi o odchylce HICP od CPI): Znamená to, že odpověď SMS k tomuto tématu z předminulé situační zprávy, že jde o rozdíl způsobený zaokrouhlováním, již neplatí? Táže se, zda nemůže být odchylka mezi indexy rovněž způsobena rozdílem výpočtu pomocí aritmetického a geometrického průměru. Geometrický průměr více zohledňuje vyšší volatilitu, zatímco aritmetický průměr bývá obecně plošší.

Odpověď SMS: Vliv zaokrouhlování na odchylku obecně platí, ale jeho význam se v čase mění. Zaokrouhlování může přibližně vysvětlit až 0,2 p.b. rozdílu, ale ne systematicky. Jak již bylo uvedeno, v současnosti lze hledat hlavní rozdíl mezi HICP a CPI v položce imputovaného nájemného a ve skupině potravin. Způsob vážení, tj. použití aritmetického či geometrického průměru, zřejmě není klíčem pro vysvětlení rozdílu. Pokud by tomu tak být mělo, tak by na nižší úrovni agregace bylo možné očekávat bližší vývoj obou indexů a rozdíly by se objevovaly na více agregované úrovni. Toto se ale neděje.

K. Janáček (v diskuzi o cenách potravin a DPH): V současné situační zprávě se zdůvodňuje vyšší nárůst cen potravin hypotézou, že maloobchod reaguje s předstihem na zvýšení sazby DPH a tedy, že cenový nárůst na začátku roku 2012 by měl být jen omezený. Analogie se situací před třemi lety je zřejmě opodstatněná. Nicméně stejně může být opodstatněná hypotéza, že nárůst cen potravin je důsledkem pokračujícího promítání výrazného nárůstu cen komodit na světových trzích v první polovině tohoto roku. Pro tuto hypotézu rovněž hovoří skutečnost, že výrazný nárůst světových cen energií a komodit (včetně komodit zemědělských a potravinářských) se v ČR na rozdíl od řady vyspělých zemí (eurozóna, Velká Británie) do spotřebitelských cen dosud promítl jen relativně omezeně. Stejně tak by se mělo v příští situační zprávě dále pracovat s hypotézou, že dojde ke zpožděnému průsaku růstu cen komodit i v první polovině roku 2012.

M. Singer (v diskuzi o cenách potravin a DPH): SMS se zřejmě bude muset přiklonit k jedné z těchto hypotéz, ale bylo by dobré vypracovat vysvětlující komentář.

E. Zamrazilová (v diskuzi o cenách potravin a DPH): Souhlasí s hypotézou, že růst cen potravin může být ovlivněn předčasným promítnutím DPH. Táže se, jaký je odhad významu tohoto faktoru. Situační zpráva nicméně neuvádí další faktor, který mohl ovlivnit spotřebitelské ceny potravin v listopadu. Tím je říjnový meziměsíční nárůst dovozních cen potravin i nápojů. Od srpna do října došlo k nárůstu indexu z 99,6 na 104,7. V situační zprávě následně chybí analýza dopadu dovozních i výrobních cen potravin (jejichž růst je stále 8 %) do spotřebitelských cen. Je důležité rozlišit, zda se jedná o přímý vliv světových cen potravin, či jde o kurzový kanál, i když v říjnu ještě nebyl kurz tak slabý jako v listopadu. Toto téma by si zasloužilo v příští situační zprávě větší pozornost.

Odpověď SMS: Nejistota ohledně velikosti průsaku DPH do cen existuje. V GRIPu je zanesen relativně konzervativní předpoklad, že podíl předčasného průsaku DPH činní 0,2 p.b. z celkové odchylky nárůstu CPI oproti prognóze 0,5 p.b. Srovnání vývoje cen potravin s ostatními zeměmi v regionu SMS zašle. Vliv nárůstu dovozních cen potravin na inflaci by se neměl přeceňovat, protože ČR dováží komodity jako je káva, kakao či citrusy, jejichž váhy nejsou pro CPI příliš významné. Naopak ceny komodit jako obiloviny, které mají v CPI podstatnou váhu, v poslední

době klesají. Prognóza cen zemědělských výrobců se rovněž naplňuje. U dovozních cen potravin hraje významnou roli efekt srovnávací základny. V meziměsíčním vyjádření je v posledních měsících patrná stagnace.

E. Zamrazilová (v diskuzi o cenách potravin a DPH): S tímto nelze souhlasit, dovozní ceny potravin vzrostly v říjnu meziměsíčně o 2,5 % a nápojů a tabáku o 2,9 %.

Odpoověď SMS: Svou roli může hrát i sezónnost. Celkově jde o kombinaci několika faktorů, mezi než patří sezónnost, efekt srovnávací základny a jistý nárůst, který ale není v kontextu celkového vývoje podstatný. Domácí ceny zemědělských výrobců jsou podstatně silnějším předstihovým indikátorem domácích cen potravin než dovozní ceny.

M. Singer (v diskuzi o cenách potravin a DPH): Táže se, proč SMS nezohlednila v prognóze minulou zkušenost se zvýšením DPH, která je v situační zprávě uvedena, prostřednictvím expertního odhadu.

Odpoověď SMS: Minulá zkušenost s růstem DPH nebyla zohledněna prostřednictvím expertního odhadu, protože nebylo možné ex-ante kvantifikovat velikost tohoto průsaku a ekonomika se nachází ve zcela jiné fázi hospodářského cyklu než v roce 2007, kdy byla přehřátá.

M. Hampl: Není si jist, zda je vzhledem k předchozí diskuzi s odbory očekávání růstu nominální mzdy v příštím roce na úrovni nad 4 % realistické.

Odpoověď SMS: Růst mezd v základním scénáři není příliš realistický, protože se počítá pouze s krátkodobým zpomalením zahraniční poptávky. V současnosti spíše nakračujeme ke scénáři alternativnímu, který předpokládá zpomalení růstu mezd oproti roku 2011.

M. Hampl (v diskuzi o úrokovém rozpětí): Konstatuje, že je pozoruhodné, že se rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo v ČR vyvíjí zcela jinak než v eurozóně (3M EURIBOR – 3M EONIA swap). Táže se, zda je takový vývoj nadále udržitelný a za jakých podmínek by se rozpětí v ČR mohlo začít přibližovat eurozóně.

M. Singer (v diskuzi o úrokovém rozpětí): Připojuje se k dotazu M. Hampla o úrokovém rozpětí.

Odpoověď SMS: Současný vývoj rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo SMS hodnotí velmi pozitivně. Pro eurozónu byl alternativně analyzován i vývoj rozpětí 3M EURIBOR – 1T repo, ale žádná dodatečná informace zde není.

Odpoověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Strnulost rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo pravděpodobně reflektuje skutečnost, že peněžní trh není v ČR (kromě „overnight“ segmentu) příliš likvidní.

L. Lízal: V situační zprávě (str. 15) je uvedeno, že ve výhledu úrokových sazeb v eurozóně (3M EURIBOR) se odrazilo zejména další snížení základních sazeb ECB a poskytnutí dlouhodobé likvidity. Výhled sazeb v Concensus Forecast (dále jen CF) 12 je ale téměř identický jako v CF11. Souvisí komentář s již proběhlým druhým snížením sazeb ECB nebo s očekávaným případným třetím snížením sazeb?

Odpoověď SMS: Komentář o změně sazeb ECB se týká již provedených snížení. Nicméně z aktuálních výhledů vyplývá, že základní sazba ECB může poklesnout až na 0,5 %.

L. Lízal: Žádá o vyjasnění k vývoji veřejných rozpočtů (str. 16). Táže se, zda očekávaný pokles reálného HDP v důsledku fiskální restrikce (poklesu deficitu vládního sektoru z 3,8 % na 3,4 %) v roce 2012 bude opravdu 0,3 p.b.

Odpověď SMS: Dopad fiskální restrikce do HDP je skutečně 0,3 p.b., ale impulz se počítá ze strukturálního, nikoliv z celkového deficitu. Strukturální deficit se sníží o 0,6 p.b., což se při multiplikátoru 0,6 projeví poklesem HDP o 0,3 p.b.

L. Lízal: K vývoji zahraničního obchodu (str. 24) se dotazuje, zda dovozy poklesly více než vývozy i v absolutním vyjádření. Pokud by tomu tak bylo, šlo by o znamení, že útlum nepřichází pouze ze zahraničí.

Odpověď SMS: Domácí objednávky klesají více než zahraniční a došlo i k výraznému propadu investic do zásob, který tlumil více dovozy než vývozy. Toto je znakem velmi utlumené domácí poptávky.

E. Zamrazilová (v diskuzi o ropě): Táže se, zda rozumí správně obrázku popisujícímu zásoby ropy (str. 14), kde je patrný významný pokles zásob. Aktuální hodnota je historicky nejnižší pod pětiletým průměrem. K tomu uvádí, že poptávané množství ropy roste přibližně o 1 mil. barelů denně a přitom se očekává, že cena ropy v korunách (str. 14) bude klesat.

Odpověď SMS: U zásob ropy sice dochází k mírnému poklesu, ale situaci lze považovat za stabilizovanou. Toto je zřejmé i na výhledech cen ropy. Cenové výhledy ropy v situační zprávě jsou odvozeny z tržních výhledů.

P. Řežábek (v diskuzi o ropě): Bylo by možno příště upřesnit, jaká bude kapacita nových ropných polí v USA a poskytnout informaci o možnosti dovozu ropy z pískových polí z Kanady do USA.

Odpověď SMS: Toto téma bylo částečně řešeno v minulém GEVu, kde byl vysvětlován rozdíl mezi cenou ropy brent a WTI.

E. Zamrazilová: V komentáři k vývoji motoristického segmentu v maloobchodě (str. 23) je uvedeno, že údaje mohou být zkresleny reexporty. Lze tomu rozumět tak, že automobil je prodán v maloobchodě a poté je vyvezen?

Odpověď SMS: SMS souhlasí s interpretací reexportů.

E. Zamrazilová: Táže se, zda SMS vidí nějaké mezní hodnoty vzestupu inflace anebo poklesu kurzu, po jejichž dosažení by SMS doporučila měnovou politiku zpřísnit i bez ohledu na očekávaný propad HDP.

Odpověď SMS: Optika SMS je cíl inflace, nikoliv cíl HDP. Pokud by inflační rizika z titulu cenového či kurzového vývoje dominovala nad protiinflačními riziky z důvodu vývoje HDP, SMS doporučí zvýšení sazeb.

M. Singer: S ohledem na závěr na minulém měnověpolitickém jednání, že bankovní rada považuje alternativní scénář za více pravděpodobný, by bylo zřejmě vhodné dopočítat GRIP vůči alternativnímu scénáři.

Odpověď SMS: Je třeba připomenout, že z hlediska krátkodobých prognóz české ekonomiky vycházejí základní i alternativní scénář ze stejných předpokladů. Tedy „domácí body“ v GRIPu

vůči alternativnímu scénáři by se nelišily od stávajících. GRIP vůči alternativnímu scénáři by se naopak lišil u bodu „zahraničí“, kde by došlo k posunu z neutrální polohy směrem k riziku nižších domácích úrokových sazeb z důvodu poklesu výhledů zahraničních úrokových sazeb (alternativní scénář měl výhled domácích sazeb výše než scénář základní). Pokles proinflačních rizik by se pravděpodobně mírně projevil u bodu „inflace“. V bodu „inflace“ jsou totiž zohledněny i výhledy regulovaných cen, které se posouvají směrem k alternativě.

M. Singer (v diskuzi o trhu práce): V komentáři k vývoji průměrné mzdy v nepodnikatelské sféře (str. 20) se uvádí, že úsporná opatření vlády se projevila především na straně zaměstnanosti, ale i tak byla mzdová restrikce mírnější než v předchozích čtvrtletích. Není to ale kauzálně opačně, tj. protože zaměstnanost poklesla více, než se očekávalo, mzdy poklesly méně. K vývoji na trhu práce se rovněž dotazuje, zda existuje nějaké vysvětlení, proč dochází k poklesu pracovní síly.

K. Janáček (v diskuzi o trhu práce): Důvodem poklesu pracovní síly může být, že se od 1.1.2012 poměrně razantně mění podmínky pro odchod do předčasného důchodu a v posledních dvou čtvrtletích se zvýšil počet žádostí o důchody.

Odpověď SMS: SMS byla překvapena jak poklesem zaměstnanosti, tak vývojem mezd ve veřejné správě. Komentář v situační zprávě je pouze konstatování, nejde o implikaci kauzálního vztahu. Souhlasí, že změna podmínek pro odchod do předčasného důchodu může být důvodem pro pokles pracovní síly.

M. Singer: Je možno okomentovat poslední data z Německa, která naznačují, že vývoj je lepší, než byl očekáván? To nepochybně souvisí s orientací německého zahraničního obchodu, který není tolik zaměřen na eurozónu.

Odpověď SMS: Poslední data i předstihové ukazatele z Německa jsou skutečně pozitivní. CF očekává, že čtvrté čtvrtletí 2011 bude lepší, než byl předpoklad prognózy, ale výhledy na příští rok se posouvají směrem dolů.

P. Řežábek (v diskuzi k boxům): Minule vznesl dotaz na teritoriální analýzu zahraničního obchodu. Box 2 v situační zprávě nabízí takovouto analýzu pouze pro Německo. Toto není uspokojivé, protože je třeba provést analýzu pro eurovou a dolarovou oblast.

M. Hampl (v diskuzi k boxům): Děkuje za box 2 o Německu, který navazuje na dřívější diskuzi. Je patrné, že na některé z předchozích otázek není možno odpovědět.

L. Lízal (v diskuzi k boxům): Oceňuje boxy 1, 2 a 3. K boxu 1 uvádí, že by bylo dobré vyhodnotit, zda s ohledem na strnulost předpovědí CF je lepší modelování veličin vstupujících do prognózy či nikoliv. K boxu 3 uvádí, že by byl užitečnější pohled zejména na země bývalého SSSR, s nimiž má ČR důležitější obchodní vazby, než pohled na vzdálené země jako Brazílie.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Česká ekonomika zpomaluje svůj růst. Všechny složky, které by mohly vytvářet proinflační tlaky, klesají. V současnosti roste pouze čistý vývoz, ale i jeho dynamika je nižší, než byla očekávána. Inflační tlaky z domácí ekonomiky tedy nejsou patrné. Nelze samozřejmě přehlédnout, že aktuální inflace je o 0,5 p.b. vyšší, než se očekávalo. Domnívá se, že může platit hypotéza o předčasném průsaku změn DPH. Pro vyhodnocení, zda současný vývoj reprezentuje proinflační riziko, bude třeba počkat na data za leden a únor. Je ale podstatné, že očekávaný nárůst celkové inflace v roce 2012 kvůli DPH je dlouhodobě komunikován. Vývoj inflačních očekávání, především v horizontu 3 let, naznačuje, že jsou pevně ukotvena. Další podstatnou skutečností pro vývoj domácí inflace je situace v eurozóně. I zde ekonomický vývoj zpomaluje více, než jsme očekávali, a od projednávání minulé situační zprávy došlo k výrazné změně u tržních sazeb, kde se vývoj více přibližuje základnímu scénáři než alternativnímu. Vývoj a průběh dluhové krize v eurozóně ale není, a samozřejmě ani nemůže být, zachycen v GRIPu. K domácí ekonomice ještě dodává, že očekávaný vývoj mezd je až příliš optimistický jak v základním, tak alternativním scénáři. Dále poznamenává, že měnové podmínky jsou uvolněnější, a proto není potřeba dnes měnit nastavení měnověpolitických úrokových sazeb.

P. Řežábek: Chtěl by se oprostít od diskuze o jednotlivých detailech, které nejsou v dnešní situaci příliš důležité. Základním měřítkem je zhodnocení významu poptávkových versus nákladových tlaků. S ohledem na domácí i zahraniční ekonomický vývoj nejsou na poptávkové straně inflační tlaky patrné. Průsak nákladových tlaků je obvykle pomalejší. Celkově tedy neexistují výrazná proinflační rizika. Zatímco tuzemská ekonomika sama funguje, v zahraničí existuje výrazná nejistota ohledně budoucího vývoje, která představuje riziko i pro domácí ekonomiku. Zahraniční vývoj není příliš konzistentní, což se projevilo jak v případě politických rozhodnutí o řešení dluhové krize, tak na straně ECB při rozhodování o sazbách.

K. Janáček: Od předchozí situační zprávy pracujeme vedle základního scénáře i se scénářem alternativním a je otázkou, do jaké míry se scénáře naplňují. V současnosti se nacházíme mezi oběma scénáři, ale postupně se blížíme scénáři alternativnímu. Ve vztahu k prognóze je proinflačním faktorem, a tedy faktorem pro vyšší trajektorii úrokových sazeb, především měnový kurz s následnými dopady do dovozních cen a cen výrobců. Protiinflačním faktorem je naopak pokračující zpomalování ekonomické aktivity i současný vývoj nominálních jednotkových mzdových nákladů. Teze o značné nejistotě je v současných podmínkách opodstatněná, což především platí pro vývoj v zahraničí a přístupy k řešení očekávaného nárůstu fiskálního deficitu. Vliv zahraničí v GRIPu je hodnocen jako neutrální, pokud nedojde k další eskalaci krizového vývoje v eurozóně i eskalaci krize na finančních trzích. Proto se jen složitě odhaduje reálnost rizika pro úvěrování domácí ekonomiky plynoucí ze snižování zadlužení (deleveragingu) a plnění nových regulatorních nároků na evropské banky a přenos na jejich české dcery. Ačkoliv je v této situaci složité porovnat váhu argumentů pro a proti zvýšení sazeb, od minulé situační zprávy došlo k jistému posunu k proinflačnímu prostředí. Změnila se trajektorie kurzu a pravděpodobně bude nutno počítat se slabším kurzem pro delší období. Přestože vnímá proinflační rizika jako více významná, v daném momentu nebude doporučovat změnu sazeb především s ohledem na skutečnost, že vývoj jednotlivých ukazatelů je velmi nejednoznačný a nelze vyloučit překvapení ze zahraničí. Proto stejně jako na minulém zasedání považuje za vhodný postoj „počkej a uvidíš“ („wait and see“).

M. Hampl: Jeho vystoupení bude jen velmi krátké. Situaci lze již poněkolidkaté popsat jako „nudu plnou rizik a nejistot“, a proto nepovažuje za vhodné sazby měnit. Souhlasí s měnověpolitickým doporučením SMS včetně doporučení komunikačního.

L. Lízal: Oproti minulé situační zprávě vidí nová proinflační rizika, a to především vývoj kurzu a rostoucí inflaci. Nicméně odchylka kurzu od alternativního scénáře není příliš významná a riziko nevnímá jako významné. Výhledy cen komodit rovněž napovídají, že inflační tlaky nemusejí být tak silné. Z hlediska vývoje domácí inflace souhlasí, že efekt DPH bude hrát roli. Na konci roku, kdy je větší ochota utracet, mají prodejci větší prostor k promítnutí DPH do cen. Bude ale nutná verifikace této hypotézy v čase. Současnou hodnotu inflace nepovažuje za důvod pro změnu sazeb. Jak již zaznělo, k vyjasnění zahraničního vývoje nedošlo a vyhlídky jsou spíše stále více pesimistické. Souhlasí s K. Janáčkem, že se nacházíme mezi základním a alternativním scénářem, a dodává, že žádný ze scénářů neimplikoval, že by bylo třeba razantněji vykročit některým směrem v nastavení měnověpolitických sazeb. Z tohoto důvodu rovněž souhlasí s měnověpolitickým doporučením SMS, ale v komunikaci by více akcentoval některá proinflační rizika.

E. Zamrazilová: Od minulého zasedání se inflace posunula více nad cíl. Měřeno HICP dokonce až k 3 %. Kurz je stále pod prognózou. Pokračuje krize eurozóny a její řešení prozatím neexistuje. Proto existuje pravděpodobnost, že zvýšená averze trhu vůči riziku a také vůči většině evropských měn bude přetrvávat. Současné oslabení kurzu proto nemusí být jednorázovým výkyvem v dosavadním apreciačním trendu, ale může mít trvalejší charakter. Přiklání se k trajektorii kurzu v alternativním scénáři z minulé situační zprávy. Slabý kurz v současné době podporuje externí inflační nákladové tlaky, které měnová politika ovlivnit nemůže, nicméně kurzový kanál měnové politiky by mohl být využit. Dodává, že v otevřené části jednání nedostala uspokojivé vysvětlení vývoje cen potravin. Dovození ceny rostou a dovoz potravin pro spotřebu není marginální. Dle vlastního hrubého odhadu dovezené potraviny a nápoje představují přibližně jednu třetinu jejich spotřeby. Opět zvažuje, zda hlasovat pro zvýšení úrokových sazeb.

M. Singer: Jak již zaznělo, vidí především značná nekvantifikovatelná rizika. Na straně rizik kvantifikovatelných se zdá, že růst v eurozóně se snižuje, vyhlídky CPI a PPI jsou rovněž nižší a očekávání snížení úrokových sazeb se začínají projevovat ve výhledu tržních sazeb. Za zahraniční proinflační faktor považuje především cenu ropy, která může překvapit. Z protiinflačních rizik by chtěl dále zdůraznit, že došlo ke zvolnění tempa růstu nominálních měnových agregátů ve všech komponentech, a to včetně úvěrů. V reálné ekonomice je o něco nižší nezaměstnanost, ale její důvody již byly diskutovány. Naopak máme vyšší inflaci. S vývojem kurzu pak souvisejí dovozní ceny. Při hodnocení GRIPu vůči alternativnímu scénáři vychází rizika ještě více protiinflačně, protože alternativní scénář byl více inflační.

Na nekvantifikovatelné úrovni je stěžejní otázkou, které síly umožnily, že v eurozóně dosud nevypukla akutní fáze krize, a to v situaci, kdy Řecko de-facto „defaultuje“ vůči svým daňovým plátcům tím, že jim nedává vratky. Takovýto vývoj v Řecku byl sice očekávatelný, ale je otázkou, co vše země rovněž neplatí svým dodavatelům. Domnívá se, že toto může být poslední okamžik před neplacením mezd. Z tohoto pohledu žádné dobré zprávy nevidí. Zítřejší jednání Evropské rady pro systémová rizika (ESRB) jistě rovněž nebude důvodem pro optimismus. Na druhou stranu lze hodnotit pozitivně, že dochází ke zlepšení fiskální situace mnoha zemí. Některé země

přijímají opatření, která byla před několika měsíci nepředstavitelná. Některé banky se zbavují špatných aktiv a ECB umožňuje bankám investovat do dluhopisů. Tedy akutnost krize nemusí být tak velká. V celku jsou tedy nejistoty v nekvantifikované zóně vyšší než nejistoty kvantifikovatelné, ale ani ty nejsou důvodem pro aktuální změnu sazeb. Změna sazeb by navíc mohla být interpretována jako prvek naší nejistoty. V komunikaci lze poukázat na inflaci, která je náš klíčový ukazatel a odchyluje se od prognózy. Stabilní inflační očekávání musí být udržena. Celkově je ale vhodné komunikovat vyrovnanou bilanci rizik.

V. Tomšík: Chtěl by se ještě jednou pozastavit nad tím, co se od poslední prognózy změnilo. Jde především o vývoj kurzu, ale ke změně došlo i u úrokového diferenciálu. ČNB v listopadu sazby nezměnila, ale ECB překvapivě sazby snížila a výhledy poukazují na možnost dalšího snížení. Kurz je tedy slabší, než jsme očekávali, ale vývoj úrokového diferenciálu by měl naopak směřovat k posílení koruny. Současný kurz koruny k euru je dán aktuální situací v Evropě, nikoliv úrokovým diferenciálem. Zvýšení sazeb tedy není zřejmě cestou pro přiblížení trajektorie kurzu k prognóze.

M. Hampl: Bude mít k předchozí diskuzi tři poznámky. Ke komentáři M. Singera o akutní fázi krize v eurozóně konstatuje, že tato akutní fáze již v některých částech eurozóny vypukla. Stejně jako byl vývoj eurozóny asymetrický v dobrých časech, tak je i v časech špatných. To samozřejmě souvisí i s předchozím vývojem v jednotlivých zemích a nastavením měnových podmínek. Potřeby refinancování evropských vlád a bankovního sektoru v prvním pololetí roku 2012 mohou přinést nejedno překvapení. K cenám potravin dodává, že souhlasí s vysvětlením SMS. Zkušenost z minulých změn DPH naznačuje, že prodejci předsunují růst DPH do cen v předvánočním období. Přestože se situace z minulosti nemusí opakovat, byl by osobně velmi překvapen, kdyby tomu tak nebylo. Nesouhlasí s V. Tomšíkem, že snížení sazeb ECB bylo překvapivé. Konstatuje, že s ohledem na očekávaný ekonomický vývoj a stav finančního sektoru v Evropě bylo naopak velmi překvapivé jejich předchozí zvýšení. Dokáže si představit, že v současnosti ECB podnikne i další kroky.

P. Řežábek: ECB udělala při nastavování sazeb letos stejnou chybu jako v roce 2008, jednala unáhleně a doplatila na to ztrátou reputace. Bylo by dobré začít více sledovat teritoriální strukturu zahraničního obchodu pro eurovou a dolarovou oblast. Toto by nepochybně přispělo ke schopnosti predikce vývoje domácí ekonomiky. Ke zvýšení DPH dodává, že historické skutečnosti opravdu potvrzují, že při změně DPH k 1.1. ho prodejci před Vánocemi využijí. Dále konstatuje, že dovozní ceny potravin se nemohou do takové míry promítnout do spotřebitelských cen. V rámci dovozu potravin je významný podíl surovin pro masný průmysl, kde je nárůst cen vždy sezónní záležitostí na konci roku a následně vymizí. Vývoj dovozních cen polotovarů pro náš potravinářský průmysl rovněž záleží na velikosti dotací v Evropě. Postupně dochází k jejich snižování, ale to není něco, co by bylo možné ovlivnit.

M. Singer: Souhlasí s M. Hamplem, že předchozí zvýšení sazeb ze strany ECB bylo nepochopitelné. K cenám potravin dodává, že významný podíl základních potravin, jako jsou sýry či masné polotovary, pochází pravděpodobně z Polska. Proto by bylo dobré se podívat i na vývoj kurzu koruny ke zlotému, který může mít výrazný vliv na dovozní ceny. Dále konstatuje, že větší orientaci českých podnikatelů na východ lze hodnotit jako pozitivní. Nicméně ani situace v Rusku

není tak klidná jako před několika měsíci. Rizika se zde mohou materializovat velmi rychle. Poptávkový vývoj ve světě tedy neskýtá příliš důvodů k optimismu.

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