

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 2. února 2012

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 1. situační zprávy

K. Janáček: Chválí situační zprávu. Některé nekonzistence výroků jsou zmíněny ve velmi kvalitním stanovisku poradce, nebude je opakovat.

Cyklus zvyšování cen pohonných hmot ještě není u konce. Vyšší ceny pohonných hmot nemají vliv jen na ceny v dopravě, ale empirická evidence ukazuje, že se rychle přelévají také do cen potravin. Je tento faktor zachycen v prognóze? V prezentaci bylo uvedeno, že ceny potravin jsou proinflačním rizikem prognózy.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Korelace mezi cenami pohonných hmot a cenami potravin je vysoká a tato závislost je v prognóze zohledněna. Vyšší ceny pohonných hmot se již do cen potravin promítly. Kromě cen pohonných hmot má vliv také cena elektřiny. SMS očekává nižší ceny elektřiny než v minulé prognóze, což bude mít opačný dopad na ceny potravin.

M. Singer: Na str. 29 je zmíněno, že lepší klimatické podmínky v roce 2011 vedly k mírnému poklesu cenové hladiny komodit rostlinné výroby ve světě. Zohlednila SMS v prognóze cen zemědělských komodit sklizeň na jižní polokouli, která již začala?

Odpoověď SMS: SMS vychází z tržních výhledů cen agrárních komodit. Pokud je trh agrárních komodit alespoň částečně efektivní, tak by sklizeň na jižní polokouli měla být v těchto tržních výhledech zachycena.

K. Janáček (v diskuzi o sekundárních dopadech změn DPH): Opravdu s koncem letošního roku odezní dopady zvýšení DPH z ledna 2012? Nebudou mít sekundární dopady vliv na inflaci i v roce 2013? Sekundární dopady by byly proinflačním rizikem prognózy.

Odpoověď SMS: Primární dopady počátkem příštího roku odezní, protože jde o účetní dopad vyšší DPH. SMS předpokládá velmi slabé sekundární dopady. Obecné riziko vyšších sekundárních dopadů existuje, ale zatím se nepotvrzuje v šetření inflačních očekávání ani v konjunkturním šetření podniků o očekávaném růstu mezd. Významnějším sekundárním efektem nenahrává aktuální fáze cyklu ani historická zkušenost.

K. Janáček (v diskuzi o sekundárních dopadech změn DPH): Nepovede sjednocení sazeb DPH na 17,5 % v lednu 2013 ke zvýšení inflačních očekávání? Zvýšení dolní sazby může mít výraznější dopad než snížení horní sazby, protože zvýšit ceny je snadnější.

Odpoověď SMS: SMS předpokládá, že snížení standardní sazby DPH se do cen promítne jen částečně, zatímco zvýšení dolní sazby se promítne ve vyšším rozsahu.

V. Tomšík (v diskuzi o regulovaném nájemném): Souhlasí s vyzněním prognózy. V základním scénáři prognózy jsou dobře zakomponována rizika z alternativního scénáře minulé prognózy.

Dotazuje se na prognózu regulovaných cen a regulovaného nájemného. V prezentaci bylo uvedeno, že regulované nájemné se letos zvýší o 19 %. Nájemné se obvykle zvyšuje na počátku roku. Má SMS evidenci, že k tak vysokému nárůstu opravdu dochází? Růst HDP

bude letos nízký a nízký bude také růst kupní síly obyvatel. Kromě toho budou letos na podzim krajské a obecní volby. Toto jsou argumenty spíše pro nižší růst regulovaného nájemného a protiinflační riziko prognózy.

Odpověď SMS: SMS očekává růst regulovaného nájemného v letošním roce o 19 %. Růst regulovaného nájemného se týká statutárních krajských měst. Nárůst na letošní rok byl ve městech mimo Prahu radnicemi odsouhlasen již v minulém roce. Nejistota o výši růstu regulovaného nájemného je pouze v Praze.

E. Zamrazilová (v diskuzi o regulovaném nájemném): Tímto nárůstem deregulace končí?

Odpověď SMS: Deregulace nájemného končí v roce 2012. Letos je tedy poslední šance k výraznějšímu jednostrannému zvýšení regulovaného nájemného. Po skončení procesu deregulace bude zvyšování nájemného možné pouze po dohodě mezi nájemníkem a pronajímatelem, takže to bude obtížnější.

E. Zamrazilová (v diskuzi o prognóze inflace): S ohledem na výši inflace v prvním čtvrtletí 2013, kterou očekává prognóza, považuje předpokládaný meziměsíční nárůst inflace v lednu 2013 za příliš nízký. V období od roku 1997 byl nejnižší lednový meziměsíční růst 0,7 %, průměrně meziměsíční lednový růst dosáhl 1,7 %. Nebudou mít v lednu 2013 vyšší proinflační dopady změny DPH a růst regulovaných cen?

Jestliže bude kromě toho v lednu 2012 meziměsíční inflace vyšší než 1,6 %, bude to znamenat jasný trvalý vzestup hladiny spotřebitelských cen nad prognózu SMS.

Odpověď SMS: Prognóza pracuje se sezónně očištěnými čtvrtletními údaji. SMS může zaslat e-mailem dekompozici prognózy spotřebitelské inflace do jednotlivých měsíců.

Meziměsíční inflace bude v lednu 2012 pravděpodobně vyšší než obvykle kvůli zvýšení DPH, v lednu 2013 se tento vliv opakovat nebude.

M. Singer (v diskuzi o prognóze inflace): Žádá SMS o zaslání informace e-mailem o prognóze spotřebitelské inflace v prvním čtvrtletí 2013 ve srovnání s historií.

K. Janáček (v diskuzi o výhledu zahraniční poptávky): SMS očekává v letošním roce výrazné snížení zahraniční poptávky. Toto snížení není možné označit jako výrazné, protože oproti roku 2009 bude zhruba jen poloviční.

Překvapuje ho, že největší vývozci, zástupci Svazu průmyslu a dopravy a také předseda Mezinárodní obchodní komory jsou ohledně výhledu zahraniční poptávky optimističtí. Podniky mají zhruba do poloviny roku nebo do třetího čtvrtletí plné zakázkové knihy. Anekdotickou evidencí o optimismu podniků argumentoval i M. Singer na minulém měnověpolitickém jednání. Optimismus většinou hlásí podniky, které vyvážejí do Německa nebo přes německé vývozce do Číny. Ke snížení zahraniční poptávky tedy dojde, ale dopad do tuzemské ekonomiky nemusí být tak výrazný.

E. Zamrazilová (v diskuzi o výhledu zahraniční poptávky): Za změnou prognózy HDP stojí zejména zhoršený výhled zahraniční poptávky. Dynamiku vývozu domácí ekonomiky vidí oproti prognóze příznivěji. Poslední předstihové indikátory, například IFO Business Climate Index, ukazují zlepšená očekávání podniků v Německu. To odpovídá poznámce K. Janáčka o příznivé anekdotické evidenci z domácí podnikové sféry.

Odpověď SMS: SMS se omlouvá za nepřesnost v textu situační zprávy. Nedojde k výraznému poklesu zahraniční poptávky, ale k poklesu dynamiky zahraniční poptávky. To je vidět v prognóze růstu vývozu, který na horizontu prognózy neklesá do záporných hodnot.

Reálný růst německé ekonomiky dobře předpovídá indikátor IFO Business Climate Index. Aktuální hodnoty tohoto indikátoru stejně jako Consensus Forecasts neočekávají recesi německé ekonomiky, ale růst. Růst v Německu bude oproti průměru eurozóny vyšší. Consensus Forecasts očekává meziroční pokles v eurozóně o 0,3 %, zatímco v efektivní eurozóně, která zohledňuje obchodní partnery domácí ekonomiky, bude růst o 0,5 %. Vliv vyššího růstu v Německu je tak v prognóze zpracován.

Pokud jde o anekdotickou evidenci z podnikové sféry, SMS potvrzuje, že podniky vyvážející převážně do Německa nejsou příliš pesimistické. Jelikož podniky srovnávají situaci s mimořádně nepříznivým rokem 2009, udržení růstu na úrovni předchozího roku pro ně znamená optimismus. Kladná nula nebo mírná dynamika vývozu v prognóze je tak s touto anekdotickou evidencí v souladu.

Anekdotická evidence z podnikové sféry, kterou zmiňoval K. Janáček, se zřejmě týká pouze velkých podniků, které jsou patrně ve svých výhledech optimističtější než malé podniky.

M. Singer: Anekdotická evidence z podnikové sféry je optimistická. Na str. 34 je ale uvedeno, že nedostatečná poptávka je silící bariérou růstu produkce v průmyslu. Jsou v tomto šetření ČSÚ zastoupeny také stavební podniky nebo ve větší míře malé podniky? Prosí o zaslání odpovědi e-mailem. Toto je jeden z mála zajímavých nekvantitativních indikátorů z podnikové sféry, který má dobrou vypovídací schopnost.

Odpověď SMS: Šetření ČSÚ se týká pouze průmyslových podniků a mělo by zahrnovat i malé podniky. Nedostatečná poptávka sice nedosahuje úrovně roku 2009, ale prudké zhoršování je patrné. SMS zašle detailnější strukturu šetření e-mailem.

E. Zamrazilová (v diskuzi o prognóze čistého vývozu): V prognóze je za zhoršením čistého vývozu vyšší růst dovozu oproti růstu vývozu. S tím nesouhlasí a argumentuje, že předstih růstu vývozu před růstem dovozu je pevně zabudovanou strukturální charakteristikou domácí ekonomiky. Připomíná debatu na předchozích měnověpolitických jednáních. Rychlejší dynamika dovozu oproti vývozu byla zaznamenána pouze ve třetím čtvrtletí 2010 zřejmě vlivem fotovoltaiky, který ale rychle odezněl. Během roku 2011 se pak obnovil předstih dynamiky vývozu oproti dovozu. Podpurným argumentem pro očekávání rychlejší dynamiky reálného vývozu než reálného dovozu je i to, že prognóza předpokládá rychlejší růst dovozních cen oproti cenám vývozu. Rychlejší růst reálného vývozu oproti reálnému dovozu by měl znamenat vyšší reálný čistý vývoz. Prosí tedy o argumenty, aby se mohla ztotožnit s předpokladem o zhoršení prognózy čistého vývozu.

Odpověď SMS: Reálný vývoz je v prognóze vázán na zahraniční poptávku, zatímco reálný dovoz souvisí s vývojem složek poptávky. SMS připouští, že předstih dynamiky vývozu před dynamikou dovozu je dlouhodobý trend, ale letošní rok není z hlediska vývoje zahraniční poptávky typický.

M. Singer (v diskuzi o prognóze čistého vývozu): Žádá SMS o zaslání odpovědi e-mailem.

L. Lízal (v diskuzi o revizi národních účtů): V Boxu 2 na str. 18 se píše, že v důsledku revize čtvrtletních údajů národních účtů došlo ke zvýšení nominálního salda zahraničního obchodu v období do roku 2005, zatímco po roce 2005 došlo ke snížení. Na str. 30 je uvedeno, příspěvek čistého vývozu na růstu HDP se zvýšil. To není konzistentní.

Odpověď SMS: Na str. 30 jsou komentovány reálné údaje o čistém vývozu, zatímco na str. 18 se píše o nominálních údajích. SMS text upraví, aby ten rozdíl byl zřejmý.

L. Lízal (v diskuzi o revizi národních účtů a prognóze kurzu): Minulá prognóza předpokládala, že oslabení kurzu je jen krátkodobé. Nová prognóza očekává slabší kurz a jeho posilování až v delším horizontu. Jaký vliv má na toto přehodnocení prognózy kurzu zveřejněná revize národních účtů?

M. Singer (v diskuzi o revizi národních účtů a prognóze kurzu): Prognóza kurzu je významně přehodnocena ve směru slabšího kurzu. V Boxu 2 je uvedeno, že hlavním faktorem slabšího kurzu, resp. ve směru pomalejšího posilování, je revize nominálního čistého vývozu směrem dolů. Je toto dostatečný argument pro revizi prognózy kurzu, když růst HDP byl revidován jen mírně? V reálném vyjádření je čistý vývoz po revizi vyšší, což by mělo tlačit na silnější kurz.

Odpoď' SMS: Nová prognóza zapracovala revidované údaje národních účtů, kde nominální čistý vývoz je nižší než před revizí. To vysvětluje pozvolnější posilování kurzu na horizontu prognózy. Nominální údaje mají na kurz větší vliv než reálné údaje, protože riziková prémie země se váže na čistá zahraniční aktiva.

M. Singer: Na str. 8 se dočetl, že k posilování kurzu v delším horizontu přispěje opětovné oživení zahraniční poptávky a pozvolné obnovování dlouhodobé reálné konvergence. Přichází se svým staronovým dotazem. Co se mění, že dojde k obnovování reálné konvergence?

Odpoď' SMS: Kurz je v modelu vpřehledící veličina. Prognóza kurzu v roce 2013 není ovlivněna jen oživením v roce 2013, ale také událostmi za horizontem prognózy, kde SMS očekává návrat růstu zahraniční i domácí ekonomiky k normálním hodnotám a také obnovování reálné konvergence. SMS proto zvolila formulaci o pozvolném obnovování reálné konvergence, protože k ní může dojít později.

E. Zamrazilová (v diskuzi o kurzu zlotého a forintu): V posledních dvou až třech měsících zaznamenala, že koruna oslabuje i vůči forintu a zlotému. Je pro to důvod? Slabá koruna se obvykle připisuje vlivu sentimentu vůči celému regionu.

Odpoď' SMS: SMS přímo nesleduje kurz koruny vůči zlotému a forintu.

Odpoď' sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): SBO pro tento vývoj nevidí žádný fundamentální důvod. V minulosti byly zaznamenány spekulace vůči zlotému a forintu financované z korun, to ale nyní není. Neví o tom, že by byly otevírány „carry trades“, které by se financovaly z korun vůči těmto více úročným měnám. Koruna naopak více posílila vůči těmto měnám na konci léta. Možná za tímto posílením bylo uzavírání tehdejších pozic.

Forint trpí výrazně vyšší volatilitou než koruna. Forint v předchozích měsících oslaboval v důsledku negativních událostí ohledně jednání Maďarska s Mezinárodním měnovým fondem a nyní korigoval k silnějším hodnotám. Koruna je naopak stabilnější.

K. Janáček (v diskuzi o kurzu zlotého a forintu): Zřejmě je zatím příliš krátká doba na to, aby bylo možné konstatovat, zda jde o trend či nikoli.

P. Řežábek (v diskuzi o rizikové prémii na peněžním trhu): Riziková prémie na peněžním trhu eurozóny se výrazně mění. Předpokládá SMS dopad do tuzemské rizikové prémie?

L. Lízal (v diskuzi o rizikové prémii na peněžním trhu): SMS předpokládá na celém horizontu prognózy stabilní rozpětí mezi tržními úrokovými sazbami 3M PRIBOR a repo sazbou ve výši 0,4 procentního bodu. Odpovídá tento předpoklad evidenci z minulosti? Dříve SMS předpokládala pokles této rizikové prémie. Předpoklad o výši rizikové prémie má na horizontu prognózy vliv na nastavení měnověpolitických sazeb.

Odpověď SMS: V minulosti byla patrná zpožděná korelace mezi vývojem rizikové prémie v eurozóně a na tuzemském peněžním trhu. Tato závislost vymizela v posledním období, kdy se stupňovala dluhová krize v eurozóně. SMS očekává na horizontu prognózy na rozdíl od minulosti neměnnou rizikovou prémii. S případným nárůstem rizikové prémie by byl konzistentní pokles měnověpolitických sazeb.

V. Tomšík (v diskuzi o úvěrech): Na str. 40 je uvedeno, že meziroční růst úvěrů soukromému sektoru v průběhu čtvrtého čtvrtletí 2011 zhruba stagnoval a v listopadu dosáhl 5,5 %. SMS dále uvádí, že k tomu přispěl zejména slabší kurz koruny k euru a že bez vlivu kurzu by růst úvěrů mírně zpomalil. Růst úvěrů považuje za protiinflační riziko.

Odpověď SMS: Vliv kurzu na poskytování úvěrů je významný. SMS sleduje také vývoj toků úvěrů, což jsou úvěry očištěné o netransakční vlivy, například přecenění vlivem kurzu. Toky úvěrů nevykazují žádné zrychlení. Zrychlení se týká pouze úvěrů poskytovaných v cizích měnách, kde je vlivem slabšího kurzu v korunovém vyjádření vykazován růst.

E. Zamrazilová (v diskuzi o úvěrech): Ve druhé polovině roku 2011 došlo k rychlému obnovení meziročního růstu úvěrů v sektoru podniků na hodnoty přes 6 %. SMS odkazuje na přetrvávající potřebu provozního financování některých podniků. Opravdu tyto úvěry nejsou investiční? Dynamika úvěrů je trvale vyšší než růst nominálního HDP. Ekonomika přitom ve druhé polovině minulého roku zpomalovala svůj růst. Nevidí v tom SMS riziko nerovnovážné tendence?

Odpověď SMS: Nové údaje o růstu úvěrů za prosinec, které byly zveřejněny v době po odevzdání situační zprávy, poskytují stejný obrázek jako údaje do listopadu.

V. Tomšík (v diskuzi o úvěrech a investicích): Prognóza očekává v letošním roce snížení meziročního růstu hrubé tvorby kapitálu, kde model neumí rozlišit fixní investice a zásoby, na 1 % zejména vlivem cyklu. Růst hrubé tvorby kapitálu v prognóze považuje za příliš optimistický. V minulosti byl zaznamenán mnohem větší propad, v roce 2009 meziročně zhruba o 20 %. Uvažovala SMS o dodatečném dopadu procesu snižování finanční páky v zahraničním bankovním sektoru na poskytování nových úvěrů?

Odpověď SMS: Dopad snižování finanční páky v zahraničním bankovním sektoru na poskytování úvěrů podnikům není v prognóze zachycen.

L. Lízal: Na str. 39 je uvedeno, že měsíční tok čistých zahraničních aktiv byl v listopadu záporný, což odráželo vklady domácích podniků u zahraničních bank. Proč podniky ukládají u zahraničních bank?

Odpověď SMS: SMS se domnívá, že jde o vklady podniků u podnikových bank v rámci skupiny. Vyvedením vkladů do zahraničí podniky zřejmě snižují základní jmění. Jde o podniky pod zahraniční kontrolou, které tak dotují podnikovou skupinu. SMS uvedla konkrétní příklad podniku, kde k tomuto došlo.

L. Lízal: Prognóza očekává v první polovině letošního roku nízký růst reálné spotřeby vlády a obnovení rychlejšího růstu ve druhé polovině roku. Je za tímto předpokladem skutečný nárůst vládních výdajů?

Odpověď SMS: Jde o technický dopočet z údaje nominální spotřeby vlády za celý rok, který SMS rozkládá do jednotlivých čtvrtletí a také odvozuje deflátor spotřeby vlády. Dále se v profilu růstu spotřeby vlády odráží efekt základny.

P. Řežábek: Upozorňuje na nekonzistenci mezi růstem průměrné mzdy a růstem objemu vyplacených mezd a platů v letošním a příštím roce. Prognóza očekává stagnaci zaměstnanosti, ale v obou letech je růst průměrné mzdy vyšší než růst objemu mezd a platů.

Odpoověď SMS: Průměrná mzda se týká zaměstnanců přepočtených na plné úvazky. Počet přepočtených zaměstnanců je nižší než počet všech zaměstnanců, proto je při stagnaci zaměstnanosti v letošním i příštím roce růst průměrné mzdy na přepočtené zaměstnance mírně vyšší než růst objemu vyplacených mezd a platů.

M. Singer: Prognóza letos očekává pokles míry úspor. Poradce ve stanovisku poukazuje na to, že sentiment spotřebitelů se zhoršuje a oživení na trhu práce zřejmě nenastane. Míra úspor by tedy neměla klesat.

Odpoověď SMS: SMS předpokládá, že zvýšení DPH povede ke snížení reálného disponibilního důchodu domácností. Domácnosti tedy nebudou schopny financovat spotřebu bez snížení míry úspor. Míra úspor je kromě toho vysoká a osciluje na úrovni kolem 10 %. S ohledem na tento vývoj není předpokládán snížení míry úspor nijak dramatické.

M. Singer: V poznámce na str. 14 je uvedeno, že prognóza předpokládá zahraniční emise vládních dluhopisů v rozsahu 1,5 miliardy eur. Ministr financí ale nedávno hovořil o částce 2,5 miliardy eur. Žádá SMS o ověření tohoto údaje.

Odpoověď SMS: SMS vychází z informací publikovaných Ministerstvem financí ve Strategii financování a řízení státního dluhu České republiky, kde je uvedeno rozpětí 0-3 miliardy eur. SMS zatím předpokládá průměrnou hodnotu. Nové informace SMS ověří a zohlední v příští prognóze.

M. Singer: V kapitole o vývoji inflace z pohledu plnění inflačního cíle SMS uvádí, že přestože celková inflace byla ve čtvrtém čtvrtletí 2011 o 0,5 procentního bodu vyšší oproti prognóze ze Zprávy o inflaci III/2010, příspěvek korigované inflace bez pohonných hmot k této chybě byl -0,9 procentního bodu. Co tato informace říká o úspěšnosti prognózy? Tak výrazný rozdíl nepamatuje.

Odpoověď SMS: Došlo k výraznějšímu nárůstu cen pohonných hmot a cen potravin. V těchto skupinách je nejnižší elasticita poptávky, takže nárůst výdajů na pohonné hmoty a potraviny se v případě rozpočtového omezení obvykle projevuje v nižších výdajích v ostatních položkách, a tedy v nižší korigované inflaci. Kromě toho domácí ekonomika působila více protiinflačně, než SMS očekávala.

M. Singer (v diskuzi o rychlosti obratu peněz): SMS předpokládá, že zpomalení rychlosti obratu peněz se v roce 2013 zmírní. Neměla by naopak zrychlit, když má dojít k oživení ekonomiky?

Odpoověď SMS: Způsob konstrukce prognózy M2 zaručuje na horizontu prognózy návrat k rovnovážným hodnotám. Rovnovážná rychlost obratu M2 je mírně záporná, takže výraznější pokles rychlosti se ve druhé polovině roku 2012 zmírní směrem k této rovnovážné hodnotě. Podobný průběh byl zaznamenán v letech 2009 a 2010.

M. Singer (v diskuzi o rychlosti obratu peněz): Co to říká o měnových podmínkách v roce 2013? Budou uvolněnější?

Odpoověď SMS: SMS předpokládá, že souběh nominálního HDP a peněžního agregátu M2 se dostane do obvyklých proporcí, o měnových podmínkách to tedy nic neříká.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

K. Janáček: Závěry situační zprávy jsou jasné. Vnější rizika jsou stále stejně silná nebo možná i silnější než v předchozích měsících. Zadruhé, nebezpečí dovezené inflace vnímá oproti prognóze silněji. Zatřetí, inflace se bude po celý letošní rok pohybovat poměrně viditelně nad inflačním cílem a možná ještě výše, než očekává prognóza, a že to může potvrdit údaj o inflaci v lednu. Začtvrté, opakuje stejně jako dříve, že s ohledem na jeho zkušenost z období předchozích 20 let se silně obává, že inflační očekávání domácností a podniků se na konci tohoto roku ve světle sjednocování sazeb DPH na 17,5 % zvýší, a tím ovlivní měnověpolitické uvažování o první polovině roku 2013.

Závěr je pro něho stejný jako na minulém měnověpolitickém jednání. Není pro změnu sazeb a jeho postoj je „počkej a uvidíš“ („wait and see“). Souhlasí s návrhem SMS.

P. Řežábek: Ve vnějším prostředí vidí výrazně nejistý výhled v Evropě i v dalších částech vyspělého světa, do kterého se začíná částečně promítat také nejistota rychle se rozvíjejících oblastí jako Čína. V důsledku tohoto nejistého výhledu nelze očekávat významnější poptávkové šoky ze zahraničí. Nákladové šoky ze zahraničí jsou rizikem prognózy oběma směry. V tuzemsku neočekává významnější poptávkové tlaky v důsledku probíhající fiskální konsolidace a nejistoty zahraničního ekonomického vývoje, která se přenáší do domácí ekonomiky s ohledem na její exportní zaměření. Tyto hlavní faktory ve vnějším prostředí a v domácí ekonomice nepovažuje za výraznější rizika prognózy inflace. V současné době jsou inflační očekávání dobře ukotvena a nevidí nic, co by je aktuálně mohlo změnit.

Za těchto okolností se neobává, že v případě jakýchkoli proinflačních nebo protiinflačních tlaků by případně opožděná reakce měnové politiky měla být rizikem pro kredibilitu měnové politiky a pro vývoj inflace v tuzemsku. Větší obavu by měl naopak z příliš aktivní reakce měnové politiky. Souhlasí s návrhem sazby neměnit.

V. Tomšík: Domácí ekonomika zpomaluje svůj růst. Vidí významné změny ve všech složkách. Na otevřeném jednání zmínil, že má velké pochyby o prognóze hrubé tvorby kapitálu. Model bohužel neumí rozlišit celkové investice na zásoby a fixní investice. Zásoby možná porostou, protože podniky vyrábějí na sklad, ale fixní investice mohou být negativně ovlivněny procesem snižování finanční páky v zahraničním bankovním sektoru. To považuje spíše za protiinflační riziko. Dále má pochyby u prognózy spotřeby vlády, kde i SMS připouští riziko dodatečných fiskálních škrťů s negativním dopadem do HDP. Naopak oceňuje, že prognóza spotřeby domácností je více konzistentní s očekávaným růstem objemu mezd a platů.

Dále se věnuje dopadu reálné ekonomiky do inflace. Myslí si, že domácí ekonomika nevytváří inflační tlaky. Je si ale vědom dvou rizik. Prvním rizikem je, zda SMS správně vyhodnocuje dopady změn DPH do inflace. Aktuální inflace je oproti minulé prognóze vyšší. Zatím věří hodnocení SMS, že došlo k předčasnému promítnutí zvýšení dolní sazby DPH do inflace ještě před koncem roku. Tuto hypotézu potvrdí nebo vyvrátí až nové údaje o inflaci. Druhým rizikem je přehodnocení prognózy kurzu vlivem revize národních účtů, kterou ČSÚ zveřejnil před koncem roku. Je otázka, zda se bude vývoz a jeho dopad do kurzu vyvíjet v souladu s novou prognózou. Pro potvrzení bude potřeba vyčkat na nové údaje.

Ve vývoji vnějšího prostředí došlo oproti minulé prognóze k výraznému přehodnocení směrem dolů. Výrazně byl snížen růst v efektivní eurozóně a také výhled tržních sazeb 3M Euribor je oproti minulé prognóze významně nižší. To má dopad na vývoj v domácí ekonomice.

Je velmi rád, že nová prognóza v základním scénáři vstřebala velkou část rizik z alternativního scénáře minulé prognózy a že pro zpracování alternativního scénáře nebyl důvod. Souhlasí s vyzněním nové prognózy.

Dvakrát dnes zaznělo, že inflační očekávání jsou dobře ukotvena. K tomu dodává, že inflační očekávání v horizontu tří let jsou na historickém minimu a aktuálně dosahují 2,1 %. Poprvé se přiblížily k novému inflačnímu cíli platnému od ledna 2010, zatímco dosud byly stále zhruba na úrovni předchozího cíle ve výši 3 %.

L. Lízal: Situační zpráva dobře shrnuje situaci v tom, že vnější svět je stále nejistý. Výhled růstu světové ekonomiky není nepříznivý, ale problémy jsou v eurozóně, kde se nacházejí hlavní obchodní partneři domácí ekonomiky. Vnímá také nejednoznačnou anekdotickou evidenci z domácí podnikové sféry. Podniky na jednu stranu hlásí, že mají zakázky, ale v některých šetřeních je patrná obava z budoucího vývoje. Také se očekává umírněný růst mezd. Na poptávkové straně vidí signály spíše směrem ke stagnaci a nevidí riziko inflačních tlaků.

Na druhou stranu, jak již také zaznělo, došlo v předstihu k průsaku zvýšení DPH do inflace. Dopady změny DPH mohou být v prognóze podceněny. Druhým proinflačním rizikem je možný přenos cenového růstu v zahraničí do domácí ekonomiky.

Celkově se protiinflační a proinflační rizika vyrovnávají. Souhlasí s doporučením SMS sazby neměnit. S ohledem na výše uvedená proinflační rizika z přenosu vyšší zahraniční inflace a možných sekundárních dopadů změny DPH doporučuje v komunikaci neakcentovat pokles sazeb v delším horizontu.

E. Zamrazilová: Politiku nízkých úrokových sazeb provozovanou hlavními centrálními bankami vyspělých ekonomik považuje z řady důvodů za rizikovou a kontraproduktivní.

Věnuje se rizikům prognózy z hlediska plnění inflačního cíle. Nejistý je budoucí vývoj kurzu, který bude pravděpodobně volatilní. Vodítko pro dnešní rozhodnutí v oblasti kurzu proto nenachází. Oproti prognóze vidí dva základní rozdíly. Čistý export bude oproti prognóze pravděpodobně vyšší. V tuto chvíli ale není schopna identifikovat z toho plynoucí domácí poptávkové inflační tlaky. Dále si myslí, že inflace v lednu 2013, resp. v celém prvním čtvrtletí 2013, bude podstatně vyšší než v prognóze, a tím bude pravděpodobně také vyšší v celém roce 2013. Má pochyby, zda v prognóze inflace na počátku roku 2013 platí konzistentně vztahy mezi meziroční a meziměsíční spotřebitelskou inflací na základě bazických indexů.

Dnes jasno nemá. Klíčový bude údaj o inflaci v lednu 2012, který ovlivní její rozhodování na příštím měnověpolitickém jednání. Pokud bude inflace v lednu 2012 vyšší než 1,6 % meziměsíčně nebo 3,3 % meziročně, bude považovat aktuální prognózu inflace za systematicky podhodnocenou.

M. Singer: Nové informace znamenají posun směrem k alternativnímu scénáři předchozí prognózy. Stejně jako většina ostatních členů bankovní rady považuje za uspokojivé, že nebyla potřeba vytvářet nový alternativní scénář a také ho nikdo z členů bankovní rady nevyžadoval.

Slábnou exogenní inflační tlaky plynoucí z nedávno vysokých cen většiny surovin a potravin a oslabuje také zahraniční poptávka. Zesílily naopak nepoptávkové inflační tlaky v české ekonomice v důsledku vyššího růstu cen potravin, zvýšení DPH a slabšího kurzu. Domácí poptávkové inflační tlaky jsou nehmatatelné a nesignifikantní a takové zřejmě zůstanou i v letošním roce.

Hlavní vliv na domácí ekonomiku má vnější prostředí a domácí fiskální politika. Oba tyto faktory tlumí růst domácí ekonomiky. Má ale pochyby, zda tlumí růst tak, jak předpokládá prognóza. Obvykle se nenechává ovlivnit posledními zveřejněnými údaji, ale jeho optimismus, že by růst mohl být oproti prognóze vyšší, poněkud nahlodávají poslední údaje o velmi nízkém růstu v Belgii a jiných zemích. Tyto negativní údaje o růstu v zahraničí mají zpětně vliv na kvalitu zahraničního bankovního sektoru a zvyšují tak negativní smyčku mezi bankovním sektorem a reálnou ekonomikou („vicious circle“).

Je přesvědčen, že fiskální politika bude působit na domácí ekonomiku procyklicky a že bude mít protiinflační dopad. Tímto ale nenavrhuje změnu v komunikaci. Restriktivní působení fiskální politiky bude mít dopad na růst nominální mzdy v nepodnikatelské sféře. To bude tlumit růst mezd v podnikatelské sféře na úroveň přijatelnou pro podnikatele. Průměrná reálná měsíční mzda bude kromě toho také ovlivněna zvýšením DPH. Považuje za významné, že v letošním roce se průměrná reálná mzda sníží a v roce 2013 dosáhne její meziroční růst podle prognózy nijak dramatické hodnoty 2,2 %. Tento obrázek se nemění ani po jeho rozhovorech s podnikateli. Se zájmem si přečetl, že odbory v podniku Škoda Auto vstupují do vyjednávání s „odvážným“ požadavkem, aby růst mezd kompenzoval růst inflace. A to je evidentně pouze vstup do vyjednávání o mzdách.

Kurz možná překvapí, ale v každém případě bude vyrovnávat působení vnější poptávky. Případně vyšší růst povede k silnějšímu kurzu. Inflační dopady plynoucí z vyšší poptávky tak budou tlumeny silnějším kurzem. A také naopak. V případě nižší zahraniční poptávky bude protiinflační tlaky kompenzovat slabší kurz. Z tohoto hlediska nepovažuje kurz za velké téma k debatě.

Je evidentní, co si myslí o měnověpolitickém rozhodování.

V. Tomšík: Měnová politika ČNB je vpředhledící. Bez ohledu na to, jaká bude inflace v lednu nebo únoru 2012, na horizontu nejučinnější transmise se prognóza měnověpolitické inflace pohybuje pod cílem a prognóza celkové inflace se většinou také pohybuje pod inflačním cílem. Novou prognózu v dnešní debatě zatím nikdo neodmítl a bude zveřejněna. Měnověpolitické doporučení SMS proto považuje za adekvátní.

K. Janáček: Chválil situační zprávu s jedinou výhradou. S ohledem na čtyři body, které prezentoval v prvním kole, se na rozdíl od SMS nedomnívá, že je ve druhé polovině letošního roku dostatek prostoru pro jedno snížení měnověpolitických sazeb.

E. Zamrazilová: V dnešní debatě se soustředila na plnění inflačního cíle v horizontu měnové politiky. Opakuje, že má podezření, že prognóza inflace je především v delším časovém horizontu systematicky podhodnocená. Důsledky pro měnověpolitické rozhodování z toho vyvodí v momentě, kdy bude mít pro toto podezření silnější argumenty.

M. Singer: Od doby, kdy byl změněn formát situační zprávy, je prognóza vnitřně provázanější. To oceňuje, ale zároveň také upozorňuje, že je obtížnější se vůči prognóze vymezit.

Klade si otázku, zda by mohlo dojít ke změně inflačních očekávání v případě, kdyby měnová politika nereagovala v situaci, kterou by agenti v ekonomice považovali za silný signál pro měnověpolitickou reakci. Takový silný signál, který by měl dopad do inflačních očekávání, mohou přinést pouze nové informace v dalším období. Podle jeho názoru by k přehodnocení inflačních očekávání nestačil pouze údaj o lednové inflaci. Takový signál by musel přijít z vnějšího prostředí. V případě změn zahraniční poptávky ale vidí velký prostor pro protisměrné působení kurzu. Připomíná, že kurz v posledních třech letech vedl k pozastavení

reálné konvergence ekonomiky. To není samozřejmé v ekonomice, která se nemusela vypořádat s bublinami v cenách aktiv a která nemá žádné významné problémy v bankovním sektoru.

Významnější riziko ze zahraničí bylo v podobě zátěžového testu diskutováno na včerejším makrofinančním panelu. Silný signál ze zahraničí by mohl mít podobu takového propadu, kdy by evropské země nebyly schopny podpořit ani své systémově významné banky. Takový scénář je ale velmi nepravděpodobný. Proto se dotazoval na obnovení reálné konvergence. Pro něho je odchylka ve směru slabšího kurzu vysvětlitelná pouze tím, jak slyšel od jednoho bankéře, že u terminálů na Forexu sedí spíše mladší obchodníci, zatímco s vládními dluhopisy obchodují zkušenější obchodníci. Proto se také dnes vládní dluh domácí ekonomiky financuje lépe než ve většině jiných zemí Evropy, což pro něho není překvapivé. Oslabení kurzu proto považuje za krátkodobý faktor, který může být ovlivněn jen krátkodobými negativními zprávami o vývoji v Maďarsku a podobně. Myslí si, že na horizontu prognózy může kurz oproti prognóze naopak překvapit na silnější straně.

P. Řežábek: Vrací se k diskuzi o procykličnosti fiskální politiky. Má na toto téma ještě přísnější názor. Jestliže je v relativně dobrých dobách fiskální politika procyklická, pak v dobách špatných je determinace její procykličnosti jednoznačná a únik z této procykličnosti je obtížný a dlouhodobý. Nelze očekávat, že tento stav se v dohledné době výrazně změní vzhledem k aktuální fázi cyklu. Když se podívá, kam postupně směřují země Evropy, tak se obává, že procykličnost fiskální politiky se může ve špatných dobách naopak ještě více prohloubit. Proto nevěří v rychlý obrat a návrat na vyšší růstovou trajektorii. Jak se nedávno vyjádřil v jednom svém článku, čeká nás dekáda problémových let.

Pokud jde o kurz, M. Singer si jistě také pamatuje, že kurz v minulosti spíše překvapoval. Myslí si ale, že nyní se kurz nechová výrazně překvapivě a že jeho vývoj lze při určité míře jeho volatility očekávat. Souhlasí s tím, že kurz bude protisměrně kompenzovat dopady vývoje poptávky do inflace.

S problémem dlouhodobého nastavení příliš nízkých sazeb se patrně ztotožňuje většina členů bankovní rady. Neumí ale odhadnout, kdy bude možné vyslat signál, že období nízkých sazeb skončilo. To je také jediná filozofická otázka, která může otevřít prostor pro pohyb sazeb nad rámec doporučení prognózy.

III. Úkoly

Bankovní rada ukládá řediteli sekce měnové a statistiky p. Holubovi zaslat e-mailem:

1. Podrobnější informace o struktuře konjunkturálního šetření ČSÚ o bariérách růstu produkce v průmyslových podnicích.
2. Analýzu dlouhodobého vztahu mezi vývojem dynamiky vývozu a dynamiky dovozu.
3. Informaci o prognóze spotřebitelské inflace v prvním čtvrtletí 2013 ve srovnání s historií.

IV. Rozhodnutí

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

Zapsal: Kamil Galuščák, poradce bankovní rady