

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 29. března 2012

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 2. situační zprávy

M. Hampl (v diskuzi o fiskálním vývoji): S ohledem na možný fiskální vývoj od roku 2013 se táže, zda SMS nadále věří, že konsolidační úsilí vlády v příštím roce vydrží.

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Vláda představila razantní kroky pro dosažení plánované konsolidační strategie a premiér Nečas dokonce označil konsolidaci veřejných financí za jeden z důvodů existence jeho vlády. Konsolidační tlaky jsou patrné i na straně EU (požadavky v rámci EDP, aktualizace Konvergenčních programů, aktuální dikce hodnocení vývoje fiskální politiky ze strany evropských autorit). Příští prognóza bude reflektovat návrhy, které budou v tu chvíli předloženy a které zřejmě budou směřovat k zachování konsolidační strategie. Druhá rovina otázky ale je, zda v situaci současného ekonomického útlumu, který bude mít přenesené dopady i v roce 2013, je vhodné pokračovat v tak razantní fiskální konsolidaci. Jsme opakovaně tázáni mezinárodními investory, MMF i ratingovými agenturami, proč ČR usiluje již od roku 2010 o tak výraznou fiskální konsolidaci a plánuje ji až do roku 2014. Toto je nepochybně jeden z faktorů, proč jsme nejpomaleji rostoucí ekonomikou ve střeoevropském regionu. Ze zkušenosti roku 2011 je patrné, že fiskální restrikce zbrzdila růst HDP o 0,6 % a tato politika měla procyklické dopady.

M. Hampl (v diskuzi o fiskálním vývoji): Upřesňuje, že MMF se nedotazoval na míru restrikce, ale přímo vyjádřil názor, zda by nebylo vhodné fiskální pozici zvážit. Z tohoto důvodu se dotazoval, zda konsolidace veřejných financí nemůže způsobit, že základní scénář prognózy nebude dodržen. Domnívá se, že by bylo vhodné vypracovat scénář alternativní.

L. Lízal (v diskuzi o fiskálním vývoji): Polemizuje s tvrzením situační zprávy, že vývoj veřejných rozpočtů nereprezentuje riziko pro naplňování prognózy v roce 2012. Upozorňuje, že existuje reálné riziko, že již letos přestanou být refundovány některé výdaje z evropských strukturálních fondů, což by mělo zásadní dopad do veřejných financí. Pokud by se tento vývoj potvrdil, bylo by vhodné zpracovat alternativní scénář.

Odpověď SMS: SMS si je problémů tzv. zastavení certifikace neboli proplácení ze strany Evropské komise vědoma. Pravidelná půlroční informace již v srpnu 2011 uváděla, že zejména v případě čerpání z Kohezního fondu v roce 2011 existují významné problémy. Prognóza čerpání fondů ve zbytku současného programovacího období je přejímána z Ministerstva financí. Je třeba připomenout, že problematiku čerpání peněz z EU lze hodnotit jak z hlediska prognózy inflace, tak z hlediska rizika, které představuje pro vývoj veřejných financí. Prognóza inflace zohledňuje čerpání prostředků z Evropských fondů v položce „hrubá tvorba fixního kapitálu v sektoru vlády“. Zde riziko není, protože projekty již byly realizovány či jsou rozpracovány a své makroekonomické stimulační dopady již měly. Naopak, zastavení proplácení výdajů by mohlo mít jednoznačně negativní rozpočtový dopad v tzv. hotovostní metodice, v níž je vykazován státní

rozpočet. V tomto rámci jsou časově odděleny platby na proplácení projektů a platby refundované z evropských fondů. Dle metodiky ESA95, která pracuje s akruálním přístupem, v době realizace projektů došlo současně ke zvýšení strany příjmů i výdajů. Pokud došlo k plnému proplácení projektů, tak dopad na bilanci vládního sektoru neexistuje. Dosud nám není známo, jak by ČSÚ metodicky vyřešil, že nemusí ke zpětnému proplácení projektů dojít. Až toto bude jasné, tak může dojít k zahrnutí do prognózy. Navíc je třeba dodat, že platí pravidlo $n+2$ a prostředky, na něž vznikl nárok v programovacím období končícím rokem 2013, mohou být propláceny až do roku 2015. Kromě toho lze očekávat, že dojde ke zlepšení schopnosti čerpat tyto prostředky.

M. Hampl (v diskuzi o fiskálním vývoji): Upozorňuje, že musejí existovat nějaké precedenty jiných zemí z minulosti, kdy nedošlo k refundacím. ČSÚ by měl ověřit, jak bylo toto řešeno z pohledu metodiky ESA95.

Odpověď SMS: Ověříme u ČSÚ. Je třeba připomenout, že na úrovni EU je průměrná vyčerpanost fondů kolem 92 % z alokované částky, což přibližně platí i pro ČR.

V. Tomšík (v diskuzi o fiskálním vývoji): Přidává se k předchozím komentářům M. Hampla a L. Lízala o významné nejistotě fiskálního vývoje v budoucnu. Bylo by dobré s tímto pracovat při přípravě budoucí prognózy. Dodává, že dopady mohou být obousměrné. Např. zvýšení DPH má skrze snížení poptávky dopady protiinflační, na druhou stranu vede k růstu CPI.

Odpověď SMS: Zvážíme zpracování alternativního scénáře fiskální politiky.

M. Hampl (v diskuzi o vývoji tržních sazeb v eurozóně): Žádá o komentář k vývoji mezibankovních sazeb v eurozóně, které se již nacházejí pod základní refinanční sazbu ECB, což je dosti nestandardní. Táže se, zda současný vývoj nepoukazuje na problém tvorby 3M EURIBOR a jeho relevance. Dotazuje se, zda je pravděpodobné, že se negativní spread mezi hlavní refinanční sazbou ECB a EURIBORem brzy sníží.

K. Janáček (v diskuzi o vývoji tržních sazeb v eurozóně): Vyjadřuje názor, že pokles 3M EURIBORu je dán mimořádnými zásahy ECB, a to konkrétně dodáváním tříleté repo likvidity, spíše, než by byl reakcí na vývoj inflace či ekonomiky eurozóny. Inflace je zde dlouhodobě nad cílem. Domnívá se, že není nutné dávat krátkodobému vychýlení úrokových sazeb velkou váhu. Uvádí, že pokud například dojde k nějakému problému ve Španělsku, mezibankovní sazby se okamžitě vrátí na svou původní úroveň. Je tedy vhodné počítat s vyšší nejistotou.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Propad EURIBORu je nepochybný důsledek dodávání tříleté likvidity ze strany ECB, což je patrné i na vývoji spreadů Itálie a Španělska. Pochybnosti o vhodnosti 3M EURIBORu jako benchmarku pro derivátový trh existují již léta, protože tříměsíční nezajištěné mezibankovní půjčky již posledních 15 let neexistují. Protože tyto sazby slouží jako benchmark pro další transakce, dochází k jejich kotacím. Je pravděpodobné, že negativní spread mezi základní refinanční sazbou ECB a EURIBORem přetrvá déle, protože přebytečná likvidita bude na trhu po dobu tří let.

M. Hampl: K mírnému nárůstu spreadu 3M PRIBOR - 2T repo poznamenává, že není jisté, zda lze tento vývoj zcela vysvětlit vyprcháním očekávání dalšího snížení úrokových sazeb, jak je uvedeno v situační zprávě. Uvádí, že tento spread zůstal od roku 2010 téměř nezměněn, a přitom

došlo několikrát ke změně výhledu úrokových sazeb. Kromě toho není jisté, jaký podíl tržních účastníků snížení sazeb očekával. Ptá se, zda existuje nějaké alternativní vysvětlení.

Odpoověď SMS: SMS se skutečně domnívá, že nárůst rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo souvisí se změnou očekávání finanční trhů, tj. že převládlo přesvědčení, že již nedojde v letošním roce ke snížení sazeb. Toto je konzistentní i s trajektorií FRA, která se v poslední době posunula nahoru. Kromě toho i na minulém vývoji rozpětí 3M PRIBOR – 2T repo je patrný vliv očekávaného nastavení měnové politiky. K tomu je třeba rovněž připomenout, že současná prognóza byla od roku 2010 první, která očekávala snížení sazeb.

M. Hampl: Ocenil stanovisko poradce. Poznamenává, že srovnání změny DPH a inflace v zemích střední a východní Evropy je užitečné a že je rovněž dobrou zprávou, že měnověpolitická inflace v České republice je na rozdíl od jiných zemí pod kontrolou.

M. Hampl (v diskuzi o tvorbě hrubého kapitálu): Táže se, zda lze rozdíl mezi predikcí tvorby hrubého kapitálu a skutečnou hodnotou vysvětlit pouze vyšším poklesem zásob. Přestože data tento vývoj naznačují, ve skutečnosti mohlo s ohledem na současnou fázi cyklu dojít k poklesu hrubé tvorby fixního kapitálu. Poznamenává, že změna stavu zásob představuje jisté reziduum, do něhož může být zařazen jakýkoliv faktor.

L. Lízal (v diskuzi o tvorbě hrubého kapitálu): Pokud by pokles tvorby hrubého kapitálu byl vysvětlitelný prostřednictvím investic, může jít o indikaci, že podnikatelé jsou méně optimističtí.

K. Janáček (v diskuzi o tvorbě hrubého kapitálu): Souhlasí, že vysvětlení poklesu tvorby hrubého kapitálu prostřednictvím změny stavu zásob je problematické. Na dokreslení dodává, že francouzští statistici termín „la poubelle“ tedy odpadkový koš pro zásoby skutečně používají. Současný vývoj zřejmě postihuje investice do fixního kapitálu. Anekdotická evidence od ředitelů komerčních bank rovněž napovídá, že středně velké a velké firmy jsou velmi obezřetné při zahajování investičních projektů. Bylo by vhodné ověřit, zda nějakou dodatečnou informaci neposkytují výsledky společného dotazníkového šetření ČNB a Svazu průmyslu a obchodu.

Odpoověď SMS: SMS si je vědoma, že zásoby představují určitou „odpadní položku“ a při revizích dat dochází k přesunu z položky změna zásob do položky hrubá tvorba fixního kapitálu. Toto byl rovněž důvod, proč SMS původně nechtěla poskytovat samostatnou predikci hrubé tvorby fixního kapitálu a změny stavu zásob. Data, která jsou k dispozici, zatím nejsou schopna potvrdit, zda je předpoklad o fixních investicích správný. Existuje významná nejistota. Výsledky společného šetření se Svazem průmyslu je poněkud složité interpretovat. Byl očekáván velký propad investic v 1.Q 2012 (-36 %), v 2.Q pak dochází k podobně výraznému nárůstu. Ve 4.Q 2011 poklesly investice přibližně o 5 %. Dodatečné informace o výsledcích šetření budou podány v rámci schůzky o počátečních podmínkách nové prognózy. Obecně ale z odpovědi vyplývá, že firmy čelí velké nejistotě ohledně poptávky a tedy i návratnosti investic.

M. Hampl: K finančním účtům (str. 23) se dotazuje, zda má současný vývoj chápat tak, že mateřské společnosti v nefinančním sektoru splácejí své závazky svým českým dceřiným společnostem, čímž posilují kapitálovou vybavenost domácí ekonomiky, zatímco u finančních institucí je tomu obráceně.

Odpověď SMS: Vývoj na finančním účtu opravdu naznačuje, že mateřské společnosti (nefinanční podniky) splácely své závazky dcerám. Je to ale korekce předchozího odlivu.

M. Hampl: Pozastavuje se nad vývojem spreadů spotřebitelských úvěrů (str. 33). Již poněkoličkáte je v situační zprávě uvedeno, že jde o riskantnější segment. Domnívá se, že jde spíše o cenovou diskriminaci. Pokud se poptávková strana nezmění a klienti budou ochotni tyto sazby platit, tak spread zůstane vysoký bez ohledu na rizikovost konkrétních spotřebitelských půjček.

Odpověď SMS: SMS souhlasí s hypotézou, že za vývojem spreadů spotřebitelských úvěrů je cenová diskriminace.

L. Lízal: V popisu situace v eurozóně (str. 8) se uvádí, že dle správy OECD vykazuje její ekonomika známky oživení. Žádá o vysvětlení, zda se to týká minulého čtvrtletí nebo jde o výhled.

Odpověď SMS: Jde o výhledy.

L. Lízal: Z dat o trhu práce vyplývá, že počet živnostníků vzrostl téměř o 2 %. Táže se, zda lze tento nárůst interpretovat jako daňovou optimalizaci či jde o dopad fiskálních opatření, kdy dochází ke snížení disponibilního příjmu těch, kteří odejdou ze zaměstnání do živnosti.

Odpověď SMS: Je obvyklé, že při snížení zaměstnanosti dojde k nárůstu počtu živnostníků. Jakmile osoba, která má živnostenský list, ztratí zaměstnanecký poměr, je automaticky zahrnuta ve statistikách jako živnostník. Tedy nejde o daňovou optimalizaci a tato tendence zřejmě povede ke snížení disponibilního příjmu těchto osob.

E. Zamrazilová (v diskuzi o inflačních očekáváních): Zatímco v prosinci byla roční inflační očekávání pod prognózou, v lednu se již výrazně posunula nad ni. SMS podala vysvětlení, že někteří analytici začínají zvažovat scénář zvyšování DPH v roce 2013 místo jeho sjednocování. V březnovém šetření vychází průměrná hodnota očekávané inflace v horizontu jednoho roku 2,2 %, ale širší rozpětí predikcí je překvapivé (od 1,1 % až po 3,7 %). Zatímco toto rozpětí je v současnosti více než 2,5 p.b., běžně se pohybuje kolem 1 p.b. Platí zde stále předchozí vysvětlení, že jde o různé předpoklady o DPH? Táže se, zda by bylo možno do dotazníku zahrnout dotaz, s jakým předpokladem o vývoji DPH analytik v prognóze pracuje.

V. Tomšík (v diskuzi o inflačních očekáváních): Připomíná, že s ohledem na výraznou nejistotu ohledně DPH v roce 2013, je vhodnější se dívat na inflační očekávání v horizontu tří let. Domnívá se, že tato očekávání jsou dobře ukotvena a žádá o komentář.

Odpověď SMS: Inflace očekávaná v horizontu jednoho roku skutečně v lednu 2012 narostla na 2,2 % z úrovně prosince 2011 1,9 %. Analytici zřejmě z části zahrnuli jiný předpoklad o vývoji DPH v roce 2013, než s jakým pracovali doposud, a který je použit ve stávající prognóze. S tímto pravděpodobně souvisí i zvýšení rozpětí inflačních očekávání na březen 2013. Zatímco někteří analytici se drží schválené změny DPH, tj. sjednocení na 17,5 % od roku 2013, jiní již reflektovali závěry porady ekonomických ministrů. Provedení možné změny v dotazníku o inflačních očekáváních je dotaz pro kolegy ze Sekce bankovních obchodů. Inflační očekávání v horizontu tří let se blíží 2 % a spíše došlo k jejich posunu směrem dolů. Tato očekávání jsou obecně

stabilnější, protože nejsou ovlivněna změnami DPH či jinými krátkodobými šoky. Dá se říci, že tato očekávání jsou pevně ukotvena v blízkosti inflačního cíle.

Odpoověď SBO: Dotaz na předpoklad o budoucím vývoji DPH je možno explicitně formulovat do dotazníku. Ale někdy je těžké odpověď analytika vůbec získat.

K. Janáček (v diskuzi o inflačních očekáváních): Vnímá poměrně velký rozdíl mezi prognózou inflace ČNB na 1.Q 2013 a prognózou analytiků (0,7 p.b.). Připomíná, že podobný rozdíl existuje v predikci 3M PRIBORu. Vyjadřuje názor, že počítat v této situaci s poklesem PRIBORu o 0,4 p.b. je heroická abstrakce.

Odpoověď SMS: Rozdíl mezi predikcí úrokových sazeb ČNB a analytiků existoval i v minulosti. Teď je pouze o něco vyšší. Je to konzistentní s tím, že analytici mají vyšší očekávání inflace. K tomu je ale třeba dodat, že analytici pro predikci zřejmě nepracují s úrovní kurzu 24,5, ale 25,5 CZK/EUR. Pokud se současný apreciační trend koruny potvrdí, tak domácí protiinflační tlaky z reálné ekonomiky spolu s nízkým výhledem zahraničních sazeb budou implikovat jedno snížení sazeb v závěru tohoto roku. Rozdíly lze tedy nacházet ve skutečnosti, jak si SMS a analytici v čase seřadí jednotlivé proinflační a protiinflační tlaky. Je rovněž třeba připomenout, že k poslednímu snížení sazeb v květnu 2010 došlo v situaci, kdy už docházelo k ekonomickému oživení, ale ekonomika byla stále pod potenciálem. Ono oživení bylo taženo zahraniční poptávkou, přičemž došlo k rychlému posilování kurzu koruny a odeznění předchozích nákladových tlaků.

K. Janáček (v diskuzi o inflačních očekáváních): Připomíná, že v roce 2010 byla inflace podstatně jiná než dnes.

E. Zamrazilová (v diskuzi o cenách komodit a potravin): Souhlasí s názorem, že možný vývoj cen ropy představuje proinflační riziko. Táže se, jaký by mohl být vývoj cen agrárních komodit v delším horizontu.

Odpoověď SMS: Budoucí vývoj cen agrárních komodit bude diferencovaný. U některých komodit lze očekávat nárůst (pšenice, rýže), u technických plodin (bavlna, kaučuk) spíše stagnaci. Přestože forwardové výhledy mají zřejmá omezení, u některých potravinářských komodit lze nárůst očekávat.

V. Tomšík (v diskuzi o cenách komodit a potravin): V situační zprávě i MPD se operuje s hypotézou přestřelení cen potravin. Přestože zvýšené DPH bylo do cen předsunuto již v listopadu a prosinci 2011, tak se silně promítlo i v lednu a únoru 2012. Na druhou stranu je v situační zprávě uvedeno, že domácí koupěschopná poptávka je nadále slabá, což rovněž reflektuje nízký růst nominálních mzdových nákladů. Pokud platí hypotéza přestřelení cen, kdy bude v datech patrná korekce? Lze ji očekávat v červnu či červenci 2012 nebo dokonce dříve?

Odpoověď SMS: Potvrzení této hypotézy nelze očekávat v březnu, kde zřejmě i dle leading indikátoru ČSÚ bude překvapení směrem nahoru. Zmíněná hypotéza by se mohla potvrdit ve středně dlouhém horizontu, tj. přibližně ve druhé polovině roku. Poptávkové prostředí obecně podporuje korekci. Existují rovněž mikrostudie, které např. u vajec ukazují, že nabídková a poptávková elasticita jsou poměrně blízko a musí dojít po určité době ke korekci.

E. Zamrazilová (v diskuzi o cenách komodit a potravin): Upozorňuje, že např. ceny vajec se mohou promítnout i do cen jiných potravinářských výrobků. Ceny vajec se nepochybně dříve či

později vrátí na svojí původní úroveň, ale již není zřejmé, zda dojde k odpovídající korekci u ostatních potravinářských produktů, které byly cenou vajec ovlivněny.

K. Janáček (v diskuzi o cenách komodit a potravin): Poznává, že ceny jsou obecně nepružné směrem dolů. Domnívá se, že v příští velké situační zprávě je nutno podrobněji vysvětlit růst cen potravin. Ukazuje se totiž, že došlo nejen k přelití celého zvýšení DPH do cen, ale také dodatečnému nárůstu inflace v řádu 0,2 p.b., a to při neexistenci poptávkových tlaků. V nejbližších měsících lze navíc očekávat přeliv cen energií, zejména ropy, prostřednictvím pohonných hmot do cen potravin. Tento faktor by korekci přestřelení cen potravin významně zbrzdil.

Odpověď SMS: Ceny energií mají dopad do cen potravin. Je opět možno udělat modelový rozklad zdrojů nárůstu cen potravin.

E. Zamrazilová: Dodává námět pro příští situační zprávy z oblasti finanční stability. Na str. 31 se uvádí, že na trh bydlení působí vedle nízké hladiny úrokových sazeb rovněž výhodné možnosti refinancování starých hypoték. Je možno zpracovat dle interních podkladů či podkladů, které vydává Fincentrum pro účely Hypoindexu, jaké je strukturální rozložení hypotečních úvěrů domácnosti dle výše úrokové sazby a doby fixace? Uvádí, že dosud byla debata o tom, zda vysoký objem nových hypotečních úvěrů jsou skutečně hypotéky nové nebo zda se jedná o refinancování hypoték starých. Zda se jedná o nové či refinancované hypotéky je ale méně relevantní než skutečnost, jaký úrok za ně bude placen, až jim skončí období fixace. Dnes jsou hypotéky uzavírány za historicky nízkých úrokových sazeb, které po uběhnutí období fixace budou patrně vyšší. Toto by představovalo vyšší riziko nesplácení hypotečních úvěrů a tedy i obecné riziko pro finanční stabilitu. Žádá, zda by bylo možno toto riziko nějak vyčíslit.

V. Tomšík: Poznává, že popis situační zprávy je poměrně jasný. K vývoji nominálních jednotkových mzdových nákladů (str. 17) konstatuje, že ve 4.Q 2011 došlo k jejich poklesu o 0,2 %, zatímco byl očekáván nárůst o 2 %. Žádá o komentář, zda lze tento vývoj interpretovat jako potvrzení existence silných protiinflačních poptávkových tlaků.

Odpověď SMS: Vývoj nominálních jednotkových mzdových nákladů souvisí i s technickými faktory. Tato veličina je v oficiálních statistikách vykazována jako sezónně neočištěná, zatímco SMS pracuje s daty sezónně očištěnými. Rozdíl je ale i metodologický. Oficiální statistiky používají ESA95, zatímco SMS používá výběrové šetření. Obecně ale vývoj nominálních jednotkových mzdových nákladů potvrzuje, že poptávkové tlaky jsou nízké. K tomu je třeba dodat, že průměrná mzda a zaměstnanost dosáhly nižších hodnot, než bylo očekáváno, zatímco HDP byl jen o 0,1 p.b. pod prognózou. Je tedy patrné, že celkový objem prostředků na mzdy byl nižší.

V. Tomšík: Uvádí editační připomínku k poznámce pod čarou na str. 29, kde se diskutuje Bank Lending Survey EU, které začne provádět i ČNB. Dle tohoto šetření došlo v EU ke zpřísnění úvěrových standardů a s ohledem na implementaci Basel III lze rovněž očekávat, že dojde ke snížení výše rizikově vážených aktiv. Toto jsou důležité skutečnosti, které by měly být uvedeny v hlavním textu.

P. Řežábek (v diskuzi o kurzu a kvantitativním uvolňování): Vývoj směnného kurzu je v současnosti poněkud překvapivý. V minulosti kurz obvykle překvapoval na apreciačním trendu,

který měl důsledky pro inflaci. Je otázkou, zda se kurz dnes již nevrací do své historické apreciační trajektorie. S ohledem na vývoj kurzu a následně i inflace je důležité připomenout významné kvantitativní uvolňování v USA a v podstatě i ECB, která odkupuje veřejné dluhy jednotlivých zemí. Současná implementace této politiky na straně obou institucí má nejrůznější dopady. Jedním z nich je zřejmě i skutečnost, že nedochází k větší fluktuaci kurzu eura a dolaru. Tento vývoj může být ale zároveň chápán jako překvapivý s ohledem na skutečnost, že došlo k výraznému narušení světového finančního trhu. Kromě toho je nutné připomenout, že v podstatné části zemí EU se implementuje restriktivní fiskální politika. Existují tedy dvě politiky, které se kompenzují: uvolněné měnové podmínky versus restriktivní fiskální politika. Táže se, zda lze očekávat, že trhy někdy zareagují. Domnívá se, že by mohlo dojít k rozkolísání kurzů dolaru, eura a dalších měn. Pokud by se tento scénář naplnil, měl by dopad přes kurz koruny i na domácí inflaci.

M. Singer (v diskuzi o kurzu a kvantitativním uvolňování): Ocenil by ve velké situační zprávě box o kvantitativním uvolňování a souhrnnou informaci, zda již existuje nějaký konsensus o neinflační kapacitě centrálních bank (ECB, FED).

Odpověď SMS: Při případné eskalaci krize v eurozóně a růstu rizikových prémie je pravděpodobné, že koruna bude vystavena depreciačnímu šoku. V poslední době došlo k překvapivé apreciaci při neočekávaném uklidnění situace v eurozóně. Naopak, když se v minulosti zvýšila očekávání, že dojde k recesi, tak kurz koruny oslabil. SMS zpracuje box k tématu dopadu kvantitativního uvolňování na kurz.

M. Singer: Poznává, že body v GRIPu se nacházejí nezvykle blízko průsečíku os. Dále uvádí editační poznámky. Na str. 13-14 není dobře vysvětlen útlum ekonomiky mezi roky 2013 a 2014. Hovoří se zde o nárůstu schodku rozpočtu v roce 2013, který je kromě jiného důsledkem útlumu ekonomiky. Není ale vysvětleno, že jde o útlum ekonomiky v předchozím období. Na str. 30 se hovoří o přetrvávání rizika negativního vlivu nových kapitálových požadavků na budoucí nabídku úvěrů malých bank. Domnívá se, že by mělo být vysvětleno, zda tato skutečnost představuje makroekonomické riziko, či poznámku ze situační zprávy odstranit. Toto tvrzení navíc nekoresponduje s naší předchozí komunikací.

Odpověď SMS: Bere v úvahu editační poznámky. Upřesňuje, že předchozí poznámka o fiskálním hospodaření v roce 2013 se týkala útlumu ekonomiky v roce 2012.

M. Singer: Táže se, zda existuje nějaká informace o probíhajících mzdových vyjednáváních, která by mohla alespoň anekdoticky potvrdit, zda bude očekávaný růst mezd dosažen.

Odpověď SMS: Z dostupných šetření vyplývá, že mzdová očekávání podniků pro roky 2012 a 2013 jsou ještě nižší (růst mezd o 1,7 %) než očekává aktuální prognóza. Jedná se ale o informace z minulého roku. Nicméně i nadále platí mzdová zdrženlivost odborů, které deklarují jako cíl zachování výše reálných mezd, což se ani možná nepodaří.

M. Singer: V situační zprávě se uvádí, že v roce 2012 bude tempo růstu agregátu M2 6,1 % a v roce 2013 5,2% (pozn. 18 a 19 na str. 28). Táže se, zda jsou tyto hodnoty konzistentní se skutečností, že by mělo reálné HDP v roce 2012 stagnovat a inflace činit 3,2 %. V roce 2013 se očekává růst HDP ve výši 1,9 % a inflace na úrovni 1,5 %, což je v součtu 3,4 %. Toto vyvolává pocit, že se v situační zprávě pracuje s agregátem M2 protisměrně.

Odpověď SMS: Prognóza agregátu M2 byla vysvětlována na posledním makrofinančním panelu. Hodnoty růstu M2 pro tento rok jsou do značné míry ovlivněny výchozí základnou. Pro rok 2013 je zde rovněž vliv reálného růstu HDP a poklesu deflátoru.

M. Singer: Ocenil stanovisko poradce a dotázal se, zda existuje nějaké vysvětlení poklesu držení zahraničních cenných papírů rezidenty, resp. nákupu tuzemských cenných papírů nerezidenty v situaci, kdy domácí akciový trh nevykazuje nadprůměrné výkony ve srovnání se zahraničím. Zmizela již neatraktivita českých titulů?

Odpověď SMS: Pokles nákupů zahraničních cenných papírů rezidenty může souviset s potřebou disponibilních zdrojů. Obecně se ukazuje, že domácí populace není dobrým investorem. Když ceny klesají, tak dochází k výrazným prodejům titulů, naopak při růstu trhu občané akciové tituly kupují. Na domácím akciovém trhu jsou v podstatě pouze tři likvidní tituly: ČEZ, KB a Telefonica O2. Bude ověřeno, zda nějaký vliv neměla i vládní emise eurobondů.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

K. Janáček: Za prvé, rizika považuje za víceméně vyrovnaná s mírně převažujícími riziky proinflačními. Nadále platí, že chybí poptávkové inflační tlaky z domácí ekonomiky. Inflační faktory jsou vnější a převážně nákladového charakteru. Za druhé, tyto vnější faktory jsou výrazné a směřují k potenciálnímu nárůstu nákladových tlaků oproti scénáři 2. situační zprávy. Jedná se zejména o nárůst cen výrobců v eurozóně, vysokou hladinu cen ropy brent, která bude jen z části kompenzována posílením kurzu koruny vůči dolaru, a zastavení poklesu světových cen potravin. U meziměsíčního indexu cen potravin došlo v únoru dokonce k nárůstu a výhled celosvětové úrody není příliš příznivý. Toto může mít další negativní efekt na domácí ceny výrobní a spotřebitelské. Za třetí, z předchozího důvodu nelze očekávat odeznění nákladových tlaků, jak předpokládá situační zpráva. Pro rok 2013 je již předikován růst HDP o 2 %. Podstatně pravděpodobnější scénář je, že koncem roku 2012 a v roce 2013 interakce nákladových a poptávkových tlaků zesílí. Z tohoto důvodu závěr o stabilitě úrokových sazeb v roce 2012 a jejich pokles ve 2. polovině roku 2012 považuje za málo realistický. Za čtvrté, celkově souhlasí s doporučením SMS prozatím nechat sazby beze změny. Nicméně zdůrazňuje, že ve 3. situační zprávě a příští prognóze je nezbytné se podstatně více zabývat analýzou vnějších nákladových tlaků a trajektorií kurzu koruny vůči euru a zejména vůči dolaru.

P. Řežábek: Uvádí, že existuje výrazná nejistota a pro další diskuzi bude třeba vyčkat, až se výhled vyjasní. I když situační zpráva tvrdí, že rizika jsou vyrovnaná, z jeho pohledu se nejistoty spíše zvětšují. Pokračující rozšiřování či omezení kvantitativního uvolňování představuje nejvýznamnější nejistotu do budoucna. Kromě toho existují další záchranné mechanismy, a v současnosti stále probíhají diskuze o jejich možném výrazném rozšiřování. Obecně se jedná o skutečnosti, které mohou výrazně změnit fungování evropské ekonomiky i zbytku světa. Proti možnému rozšiřování kvantitativního uvolňování stojí restriktivní fiskální politika. I v případě pokračování fiskální restriktce, jejich dopadů do poptávky a spotřebitelského sentimentu i vývoje politického klimatu v Evropě panuje značná nejistota. Je možné, že může dojít v důsledku voleb ke změně fiskálního trendu. Z tohoto důvodu nepovažuje za účelné reagovat na některé

krátkodobé faktory jako jsou ceny potravin a komodit. Vývoj cen komodit může mít dopad na sentiment v Evropě a ten může následně ovlivnit i kurz koruny, který v minulosti působil jako významný protiinflační faktor. S ohledem na ceny potravin uvádí anekdotickou evidenci z českého zemědělství. Zde došlo k vymrznutí části osevných ploch, což způsobí nižší sklizeň řepky a místo ní bude zaseto pšenice nebo ječmen. Toto může mít dopad na výkupní ceny obilnin, které by mohly jít dolů. S ohledem na výše zmíněné nejistoty a GRIP, který sám nenaznačuje výraznější inflační tlaky, se přikloní k doporučení SMS.

V. Tomšík: Velmi intenzivně vnímá, že celková inflace je výrazně nad prognózou i nad cílem. Na druhou stranu měnověpolitická inflace se nachází v tolerančním pásmu a je pouze o 0,2 p.b. nad prognózou. K tomu je třeba připomenout, že inflační očekávání jsou velmi silně ukotvena, nejen v ročním, ale především ve tříletém horizontu. Překvapení u celkové inflace se koncentruje do cen potravin. Táže se, jaký může být další vývoj cen potravin. Na jednu stranu existuje odhad, že by mohly ještě v několika příštích měsících růst. Na druhou stranu existuje pochybnost, zda by nadále mohly pokračovat v takovém růstu, když domácí poptávkové prostředí je protiinflační. Z tohoto důvodu budou významnou informací nejen ceny potravin v následujících dvou měsících, ale zejména ve střednědobém horizontu. Údaje o vývoji HDP ve 3. a 4.Q 2011 potvrdily, že jedinou složkou s pozitivním příspěvkem k růstu HDP byl čistý export. Skutečnost, že všechny ostatní složky přispěly v obou čtvrtletích k růstu negativně, je jasným důkazem, že poptávkové inflační prostředí neexistuje. Dalším protiinflačním faktorem je aktuální vývoj kurzu. Trend apreciacie koruny pokračuje od začátku roku. Dle prognózy byl průměr kurzu na 1.Q 2012 25,5 CZK/EUR, zatímco doposud tento průměr vychází 25,10 CZK/EUR a aktuální kurz činí jen 24,60 CZK/EUR. Proinflačním rizikem jsou aktuálně vyšší celková inflace a ceny ropy a z ní odvozených komodit, zejména pohonných hmot. Poznává, že toto jsou přece nákladové inflační tlaky a není přesvědčen, že na nákladové tlaky by měla měnová politika reagovat. Velkým dilematem do budoucna může být, co dělat v případě dalšího zvýšení DPH. V tom případě již nebude platit, že po roce odezní efekt letošního zvýšení DPH, jak bylo komunikováno k veřejnosti, ale že celková inflace by mohla být nad cílem i příští rok. Toto nepochybně představuje pro inflační očekávání již velké riziko. K tomu je třeba dodat, že se nadále rozevrou nůžky mezi celkovou a měnověpolitickou inflací. Poptávka je evidentně slabá a dodatečné fiskální škrty koupěschopnou poptávku dále omezí. Vzniklo by dilema, jak na tento vývoj v komunikační rovině reagovat. Z důvodu této nejistoty se ztotožňuje s doporučením dnes sazby neměnit.

E. Zamrazilová: Měnověpolitická inflace se nachází nad 2 % a dle aktuální prognózy by se nad cíl měla vrátit na přelomu letošního a příštího roku. Tento scénář je fundamentálně založen na diskutabilních předpokladech. Za prvé, že růst cen komodit je přechodný a nákladové tlaky budou odeznívat. Ovšem sama situační zpráva upozorňuje na rizika vyšších cen ropy; kromě toho existuje riziko u dalších světových cen komodit, především u komodit agrárních. Globální produkce surovin přitom reaguje na vysoké ceny opožděně a omezeně. Za druhé, že nízký růst mezd a slabá domácí poptávka bude inflační tlaky tlumit. Je zjevné, že nízká spotřebitelská poptávka ve vyspělých zemích obecně nedokáže tlumit růst cen komodit. Rostoucí ceny komodit jsou postupně vstřebávány do globálních cenových struktur. K tomu se přidává růst mezd v rozvíjejících se ekonomikách. Např. růst mezd v Číně byl v posledních dvou letech kolem 10 %, růst minimální mzdy v letošním roce 13 %. Potlačený růst jednotkových mzdových

nákladů ve vyspělých zemích je tedy kompenzován růstem jednotkových mzdových nákladů v rozvíjejících se ekonomikách a prostřednictvím vývozu proniká inflace z rozvíjejících se ekonomik do vyspělého světa. Jde o nový inflační mechanismus, který nebude mít přechodný charakter a může dlouhodobě ohrozit nízkoinflační prostředí rozvinutých ekonomik. Nicméně ani k tomuto inflačnímu mechanismu není měnová politika bezmocná, pokud disponuje svým kurzovým kanálem. K finanční stabilitě poznamenává, že v posledních měsících se refinancuje velký objem hypotečních úvěrů a k tomu přibývají nové hypotéky. Jak již bylo uvedeno na otevřené části jednání, není důležité, zda se jedná o refinancování či nový úvěr, ale o to, že po ukončení období fixace, která je přibližně tři až pět let, budou sazby z hypotečních úvěrů pravděpodobně vyšší. Velký objem úvěrů bude tedy refinancován za vyšší sazby, změní se podmínky obsluhy dluhu pro domácnosti a může dojít k vyšším mírám nesplácení, následně může dojít k problémům bankovních ústavů a celkové finanční stability. Pokud chceme náš mandát v této oblasti posílit, neměli bychom toto riziko ignorovat. V závěru dodává, že z důvodů uvedených v komentáři k inflaci, zřejmě nedojde k poklesu měnověpolitické inflace k hodnotám, které předpokládá situační zpráva, a proto se neztotožňuje s doporučením SMS.

L. Lízal: Situace se od minulé situační zprávy výrazně nezměnila, jak je patrné i z GRIPu. Rovněž se ukazuje, že některé předchozí nejistoty byly nahrazeny jinými, což rozhodování příliš neulehčuje. Vnímá skutečnost, že mix vládní politiky je většinou procyklický a jeho budoucí nastavení bude zcela záviset na vývoji ekonomiky samotné. V případě inflace je patrné, že neexistují poptávkové inflační tlaky, ale rovněž nelze ignorovat, že ceny potravin i ropy jsou vyšší, než se předpokládalo. V případě ropy bude zřejmě snižovat inflační tlaky posilující měna. Růst produkce je tažen pouze zahraniční poptávkou, a tedy v podstatě existuje dvourychlostní ekonomika, což naznačuje, že domácí poptávkové tlaky budou skutečně malé. Na otevřeném zasedání byly zmíněny vejce jako anekdotický případ dopadu regulace do cen. Nicméně v nejbližším období lze očekávat dopad dalších typů regulací jako např. u vepřového masa, ceny povolenek CO₂, závazky z hlediska produkce elektrické energie z obnovitelných zdrojů atd.. Tyto faktory představují v delším horizontu proinflační rizika, která nemohou být předmětem výjimky, a bylo by vhodné o nich uvažovat. Za současného stavu nicméně souhlasí s návrhem SMS, protože výše popsané faktory jsou dlouhodobější povahy.

M. Hampl: Situace se z celkové perspektivy výrazně nezměnila. Všechny subjekty, tj. domácnosti, podniky i vláda jsou velmi obezřetné. Je očekáván nárůst hrubé míry úspor domácností až do roku 2013. Podniky rovněž kumulují v bankách hotovost, a proto nelze v nejbližší době očekávat nějakou silnou investiční aktivitu. K tomu je třeba připomenout, že pozorované změny ve struktuře HDP, tj. pokles tvorby hrubého kapitálu, se nemusejí týkat pouze zásob, ale rovněž investic. Zahraniční vývoj rovněž nepotvrzuje, že to nejhorší je již za námi. Všechny tyto faktory působí na útlum domácí poptávky. Zatímco situační zpráva považuje rizika za slabě protiinflační, z diskuze je patrné, že bankovní rada spíše považuje rizika za vyrovnaná, s čímž se ztotožňuje. Toto by pravděpodobně mělo být komentováno na tiskové konferenci. Pro změnu sazeb by byl potřeba nějaký zřetelnější impulz. Souhlasí s V. Tomšíkem, že ukotvenost inflačních očekávání v situaci permanentně se opakujících změn nepřímých daní je tématem k zamyšlení. Bylo by vhodné provést s využitím zahraničních zkušeností nějakou měnověpolitickou úvahu. Nicméně pokud bychom nevěřili, že očekávání jsou dobře ukotvena, tak by mělo dojít k preventivnímu růstu sazeb. Na druhou stranu, pokud jsme přesvědčeni, že

tlaky budou silně protiinflační, tak by mělo dojít k preventivnímu snížení sazeb. Pevně věří, že ani v případě odchylky celkové inflace od cíle ve dvou následných kalendářních letech není možno ztratit kredibilitu inflačního cíle a ukotvenost inflačních očekávání. Oceňuje připomínky E. Zamrazilové k tématu finanční stability a inflace. Dodává, že dosud není jasné, zda měnová politika v budoucnu bude podmnžinou finanční stability či tomu bude naopak. Vyjadřuje názor, že pokud by došlo v budoucnu k situaci nárůstu nesplácení hypoték, jak předpokládá E. Zamrazilová, znamenalo by to spíše protiinflační riziko. Finanční nestability totiž obvykle způsobují další frikce, které do reálné ekonomiky přinášejí spíše tlaky protiinflační než proinflační. Celkově se tedy situace od minulé prognózy významně nezměnila a ani dnes ani v dohledné budoucnosti nejsou důvody pro výraznou změnu sazeb.

M. Singer: Z debaty vyplývá, že ekonomika se začíná tak trochu dostávat do situace fiskální dominance. Fiskální hospodaření dosud nebylo významným předmětem našeho zájmu, protože na inflaci výrazně nepůsobilo. Dnes ovlivňuje fiskální politika celkovou inflaci, což může mít následně dopad do inflačních očekávání. Současně ale dochází ke zpomalení poptávky. Oceňuje poznámku V. Tomšíka, že dochází k rozevírání nůžek mezi celkovou a měnověpolitickou inflací. K tomu dodává, že dodržování inflačních cílů je rovněž důležité pro udržení kredibility země jako svrchovaného dlužníka. Dále nás po delší době překvapuje v podobném směru kurz i korigovaná inflace. Domnívá se, že v této situaci je třeba být v komunikaci o možném zvyšování sazeb opatrný. V současné situaci bude důležité sledovat mzdový vývoj, který naznačí poptávkové tendence. Znepokojivé by bylo, kdyby došlo ke mzdovým tlakům a jejich následným přelití do ekonomiky. Připomíná, že GRIP je extrémně sevřen a kvantifikovatelná rizika jsou malá, zatímco mimo něj existují významné nejistoty. Kvantitativní uvolňování by mělo být předmětem přílohy další situační zprávy. Poznává, že významnou roli budou hrát i domácí a zahraniční situace po volbách. Bude důležité sledovat, jak bude probíhat reforma MMF, která může kromě jiného rovněž ovlivnit kredibilitu záchranných mechanismů eurozóny. Obecně se ale domnívá, že rizika se nebudou násobit. Pro komunikaci dodává, že není nutno akcentovat protiinflační rizika stávající prognózy, ale ani se vůči prognóze příliš vymezovat. Závěrem poznává, že za posledních 2,5 roku, kdy jsou sazby na současné úrovni, byly již několikrát situace, kdy se zdálo, že změna sazeb je blízko, a dosud k ní nedošlo. Vyjadřuje názor, že stabilitu úrokových sazeb je třeba chápat jako hodnotu samu pro sebe.

K. Janáček: Za prvé, velmi oceňuje, že V. Tomšík zmínil otázku nejistoty inflačních očekávání. K tomu dodává, že vláda výrazně změnila názor, jakým způsobem dojde k fiskální konsolidaci. To může mít vliv na inflační očekávání pro rok 2013 a chování odborů, což by následně představovalo i nebezpečí při dlouhodobém setrvávání inflace nad cílem. Druhá poznámka se týká hypotečních úvěrů. Upozorňuje, že čeští klienti fixují sazby oproti západní Evropě na velmi krátké období a stále žijí v přesvědčení, že sazby budou dále klesat. Tato skutečnost nepochybně může přispět k tomu, že se bude realizovat nebezpečí naznačené E. Zamrazilovou. Za třetí, k poznámce M. Hampla o vnějším prostředí dodává, že existuje dvojí vnější prostředí s velmi rozdílným vlivem na českou ekonomiku. Růst v Německu, Francii, Polsku a na Slovensku bude zřejmě nepatrně vyšší než se očekávalo v 4.Q 2011, což je příznivá zpráva pro domácí exporty. Na druhou stranu, nejistota vývoje dluhové krize v eurozóně může rozkolísat kurz koruny a ztížit pozici při formování měnové politiky. Tyto dva vnější signály jsou vzájemně velmi rozporuplné.

E. Zamrazilová: Svou předchozí úvahou o finanční stabilitě chtěla upozornit na rizika dlouhodobě uvolněné měnové politiky. Protože souhlasí s konceptem „leaning against the wind“, považuje současný moment za vhodný pro zvýšení sazeb. Je pochopitelně třeba mít na paměti, že mandáty finanční stability a měnové politiky mohou být ve středně a dlouhodobém horizontu v rozporu. I pokud by se hypotéza o riziku pro finanční stabilitu potvrdila a došlo navíc k oslabení poptávky postižených domácností, tak by se efekt projevil až ve střednědobém horizontu, tj. po doběhnutí fixace.

V. Tomšík: Za prvé, vnímá nebezpečí zmíněného nového globálního inflačního mechanismu. Sám akcentoval, že vidí v nákladových tlacích cen ropy proinflační riziko. K přelití těchto nákladových tlaků do poptávkových tlaků, na něž by měla měnová politika reagovat, dochází prostřednictvím mezd. Tento mechanismu není nový. Vyjadřuje pochybnost, zda současná situace české ekonomiky umožňuje přelití nákladových tlaků z ceny ropy přes mzdy do tlaků poptávkových. Nominální mzdové jednotkové náklady ukazují pravý opak. Druhou poznámku uvádí k budoucímu dopadu ukončení fixace hypoték. Scénář růstu sazeb při nové fixaci a následně i nákladů domácností považuje za možný, ale upozorňuje, že zde funguje samoregulační mechanismus. Obecně je u hypoték nejnižší míra úvěrového selhání, protože domácnosti se nechtějí vzdát svého bydlení a raději omezí jinou spotřebu. Důsledkem toho dojde ke snížení tlaku na ceny a dodatečnému poklesu koupěschopné poptávky. Za třetí, souhlasí s komunikací rizik prognózy jako vyrovnaných. Dodává, že v současnosti existuje výrazný rozdíl mezi sazbami implikovanými prognózou a FRA, což může být dopadem komunikace v nedávné minulosti.

M. Hampl: K poznámce L. Lízala o riziku kumulace regulatorních nejistot zdůrazňuje význam nejistot mimo finanční sektor. Regulatorní nejistoty ve finančním sektoru jsou dnes již běžně diskutovány i v evropském kontextu. Regulatorní opatření mimo finanční sektor jako jsou např. opatření v oblasti ochrany životního prostředí či podpora obnovitelných zdrojů nejsou nová a mohou ovlivňovat ostatní cenové okruhy. Není zřejmé, zda tato regulatorní nejistota a intenzita šoků, které způsobuje, stále narůstá a do jaké míry způsobuje omezení růstového potenciálu ekonomiky a navyšuje inflační tlaky. I kdyby se tyto nejistoty potvrdily, tak zřejmě nebudou zdrojem silnější poptávky. K poznámce K. Janáčka dodává, že pokud česká populace fixuje sazby na krátkou dobu, tak v současnosti profituje z refinancování hypoték za nižší sazby, což je konečně patrné z výrazné poptávky po refinancování. V této souvislosti vyjadřuje názor, že „leaning against the wind“ je obecně správný koncept, ale nemá v současnosti pocit, že by „foukalo“.

L. Lízal: Dodává, že regulatorní nejistotu zmiňoval především v souvislosti s nákladovými tlaky. Např. u elektrické energie dnes silová energie představuje pouze dvojnásobek toho, co jsou vedlejší náklady. Chtěl by dnes spíše akcentovat stabilitu sazeb, protože případná změna sazeb o 0,25 p.b. je příliš malá na to, aby řešila situaci pokud dojde k materializaci existujících nejistot. Dnešní stabilita sazeb není ani tak dána ekonomickým výhledem jako spíše celkovou nejistotou vývoje.

P. Řežábek: S ohledem na předchozí diskuzi o finanční stabilitě dodává, že Výbor pro finanční stabilitu bude tou správnou platformou pro diskuzi. Zdůrazňuje, že je poněkud překvapen délkou

diskuze o cenách vajec s ohledem na skutečnost, že krátkodobý výkyv jednotlivé položky nebyl nikdy v minulosti předmětem znepokojení. Je tedy vhodné počkat, jak se situace vyvine v následujících měsících. Je totiž pravděpodobné, že po poplašných zprávách v médiích se čeští spotřebitelé předzásobili a po Velikonocích bude nabídka více než dostatečná. Je ale třeba také mít na paměti, že dopady položky vejce a vepřové maso jsou různé. Zatímco u vepřového masa existuje dostatek výrobních kapacit a regulatorní opatření lze poměrně rychle aplikovat, u nosnic je nutná rekonstrukce a rozšíření objektů. Více než krátkodobými výkyvy bychom se měli zabývat těmi dlouhodobými jako v případě cen ropy. V současnosti dochází k relativně velkým změnám nejen u teritoriální struktury spotřeby ropy, ale také u její těžby a průzkumu nových nalezišť. Kromě toho začíná globálně docházet k výrazné substituci v rámci energií, např. USA se více zaměřuje na zemní plyn, a to i pro výrobu elektřiny. Tyto skutečnosti tedy nelze jednoduše hodnotit tvrzením, že Čína spotřebuje více ropy.

M. Singer: Chtěl by se vrátit k problematice „leaning against the wind“. Za aktuální problém by považoval, kdyby docházelo k rychlému nárůstu úvěrů určených pro nákup nemovitostí či cen nemovitostí. Nebezpečí by rovněž mohla indikovat zásoba úvěrů na nemovitosti, která by při vysokém LTV (loan-to-value ratio) způsobila významný problém bankám. Žádná z těchto skutečností ale není patrná. LTV jsou velmi konzervativní a celkové maturity úvěrů jsou krátké. Je možné situaci analyzovat do většího detailu, ale je pravděpodobné, že předchozí závěr se potvrdí. Případné zvýšení úrokových plateb z úvěrů po ukončení jejich fixace nepovede pouze k omezení spotřebitelské poptávky, ale při udržitelné celkové míře neplacení by vyšší hrubé příjmy z úvěrů byly v bankách používány vůči ztrátám z neplacených úvěrů. Tyto síly, pokud nepřerostou nějakou neúnosnou míru, se vzájemně kompenzují. S ohledem na širokou diskuzi o chovu slepic, dodává zemědělský poznatek, že slepice obvykle snášejí více po Velikonocích.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. Rozhodnutí

Po projednání situační zprávy rozhodla bankovní rada ČNB většinou hlasů ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace nezměněnou na stávající úrovni 0,75 %. Pro toto rozhodnutí hlasovalo šest členů bankovní rady: Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal a Pavel Řežábek. Eva Zamrazilová hlasovala pro zvýšení sazeb o 0,25 procentního bodu.

Zapsal: Bořek Vašíček, poradce bankovní rady