

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 3. května 2012**

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

### **I. Diskuze navazující na prezentaci 3. situační zprávy**

**V. Tomšík:** Vyjadřuje pochvalu za oba měnověpolitické experimenty z měnověpolitického doporučení. Považuje za velice užitečné ukázat, jaký růst mezd by vedl k přehodnocení tohoto doporučení. Zdůrazňuje, že druhý měnověpolitický experiment ukazuje pokles sazeb nutný ke splnění inflačního cíle. To se vztahuje k jeho dotazu vycházejícího ze srovnání implikované trajektorie sazeb 3M PRIBOR z první a třetí situační zprávy. V prezentaci zaznělo, že v tomto ohledu nedošlo k velkým změnám. V současné situaci je implikovaná trajektorie sazby 3M PRIBOR pro druhé čtvrtletí 2012 na hodnotě 1,1 % s výhledem na snížení až na hodnotu 0,7 % a následujícím růstem na 1,3 %. Prognóza z první situační zprávy prezentovala pokles implikované trajektorie sazby 3M PRIBOR na hodnotu 0,8 % a následujícím růstem na 1,1 %. Táže se, jak hodně bylo změněno pravidlo vyhlazování sazeb. Upřesňuje, že na počátku režimu cílování inflace bylo měnověpolitické rozhodování postaveno na tzv. podmíněných prognózách, od kterých bylo ale později upuštěno. Upozorňuje, že „pravidlo podmíněnosti“ se vztahuje k flexibilitě sazeb nutné ke splnění inflačního cíle. V základním scénáři nedošlo k výrazným změnám, přitom je implikovaná trajektorie sazeb výrazně prohloubena.

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): V tabulce srovnávající aktuální prognózu s prognózou z první situační zprávy jsou rozdíly v trajektoriích implikovaných sazeb v řádech desetin, v realitě se ale jedná o setiny, které po zaokrouhlení tvoří rozdíl jedné desetiny. Proto SMS verbálně nezdůrazňuje, že došlo k prohloubení poklesu očekávané trajektorie sazeb. Od minulé prognózy nedošlo ke změně parametrů vyhlazování. Změny parametrů vyhlazování byly pouze součástí měnověpolitického experimentu z měnověpolitického doporučení.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o vládních a soukromých investicích): Dotazuje se, jak mohou vládní investice přispět k avizovanému růstu fixních investic v letech 2012 i 2013 (str. 13), když má podle prognózy probíhat fiskální konsolidace. Jaká data podporují toto tvrzení?

**M. Hampl** (v diskuzi o vládních a soukromých investicích): Domnívá se, že interpretaci domácí ekonomické situace a jejího výhledu neadekvátně dominuje téma fiskální konsolidace. Upozorňuje, že zpomalení růstu není pouze problém vlády, ale i ostatních agentů v ekonomice – domácností a firem. Jedním z důvodů upřednostňování fiskální konsolidace jako hlavního hybatele událostí v domácí reálné ekonomice může být snadná dostupnost dat a jednodušší analýza ekonomiky vládního sektoru. Neznamena to ale, že ostatní agenti nebudou přispívat k ekonomickému zpomalování. Táže se, zda SMS souhlasí s názorem, že ekonomický propad není pouze záležitostí fiskální konsolidace, ale i ekonomické situace firem a domácností. V této souvislosti se dále dotazuje, jak se budou vyvíjet investice v soukromém sektoru. Poznává, že SMS sice komentuje investice vlády, ale vývoj soukromých investic je také důležitý.

*Odpověď SMS: Na přípravných schůzkách s bankovní radou SMS avizovala, že výpadek vládních investic v loňském roce, který přispěl k nečekanému zmírnění rozpočtového schodku, souvisí s financováním z domácích zdrojů. Subjekty mimo centrální vládu, například Správa železniční dopravní cesty nebo veřejné vysoké školy, předvíдалy problémy, ke kterým dochází už delší dobu a které se aktuálně vyhroutily při čerpání EU fondů (v současnosti stojí certifikace v rámci všech tematických operačních programů), a vytvořily si rezervy pro vyhlazování toku investic v dalších letech, aby si zajistily plynulý náběh projektů. Výpadek financování projektů z peněz EU zatím není v uplynulých třech letech pozorován (narozdíl od financování z domácích zdrojů). SMS předpokládá, že v následujících letech bude vytvořená rezerva využita. Meziroční poklesy vládních investic v řádu 30 miliard pozorované v uplynulých třech letech budou nahrazeny nárůsty, které povedou k urychlení vládních investic na růsty kolem 10 %, což kompenzuje restriktivní vliv fiskální politiky. Investice vlády byly loni velice utlumené a těžko si lze představit cokoliv jiného než mírný růst. Růst celkových fixních investic v roce 2012 bude nepatrný. Z tohoto důvodu tedy platí, že rostou-li veřejné investice, klesají soukromé investice. SMS souhlasí, že ekonomický útlum je problémem nejen vlády, ale i ostatních subjektů v ekonomice.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o vládních a soukromých investicích): Doplňuje, že alternativní scénář by patrně růst vládních investic zpomalil.

*Odpověď SMS: Alternativa nepatrně snižuje tempo oživení vládních investic. Základní scénář předpokládá oživení vládních investic v roce 2013, SMS ale vnímá riziko ve směru větší fiskální restrikce.*

**M. Hampl** (v diskuzi o vládních a soukromých investicích): Žádá o kvantifikaci toho, jak alternativní scénář snižuje tempo oživení vládních investic.

*Odpověď SMS: Jedná se o hodnotu do jedné desetiny procentního bodu příspěvku do HDP.*

**V. Tomšík:** Poukazuje na Graf III.3.4 (str. 36) zobrazující složky meziročního růstu nominálního hrubého disponibilního důchodu, u kterého došlo v prvním, třetím i čtvrtém čtvrtletí k výraznému poklesu. Pokles nominálního hrubého disponibilního důchodu o 2 % implikuje při vysoké inflaci blížící se hodnotě 3,8 % pokles reálného hrubého disponibilního důchodu až o 5 %. Táže se na výhled této veličiny pro následující roky. Domnívá se, že výrazný pokles disponibilního důchodu představuje výrazný signál proti budoucímu růstu domácích inflačních tlaků.

*Odpověď SMS: Poklesy hrubého disponibilního důchodu z posledních několika čtvrtletí, ať už v reálném, nebo v nominálním vyjádření, jsou částečně doprovázeny poklesem míry úspor, celkově však ze strany spotřeby nejsou patrné žádné inflační tlaky.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o nárůstu počtu nových hypoték): V souvislosti s pozorovaným výrazným nárůstem počtu nových hypoték (str. 46) se dotazuje, jaký je nárůst objemu hypoték. Do jaké míry se současný nárůst vztahuje k přefinancování hypoték?

**K. Janáček** (v diskuzi o nárůstu počtu nových hypoték): Táže se, zda máme u nových hypoték informace o tom, jaká část je refinancování hypoték a jaká část je tvořena skutečně novými hypotékami.

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o nárůstu počtu nových hypoték): Připomíná, že již žádala o strukturální pohled na objem hypoték podle doby fixace a doby splatnosti. Domnívá se, že není podstatné, zda se jedná o novou hypotéku nebo refixaci, ale jaká je struktura z hlediska doby splatnosti a výše úroků.

*Odpověď SMS:* SMS zařadila do situační zprávy nový Graf III.5.10, který odhaduje podíl refinancování hypoték na celkovém počtu nových hypoték. SMS se na základě různých zdrojů domnívá, že tento podíl dosahuje hodnot okolo 20 %. Z několika schůzek s bankami v rámci přípravy Bank Lending Survey vyplývá, že podobný podíl (20–30 %) tohoto segmentu odhadují i samotné banky. Hypoindex pracuje s číslem 19 %.

Dynamika objemu hypoték (stavu úvěrů) klesá, což je další nepřímý důkaz o rostoucím podílu refinancování. Vysoký růst nových hypoték v lednu a únoru tohoto roku se navíc v březnu zastavil. Jedná se o poměrně prudký pokles růstu počtu uzavřených hypoték i objemu nově poskytnutých hypoték směrem k nule. Pozorovaný krátkodobý výrazný nárůst nových hypoték byl částečně podpořen změnou sazby DPH. Banky upozorňují, že nedávno vrcholilo období konce fixace hypoték z předchozího boomu hypoték z let 2007–2008, kdy obvyklá doba fixace byla na pět let. Současné makroekonomické klima a pokles disponibilního důchodu domácností nepovede pravděpodobně k výrazným nárůstům zadlužení domácností.

SMS upozorňuje, že žádost o strukturální pohled na objem hypoték mířila na Samostatný odbor finanční stability.

**P. Řežábek** (v diskuzi o kvantifikaci fiskální restrikce): Poznává, že ze současného měnověpolitického doporučení a situační zprávy má pocit, že vyznění těchto dokumentů jde proti filozofii modelu g3, tj. proti realistickému vyjádření celkové situace na úrovni chování jednotlivých ekonomických agentů modelu. Domnívá se, že současné výsledky modelu implikují chování jednotlivých agentů, které není realistické. Z těchto úvah vychází několik poznámek. Jedna z nich se týká toho, že nebyla prezentována číselná kvantifikace míry restriktivnosti fiskální politiky.

*Odpověď SMS:* Kvantifikace celkového dopadu fiskální restrikce do HDP byla prezentována, je i v textu situační zprávy. Dále SMS v reakci na dotaz prezentuje podrobnou tabulku dopadů jednotlivých opatření na příjmové a výdajové straně rozpočtů.

**P. Řežábek** (v diskuzi o kvantifikaci fiskální restrikce): Upřesňuje, že pro komentování fiskální situace je nezbytné vyjít z celkové informace o výdajích, ne pouze z jednotlivých položek fiskální prognózy. Například v rámci alternativního scénáře SMS předpokládá odvod z Lesů ČR, s. p., o velikosti 4 mld. korun. Domnívá se, že uvažovat o takovém mimořádném opatření v kontextu následných nižších investic tohoto podniku je nerealistické. Při kvantifikaci fiskální restrikce v alternativním scénáři by považoval za vhodné vycházet z celkových čísel. Nepovažuje při nijak výrazně klesajících výdajích vlády prezentovaný dopad fiskální restrikce za pravděpodobný.

*Odpověď SMS:* Odvod z Lesů ČR, s. p., představuje 4 mld. z celkového balíku dodatečných rozpočtových opatření o objemu 60 mld. korun. Tabulka II.4.1 je pouze ilustrativní a podává především přehled opatření, ke kterým se vláda zavázala. Větší část těchto opatření vyžaduje legislativní změnu, proto je to také součástí alternativního scénáře. Odvod z Lesů ČR se odehraje pouze v cashovém podání, tj. nemá přímý ekonomický vliv, a pro účely výpočtu fiskálního impulsu byl vyjmut. Fiskální impuls ovlivní primárně spotřebu domácností. Ta v základním scénáři v roce

*2013 mírně roste, v alternativním scénáři naopak v podobném rozsahu klesá, rozdíl je cca 1,6 procentního bodu.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o kvantifikaci fiskální restriktce): K dopadu fiskálního impulsu primárně přes spotřebu domácností dodává, že například nižší valorizace důchodů neznamená pokles důchodů, čili se nejedná o restriktivní opatření.

*Odpověď SMS: Jedná se o restriktci vzhledem k základnímu scénáři, který předpokládá standardní valorizaci podle doposud platného schématu. Vzhledem k tomuto schématu se jedná o restriktci, protože domácnosti budou mít nižší nominální disponibilní příjem. Reálný dopad fiskální restriktce do HDP byl kvantifikován na -0,8 procentního bodu.*

**P. Řežábek:** V rámci další poznámky k interpretaci současné situace na úrovni ekonomických agentů modelem g3 upozorňuje, že předpoklad modelu o tržních sazbách, které následují měnověpolitické sazby, nebyl v nedávné minulosti vždy pozorován. Domnívá se, že tento předpoklad modelu g3 tedy nemusí být realistický.

*Odpověď SMS: Následování měnověpolitických sazeb tržními sazbami je předpokladem nikoli modelu, ale ad hoc předpokladem SMS. Pokud by tržní sazby následovaly měnověpolitické sazby v menším než předpokládaném rozsahu jedna ku jedné, tím více by bylo nutné snížení repo sazby, aby tržní sazby dosáhly trajektorie konzistentní s prognózou.*

**P. Řežábek:** U výhledu zahraničí, který vstupuje do prognózy, upozorňuje na relativně rychlé „překlopení“ dovozních cen na rozhraní let 2012/2013. Táže se, zda tato výrazná změna výhledu je realistickým vstupem do modelu g3.

*Odpověď SMS: Jednak odezní vliv depreciace kurzu pozorované ke konci minulého roku, naopak se promítne mírná apreciacie, ke které došlo tento rok. Navíc výhledy předpokládají zpomalení zahraničního CPI i PPI. Předpokládá se také pozvolný pokles cen komodit z aktuálně vysokých hodnot. Cena ropy v dolarech se přehoupne do meziročního poklesu, což v prognóze, při stabilitě kurzu koruny vůči americkému dolaru, znamená meziroční pokles cen dovážených energií.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o měnovém kurzu): Je překvapen prognózou kurzu, která krátkodobě počítá s oslabením a následným posílením kurzu koruny vůči euru. Nepovažuje tento vývoj za konzistentní s výhledem ekonomické aktivity a žádá o upřesnění, co vedlo k přehodnocení prognózy kurzu se zachováním růstové trajektorie.

**K. Janáček** (v diskuzi o měnovém kurzu): V rámci prognózy je uvažováno oslabení kurzu eura vůči americkému dolaru v roce 2012 (str. 5) a zároveň je predikována stabilita kurzu koruny vůči americkému dolaru po následujících sedm čtvrtletí zhruba na hodnotě 18,9 (Tabulka č. 1, Klíčové makroekonomické indikátory). Upozorňuje, že historicky kurz koruny vůči dolaru sleduje s jistým zpožděním kurz eura vůči dolaru. Tento fakt mění úvahy o protiinflačním působení kurzu koruny vůči americkému dolaru na dovozní ceny.

*Odpověď SMS: SMS si uvědomuje, že v poslední době lze pozorovat popsáný vztah kurzu koruny k dolaru a kurzu eura vůči dolaru, tj. při oslabování eura vůči dolaru pozorujeme výraznější oslabení koruny vůči dolaru. Při minulé prognóze SMS analyzovala tento vztah a nepotvrdila, že by byl dlouhodobého charakteru. Tento vztah je pozorován v posledním půl roce, hlavní kanál působení SMS identifikuje přes změny averze k riziku. Zhoršuje-li se situace v Evropě a roste-li*

*pesimismus, pak roste averze k riziku, dolar vůči euru posiluje a koruna díky negativnímu sentimentu oslabuje vůči euru.*

*Základní scénář charakterizuje spíše pokračování dluhové krize stylem „muddling through“, kde averze k riziku dále výrazně nenarůstá, a z tohoto důvodu SMS nepovažuje předpoklad návratu kurzu k pozvolné apreciaci za nerealistický. To, při očekávané mírné apreciaci dolaru vůči euru, znamená stabilitu výhledu kurzu koruny vůči dolaru. Prohlubování dluhové krize SMS vnímá jako protirůstové riziko. Z hlediska inflace však není prohlubování krize nutně protiinflační riziko, protože, jak bylo i uvedeno v měnověpolitickém doporučení, kurz koruny by mohl oslabit, a tím by byly výraznější dovozní tlaky a méně výrazné domácí inflační tlaky.*

*Kurz eura vůči dolaru je přebírán z Consensus Forecasts. Často pozorujeme velké rozdíly mezi tímto výhledem a forwardovými výhledy.*

**K. Janáček** (v diskuzi o inflačních očekáváních): Dotazuje se, jaké má SMS důvody pro přesvědčení, že opětovné zvýšení DPH k 1. 1. 2013 jednoznačně nepovede ke zvýšení inflačních očekávání (str. 3). Upozorňuje, že zvýšení DPH nastane v situaci, kdy po celý rok 2012 bude spotřebitelská inflace nad inflačním cílem, a dodává, že ekonomické subjekty vnímají spotřebitelskou inflaci, nikoliv měnověpolitickou inflaci. Dále zdůrazňuje, že se jedná o historicky unikátní situaci změn sazeb DPH ve dvou po sobě následujících letech.

**M. Hampl** (v diskuzi o inflačních očekáváních): Děkuje za úvahy o inflačních očekáváních a přiznává, že očekával hlubší analýzu tohoto problému (například popis mezinárodní zkušenosti v situaci dvou po sobě následujících změn DPH, zda jsou minulé zkušenosti s růstem DPH v ČR v tomto směru užitečné, zda existují standardizované návody pro měnovou politiku při existenci rizika destabilizace inflačních očekávání, atd.). Táže se, jak velké je riziko destabilizace inflačních očekávání díky opakovaným změnám DPH v krátkém časovém intervalu.

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o inflačních očekáváních): Poznává, že dle Grafu II.5.1 u domácích převládá názor, že v příštích dvanácti měsících bude inflace vyšší, než byla v minulých dvanácti měsících. Za minulých 12 měsíců byla míra inflace 2,4 %, tedy domácí čekají po celý rok inflaci výše. Zmíněná čísla interpretuje tak, že dochází k rozvolňování inflačních očekávání.

*Odpoověď SMS: SMS by vnímala problém s možným nárůstem inflačních očekávání v situaci, kdy by se ekonomika nacházela nad svým potenciálem. V takovém případě existují důvody pro mzdový růst. V současnosti je ekonomika pod svým potenciálem, na straně domácností i firem panuje velký pesimismus (i s přispěním domácí fiskální situace). Podíváme-li se na mzdy resp. celou ekonomiku mimo Prahu, můžeme pozorovat velice špatnou situaci. Zdá se, že ekonomika našla jakýsi svůj ustálený stav, ze kterého by jí pomohl pouze výrazný prorůstový impuls, který by byl dostatečně silný, aby „propadl“ například přes exportně orientovaná odvětví do mezd a služeb. Takový impuls na prognóze nepozorujeme. Ani mírné oživení, ani mírná fiskální konsolidace nejsou prorůstovým impulsem a firmy jsou v ekonomicky špatné situaci. V makroekonomické situaci analogické například období 2006–2007 by dnešní vývoj inflace a změn DPH zakládal na obavě o nárůst inflačních očekávání, mzdových růstů, apod. V současné situaci není dle SMS tato obava na místě.*

*Dalším důvodem, proč SMS nepředpokládá nárůst inflačních očekávání je, že celková inflace v alternativním scénáři na inflační cíl klesne, i když až v druhé polovině roku 2013. Inflace není*

*blízko hodnotám 4 % po celé dva roky. Nedostane se sice pod inflační cíl jako v základním scénáři, ale relativně plynule k němu dokonverguje. SMS nepředpokládá, že by tato situace vyvolala nárůst inflačních očekávání. SMS se nezdá pravděpodobné, aby rok a půl stagnující ekonomika umožnila meziroční mzdový růst v soukromé sféře 4,6 %, což je dle měnověpolitického experimentu hodnota nutná k vyrušení tlaku na pokles sazeb. Na schůzce k alternativám bankovní rada nevyžadovala alternativní scénář se sekundárními dopady daňových změn. Důvodem tohoto rozhodnutí byl názor SMS, že tyto dopady nejsou pravděpodobné.*

*Ke Grafu II.5.1 SMS poznamenává, že je možné zaslat srovnání, jak se vyvíjí stejný indikátor pro eurozónu jako celek, Německo a Velkou Británii. Z tohoto srovnání vyplývá, že mezi těmito zeměmi existuje v tomto indikátoru dlouhodobý soulad. Modrá křivka, která vyjadřuje očekávání inflace v příštích dvanácti měsících, se očividně chová vzadhledícím způsobem. Nejvyšší hodnota tohoto indikátoru byla pozorována na přelomu let 2007/2008, kdy pozorovaná inflace byla nejvyšší. Nejnižší hodnota byla dosažena v průběhu roku 2009, kdy byla i pozorovaná inflace na nejnižších hodnotách. S aktuálně rostoucí inflací narostla i očekávání domácností zachycená tímto indexem. Z pohledu SMS je důležité, zda se tato očekávání mohou promítnout do chování domácností, tj. například zda si domácnosti mohou v této situaci vyjednat vyšší mzdový růst. SMS vyjadřuje pochybnost, že by něco takového bylo v současném makroekonomickém prostředí možné.*

**M. Hampl** (v diskuzi o inflačních očekáváních): Táže se, zda SMS neuvažuje možnost stagflace.  
*Odpověď SMS: Stagflaci do určité míry tento rok pozorujeme, je ovšem hodně specifická z důvodu výrazného vlivu administrativních vlivů na inflaci.*

**K. Janáček** (v diskuzi o stabilizační úloze měnové politiky a inflačních očekáváních): K tvrzení z měnověpolitického doporučení „...ani v situaci dlouhodobě nízkých úrokových sazeb není vhodné rezignovat na stabilizační vpředhledící měnovou politiku...“ (str. 4) se táže, jak se měnová stabilita posílí při dalším snížení úrokových sazeb. Poznamenává, zda bychom se případným snížením sazeb nedostali na okraj „měnověpolitické pasti“, ve které se nachází americký Fed a které se blíží Evropská centrální banka a ve která je dlouhodobě centrální banka Japonska.

**M. Singer** (v diskuzi o stabilizační úloze měnové politiky a inflačních očekáváních): K tvrzení v měnověpolitickém doporučení o ztrátě stabilizační role měnové politiky ve vztahu k očekáváním inflace (str. 4) by rád poznamenal, že nelze tvrdit, že agenti v ekonomice jsou schopni formovat očekávání měnověpolitické inflace.

*Odpověď SMS: V měnověpolitických úvahách SMS připustila, že se nižší měnověpolitická inflace nemusí promítnout v inflačních očekáváních v situaci celkové inflace jsoucí mírně nad inflačním cílem.*

**M. Hampl:** Dotazuje se, zda je stále užitečný koncept čisté inflace. Dále se táže se, zda by nebylo vhodnější se v debatách soustředit například pouze na měnověpolitickou inflaci. Doplnuje, zda se u konceptu čisté inflace nejedná pouze o nějaký relikt minulosti a zda je tento koncept stále užitečný.

*Odpověď SMS: Koncept čisté inflace je interní analytický koncept, který slouží především pro zjednodušení debaty – dojde k oddělení regulovaných cen a nepřímých daní a lze se soustředit pouze na tržní pohyby cen. Stále existují ceny, které se chovají jinak než tržní ceny (menší*

*persistence, diskrétní změny). Analyticky je tedy tento koncept stále užitečný. Na druhou stranu ovšem mají některé regulované ceny nyní pseudotržní charakter.*

**L. Lízal:** Poznává, že v minulosti byla předpokládána konvergence rozpětí 3M PRIBOR-2T repo k nižší hodnotě, než je současný předpoklad rozpětí o velikosti 0,45 procentního bodu. Při předpokladu konvergence k nižší hodnotě rozpětí byla měnověpolitická rozhodnutí zpětně hodnocena jako zhruba adekvátní. Táže se, zda je současný předpoklad o rozpětí v tomto ohledu lepší.

*Odpověď SMS: Pokud by riziková prémie klesala, tak by tlak na snižování repo sazby byl oslaben. Aktuálně předpokládáme rozpětí 0,45 procentního bodu, současná pozorovaná hodnota je 0,50 procentního bodu. Nastavení rozpětí je tedy relativně konzervativní. Na rozdíl od minulosti však SMS nepředpokládá trendový pokles, protože nebyl dlouho pozorován. Předpoklad konstantního rozpětí SMS používá již několik prognóz.*

**L. Lízal:** K obnovení reálné konvergence se dotazuje, zda se jedná o současné obnovení, nebo o výhled. V prvním případě by vnímal některé měnové kurzy jako nekonzistentní s reálnou konvergencí.

*Odpověď SMS: SMS upřesňuje, že se jedná o očekávání obnovení reálné konvergence v roce 2013 a za horizontem prognózy.*

**L. Lízal:** Primární dopad zvýšení obou sazeb DPH o jeden procentní bod do celkové inflace je 0,7 procentního bodu (str. 20). Táže se na výpočet primárního dopadu a upozorňuje, že při minulých změnách DPH byla tato změna promítnuta do inflace v plném rozsahu. Dotazuje se, zvláště s ohledem na minulou zkušenost s předpoklady o pouze částečném promítnutí DPH do cen, zda je předpokládána částečná kompenzace v maržích a zda je to realistický předpoklad.

*Odpověď SMS: Jedná se o plný primární dopad. Důvodem nejednotkového nárůstu spotřebitelských cen je, že ve spotřebním koši jsou i komponenty, na které se DPH nevztahuje (letenky, nájemné, finanční služby).*

**L. Lízal:** Ke Grafu II.5.1 žádá o upřesnění jednotek na ose y.

*Odpověď SMS: Jedná se o bezrozměrné číslo vycházející z dotazníků Evropské komise, které vyjadřuje saldo odpovědí na otázku, jak rostly spotřebitelské ceny za posledních dvanáct měsíců. Podobně je formulovaná otázka na budoucí růst cen. Finální číslo vyjadřuje podíl krajních odpovědí vážený koeficientem jedna a podíl druhých krajních odpovědí vážený koeficientem jedna polovina.*

**L. Lízal:** Děkuje za Box 3 o transmisi šoku do dovozních cen a inflace. K příslušnému grafu zachycujícímu průsak dovozních cen se dotazuje, proč jsou v grafu ceny dovozu pod dovozními cenami bez energií a dovozními cenami energií. Celkové dovozní ceny spočtené jako vážený průměr obou komponent by měly ležet mezi těmito komponentami.

*Odpověď SMS: Dovozní ceny energií jsou vyneseny na pravé ose.*

**L. Lízal:** Situační zpráva obsahuje tvrzení, že jeden z důvodů nárůstu cen ropy je extrémní zima v Evropě (str. 64). Táže se, zda je toto tvrzení ověřeno na průměrných teplotách.

*Odpověď SMS: ČSÚ uvádí, že teploty v únoru byly pod dlouhodobým teplotním normálem o 4–5 stupňů.*

**E. Zamrazilová:** Žádá o komentář ke Grafu II.5.2. Domnívá se, že tento graf ilustruje rozdílný pohled trhu a prognózy ohledně výhledu nastavení sazeb.

*Odpověď SMS: Trh ještě donedávna bral v úvahu snižování úrokových sazeb. Komunikace ČNB v posledním čtvrtletí však byla spíše o načasování zvyšování sazeb, proto trh od předpokladu snížení ustoupil. V současnosti všichni analytici a implicitně i trh očekávají velmi dlouhou stabilitu sazeb (pouze dva analytici čekají snížení v druhé polovině roku).*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o vlivu poptávkových a nabídkových faktorů při tvorbě cen komodit): V souvislosti s výhledem cen komodit je argumentováno faktory souvisejícími především s nabídkou a poptávkou (str. 64–65). V souladu s úvahami, které se začínají objevovat i v literatuře, se domnívá, že ceny komodit již neurčuje pouze souhra nabídky a poptávky, ale že se na tvorbě cen komodit podílí i tzv. financionalizace, tj. komodity se stávají běžným finančním aktivem stejně jako například dluhopisy a akcie. Žádá o komentář, zda SMS uvažuje i jiné než poptávkově-nabídkové faktory při tvorbě cen komodit.

*Odpověď SMS: SMS nedávno prezentovala graf, který na základě údajů agentury Bloomberg ukazuje podíl finančních investorů, kteří chtějí v rámci obchodů s komoditami pouze alokovat finanční zdroje, a podíl investorů, kteří ropu zpracovávají. SMS se domnívá, že míra financionalizace částečně narostla, ale nemá výrazný vliv. Na aktuální ceny ropy mají výrazně vyšší vliv faktory nabídky a poptávky.*

**M. Singer** (v diskuzi o vlivu poptávkových a nabídkových faktorů při tvorbě cen komodit): Žádá SMS o analýzu výhledů cen komodit z Consensus Forecasts pro období uvolněné měnové politiky. Poznámává, že by bylo například zajímavé ověřit, zda chyba výhledů cen komodit není vysvětlitelná některým měnovým agregátem eurozóny.

**E. Zamrazilová:** Na straně 47 situační zprávy je prezentována úvaha o změně hrubého disponibilního důchodu domácností při zvýšení úrokových sazeb o jeden procentní bod. Z orientačních výpočtů vycházejících z objemu vkladů a objemu a struktury úvěrů plyne, že při zvýšení sazeb u úvěrů i vkladů o jeden procentní bod, agregátní disponibilní důchod poroste. Táže se, zda SMS uvažovala při výpočtech ze strany 47 příjmový efekt z vkladů.

*Odpověď SMS: Pro účely výpočtu ze strany 47 SMS příjmový efekt vkladů neuvažovala. V souvislosti s otázkami o růstu nových hypoték bylo cílem SMS, na základě dat z národních účtů, odhadnout dopad zvýšení úrokových sazeb u hypoték v situaci končící fixace velkého objemu hypoték z let 2007–2008. SMS uvažovala extrémní scénář, že by se úroková sazba zvýšila o jeden procentní bod na úvěrové straně (vše ostatní by zůstalo stejné). V tomto extrémním scénáři by dopad do meziroční změny disponibilního důchodu byl 0,6 procentního bodu. Kompenzace vyššími úroky z vkladů může nastat na agregátní úrovni, ale ne nutně na úrovni jednotlivých domácností.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o nízkém mezičtvrtletním růstu inflace na přelomu let 2012/2013): Mezičtvrtletní spotřebitelská inflace mezi čtvrtým čtvrtletím roku 2012 a prvním čtvrtletím 2013 byla v prognóze z první situační zprávy 1,3 %, v současné prognóze se pak tento mezičtvrtletní růst cen snížil na 1 %. Domnívá se, že tento pokles je odrazem podcenění pravděpodobně ve



výhledu regulovaných cen (např. v nezahrnutí některých cen tepla). Dále se domnívá, že již odhad z první situační zprávy byl podceněn, třetí situační zpráva ho posunula ještě níže.

*Odpoověď SMS: Jedná se o zanedbatelně nižší mezičtvrtletní růst, protože tabulka Forecast Summary uvádí anualizované sezónně očištěné mezičtvrtletní růsty, tj. rozdíl 0,3 procentního bodu růstů v anualizované formě nepředstavuje ani desetinu na mezičtvrtletním růstu. Za nízkým mezičtvrtletním růstem cen na přelomu let 2012/2013 je předčasné promítnutí daňových změn.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o nízkém mezičtvrtletním růstu inflace na přelomu let 2012/2013): Poznnamenává, že základní scénář nepočítá se změnou DPH na přelomu let 2012/2013.

*Odpoověď SMS: Základní scénář předpokládá sjednocení DPH na úrovni 17,5 %. SMS očekává, že se tato daňová změna projeví u potravin již ke konci roku 2012. Na počátku roku 2013 bude změnám cen dominovat spíše snížení základní sazby DPH z 20 % na 17,5 %, které celkovou inflaci mezičtvrtletně poměrně výrazně snižuje. Dále v tomto období SMS očekává relativně nízké růsty regulovaných cen.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o nízkém mezičtvrtletním růstu inflace na přelomu let 2012/2013): Vyjadřuje pochybnosti o růstech cen předpokládaných SMS na přelomu let 2012/2013. Poznnamenává, že scénář načrtnutý SMS implikuje meziměsíční téměř nulové nárůsty cen v lednu, únoru a březnu.

*Odpoověď SMS: Položky mající poměrně vysokou váhu ve spotřebním koši (elektřina, plyn) jsou zařazeny do základní sazby DPH, tj. v lednu 2013 dojde u těchto položek k cenovému poklesu.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o nízkém mezičtvrtletním růstu inflace na přelomu let 2012/2013): Poznnamenává, že se v současnosti předpokládá růst cen tepla pro domácnosti o 10–20 % v prvním čtvrtletí příštího roku. Ceny odpadu se mají až zečtyřnásobit, podobně poroste vodné a stočné. Dodává, že se jedná o veřejně dostupné informace, které by měly být brány v úvahu.

*Odpoověď SMS: O nárůstu cen elektřiny o desítky procent na začátku následujícího roku se hovoří téměř každý rok.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o nízkém mezičtvrtletním růstu inflace na přelomu let 2012/2013): Doplnuje, že nehovořila o cenách elektřiny, ale o cenách tepla.

*Odpoověď SMS: Nárůst cen tepla oproti minulé prognóze je ve scénáři regulovaných cen zapracován. Na celkový růst cen mají ovšem tyto ceny minimální vliv. Nárůst cen tepla bude více jak vykompenzován změnami cen regulovaného nájemného, elektřiny a plynu.*

**M. Singer:** Poznnamenává, že je třeba si uvědomit, co a kdy cíluje centrální banka. Domnívá se, že centrální banka cíluje inflační agregáty, které vyhlazují daňové změny, protože není schopna v horizontu měnové politiky tyto daňové změny odehrávající se například v rámci jednoho roku reflektovat. V případě předvídatelných daňových změn odehrávajících se dva roky po sobě je tento argument oslaben. Je třeba se ptát, zda je centrální banka čitelnější, vyhlazuje-li i v takové situaci stále stejný inflační agregát.

*Odpoověď SMS: SMS si umí představit oportunističtější přístup k výjimkování daňových změn, než jen mechanické cílování měnověpolitické inflace v období daňových změn, které bylo aplikováno v minulosti. Situace, kdy alternativa ukazuje celkovou inflaci mírně nad cílem a měnověpolitickou inflaci lehce pod cílem, by mohla být považována za žádoucí. Tento přístup by byl možný, ale*

*jedná se o režimovou změnu, která by, v případě přijetí, měla být komunikována veřejnosti. V současnosti je u části analytiků pravidlo výjimkování primárních dopadů daňových změn hluboce zakořeněné. Bez jasné deklarace toho, že výjimkování primárních dopadů v situaci po sobě následujících změn DPH není triviální, nebude úplně jasné, proč se současnými trajektoriemi sazeb a měnověpolitickou inflací výrazně pod cílem, bychom případně nepřistoupili ke snížení sazeb.*

**M. Singer:** Ujišťuje se, že v tvrzení „Rizika budoucího růstu ekonomické aktivity v eurozóně jsou vzhledem k pokračující dluhové krizi nadále výrazná.“ (str. 4) se jedná o protirůstová rizika.

*Odpověď SMS: Při přípravě situační zprávy SMS vnímala rizika vývoje ekonomické aktivity v eurozóně jako obousměrná. SMS se obávala opětovného prohloubení dluhové krize, na druhou stranu ovšem bylo možné pozorovat poměrně dobré signály z německé ekonomiky. V poslední době se ovšem sentiment zhoršuje, PMI index oslabil, nervozita kolem krize se do jisté míry vrátila. Nyní SMS vnímá rizika jako převažující směrem dolů. Je možné zvážit, zda text ve Zprávě o inflaci v tomto smyslu nerozšířit.*

**M. Singer:** Žádá o vysvětlení poznámky pod čarou č. 6 (str. 14). Aktuální formulace nedává smysl.

*Odpověď SMS: SMS se omlouvá za formulaci. Chybí tam informace o tom, že se jedná o dividendy vyplacené nerezidentům, které SMS nedokáže přesně predikovat. To má pak vliv na bilanci výnosů. Poznámka pod čarou má upozornit na to, že se data o dividendách vyplacených nerezidentům mohou revidovat. Šetření o přímých zahraničních investicích se uskutečňuje až po valných hromadách firem.*

**M. Singer:** Dotazuje se, zda SMS hovoří o „pokračování“, nebo „prohlubování“ dluhové krize eurozóny a zda nedochází k záměně těchto pojmů. Žádá o názor, zda se SMS obává pokračování, nebo prohlubování dluhové krize.

*Odpověď SMS: Základní scénář charakterizuje spíše pokračování dluhové krize stylem „muddling through“, kde averze k riziku dále výrazně nenarůstá. Prohlubování dluhové krize SMS vnímá jako protirůstové riziko.*

**M. Singer:** K stanovisku poradce se táže, zda by bylo možné komentovat, zda prezentované odhady vlivu struktury německého růstu na český vývoz zachycují cyklický vývoj, popřípadě změnu struktury německého vývozu. Dále se ujišťuje, že analýza 3M PRIBORu a 3M EURIBORu vychází z časových řad pokrývajících stejnou časovou periodu.

*Odpověď poradce Franty: Vzhledem ke krátkému datovému vzorku je analyticky těžké identifikovat vliv obchodního cyklu nebo změn ve struktuře německého vývozu. Nedomnívá se, že by tímto bylo ale celkové vyznění analýzy výrazně ovlivněno. K druhé části dotazu: data pro 3M EURIBOR jsou brána pouze za období, pro které jsou tato data používána v prognóze.*

## **II. Uzavřené jednání bankovní rady**

**V. Tomšík:** Celkový makroekonomický vývoj nepovažuje za příliš příznivý, z příchozích dat plyne, že dochází ke zpomalení růstu HDP téměř ve všech složkách nejen pro rok 2012, ale ve výhledu i pro rok 2013. Domnívá se, že se situace v ekonomice blíží překlopení ze základního

scénáře do alternativního scénáře, který se ovšem nemusí realizovat zcela přesně. Doplňuje, že se budeme nacházet pravděpodobně někde mezi těmito dvěma scénáři.

Své úvahy začal s ekonomickým růstem a jeho složkami, protože je přesvědčen o výrazném vlivu komponent růstu na inflaci. V diskuzi o zdrojích případného generování domácích inflačních tlaků se zaměří na disponibilní důchod. Celý rok 2011 (s výjimkou druhého čtvrtletí) byl nominální i reálný disponibilní důchod v meziročním poklesu. Domácnosti nebudou mít zdroje na obnovení poptávkových tlaků. To lze pozorovat i na míře úspor, která ještě nedosáhla předkrizových hodnot. Dále poznamenává, že nominální jednotkové mzdové náklady dlouhodobě klesají: lze pozorovat pokles osm čtvrtletí za sebou (s výjimkou druhého čtvrtletí 2011), v průmyslu pozorujeme pokles dokonce devět čtvrtletí za sebou. Nevidí tedy možné zdroje inflačních tlaků. Uvědomuje si současný růst cen komodit a energií, což pro podniky jistě představuje nákladový tlak. Jsou-li ale podniky schopny několik čtvrtletí za sebou snižovat jednotkové nominální mzdové náklady, pak by měly být schopné se s tímto růstem nákladů vyrovnat, a tedy nejsou nuceny výrazně tlačit na zvyšování cen svých výstupů.

Otázkou zůstávají výhledy cen komodit. Oceňuje, že třetí situační zpráva oproti první situační zprávě zvýšila výhled růstu cen komodit (na 120 dolarů za barel ropy, což činí nárůst 6 %). Považuje změny výhledu cen za adekvátní reflexi současné situace.

Domnívá se, že z výše uvedeného plyne oddalování zvyšování sazeb. Ohledně zvyšování sazeb zazněly dva argumenty, které považuje za relevantní. První argument vychází z vlivu dlouhodobě nízkých reálných úrokových sazeb na finanční stabilitu, případně vznik bublin. V současném makroekonomickém prostředí nevidí hrozbu vzniku bublin. Aktuální situace, které jsme svědky, je spíše odrazem dozrívání minulého vysokého růstu cen nemovitostí a značného růstu ve stavebnictví než vznik nové situace ohrožující finanční stabilitu. Současný růst hypoték tvoří z 20 % refinancování hypoték, zbytek tvoří nové hypotéky. Z pohledu objemu dochází u hypoték ke stagnaci až poklesu. Kdyby došlo k ohrožení finanční stability, otázkou navíc zůstává, zda je adekvátní reagovat celoplošně přes úrokové sazby, nebo spíše pomocí dohledových nástrojů.

Druhý relevantní argument pro zvyšování sazeb se týká možnosti průsaku aktuálně vysoké inflace do inflačních očekávání. Tento problém zde byl již několikrát diskutován. Klade si otázku, jak v měnové politice na tuto hrozbu reagovat správně. Případné dnešní zvýšení sazeb z důvodu potenciální neukotvenosti inflačních očekávání implikuje odmítnutí standardního komunikačního nástroje, kterým je prognóza. Ta navíc nyní doporučuje snížení sazeb jak v základním scénáři, tak v alternativním scénáři. Netvrdí tímto, že je nezbytně nutné následovat prognózu, považuje to ale za silný argument proti zvyšování sazeb.

Při rozhodování o nastavení sazeb bere v úvahu, že mezi posledními prognózami nedošlo ke změně pravidla vyhlazování sazeb. Situaci vnímá z pohledu dvou scénářů, které oba navrhuje snížení sazeb. Na druhou stranu se musí ptát, jak rozdílná je situace v porovnání s listopadem, kdy navrhoval snížení sazeb. V listopadu bylo výrazné meziroční posílení kurzu, ve třetím čtvrtletí roku 2011 byl kurz koruny k euru o 3 % silnější. V prvním čtvrtletí 2012 byl kurz meziročně o 3 % naopak slabší. Domnívá se, že koruna je nyní těžko predikovatelná. I přes velkou nejistotu byl v minulosti apreciační trend kurzu koruny poměrně jistý, což umožňovalo do určité míry v malé otevřené ekonomice cílovat inflaci. Dnes je těžké odhadnout i jen směr vývoje kurzu, koruna je velice volatilní. Objevuje se otázka, zda jsme schopni inflaci dobře cílovat. I přes jednoznačné vyznění základního i alternativního scénáře cítí z těchto důvodů velkou nejistotu. Jako důležité vnímá nekomunikovat dále k veřejnosti zvyšování sazeb, protože to dle jeho názoru činí prognózu netransparentní.

Dalším výrazným faktorem rozhodování v porovnání se situací v listopadu je rozdíl celkové a měnověpolitické inflace, kterou vnímal jako důsledek předčasného průsaku změn DPH do cen potravin. V současnosti rozdíl přetrvává a pravděpodobně nedojde v brzké době k jeho poklesu. Stále váhá, zda snížit sazby, či nikoliv.

**P. Řežábek:** Situaci vnímá dramaticky, ale v míře dramatičnosti nedochází k výraznému posunu. Situační zpráva vyznívá tak, že je potřeba reagovat. Ovšem změna od předchozích období je relativně čitelná.

V zahraničí je trvalým problémem fiskální konsolidace. Tento problém je nyní již adekvátně definován a popsán, což povede zahraniční subjekty k nutnosti se k němu vyjádřit a zaujmout nějaký postoj.

Situaci v české ekonomice nevnímá příliš dramaticky. Jako základ prognózy je použit matematický model, který by měl vycházet z optimálního chování jednotlivých ekonomických agentů. Domnívá se, že tímto modelem akcentovaný efekt fiskální politiky na prognózu není natolik významný. V reakci na poznámku V. Tomšíka o absorpci nákladových tlaků firmami poznamenává, že není jisté, kde leží hranice přizpůsobivosti firem na tyto nákladové tlaky. I s ohledem na plánované daňové změny se domnívá, že určitý průsak nákladových tlaků do cen je možný. Otázkou zůstává, zda budou sazby DPH sjednoceny dle předpokladu základního scénáře, nebo dojde k růstu sazeb uvažovaném v alternativním scénáři. V jednom případě se daňová změna výrazně promítne do cen dopravy a pohonných hmot, v druhém případě dojde k opačnému efektu. Zde by rád počkal na vyjasnění, kterým směrem nás daňové změny posunou.

V České republice došlo k omezení investic a poptávky. Na druhou stranu došlo v ČR ke znatelnému odložení poptávky po stavebních pracích (především po drobnějších stavebních úpravách), která nyní začíná výrazně oživovat. Doporučuje rozlišování kategorie rekonstrukce a výstavba bytového fondu a kategorie infrastruktury. Domnívá se, že každá z těchto kategorií je v současnosti z pohledu oživení poptávky výrazně jiná.

Důležitou otázkou v souvislosti s dnešním rozhodováním zůstává, co se změnilo od poslední situační zprávy zvláště s ohledem na aktuální měnověpolitické doporučení snížit sazby. Jedinou výraznou změnou je snížení tempa růstu HDP. V prezentaci připravené pro tiskovou konferenci je velice dobře vidět, že změny od předchozí prognózy nejsou výrazné, a nezakládají tak na nutnost snížení sazeb.

**K. Janáček:** Ke svým vyjádřením z otevřeného jednání by rád přidal několik dalších poznámek. Domnívá se, že váha vlivu nízkých zahraničních úrokových sazeb (EURIBOR) na českou ekonomiku a na nastavení domácích úrokových sazeb je v situační zprávě přehnaná. Pokles tržních sazeb v eurozóně pod základní refinanční sazbu ECB je evidentně vyvolán mimořádnými zásahy ECB v podobě LTRO. Tento pokles není dán vývojem inflace, která je stále viditelně nad cílem ECB. Stabilizační opatření LTRO mají pouze dočasný charakter, proto se vývoj tržních sazeb v eurozóně při případných šocích, které situační zpráva nevyklučuje, může výrazně měnit.

Znovu opakuje, že nepovažuje za realistický předpoklad, že při oslabování eura vůči americkému dolaru bude, v současné evropské situaci charakterizované pokračující dluhovou krizí, kurz koruny vůči dolaru stabilní. Realističtější předpoklad kurzu koruny vůči dolaru by vedl k výraznějšímu inflačnímu vlivu cen komodit na domácí výrobní a následně i spotřebitelské ceny. Prognóza v rámci základního scénáře očekává výrazný pokles spotřebitelské inflace z hodnot blízkých se aktuálně hodnotě 4 % na hladinu 1,4-1,6 % v roce 2013. Prognóza předpokládá, že

nákladové tlaky ze zahraničí a zvýšení sazby DPH odezní a budou od konce roku 2012 vystřídány inflačními tlaky z domácí ekonomiky. Je vysoce diskutabilní, zda situační zprávou uvažované výrazné zpomalení růstu regulovaných cen, cen potravin a meziroční pokles cen pohonných hmot jsou realistické.

Poznamenává, že se evidentně již naakumuloval značný nákladověinflační potenciál, který se za podmínek i mírného oživení ekonomické aktivity může v roce 2013 začít výrazněji prosazovat. Znamky akumulace nákladověinflačního potenciálu lze pozorovat například v uváděné záporné mezeře marží v sektoru spotřebních statků nebo v pozorovaném růstu nákladů z dovozních cen, který předčil vliv vyšších spotřebních cen. Dále je nutné si uvědomit, že dvě po sobě rychle jdoucí vlny daňových změn s významnými cenovými dopady představují výraznou diskontinuitu a nejistotu z hlediska vnímání cenového vývoje jak domácnostmi, tak dalšími subjekty, a zakládají tak značné riziko nárůstu inflačních očekávání.

Návrh SMS ve třetí situační zprávě reaguje na pomalý hospodářský růst, resp. jeho zpomalení oproti poslední prognóze, při realizaci fiskálních opatření vlády, nikoliv na cenový růst vyvolaný zvýšením DPH. Argument situační zprávy je tradiční: primární dopady změn nepřímých daní nejsou součástí měnověpolitické inflace, nemají tady přímý dopad do úrokových sazeb. Situační zpráva opět výrazně bagatelizuje významné druhotné dopady zvýšení sazeb DPH do inflace ať už formou nárůstu inflačních očekávání, či možného tlaku na růst mezd. Upozorňuje, že na možný růst mezd má v porovnání se situační zprávou velmi rozdílný názor. Odkaz na minulé zkušenosti v tomto ohledu nestačí. Připomíná počátek roku 2012, kdy jsme byli svědkem překvapivého úplného promítnutí zvýšení sazby DPH do cen potravin. Narozdíl od závěrů třetí situační zprávy vidí rizika na obou stranách. Jím prezentované argumenty zpochybňují vyznění situační zprávy a návrh na snížení sazeb. Vzhledem k trvajícím a neklesajícím nejistotám považuje stabilitu sazeb za adekvátní.

**M. Hampl:** Poznamenává, že se v rámci debat na bankovní radě snaží vyhýbat iracionálním argumentům, tj. argumentům, proti kterým nelze vznášet další protiargumenty. Přiznává, že pro dnešní setkání musí udělat výjimku. Nebude opakovat spoustu věcí, které byly již řečeny, a dodá pouze psychologickou poznámku, že není v současnosti mentálně nastaven na další pokles úrokových sazeb, přestože proti prognóze nemá silné argumenty.

Prognóza se nese v pesimistickém duchu ohledně vývoje domácí i světové ekonomiky. Připomíná, že pesimistický pohled na vývoj světové ekonomiky se snaží na jednáních obvykle propagovat, přimlouvá se za něj i tentokrát. Domnívá se, že ve svém pesimistickém vyznění není prognóza překvapivá. Trochu překvapivé ovšem je, že by tento vývoj vyžadoval tak výraznou reakci měnové politiky do konce roku 2012. Svou aktuální pozici s mírnou nadsázkou popisuje jako pozici pasivní rezistence vůči prognóze, přestože příběhu prognózy věří a považuje ho za realistický. Svoji argumentaci označuje proto za iracionální, protože proti ní nelze nijak argumentovat.

Dodává, že pokud by ho mělo něco přesvědčit o nutnosti reakce měnové politiky, potřeboval by nějaký silnější důvod než pouze potvrzení pokračujícího pesimistického vývoje. Mohlo by se jednat o vnější šok nebo skutečnou jistotu, že se v domácí fiskální politice bude dít to, co je nyní pouze předpokladem.

Jeho pozici přiléhavě vyjadřuje prohlášení L. Lízala pro agenturu Reuters, které je také součástí měnověpolitického doporučení. Jinými slovy vyjádřeno: nejistoty jsou velké, stát se může mnoho

věcí, nicméně pro rozhodnutí o změně sazeb by se tyto nejistoty musely nejprve alespoň částečně materializovat. Těžko hledá důvody, proč měnit sazby nyní.

**L. Lízal:** Poznává, že prognóze rozumí a chápe argumenty v ní prezentované a nemá důvod polemizovat se závěry situační zprávy. Celková inflace je v současnosti výrazně nad cílem. Vnější svět vnímá celkovou inflaci jako to, co cíluje centrální banka, nikoliv inflaci měnověpolitickou. Jako problém vnímá to, že pokud dojde k daňovým změnám popsaným v alternativním scénáři, což vidí jako velice pravděpodobné, tak se bankovní rada dostane do „komunikačních kleští“, tj. veřejnost bude vnímat roli ČNB jinak, než jaká je její skutečná role. Z tohoto důvodu nemusí být aktuální rozhodování postaveno striktně na prognóze modelu a může mít do určité míry psychologické důvody.

Ze situační zprávy je vidět, že dostupnost úvěrů je dobrá. Podniky si nestěžují na problémy při získávání úvěrů, stěžují si na nedostatečnou poptávku. S tím souvisí také vysoký růst zakázek ze zahraničí, jiná situace je patrně u podniků nevyvážených do zahraničí.

Domnívá se, že dalším důležitým faktorem je výhled kurzu koruny při neočekávaném snížení sazeb. Pokles sazeb by patrně vyvolal oslabení kurzu koruny, které by mohlo být nežádoucí. Táže se, zda chce bankovní rada vyslat takový signál.

Poznává, že od minulého rozhodování bankovní rady nedošlo k velkým změnám. Očekává se stabilita sazeb, pokud nedojde k nějaké výrazné změně. V Evropě nevidí okamžitou materializaci žádného zásadního problému, na který by bylo vhodné reagovat. Dále dodává, že v prostředí nižších sazeb by byl v případě neočekávaného šoku prostor pro reakce omezený.

Shrnuje, že s prognózou souhlasí, ale má obavy, zda je nyní vhodná doba pro snížení sazeb. V souvislosti s komunikací souhlasí s V. Tomšíkem, že by bylo vhodné nastavit trh na jiná očekávání.

**E. Zamrazilová:** Poznává, že její dnešní rozhodnutí je do velké míry navázané na otázku, co má centrální bankéř dělat, jestliže poptávkové inflační tlaky neexistují a celková i měnověpolitická inflace se nachází nad inflačním cílem. S touto otázkou je svázán i problém budoucího vývoje inflace. Ze dvou základních důvodů považuje za vysoce pravděpodobné, že celková i měnověpolitická inflace zůstane nad cílem i roce 2013. Za prvé, odhad inflace pro začátek roku 2013 v situační zprávě považuje za silně podhodnocený i v případě, že by došlo pouze ke sjednocení sazeb DPH na hodnotu 17,5 %. Nicméně ani tento scénář daňového vývoje nepovažuje za pravděpodobný. Další otázkou zůstává, proč poptávkověinflační tlaky nevznikají. Důvod je, že vysoké ceny energií a potravin pohlcují čím dál tím větší část z disponibilních příjmů domácností. Jedná se o nezbytné komodity, které mají relativně nízkou pružnost poptávky na cenu. Automaticky tedy klesá objem prostředků využitelných na poptávku po méně zbytném zboží i na investice domácností. Tento efekt, který označuje jako důchodověvytěsňující efekt vysokých cen potravin a energií, autonomně omezuje či zabraňuje vzniku poptávkověinflačních tlaků v domácí ekonomice. Otázkou v této souvislosti zůstává, jak se budou vyvíjet ceny potravin a energií v budoucnu. Dlouhodobé zvýšení těchto cen považuje za velice pravděpodobné, protože kromě nabídky a poptávky po komoditách vnímá jako výrazný i vliv financionalizace, tj. fenoménu, kdy se komodity stávají běžným finančním aktivem stejně jako například dluhopisy či akcie. Ceny energií a potravin jsou součástí měnověpolitické inflace a jsou hlavním důvodem, proč je a bude i v roce 2013 měnověpolitická inflace nad cílem.

Cenovou stabilitu vnímá jako stabilitu celého indexu spotřebitelských cen. V zásadě souhlasí s konceptem očišťování inflace o daňové změny, poznamenává ovšem, že proces očišťování nemůže být statisticky zcela přesný, protože ve změně ceny se může současně odrazit více faktorů. Na mnoha místech situační zprávy je věta o tom, že průsak změny DPH do určitých cen byl pravděpodobně plný. Poznamenává, že vliv daňových změn neumíme přesně separovat.

Dodává, že ukazatele čisté a jádrové inflace jsou pouze pomocné ukazatele, které indikují domácí poptávkověinflační tlaky, o kterých již poznamenala, že v současnosti neexistují. Přesto je měnověpolitická i celková inflace vysoká.

Závěrem poznamenává, že pro cenovou stabilitu jsou klíčová inflační očekávání. Do inflačních očekávání se promítá změna sazby DPH. Jednorázové daňové změny lze komunikačně zvládnout takovým způsobem, že vliv změn po roce vymizí. Nicméně v případě změny sazeb DPH, která se uskuteční následující rok po změně první, je již dopad této další změny do inflace a inflačních očekávání těžké komunikačně zvládnout. Navíc se do inflačních očekávání promítají i nákladové faktory. Znovu připomíná, že nelze očekávat výrazný útlum nákladových tlaků. Obává se přelivu dlouhodobě vyšší inflace do střednědobých inflačních očekávání, a proto považuje za nutné měnovou politiku zpřísnit.

**M. Singer:** Poznamenává, že se v současnosti nacházíme v situaci rozevírání nůžek mezi celkovou a měnověpolitickou inflací. Rozdíl mezi těmito dvěma typy inflace jistě poroste, jedná se do velké míry o předvídatelný proces odrážející pozorovatelné daňové změny. Tato situace je z hlediska svého opakování relativně nová, proto může být matoucí. Domnívá se, že rozdíl mezi celkovou a měnověpolitickou inflací je vnímán členy bankovní rady při jejich rozhodování jako největším problémem. Někteří členové bankovní rady se k tomuto problému již vymezili. Žádá o vyjádření těch členů, kteří chtějí na jeho názor reagovat.

Nevidí ovšem nutnost nějaké výrazné změny. Pokud nedošlo dříve k vymezení se vůči prognóze, která předpokládala pokles sazeb v letošním roce, tak nemůže být překvapením aktuální doporučením sekce na snížení sazeb. Nedošlo k žádné dramatické změně, prognóza se naplňuje. Prognóza dlouhodobě upozorňovala na pokles sazeb, nedojde-li k něčemu dramatickému, například ke změně v rozpětí sazeb 3M PRIBOR-2T repo.

Poznamenává, že se nyní pohybujeme v klasickém problému: ČNB měla většinu času „hawkish bias“. Členové bankovní rady vyrostli v období, kdy hrdinný centrální bankéř byl ten, který své nezávislosti využil ke zkrocení inflace. Nyní jsme v situaci, kdy bychom měli v rámci nastaveného režimu měnové politiky nezávislosti využít k pravému opaku. Domnívá se, že s tím má bankovní rada velký problém.

Problém rozhodování o sazbách je možné adresovat i tak, že identifikujeme nedostatky prognózy a proinflační rizika. Například ceny komodit lze v prostředí světového růstu a uvolněné měnové politiky vnímat jako riziko, kde se výhledy z Consensus Forecasts nemusí naplňovat. Nedomnívá se, že by byla ukončena dočasná měnověpolitická opatření velkých centrálních bank. Je přesvědčen, že se tato opatření budou pravděpodobně stupňovat, zvláště v situaci, kdy by v USA došlo k fiskální zadržce, která se z pohledu ekonomického růstu odhaduje na několik procentních bodů. Neumí si představit, že by v takovém případě americký Fed nereagoval dalším uvolněním.

Chování kurzu nepovažuje za problém. Připomíná, že prognóza v základním scénáři předpokládá dvě snížení sazeb o 0,25 p.b. do konce roku. Kdyby byl kurz koruny slabší oproti prognóze o ekvivalent jednoho snížení, pak by v mechanickém odečtu při rozhodnutí zachovat stabilitu sazeb zbývalo do konce roku pouze jedno snížení sazeb, což by bylo ještě docela příjemné. Upozorňuje,

že větší vychýlení kurzu si vzhledem k pozitivním parametrům makroekonomické stability a exportní výkonnosti domácí ekonomiky neumí představit.

Argument o tom, že inflační očekávání pravděpodobně nebudou ovlivněna v situaci, kdy nelze očekávat jejich promítnutí přes mzdy, se mu nezdá přesvědčivý. V období 70. let byla měnová politika restriktivní, inflační očekávání byla zvýšená, a přesto se dokázala do mzdových spirál promítnout. Není si jistý, do jaké míry je situace 70. let analogická současné situaci. Nepovažuje ale předpoklad o ukotvenosti očekávání za jistý a dostatečně zdůvodněný tím, že se domácí ekonomika 20 let chová určitým způsobem.

Dodává, že dnes cíluje druhou polovinu roku 2013. I při promítnutí všech rizik, podíváme-li se na alternativní scénář, který předpokládá ještě větší rozevření nůžek mezi celkovou a měnověpolitickou inflací, se celková inflace na konci roku 2013 dostane na dvě procenta. Prostor pro omyl, který dlouhodobě destabilizuje inflační očekávání obyvatelstva směrem nahoru, je poměrně velký. Prostor pro omyl v opačném směru, který naopak ekonomiku přibrzdí a donutí nás diskutovat v horizontu roku a půl kurz nebo dlouhý konec výnosové křivky, je výrazně menší. Přiznává, že rozhodování je tentokrát velmi složité.

**V. Tomšík:** Rád by se přidal k diskusi o tom, co se v ekonomice změnilo od minulé prognózy. Z pohledu celkového makroekonomického obrázku prezentovaného základním scénářem se dle jeho názoru moc nezměnilo. Dodává ale, že v horizontu transmise měnové politiky je inflace 1,4 % (základní scénář) resp. 2 % (alternativní scénář). V situaci, kdy základní i alternativní scénář předpovídá inflaci nepřevyšující inflační cíl, by nenásledování doporučení vedlo k odmítnutí transparentního nástroje komunikace ČNB, což je prognóza. Odmítnutí prognózy je možné pouze, identifikujeme-li proinflační rizika. Otázkou je, kde tato rizika opravdu vidíme. Součástí jeho rozhodování je úvaha o tom, jak dál komunikovat a jaký signál vyslat.

**K. Janáček:** Domnívá se, že nákladová inflace je rizikem inflace. Model pracuje s kurzem koruny k euru a podceňuje výrazný vliv kurzu koruny k americkému dolaru na ceny dovozu. Myslí si, že v horizontu transmise měnové politiky mohou nákladové tlaky udržovat inflaci výše než prognózou předpokládaných 1,4 % (základní scénář) resp. 2 % (alternativní scénář). Navíc jako důležité vnímá ponechání si prostoru pro měnověpolitickou reakci v situaci značných vnějších nejistot, například v případě problémů Španělska.

**M. Hampl:** V reakci na diskusi o aktuálně vyšších hodnotách inflace doplňuje, že měnověpolitická inflace se nyní nachází pod horní hranicí tolerančního pásma. Dále si není jistý tvrzením, že dochází pouze k naplňování prognózy. Minulá prognóza implikovala pokles sazeb mírně přesahující jedno snížení sazeb o 0,25 p.b. do konce roku. Nová prognóza implikuje dvě snížení, alternativní scénář, který není nepravděpodobný, implikuje repo sazbu na nule (za předpokladu konstantního rozpětí 3M PRIBOR-2T repo). Toto nevnímá pouze jako naplnění obrázku, který tu byl dříve diskutován. Domnívá se, že došlo k jistému posunu.

Poznamenává, že někteří členové bankovní rady vidí nesoulad v tom, co lze nyní pozorovat v reálné ekonomice a co naplňuje předpoklady mnohých z nich, a tím, co z tohoto vývoje pro horizont měnové transmise vyvozuje prognóza pro měnověpolitickou akci. Připomíná, že za poslední rok a půl vnímal výhled domácí i evropské ekonomiky vždy pesimisticky.

Dále by rád poznamenal, že bankovní rada možná „zapomněla hýbat sazbami“. Pravděpodobně to ukazuje jistou míru inerce tvůrců měnové politiky. To je také jeden z důvodů, proč je jeho dnešní



postoj iracionální. Není ve stavu, aby ho informace z různých analýz nebo anekdotická evidence o stavu a výhledu ekonomiky přesvědčily o nutnosti změny sazeb. Znovu připomíná, že souhlasí s pohledem představovaným prognózou.

V reakci na komentář M. Singera dodává, že se obává, že bude ještě hodně příležitostí dokázat, že ČNB je nezávislá centrální banka.

**T. Holub (ředitel SMS):** Minulá prognóza implikovala snížení sazeb, v tomto smyslu se nic nového neděje, pouze došlo k posunu v čase. Implikovaná trajektorie sazeb se na kratším konci posunula směrem dolů asi o 5 setin. SMS na základě pozorovaného nárůstu nastavila přibližně o 5 setin vyšší rozpětí 3M PRIBOR-2T repo. Tyto drobné úpravy vedly k překlopení doporučení snížení sazeb ekvivalentní jednomu a půl snížení o 0,25 procentního bodu ke dvěma snížením. Alternativní scénář ovšem implikuje pokles sazeb až téměř na nulu.

**M. Singer:** Žádá M. Hampla o komentář k úvahám o rozvírání nůžek mezi celkovou a měnověpolitickou inflací.

**M. Hampl:** Rozevírání nůžek mezi celkovou a měnověpolitickou inflací je nepochybně nezvyklý faktor. Pravděpodobně i SMS by souhlasila s tím, že očekávaná intenzita daňových změn v nejistém ekonomickém prostředí je pouze obtížně analyzovatelný jev. Doplnuje, že SMS připouští rizika vycházející z této neobvyklé situace.

Dodává, že rozdíl těchto dvou typů inflace nepovažuje za nejzákladnější příběh. Za charakterističtější pro současnou situaci považuje pohled, který vidí vše podobně pesimisticky jako dříve, pouze doporučení sekce je mnohem agresivnější, než očekával.

**E. Zamrazilová:** Ráda by zopakovala, že se ve svých úvahách soustředila na měnověpolitickou inflaci. Myslí si, že vysoké ceny potravin a energií povedou k nárůstu i měnověpolitické inflace trvale nad inflační cíl. V návaznosti na poznámku M. Hampla o současné pozici měnověpolitické inflace pod horní hranici tolerančního pásma dodává, že uvažuje podobně ovšem v opačném směru. Při zpřísnění měnové politiky a následném poklesu měnověpolitické inflace, například k hodnotě 1,4 %, by se měnověpolitická inflace také nacházela v tolerančním pásmu. Dodává, že interval kolem inflačního cíle platí symetricky na obě strany.

Své vymezení se vůči prognóze považuje za dostatečné. V reakci na poznámku V. Tomšíka o obtížnosti současné situace pro komunikaci doplňuje, že z jejího pohledu je komunikace dlouhodobě velmi obtížná. Nemůže nést osobní zodpovědnost za to, že prognóza je postavena na nerealistických předpokladech. Připomíná, že nese svojí komunikační zodpovědnost.

**L. Lízal:** Dodává, že výhledy cen ropy v prognózách v minulém roce měly vždy charakter postupného poklesu. Cena ropy ale neklesá. Částečně se to vztahuje k rozdílu mezi Evropou a zbytkem světa, kdy Evropa má v současnosti jiné problémy. Na druhou stranu vnímá ropu jako jediné proinflační riziko, které v současnosti vidí. Opakuje, že s prognózou problém nemá. Domnívá se ovšem, že signál vyslaný neočekávaným snížením sazeb by mohl vést k podpoře pesimismu.

**M. Hampl:** Pro úplnost prezentuje jeden z argumentů pro opatrnost při změně sazeb. Na počátku jednání se obával, že by se ČNB mohla dostat do velmi nekomfortní situace, kdy by sedm členů

bankovní rady mohlo dát tři různá doporučení, tj. hlasovat pro stabilitu, snížení i zvýšení sazeb. To by považoval za nesmírně složité komunikovat.

**V. Tomšík:** K diskuzi o inflačních očekáváních a jejich výhledu dodává, že často bylo diskutováno, že v reakci na aktuální hodnoty inflace může dojít k jejich nárůstu. Inflační očekávání jsou tvořena nejen aktuální inflací, ale i prognózou kredibilní instituce a tím, jak se tato instituce chová a jak komunikuje. Chování ČNB považuje za výrazný faktor tvorby inflačních očekávání. Jestliže bankovní rada vyšle signál, že nevěří prognóze, je nutné jasně deklarovat, čemu konkrétně nevěří.

**M. Singer:** Upozorňuje, že základní odpovědnost bankovní rady se týká cenové stability. Pokud není dotčena cenová stabilita, má bankovní rada zodpovědnost za ekonomický růst. Neexistuje-li přesvědčení o pozitivní mezeře výstupu, měla by větší citlivost panovat vůči odchylkám pod inflační cíl než vůči odchylkám nad cíl. Navíc existuje nebezpečí, že se odchylka inflace může dostat i mimo toleranční mez, ukáže-li se, že pravdu má prognóza. Na druhou stranu veřejnost je obecně na „hawkish“ centrální banku zvyklá, což ovšem nemůže být bráno pro bankovní radu jako omluva.

Druhá poznámka se týká komunikačních aspektů současného rozhodování. Komunikační zkušenost ČNB je nepochybně taková, že trh pochopí rozhodnutí, která vycházejí z aktuální situace a která mohou být z pohledu trhu vnímána jako neočekávaná. Popisuje zkušenost s přístupem svého předchůdce, který se častěji rozhodoval až na základě diskuze na bankovní radě. Výsledná rozhodnutí, která mohla být i překvapivá, pak trh pochopil a naopak to podpořilo kredibilitu ČNB jako instituce, která se skutečně zamýšlí nad aktuální ekonomickou situací.

K poznámce M. Hampla o situaci možných tří alternativ hlasování doplňuje, že v situaci individuálních mandátů to nepovažuje za tak velký problém jako v minulosti. I tehdy ovšem tuto situaci ČNB komunikačně zvládla.

Upozorňuje, že při příští situační zprávě budou již zveřejněna data HDP a jeho složek za první čtvrtletí tohoto roku, což je důležitá informace.

**M. Hampl:** Souhlasí s tím, že argument podporující vyčkávání na to, kdy a v jakém směru se objeví šoky do ekonomiky, je slabý. Souhlasí také s tím, že tvůrce měnové politiky se nesmí v klíčových okamžicích bát překvapovat. Existují modely, které ukazují, že kdyby se rozhodování o sazbách zakládalo pouze na snaze nepřekvapovat, došlo by k permanentnímu vychýlení ekonomiky z rovnováhy. Překvapivé rozhodnutí o sazbách nesmí ovšem překvapit i samotné členy bankovní rady.

K poznámce M. Singera o mandátu centrální banky doplňuje, že toto téma se bude v budoucnu jistě řešit ještě častěji a intenzivněji. Domnívá se, že přesná formulace o mandátu hovoří o podpoře obecné hospodářské politiky vlády, nikoliv primárně o růstu. V nadsázce lze říci, že současná politika vlády je protirůstová, a kdyby měla centrální banka podporovat vládní hospodářskou politiku, muselo by dojít ke zvýšení sazeb, aby došlo ke zpomalení ekonomiky.

**P. Režábek:** Mandát ČNB hovoří o podpoře obecné hospodářské politiky vlády vedoucí k udržitelnému hospodářskému růstu.

**E. Zamrazilová:** Rovnovážný růst považuje za podstatný faktor, který musí centrální bankéř brát v úvahu. Nicméně podrobnější pohled na sektor podniků v situační zprávě nevypadá nijak špatně.

Růst úvěrů a investiční aktivity kolem 6 % nebo dvouciferný růst zakázek ze zahraničí v lednu a únoru nevnímá jako bezprostřední varovný signál pro růst domácí ekonomiky.

### **III. Úkoly**

Nebyly zadány.

### **IV. Rozhodnutí**

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

Zapsal: Michal Franta, poradce bankovní rady