

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 19. prosince 2012**

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

### **I. Diskuze navazující na prezentaci 8. situační zprávy**

**E. Zamrazilová:** Zveřejněná revize čtvrtletních národních účtů změnila historický vývoj spotřeby domácností. V roce 2010 spotřeba domácností rostla rychleji a v roce 2011 neklesala. Jaký dopad má tato revize na prognózu?

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): ČSÚ zatím nepublikoval národní účty za sektor domácností. Není tedy známo, zda byl revidován i disponibilní důchod a jak se tím změnila míra úspor. Tyto informace budou známy při zpracování příští prognózy, kdy SMS také provede plnohodnotnou filtraci aktuální pozice ekonomiky v rámci cyklu.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o deflátoru spotřeby domácností): E. Zamrazilová interpretuje revize čtvrtletních národních účtů tak, že reálný růst spotřeby domácností je oproti očekávání SMS vyšší. Upozorňuje, že byl také revidován deflátor spotřeby domácností. V poznámce 15 na str. 19 je uvedeno, že meziroční růsty deflátoru byly revidovány v posledním roce směrem dolů na zhruba poloviční hodnoty oproti růstu spotřebitelských cen (spotřebitelské ceny rostly ve třetím čtvrtletí o 3,3 % a deflátor spotřeby domácností jen o 1,6 %). Co jiného vstupuje do výpočtu deflátoru spotřeby domácností oproti indexu spotřebitelských cen? Pokud by nebyl deflátor revidován, spotřeba domácností by se snížila výrazněji a bylo by to protiinflační riziko.

*Odpověď SMS: SMS neumí interpretovat rozdíl mezi růstem deflátoru spotřeby domácností a růstem spotřebitelských cen. Index spotřebitelských cen je odvozen pro konstantní váhy (Laspeyresův index), zatímco deflátor spotřeby je počítán pro kombinaci produktů sledovaného roku (Paascheho index). Pokud tedy dochází ke spotřebě levnějších produktů, může se to projevit v nižším růstu deflátoru oproti růstu spotřebitelských cen. SMS se obrátí na ČSÚ s dotazem, zda je tato hypotéza pravdivá.*

**M. Singer** (v diskuzi o deflátoru spotřeby domácností): Zvyšovaly se ceny potravin. Nezdá se mu, že by domácnosti mohly potraviny substituovat.

*Odpověď SMS: Prodeje potravin klesají.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o deflátoru spotřeby domácností): ČSÚ zveřejnil analýzu, podle které obyvatelé České republiky na rozdíl od jiných zemí Evropy nejvíce šetří na potravinách.

**M. Singer** (v diskuzi o deflátoru spotřeby domácností): SMS by se tímto tématem mohla detailněji zabývat. Dnešní odpověď SMS interpretuje tak, že mezní efekt těchto úvah není vysoký.

**V. Tomšík** (v diskuzi o deflátoru spotřeby domácností): Prosí příště také uvést případné implikace pro měnověpolitické doporučení. Rozdíl mezi růstem deflátoru spotřeby domácností a spotřebitelskou inflací je velký.

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o cenách zemědělských výrobců a cenách potravin): Údaje o listopadové inflaci do jisté míry potvrdily částečný průnik DPH do cen potravin v listopadu 2012. Potvrdila se tedy hypotéza, kterou bankovní rada diskutovala před rokem.

Je ráda, že SMS vnímá riziko prognózy inflace vyplývající z okruhů cen zemědělských výrobců a cen potravin. Myslí si ale, že ceny zemědělských výrobců byly ve všech situačních zprávách v letošním roce podceněny. V únoru SMS očekávala na čtvrté čtvrtletí 2012 zhruba nulový růst cen zemědělských výrobců a pak SMS postupně zvyšovala jejich prognózu až na 11,1 %. Na minulém jednání se jí od SMS dostalo ujištění, že růst cen zemědělských výrobců o 10,3 % v září již dosáhl vrcholu. Realita je ale dnes jiná.

Žádá, aby SMS věnovala zvýšenou pozornost těmto cenovým okruhům, včetně vlivu financionalizace, protekcionářských opatření a podobně. Pokud bude v příštích situačních zprávách formulováno doporučení k devizovým intervencím, mohlo by dojít ke kontraproduktivnímu vlivu na ceny potravin, které reprezentují téměř čtvrtinu spotřebního koše. Komentář v situační zprávě není dostačující. Již během letních měsíců (resp. v srpnu) bylo zřejmé, ceny zemědělských výrobců se budou vyvíjet jinak. Opakovaně na to upozorňovala. Je SMS schopna zajistit, aby se tato situace z roku 2012 již neopakovala?

*Odpoověď SMS: První dvě prognózy letošního roku nemohly zohlednit neúrodu, která nastala ve Spojených státech v létě a byla spojena s extrémním suchem. Další prognózy s ohledem na tyto informace předpokládaly růst cen zemědělských výrobců nad 10 %. SMS připouští, že publikované údaje jsou oproti prognózám v letošním roce vyšší.*

*SMS nemůže zaručit, že se nebudou opakovat odchylky růstu cen zemědělských výrobců vůči prognóze. Tyto odchylky ale není dobré přeceňovat. Růst cen zemědělských výrobců je aktuálně vůči prognóze zhruba o 3,5 procentního bodu vyšší. Za předpokladu třetinové elasticity průniku do cen potravin to znamená rychlejší růst cen potravin přibližně o jeden procentní bod a v celkové inflaci je dopad zhruba 0,2 procentního bodu. SMS kromě toho v boxu na str. 27-29 ukazuje, že při rychlejším růstu cen potravin klesají výdaje v jiných okruzích, a proto klesá korigovaná inflace bez pohonných hmot. Odhad dopadu do inflace ve výši 0,2 procentního bodu tak představuje spíše horní hranici rizika pro celkovou inflaci. SMS interpretuje toto riziko jako mírné.*

*O vlivu financionalizace na ceny komodit byl již dříve zpracován box, kde tento dopad nebyl identifikován. Otázkám financionalizace cen komodit se SMS může i nadále věnovat.*

**M. Singer** (v diskuzi o cenách zemědělských výrobců a cenách potravin): SMS se tedy domnívá, že finanční vlivy mají jen malý dopad a že horní hranice těchto rizik je nízká. SMS také upozorňuje na horší počasí v letošním roce oproti průměru. Myslí si, že vliv těchto odchylek nemá velký význam v situaci, kdy inflace je oproti prognóze nižší.

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o cenách zemědělských výrobců a cenách potravin): Souhlasí, ale zároveň upozorňuje na důchodový vytěsňující efekt v korigované inflaci. Analytické postupy by v prognostickém aparátu měly fungovat.

**M. Singer** (v diskuzi o cenách zemědělských výrobců a cenách potravin): Nelze z publikovaných údajů vybírat pouze ty, které jdou mnou očekávaným směrem.

*Odpoověď SMS: SMS odvozuje prognózu cen zemědělských výrobců ve velké míře z tržních výhledů cen jednotlivých klíčových komodit. Pokud byl růst cen zemědělských výrobců podceněn, tak zřejmě nebyly nové informace oceněny trhem ve futures kontraktech.*

*Odchylka růstu cen potravin je ale relativně malá. V listopadu rostly ceny potravin meziročně o 2,5 %, zatímco prognóza očekávala 2,3 %. Dopad této odchylky do inflace je dvě setiny procentního bodu.*

*SMS připouští, že tržní výhledy cen potravinářských komodit se posunuly výše a že ceny zemědělských výrobců rostly mírně rychleji. V období od minulého měnověpolitického jednání se ceny některých potravinářských komodit zvýšily a jiné se snížily. Jsou to spíše obousměrné pohyby v řádu, který odpovídá běžné volatilitě cen těchto komodit. K systematickému překvapení nedošlo.*

**M. Singer** (v diskuzi o cenách zemědělských výrobců a cenách potravin): K systematickým odchylkám tedy nedošlo.

**P. Řežábek** (v diskuzi o cenách zemědělských výrobců a cenách potravin): V úvodu prezentace nebyly jako proinflační riziko zmíněny ceny potravin při rostoucích cenách zemědělských výrobců. Toto proinflační riziko bylo uvedeno dvakrát až v další části prezentace.

*Odpořď SMS: Úvodní strana prezentace se týkala GRIPu, kde nejsou přímo zapracovány nové informace o měnicích se výhledech cen potravinářských komodit a o cenách zemědělských výrobců. Proinflační riziko vyšších cen zemědělských komodit je uvedeno v celkové bilanci rizik, která jsou hodnocena nad rámeč modelových simulací v GRIPu. Tato rizika nad rámeč modelových simulací v GRIPu jsou v prognóze zapracována prostřednictvím krátkodobé prognózy nebo expertních úprav.*

**K. Janáček** (v diskuzi k boxu o světových cenách zemědělských komodit): Oceňuje box na str. 27-29, který je velmi informativní. Je patrné, že ceny potravin budou po dobu celého roku 2013 ovlivňovány cenami zemědělských komodit na světových trzích.

V komentáři k cenám potravin postrádá zmínku o důsledcích tuzemské neúrody. Jaký vliv na růst cen potravin bude mít kromě efektu vysokých cen světových zemědělských komodit v tuzemsku generovaný růst cen zemědělských surovin? Podle anekdotické evidence z potravinářského průmyslu se do konce letošního roku vyrábí nikoli z letošní, ale z loňské sklizně. Je v tomto ohledu realistická prognóza cen potravin, která předpokládá růst o 2,8 % v roce 2012, o 2,0 % v roce 2013 a 1,7 % v roce 2014?

*Odpořď SMS: Zahraniční faktory jsou důležitější než vliv domácí neúrody. Prognóza cen potravin je proto navázána na tržní výhledech světových cen komodit. Výhled cen potravinářských komodit má v období do konce roku 2014 klesající tendenci. Kromě toho pokud bude úroda v roce 2013 průměrná, bude lepší než v letošním roce a ceny budou mít za jinak stejných podmínek tendenci k poklesu. Tuto úvahu ale SMS plně nepromítla v prognóze. SMS předpokládá průměrnou úrodu i v roce 2014.*

**P. Řežábek** (v diskuzi k boxu o světových cenách zemědělských komodit): Namítá, že se zřejmě budou vracet půjčky ze zemědělského intervenčního fondu. I při průměrné úrodě tak ceny potravin nemusí klesat.

*Odpořď SMS: SMS odkazuje na graf v boxu na str. 27-29, kde je zřejmé, že ceny zemědělských výrobců v ČR jsou korelovány se světovými cenami zemědělských komodit. Intervence zemědělského fondu ve výši kolem 300 milionů korun podmínky na trhu příliš nezmění.*

**P. Řežábek** (v diskuzi k boxu o světových cenách zemědělských komodit): ČR je ale čistý vývozce potravin.

*Odpověď SMS: Proto jsou světové ceny důležitější.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi k boxu o světových cenách zemědělských komodit): Děkuje za zajímavý box o cenách zahraničních agrárních komodit. V grafu na str. 28 je vidět, že v období zhruba od druhé poloviny roku 2009 do počátku roku 2010 došlo k přerušení konvergence domácích cen zemědělských výrobců směrem ke světovým cenám. Jak to SMS vysvětluje?

*Odpověď SMS: SMS nemá vysvětlení. SMS již dříve na podobný dotaz odpovídala, že může jít o monopolizaci na českém trhu. Tato hypotéza se ale nedá ověřit.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi k boxu o světových cenách zemědělských komodit): Této hypotéze věří. K otázce doplňuje, že potravinářský index FAO obsahuje 55 komodit. Jaká je jeho struktura v ČR?

*Odpověď SMS: Index FAO na struktuře ČR je počítán na komoditách produkovaných v tuzemsku. Některé komodity se v ČR neprodukuje, ale z hlediska hlavních skupin je struktura podobná, proto se oba indexy, tj. index FAO a index FAO na struktuře ČR, vyvíjejí obdobně.*

**M. Singer** (v diskuzi k boxu o světových cenách zemědělských komodit): Co je příčinou vyšší volatility cen obilovin? SMS již dříve uvedla, že vliv financializace na cen komodit je malý.

V grafu na str. 27, kterému chybí popis svislých os, se ukazuje, že v roce 2012/13 se snížila spotřeba obilovin ve světě, zatímco dosud rostla. Co je příčinou tohoto poklesu?

*Odpověď SMS: Mírné zpomalení spotřeby obilovin ve světě v roce 2012/2013 je způsobeno ekonomickým zpomalením ve světě. Obiloviny se nevyužívají jen pro potravinářské účely, ale také jako krmivo i jako komodita v průmyslu.*

**E. Zamrazilová:** Úvěry podnikovému sektoru rostou pomalu. Podle informací z dohledových sekcí je určitá diference mezi meziročním růstem úvěrů nefinančním podnikům pod zahraniční kontrolou - nerezidentům (o 16 %, tj. zhruba o 20 miliard korun) a domácím podnikům, kde je zaznamenán růst jen kolem 1 % či dokonce pokles. Jde u podniků pod zahraniční kontrolou - nerezidentů o úvěry poskytnuté mateřským podnikům? Celkově jsou to velké objemy. SMS by se tím měla zabývat.

*Odpověď SMS: V posledním roce jsou zaznamenány nové velké úvěry ve výši nad 30 miliónů korun, které jsou poskytovány velkým podnikům. Jsou to zpravidla podniky pod zahraniční kontrolou. Podle informací z šetření úvěrových podmínek se zdá, že tyto velké projekty jsou převážně financovány ČSOB v oblasti zahraničního obchodu a Komerční bankou v oblasti účelových specifických projektů.*

**L. Lízal** (v diskuzi o cenách ropy a plynu): V situační zprávě je uvedeno, že ceny ropy WTI jsou ovlivňovány nabídkou břidlicového plynu. Jde o nepřesnou formulaci nebo opravdu ceny ropy začínají sledovat ceny plynu? Dosud tomu bylo naopak.

*Odpověď SMS: Jde o nepřesnou formulaci v textu situační zprávy. Nezdá se, že by se ta vazba otáčela. Ceny zemního plynu následují ceny ropy se zhruba půlročním zpožděním. Rostoucí nabídka břidlicového plynu ale nabývá na významu. SMS připravuje na téma cen plynu analýzu do únorového Globálního ekonomického výhledu.*

**M. Singer** (v diskuzi o cenách ropy a plynu): Odkazuje na zajímavý článek zveřejněný ve Financial Times o tom, že ceny ropy se oproti minulosti začínají vyvíjet jinak v závislosti na tom, v jaké míře jsou to substituty břidlicového plynu.

**L. Lízal** (v diskuzi o bariérách růstu průmyslové produkce): Na str. 31 je uvedeno, že průmyslové podniky stále uvádějí nedostatečnou poptávku jako hlavní bariéru růstu průmyslové produkce. Je toto tvrzení převzato z minulé situační zprávy nebo byly publikovány nové údaje?

*Odpověď SMS: Oproti minulé situační zprávě nebyly publikovány nové údaje. Jde o čtvrtletní šetření.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o bariérách růstu průmyslové produkce): Podniky uvádějí nedostatečnou poptávku jako hlavní bariéru růstu průmyslové produkce. Doporučuje podívat se na sektorové členění, kde jsou velké rozdíly. Například příznivá je situace ve výrobě strojů a nepříznivá v hutním průmyslu. Vyšší zakázky ve výrobě strojů by ale měly znamenat vyšší poptávku po vstupech, například po železe.

*Odpověď SMS: ČSÚ nepublikuje podrobnější údaje za jednotlivá odvětví průmyslu, ale pouze za průmysl, stavebnictví a služby. SMS může požádat ČSÚ o zaslání údajů v podrobnějším odvětvovém členění v průmyslu.*

**M. Singer** (v diskuzi o bariérách růstu průmyslové produkce): Souhlasí s domněnkou, že vyšší zakázky v jednom sektoru zvyšují poptávku po vstupech v jiných sektorech. Žádá SMS, aby od ČSÚ vyžádala zaslání podrobnějších údajů o bariérách růstu průmyslové produkce.

**V. Tomšík** (v diskuzi o bariérách růstu průmyslové produkce): SMS se zřejmě na podnět dotazů bankovní rady již dříve na toto šetření ČSÚ dotazovala na jednání se svazem zaměstnavatelů v průmyslu.

*Odpověď SMS: SMS se ptala na jednání se Svazem průmyslu a dopravy, proč je v bariérách růstu průmyslové produkce stále uváděn nedostatek materiálu a zařízení jako bariéra růstu produkce. Zástupci Svazu průmyslu a dopravy odpověděli, že podniky nevnímají kvantitativní nedostatek vstupů, ale spíše říkají, že jsou příliš drahé.*

**M. Singer:** V říjnu rostla průměrná mzda v průmyslu o 4,5 % a ve stavebnictví o 5,4 %. Opravdu je tento nárůst vysvětlen vyšším počtem pracovních dní a poklesem počtu zaměstnanců, jak je uvedeno na str. 16?

*Odpověď SMS: Rozdíl v počtu pracovních dní byl tři dny, většinou bývá rozdíl jen jeden nebo dva dny. Odchylnka může být v řádu několika procentních bodů, ale přesněji to nelze určit kvůli vysoké volatilitě těchto časových řad. V některých měsících rostla mzda v průmyslu i více, přestože nebyl vliv rozdílného počtu pracovních dní. Na úrovni národního hospodářství za celé čtvrtletí se tento vliv příliš neprojevuje.*

**L. Lízal:** Zaměstnanost roste, ale po přepočtení na plné úvazky klesá. Do jaké míry je tímto jevem tažen mzdový růst a jak se vyvíjely disponibilní příjmy?

*Odpověď SMS: Počet odpracovaných hodin se snižuje, proto roste více průměrná hodinová mzda, zatímco růst průměrné měsíční mzdy je při stejném počtu zaměstnanců nižší.*

*Objem mezd a platů podle národních účtů se ve třetím čtvrtletí zvýšil o 0,6 %, takže v reálném vyjádření je pozorován pokles. Vyšším tempem klesá spotřeba domácností, proto SMS předpokládá, že roste míra úspor.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o nominálních jednotkových mzdových nákladech): Navazuje na dotaz L. Lízala k zaměstnanosti a disponibilním příjmům. Meziroční růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře je na historickém minimu 1,3 %. To je jednoznačně protiinflační faktor.

Nominální jednotkové mzdové náklady ale rostou o více než 2 %. V prezentaci SMS uvedla, že růst nominálních jednotkových mzdových nákladů je ovlivněn poklesem HDP. Jak SMS interpretuje růst nominálních jednotkových mzdových nákladů v souvislosti s poklesem zaměstnanosti přepočtené na plné úvazky? Požaduje v příští situační zprávě komentář.

**P. Řežábek** (v diskuzi o nominálních jednotkových mzdových nákladech): Přidává se k dotazům v oblasti mezd.

*Odpověď SMS: V odvození nominálních jednotkových mzdových nákladů SMS používá objem mezd a platů podle národních účtů. Relativně vyšší růst jednotkových nákladů je kromě výrazného poklesu HDP ovlivněn také rigiditami mezd. Také v roce 2008, kdy ekonomika padala do hluboké recese a HDP se výrazně snižoval, nominální jednotkové mzdové náklady se prudce zvýšily, k čemuž přispěly i rigidní mzdy.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o nominálních jednotkových mzdových nákladech): Dá se tedy předpokládat, že růst nominálních jednotkových mzdových nákladů se postupně zastaví?

*Odpověď SMS: Ano. V situační zprávě na str. 17 je vidět, že nominální jednotkové mzdové náklady rostly v letech 2008 a 2009. V roce 2010, kdy již ekonomická aktivita oživovala, se naopak snižovaly.*

**M. Hampl** (v diskuzi o příčinách nižšího růstu HDP): Všechny výdajové složky HDP se oproti prognóze vyvíjely lépe, ale reálný HDP ve srovnání s prognózou poklesl více. Opravdu to přetlačil čistý vývoz, resp. dovoz, protože vývoz rostl oproti prognóze také rychleji?

*Odpověď SMS: Ano. Příspěvek čistého vývozu k meziročnímu růstu HDP byl oproti prognóze o jeden procentní bod nižší. Pokles HDP byl jen o 0,5 procentního bodu hlubší, takže příspěvek ostatních výdajových složek byl oproti prognóze o 0,5 procentního bodu vyšší.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o příčinách nižšího růstu HDP): Proč se zvyšuje dovoz, když je domácí poptávka tak slabá? Roste dovozní náročnost vývozu? Lze očekávat revizi těchto údajů?

*Odpověď SMS: Vyšší dovoz je kromě příznivějšího vývoje domácí poptávky částečně vysvětlen i vyšším vývozem. V příští prognóze SMS poskytne analýzu.*

**K. Janáček** (v diskuzi o příčinách nižšího růstu HDP): Není to způsobeno tím, že podniky již vyčerpaly zásoby a že je musí doplňovat i při stagnující nebo klesající poptávce?

*Odpověď SMS: Zásoby jsou dovozně vysoce náročné, takže vyšší zásoby byly kompenzovány vyšším dovozem.*

**M. Hampl** (v diskuzi o příčinách nižšího růstu HDP): Zásoby se vůči prognóze vyvíjely lépe.

*Odpověď SMS: Ano, ale ne natolik, aby tím byla vysvětlena celá odchylka vyššího dovozu. SMS umí vysvětlit jen polovinu odchylky čistého vývozu.*

**P. Řežábek:** V prezentaci zaznělo, že úrokové rozpětí mezi tříměsíčními sazbami Pribor a dvoutýdenní repo sazbou je nižší než 0,5 procentního bodu. Tržní sazby jsou ale 0,6 % a repo sazba 0,05 %.

*Odpověď SMS: V prezentaci byl komentován dosavadní průměr za čtvrté čtvrtletí ve výši 0,6 %. Aktuálně jsou tříměsíční tržní sazby na úrovni zhruba 0,5 %.*

**P. Řežábek:** SMS nezmiňuje riziko deflační pasti, což bylo před několika měsíci opakovaně uváděno jako velké téma. Znamená to, že toto riziko již nehrozí?

*Odpověď SMS: SMS říká, že ve stávající prognóze nehrozí přímo riziko deflace, ale „pouze“ riziko trvalejšího podstřelení inflačního cíle z hlediska měnověpolitické inflace. Aktuálně jsou rizika prognózy mírně protiinflační. Riziko trvalejšího podstřelení inflačního cíle se tím sice zvyšuje, ale ne natolik, aby aktuálně hrozilo riziko deflační pasti.*

*V příští situační zprávě budou aktualizovány tři scénáře z minulé situační zprávy, které souvisejí s nulovým omezením úrokových sazeb. V měnověpolitickém experimentu, který předpokládá nečinnost měnové autority v dalším uvolňování měnových podmínek při dosažení nulové hranice sazeb, může riziko nižší inflace vystoupit více do popředí.*

**M. Hampl:** SMS i za situace technicky nulových sazeb používá terminologii vyšších a nižších měnověpolitických úrokových sazeb. Doporučuje používat označení argumenty pro uvolněnější a přísnější měnové podmínky.

*Odpověď SMS: V prezentaci na tiskovou konferenci SMS navrhla formulaci o uvolněnějších měnových podmínkách. Tato situační zpráva ale stále ještě hodnotí situaci oproti prognóze, která byla sestavena za předpokladu poklesu sazeb do záporných hodnot. Proto GRIP v této situační zprávě obsahuje dopad do trajektorie sazeb, které míří do záporných hodnot.*

**L. Lízal:** Děkuje za přílohu v měnověpolitickém doporučení o vývoji kurzu při nízkých sazbách.

**M. Singer** (v diskuzi o kurzu a devizových intervencích): Jaké by bylo doporučení SMS a sekce bankovních obchodů bankovní radě, která se 28.12. sejde při schvalování záznamu z měnověpolitického jednání, pokud by kurz začal mezi svátky výrazněji posilovat?

*Odpověď SMS: SMS diskutovala se sekci bankovních obchodů, jaká je pravděpodobnost, že devizové intervence nebudou potřeba v období nejen do konce letošního roku, ale do příštího řádného měnověpolitického jednání. SMS se domnívá, že nebude potřeba zahájit intervence dříve než po projednání příští situační zprávy počátkem února.*

*Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Co znamená výrazné posílení kurzu? Pokud by byl 28.12. kurz na úrovni 24,50, bude rozumné nedělat nic, protože do té doby zbývají tři pracovní dny a likvidita na trhu je nízká. SBO navrhuje v takové situaci vyčkat a řešit ji případně mimořádným jednáním bankovní rady ještě dříve než počátkem února.*

**M. Singer** (v diskuzi o kurzu a devizových intervencích): Jeho dotaz byl motivován izraelskou zkušeností, kde v počátku díky úspěšné komunikaci a relativně malým objemům intervencí se jim velmi dobře podařilo ovlivnit kurz. Později ale byli více laxní a situaci pak museli napravovat velkými objemy intervencí.

*Odpověď SBO: Pokud bude v komunikaci uvedeno, že bude možná nutné intervenovat kvůli uvolnění měnových podmínek, tak to nevylučuje provádět intervence v případně náhlých výkyvů. Komunikaci by to ale značně ztížilo. Pokud by se kurz dostal na hladinu 22 korun za euro, zřejmě by SBO intervence doporučovala, ale nikoli na hladině 24,50. Pokud by kurz na silnějších hodnotách setrval déle, bude v režimu intervencí prostor pro korekci.*

*Odpověď SMS: SMS by zřejmě doporučila provádět intervence dříve než při dosažení kurzu 22 korun za euro.*

**M. Singer** (v diskuzi o církevních restitucích): V poznámce pod čarou na str. 12 je uvedeno, že vedle naturálních restitucí stát poskytne církvím finanční kompenzace v hodnotě 59 miliard a že tyto kompenzace neovlivní výpočet fiskální pozice ani vládní dluh. Nebude to mít vliv na agregátní poptávku? V ekonomice momentálně nikdo nechce utrácet. V rámci restitucí se vrátí dosud zablokovaný majetek v nezanedbatelném objemu a nový majitel se může o tento

majetek začít starat. Připomíná to kupónovou privatizaci, kdy došlo ke změně vlastníků, kteří se také začali o získaný majetek starat.

*Odpověď SMS: Úvahou o vlivu církevních restitucí na poptávku se SMS dosud nezabývala. Bude zapracována v příští prognóze. Může to mít také kladný nabídkový vliv.*

*Z hlediska hotovostních toků v ekonomice bude vliv velmi malý. Stát bude každý rok po dobu několika desítek let platit finanční kompenzace ve výši zhruba 3 miliardy korun, tj. méně než 0,1 % HDP, v rámci honorování závazku, který účetně činí 1,5 % HDP. Kromě toho se budou postupně snižovat finanční úhrady na provoz církví.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o církevních restitucích): Církve se budou o vrácený majetek starat. Stát do tohoto majetku neinvestoval, protože věděl, že ho bude vydávat.

**M. Singer** (v diskuzi o církevních restitucích): Žádá SMS o úvahu na toto téma do příští situační zprávy.

**K. Janáček:** Vyjadřuje spokojenost s kvalitou situačních zpráv, která se za dobu jeho působení v ČNB znatelně zlepšila. Doufá, že tomu tak bude i nadále.

**M. Singer:** Na str. 7 je uvedeno, že mezičtvrtletní pokles HDP eurozóny se ve třetím čtvrtletí 2012 zmírnil na 0,1 % z 0,2 % ve druhém čtvrtletí. Kvantitativní vyznění této věty považuje za mimořádně zavádějící. Tento způsob přemýšlení by se v situační zprávě neměl vyskytovat.

**M. Singer:** Ve stanovisku poradce je skeptický k ukazatelům kvality v cenách vývozu, protože jsou počítány ze stejných dat jako objemy.

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

**M. Singer:** Situace je jasná, prosí o příspěvky do prvního kola.

**E. Zamrazilová:** Z aktuální situace nemá radost. Snižování sazeb není k dispozici, takže další měnověpolitická opatření budou zaměřena na ovlivňování měnového kurzu. Kurzové intervence považuje za standardní nástroj měnové politiky, který preferuje více než nestandardní opatření, ke kterým přistupují měnové autority v řadě zemí a u kterých nejsou zřejmé jejich dlouhodobé dopady na finanční sektor a na reálnou ekonomiku. V malých otevřených ekonomikách typu České republiky jsou kurzové intervence relativně silnějším nástrojem než v uzavřenějších ekonomikách. Pokud ale má uvažovat o použití tohoto nástroje, potřebuje vidět podrobnou analýzu transmise měnového kurzu, která bude kvantifikovat dopady na dovozní ceny, ceny potravin a ceny energií. Tyto ceny mají přímý dopad na spotřebitelskou poptávku a mohly by být oslabením kurzu významně ovlivněny. Přitom růst cen energií a potravin považuje za jeden z faktorů, který brzdí spotřebu domácností. Slabší kurz by proto vedl ke zvýšení těchto cen, což by představovalo začarovaný kruh a devizové intervence by v tomto smyslu byly kontraproduktivní. Analýza transmise kurzu by také měla kvantifikovat dopad na ceny vývozu a na exportní výkonnost. Navzdory výhradám k metodologii očišťování exportních cen o vlivy kvality v analýze ve stanovisku poradce, které M. Singer prezentoval na otevřeném jednání, vidí v těchto výsledcích určité vodítko.

Ceny potravin rostou nejen z důvodu vyšší DPH, vyšších cen agrárních komodit a nižší domácí úrody, ale také i z důvodu nízké domácí soběstačnosti a určité monopolizaci, která



byla zmíněna na otevřeném jednání. Čeští spotřebitelé jsou na ceny potravin mimořádně citliví. Dokud nedojde ke stabilizaci cenové hladiny potravin, nelze očekávat zvýšení spotřeby domácností.

Pokud ve výsledcích analýzy transmise kurzu bude silnější dopad na posílení exportní výkonnosti, která by podpořila domácí poptávku prostřednictvím růstu investic a mezd, ve srovnání se zvýšením dovozních cen, bude souhlasit se zahájením kurzových intervencí.

Na dnešním jednání souhlasí s měnověpolitickým doporučením.

**L. Lízal:** Oproti situaci při projednávání předchozí situační zprávy nevidí v jednotlivých cenových okruzích významné odchylky z hlediska inflačních tlaků. Celkovou situaci to nemění. Hodnocení celkového ekonomického výhledu se příliš nezměnilo. Některé signály jdou spíše směrem k horšímu výhledu. Nevidí žádná pozitivní překvapení, ale také žádná zásadní negativní překvapení. Zveřejněné revize národních účtů nemají významné dopady. Situace v Evropě i v domácí ekonomice se zatím nevyvíjí odlišně od předpokladu prognózy z předchozí situační zprávy. Pozitivně vnímá uklidnění na evropských finančních trzích. To je ale jen dočasné a ekonomická očekávání míří směrem dolů. Proto se domnívá, že celkový sentiment je více negativní. S případnou změnou měnového režimu a zahájením kurzových intervencí by souhlasil pouze v případě, pokud by byly odchylky výraznější, než je tomu aktuálně.

Souhlasí s doporučením SMS.

**M. Hampl:** Souhlasí s měnověpolitickým doporučením.

**V. Tomšík:** Navazuje na komentář L. Lízala o tom, co se událo v období za posledních šest týdnů od minulého jednání. Údaje o HDP i přes revize národních účtů ukazují, že ekonomika se nachází v recesi. Nevidí na horizontu prognózy inflační tlaky.

Nevidí stimuly v podobě poptávkových tlaků ze zahraničí a následné možné apreciacie kurzu, ani z pohledu finančních trhů. Tříměsíční úrokové sazby Euribor jsou na historických minimech a za posledních šest týdnů se ještě o 7 bazických bodů snížily a nyní jsou na úrovni 0,2 %.

V domácí ekonomice je poptávka velmi utlumená. Na minulém jednání byla formulována nejistota, zda bude schválen balíček fiskálních opatření, který je zapracován v prognóze. Fiskální balíček opatření obsahující mimo jiné očekávané změny DPH nakonec bude schválen, takže k další fiskální restrikci dojde.

Dále komentuje měnověpolitické doporučení. S prognózou je konzistentní pokles sazeb v dalším období, ale měnověpolitické sazby jsou nyní na technické nule. Aktuálně je kurz oproti prognóze o jeden procentní bod slabší, což potřebu uvolňování měnových podmínek snižuje. Celkově ale modelové simulace v GRIPu naznačují určitý prostor pro další uvolnění měnových podmínek. Navazuje na úvahy M. Lízala. Myslí si, že pokud je prostor pro pokles úrokových sazeb vyčerpán a pokud budou zahájeny devizové intervence, neměly by nahrazovat případné jedno snížení úrokových sazeb. Devizové intervence v režimu cílování inflace považuje za nestandardní nástroj měnové politiky. Je jednoduché s intervencemi začít, ale nejsou zcela jasné jejich konečné dopady a není jisté, kdy je ukončit. Aktuálně dochází ke kumulaci protiinflačních rizik prognózy. Mělo by ale dojít k ještě větší kumulaci protiinflačních rizik a větší potřebě uvolnění indexu měnových podmínek. Pak bude souhlasit se zahájením devizových intervencí. V této chvíli souhlasí s měnověpolitickým doporučením.

Dále komentuje úvahy o podmínkách, kdy mají být zahájeny devizové intervence. Souhlasí s tím, že SMS v případě potřeby uvolnění měnových podmínek doporučí cílovou hladinu

kurzu a že SBO bude mít neomezený prostor pro intervence. SMS pro cílovou úroveň kurzu vyčíslí dopad do celkové a měnověpolitické inflace.

Neočekává, že by SMS mohla přijít s novou převratnou analýzou transmise kurzu do vývozu, dovozních cen a do spotřeby domácností. Předpokládá, že tyto vazby jsou již zachyceny v modelu G3. Pokud by výsledky nové analýzy říkaly něco jiného, protirečilo by to předchozím inflačním zprávám, kde byl kurz součástí předpokladů minulých prognóz. Nepovažuje za podstatné, který kanál transmise kurzu je silnější, ale podstatné je, jaký je výsledný dopad do inflace. Nemá obavu z případně vyšší inflace, protože pak bude možné přejít do režimu standardní měnové politiky. Žádá T. Holuba o komentář k požadavku na analýzu transmise kurzu.

**P. Řežábek:** L. Lízal se vyjádřil jednoznačně. Situace se v období od projednání předchozí situační zprávy příliš nezměnila. Riziko poptávkové inflace nehrozí, dokud nedojde ke změně sentimentu a vyřešení problémů v některých vyspělých ekonomikách především západně od hranic ČR. Výhled v Evropě je tak nejasný.

Hodnocení nabídkové strany je složitější, protože výhled cen některých komodit je také nejasný. Otázka některých nákladových cen bude předmětem diskuze na příštím měnověpolitickém jednání.

Vývoj domácí ekonomiky komentoval na otevřeném jednání z pohledu její struktury, kde by mohly být patrné případné změny trendu. Nyní není potřeba to více komentovat.

**K. Janáček:** Věnuje se úvahám o měnovém kurzu. V logice standardních faktorů kurzového vývoje by v současných podmínkách měl apreciačním směrem působit nárůst aktivního salda obchodní bilance, respektive pokles deficitu běžného účtu, jakož i nízký výhled zahraničních úrokových sazeb. Naopak směrem k depreciaci by mělo působit zastavení procesu reálné konvergence a utlumení zahraniční poptávky. V posledních téměř čtyřech letech ale ustoupil vliv domácích fundamentálních faktorů a vývoj koruny ve větší míře reflektuje spíše vnější vlivy, změny averze k riziku a změny v sentimentu v regionu či celé eurozóně. V důsledku toho kurz koruny neměl jednoznačný směr a pohyboval se kolem hladiny 25 korun za euro. Při setrvačnosti uvedených podmínek nelze tudíž podle jeho hodnocení přisoudit dalšímu vývoji kurzu jednoznačnější směr v utváření měnověpolitického prostředí a cenového vývoje. Bez změny stávající konstelace a obnovení váhy fundamentálních faktorů, to znamená zejména bez obnovení reálné konvergence, nelze předpokládat opětovné prosazení výraznějšího apreciačního trendu kurzu koruny a omezení jeho volatility. K obnovení reálné konvergence a tedy dominující role fundamentálních faktorů v horizontu měnové politiky, to znamená do poloviny roku 2014, evidentně nedojde.

Vzhledem k existujícím nejistotám nejen ve vnějším, ale i v domácím prostředí, jako například dopady změn daní (jak je známo, fiskální balíček bude schválen), ceny energií a deregulace nájemného, nelze vyloučit, že v dalších měsících nedojde k posunům ve vývoji relevantních veličin, a tím i k dopadu na vyznění příští situační zprávy. Odkazuje se na diskuzi na otevřeném jednání o nominálních jednotkových mzdových nákladech a o poklesu souhrnné produktivity.

Při výrazné citlivosti kurzu na vývoj averze k riziku, na změny sentimentu a na různé vnější šoky může znamenat již samotná příprava varianty devizových intervencí nejen dočasné oslabení kurzu, což aktuálně nastalo, ale jeho setrvalejší oslabení i bez realizace devizových intervencí. Devizové intervence na rozdíl od V. Tomšíka považuje za standardní nástroj měnové politiky. Proto stejně jako M. Hampl souhlasí s doporučením SMS.

**M. Singer:** Růst ekonomiky je ve srovnání s jejími fundamenty nižší. Příčinou jsou především očekávání. Poukazuje na vyšší míru úspor domácností a v sektoru podniků na hromadění likvidity a na relativně dobré finanční výsledky.

Opakovaně již říkal, že v úvahách o transmissi kurzu jde o primárně o dopady na poptávku obyvatel a podniků. Pokud jde o dopad na obyvatele, vymezuje se vůči úvahám E. Zamrazilové. Domnívá se, že nízkopříjmová skupina domácností, která je citlivá na ceny energií a potravin, nebude na horizontu měnové politiky výrazněji ovlivňována kurzem. Tato část poptávky může být ovlivněna spíše fiskální politikou vlády, pokud se změní. Mezní sklon ke spotřebě je u této skupiny vysoký a úspory nízké. Kurz spíše ovlivňuje střední třídu obyvatel a její ochotu investovat do zboží dlouhodobé spotřeby a do investičních statků, především bytů a nemovitostí. Tento segment populace má úspory a je ovlivňován především prostřednictvím vnímání budoucích toků hotovosti a potenciálních nákupů v rámci snahy po vyhlazování spotřeby v životním cyklu. Domnívá se, že se nenaplnuje hypotéza odložené spotřeby z důvodu omezené životnosti produktů, protože ty se dnes vyrábějí v relativně dobré kvalitě. Jako větší fanoušek automobilů oproti bílé technice, byť ne velký, si nemůže nevšimnout, že ceny nových automobilů jsou navzdory upozorňování prodejců stále nižší a nižší, a to dokonce i nyní, když je kurz slabší než dříve. Devizové intervence budou cílit na tuto skupinu obyvatel a je to jediný způsob, jak ovlivnit jejich chování. Dokud nepochopí, že ceny již nižší nebudou, bude jejich sklon ke spotřebě nízký.

Ohledně dopadů na podniky zaznělo více argumentů, se kterými souhlasí. U podniků jde o to, jaké očekávají zisky, poptávku a ceny a do čeho mohou investovat. To je podobný typ úvah jako u domácností. U podniků ale ještě vstupuje do úvahy možný nárůst některých globálních cenových okruhů, například komodit.

Z tohoto pohledu si není jistý, jakou hodnotu může mít nová analýza transmise kurzu, kterou požaduje E. Zamrazilová. Model, se kterým pracuje SMS, je komplexní. V tom souhlasí s V. Tomšíkem. Myslí si ale, že SMS by měla analyzovat dopad transmise kurzu do dílčích cenových okruhů. Taková analýza umožní zpětně posoudit, zda devizové intervence měly zamýšlený dopad. Rozhodnutí o zahájení intervencí ale tato analýza příliš neovlivní.

Souhlasí, že s ohledem na dosavadní praxi vyhlazování sazeb bude potřeba vyčkat na větší kumulaci odchylek v protiinflačním směru.

Souhlasí s měnověpolitickým doporučením. Je toho názoru, že je lépe, když SMS do doporučení méně promítá strategické a taktické úvahy. Respektuje ale, že mezi členy bankovní rady se vyskytují odlišné názory.

**E. Zamrazilová:** Nedomnívá se, že se M. Singer vymezuje vůči jejím požadavkům. Ve shodě s ním požaduje pouze analýzu dílčí transmise kurzu do jednotlivých cenových okruhů. Zároveň M. Singer ve svém vystoupení naznačil rámeček této analýzy. Myslí si, že SMS s touto analýzou nebude mít problémy, protože T. Holub údajně ještě za svého působení v Komerční bance sám analyzoval vliv kurzu na dovozní ceny a jednotlivé cenové okruhy a na ekonomiku.

**T. Holub (ředitel SMS):** Měnověpolitické doporučení obsahuje přílohu o transmissi kurzu. Analýza o transmissi kurzu bylo v minulosti zpracováno relativně mnoho. Tato příloha v první části shrnuje jejich výsledky z hlediska dopadu do inflace, což je v režimu cílování inflace primární. SMS v této příloze také přiznává, že z hlediska dopadů do reálné ekonomiky jsou výsledky některých analýz neintuitivní, například růst ekonomiky v reakci na posílení kurzu. To SMS interpretuje spíše jako artefakt toho, že značná část dat je dominována dlouhodobými trendy a reálnou konvergencí, kdy rychlejší růst HDP byl spojen s posilováním kurzu.

Výsledky transmise kurzu do dílčích cenových okruhů může SMS poskytnout. Například kolegyně Oxana Babecká kvantifikovala transmissi kurzu podél výrobního řetězce. Do cen

dovozu je transmise přes 50 %, do produkčních cen kolem 20 % a do spotřebitelských cen zhruba 10 %. Dosavadní empirické analýzy o transmisi kurzu jsou založeny na datech z minulosti, kdy nulová hranice sazeb nebyla dosažena a proti změnám kurzu působila měnová politika nastavením sazeb.

Druhá část přílohy ukazuje, že tyto analýzy poskytují jen omezené vodítko a spíše dolní hranici očekávaného dopadu, protože v dosavadním režimu měnové politiky je v impulsních odezvách VAR modelů kurzový šok vždy přetlačován měnovou politikou. Při dosažení nulové hranice sazeb je dopad kurzového šoku do inflace výrazně silnější než v situaci, kdy dopad kurzového šoku tlumí reakce měnové politiky prostřednictvím úrokových sazeb. Devizové intervence při úrovni sazeb na technické nule znamenají změnu režimu měnové politiky a platí zde Lucasova kritika, na kterou bylo upozorňováno již dříve. V tomto režimu se kurzové šoky stávají nástrojem měnové politiky a výsledky simulací ukazují, že síla transmise kurzu narůstá s tím, jak dlouho bude očekáváno, že měnověpolitické sazby zůstanou neměnné na nulových hodnotách. V dlouhém období bez reakce měnové politiky je transmise kurzu teoreticky jedna ku jedné.

**M. Singer:** Žádá SMS, aby prezentovala výsledky transmise kurzu do dílčích cenových okruhů na úvodní schůzce SMS s bankovní radou při přípravě příští prognózy. Souhlasí s námitkou Lucasovy kritiky. Ekonomika se v jiném režimu měnové politiky chová jinak.

### **III. Úkoly**

Bankovní rada ukládá řediteli sekce měnové a statistiky p. Holubovi:

1. Vyžádat od ČSÚ výsledky z konjunkturního šetření o bariérách růstu průmyslové produkce v podrobnějším odvětvovém členění a zaslat tyto informace e-mailem.
2. Zpracovat v příští situační zprávě poptávkové dopady církevních restitucí.
3. Zpracovat analýzu transmise měnového kurzu do dílčích cenových okruhů a výsledky prezentovat na úvodní schůzce s bankovní radou k příští prognóze.

### **IV. Rozhodnutí**

Po projednání situační zprávy bankovní rada ČNB jednomyslně rozhodla ponechat limitní úrokovou sazbu pro dvoutýdenní repo operace na stávající úrovni 0,05 %. Proto toto rozhodnutí hlasovali Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Pavel Řežábek a Eva Zamrazilová.

Zapsal: Kamil Galuščák, poradce bankovní rady