Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 6. února 2013

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 1. situační zprávy

M. Singer: Poznamenává, že výrazná pozornost věnovaná ve všech doporučeních komunikaci pravděpodobně odráží touhu a naději tvůrců příslušných textů vyhnout se devizovým intervencím. Doufá, že takový postoj nepřeroste v nějaké komunikační faux pas, protože jakmile by trhy něco takového vnímaly, dojde ke ztrátě reputace a bude nutné intervenovat. Dodává, že pokud nejsme na určité situace mentálně připraveni, hrozí uskutečnění právě těchto situací. Doplňuje, že komunikaci nevnímá tak klíčově, jak jí pravděpodobně vnímají autoři doporučení.

M. Hampl: První dotaz směřuje k tempům růstu implikované agregátní i práci zhodnocující technologie. Na straně 9 je uvedeno, že „*Na horizontu prognózy budou technologie dle předpokladů predikce velmi pozvolna zrychlovat spolu s oživením ekonomické aktivity, zůstanou však pod svou dlouhodobou rovnovážnou úrovní.*“ Domnívá se, že sekce měnová a statistiky vždy prezentovala kauzalitu vedoucí od změn agregátní technologie k ekonomické aktivitě. Nejedná se tedy o souběžné jevy. Jeden představuje exogenní faktor, který při své změně ovlivňuje ekonomickou aktivitu. Žádá o ujasnění směru kauzality.
Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Kauzalita vedoucí od změn agregátní technologie k ekonomické aktivitě nadále platí, tj. SMS exogenně volí technologii. V poslední době bere SMS při nastavování technologie částečně v úvahu změny zahraniční poptávky.

M. Hampl: Poznamenává, že na straně 18 je diskutováno přehodnocení vývoje agregátní technologie na počáteční podmínce směrem dolů z důvodu revize národních účtů, aktuálního vývoje mezd a zpomalení ekonomické aktivity. Odkazuje na přípravné schůzky k prognóze a táže se, zda nebylo přehodnocení vývoje agregátní technologie původně dáváno do souvislosti s vývojem v zahraničí. Táže se, zda tedy došlo ke změně interpretace přehodnocení agregátní technologie.
Odpověď SMS: Na minulosti je vývoj agregátní technologie navázán především na domácí ekonomiku (mzdy, zpomalení ekonomiky). Vývoj v zahraničí působí na agregátní technologii spíše na horizontu prognózy.

M. Hampl (v diskuzi o citlivostních scénářích týkajících se spotřeby domácností): K citlivostnímu scénáři datové nejistoty o spotřebě domácností (str. 19) se táže, proč SMS navrhuje na rozdíl od ostatních citlivostních scénářů tento scénář nezveřejňovat.

L. Lízal (v diskuzi o citlivostních scénářích týkajících se spotřeby domácností): Táže se, proč SMS navrhuje nezveřejňovat citlivostní scénář datové nejistoty o spotřebě domácností. Tento citlivostní scénář vnímá v porovnání se scénářem dlouhodobějšího odkladu spotřeby jako pravděpodobnější. Domnívá se, že výrazný nárůst míry úspor je spíše statistickým artefaktem než indikátorem výrazné změny v chování domácností. Implikace scénářů týkajících se spotřeby

domácností jsou pro měnověpolitické rozhodování opačné, žádá proto o vyjasnění návrhu scénář datové nejistoty o spotřebě domácností nepublikovat.

V. Tomšík (v diskuzi o citlivostních scénářích týkajících se spotřeby domácností): Poznamenává, že citlivostní scénář dlouhodobějšího odkladu spotřeby nepřináší žádné překvapení a implikuje více uvolněnou měnovou politiku. Ke scénáři datové nejistoty o spotřebě domácností doplňuje, že netrvá na zahrnutí/vypuštění scénáře ze situační zprávy. Dodává, že dle SMS tento scénář nemá vliv na úrokové sazby, protože snížení míry úspor a navýšení spotřeby je kompenzováno ve změně stavu zásob, tj. v „odpadkovém koši" komponent HDP. SMS vychází (snímek 49 v prezentaci) z historické zkušenosti s údaji o HDP, kdy při revizích ČSÚ nedocházelo k výrazným změnám celkového HDP, změny se týkaly pouze komponent HDP. Vnímá nejistotu v tom, že ČSÚ tentokrát reviduje strukturu i celkové HDP. Žádá o názor, jak by ve smyslu zpřísňování měnové politiky tuto situaci SMS zhruba kvantifikovala.
Odpověď SMS: SMS nepovažuje citlivostní scénář datové nejistoty o spotřebě domácností za nějak výrazně citlivou věc. V úvahách nezveřejňovat tento scénář spíše vychází z toho, že není příliš robustní. SMS musela při simulování tohoto scénáře vycházet ze spousty arbitrárně zvolených předpokladů. Prvním z těchto předpokladů bylo nenechat změněnou spotřebu promítnout do celkového HDP. Tím SMS následovala dlouhodobé chování ČSÚ, kdy celkové HDP je počítáno ze strany tvorby HDP, zatímco stranu výdajovou ČSÚ dopočítává, a případné rozdíly se promítnou v položce zásob. SMS si dovede představit i varianty revize, kde by se změny spotřeby projevily v agregátním HDP. V případě, že se změna spotřeby promítne do zásob, je nutné řešit otázku, do jaké míry se to projeví v odhadu technologií v ekonomice atp.
V důsledku nutnosti volby velkého množství předpokladů existuje mnoho možností, jak scénář nasimulovat. Z hlediska měnověpolitické implikace by všechny scénáře mohly dopadnout jinak. S ohledem na vnější komunikaci nechtěla SMS dávat výraznou váhu na jedno konkrétní nastavení scénáře. SMS nemá silný měnověpolitický názor na nezveřejňování scénáře, při sestavování scénáře reagovala na poptávku bankovní rady.

M. Hampl (v diskuzi o citlivostních scénářích týkajících se spotřeby domácností): Vyjadřuje názor, že by scénář datové nejistoty o spotřebě domácností měl být zveřejněn. Scénář považuje za zajímavý a dobře napsaný. Dodává, že nevnímá jako velký problém, pokud existují pochyby o robustnosti citlivostního scénáře, který popisuje datovou nejistotu.

L. Lízal (v diskuzi o citlivostních scénářích týkajících se spotřeby domácností): Táže se, zda se v případě, že nedojde k revizi celkového HDP, což citlivostní scénář datové nejistoty o spotřebě domácností předpokládá, nemůže spotřeba domácností přesunout do stínové ekonomiky. Považuje to za možné vysvětlení uvažované revize spotřeby.

V. Tomšík (v diskuzi o citlivostních scénářích týkajících se spotřeby domácností): Poznamenává, že spotřeba domácností by i při případném přesunu do stínové ekonomiky byla stále na straně tvorby HDP pozorovatelná. Táže se na implikace scénáře datové nejistoty o spotřebě domácností pro zvyšování sazeb.
Odpověď SMS: Scénář datové nejistoty o spotřebě domácností má do sazeb i inflace pouze marginální dopad.

L. Lízal: Poznamenává, že vzhledem k profilu prognózy měnového kurzu (Graf I.5) by volil jinou formulaci, než která je v situační zprávě a která hovoří o posilování kurzu (str. 2).

L. Lízal (v diskuzi o vlivu cen emisních povolenek na inflaci): Táže se, jak velký bude vliv cen emisních povolenek pro teplárny na cenu energií (str. 5). Dodává, že ceny emisních povolenek jsou tak nízké, že je překvapivé, že se tím situační zpráva zabývá.
Odpověď SMS: Emisní povolenky tvoří převážnou část příspěvku cen tepla do růstu celkové inflace. Jedná se o externí odhad, který je přebírán. V současnosti SMS nevidí růst cen plynu ani uhlí, určitý vliv má DPH a právě emisní povolenky. Příspěvek cen tepla do CPI inflace bude v roce 2013 okolo 0,2 p.b.

L. Lízal (v diskuzi o vlivu cen emisních povolenek na inflaci): Upřesňuje dotaz a táže se, zda přebírané externí odhady cen emisních povolenek uvažují současné ceny emisních povolenek. Doplňuje, že dříve byla uvažovaná cena povolenek v rozmezí 15–25 euro.
Odpověď SMS: SMS na toto nedokáže odpovědět. Dodává, že přebírané odhady jsou z přelomu loňského a letošního roku.

M. Singer (v diskuzi o vlivu cen emisních povolenek na inflaci): Doplňuje, že vzhledem k vývoji cen emisních povolenek u nich tedy lze očekávat překvapení spíše směrem dolů.
Odpověď SMS: SMS vyjadřuje souhlas.

L. Lízal (v diskuzi o rozpětí sazeb 3M PRIBOR–2T repo): Táže se na zdůvodnění předpokladu snížení rozpětí sazeb 3M PRIBOR–2T repo. Doplňuje, že dosavadní hodnoty rozpětí jsou konstantní.

P. Řežábek (v diskuzi o rozpětí sazeb 3M PRIBOR–2T repo): Poznamenává, že rozpětí sazeb 3M PRIBOR–2T repo bylo diskutováno již mnohokrát. V rámci diskuze SMS často prezentovala názor, že relativně malé změny sazeb mohou implikovat výrazné změny v měnověpolitické reakci. Táže se, jaký dopad na doporučenou měnověpolitickou reakci by mělo nenaplnění předpokladu o poklesu rozpětí.
Odpověď SMS: Předpoklad o snížení rozpětí byl obsažen již v minulé prognóze. Předpokládaný pokles je pouze 0,05 p.b., SMS to tedy nevnímá nijak zásadně.

P. Řežábek (v diskuzi o rozpětí sazeb 3M PRIBOR–2T repo): Připomíná, že v kontextu velikostí změn sazeb uvažovaných například v citlivostních scénářích může předpoklad o poklesu rozpětí sazeb představovat důležitou změnu.
Odpověď SMS: Z grafu úrokového rozpětí (snímek 28) je v poslední době patrná stagnace rozpětí na hodnotě 0,45 p.b. SMS si dovede představit, že rozpětí zůstane na této hodnotě. SMS se domnívá, že není korektní tvrzení ze stanoviska poradce, že sazby FRA předpokládají stagnaci rozpětí. FRA se nyní nacházejí na delším konci na hodnotách 0,43. SMS na toto nemá silný názor. Upozorňuje však, že zmiňovaný pokles o 0,05 p.b. nemá velký dopad. Podobně neměla SMS silný názor na to, zda má být repo sazba na technické nule nebo čisté nule. SMS toto vnímá jako zanedbatelnou věc a nechtěla bezdůvodně měnit tento předpoklad mezi jednotlivými prognózami.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Sazby FRA jsou nyní hodně stabilní v rozsahu plus mínus bazický bod na všech splatnostech.

M. Singer (v diskuzi o rozpětí sazeb 3M PRIBOR–2T repo): Doplňuje, že alternativou k předpokladu snížení rozpětí o 0,05 p.b. by byl návrh na hodnotu technické nuly rovnající se 0,005 %.
Odpověď SMS: Výhled implikovaných sazeb na konci roku je na hodnotě -0,1 %, při předpokladu konstantního rozpětí by byl výhled -0,15 %, což by pro SMS stále nepředstavovalo důvod ke spuštění devizových intervencí.

L. Lízal (v diskuzi o revizi deflátoru spotřeby): Děkuje za box o revizi čtvrtletních národních účtů. Ujišťuje se, že prezentovaná výrazná revize je důsledkem revizí deflátoru spotřeby, které odráží změny cen nemovitostí, jak by byly odhadovány po zpětné korekci. Poznamenává, že v recesi ceny aktiv klesají, na trhu tedy zůstávají pouze ti, kteří peníze skutečně potřebují. Mohlo by se jednat o projev „biased market“, kde ceny klesají více než rovnovážně, což je projevem cyklu. Dodává, že v takovém případě bychom měli očekávat revizi deflátoru opačným směrem.
Odpověď SMS: SMS obdržela od ČSÚ informaci o budoucích nutných revizích národních účtů v příštích letech pro čtvrté čtvrtletí 2012. Z těchto informací vyplývá, že ČSÚ posune nominální hodnotu i deflátor směrem nahoru, čili reálná hodnota se nezmění. Jedná se ovšem o velmi předběžnou informaci.

M. Singer (v diskuzi o revizi deflátoru spotřeby): Poznamenává, že zmíněná informace o budoucích nutných revizích od ČSÚ v podstatě znamená, že domněnka L. Lízala ohledně možné budoucí revize deflátoru spotřeby je věrohodná, ale ČSÚ bude reagovat opačným směrem.
Odpověď SMS: SMS upřesňuje, že předpokládaná budoucí revize není důsledkem nájemného. Z informací ČSÚ plyne, že si ČSÚ za nájemným v deflátoru spotřeby pevně stojí, ale v rámci budoucích revizí deflátor pravděpodobně zvýší. SMS nechápe zcela argumentaci ČSÚ.

L. Lízal: Táže se, zda lze v současné situaci stejné repo sazby a depozitní sazby pozorovat příklon k O/N depozitní facilitě nebo zda repo stále zůstává využíváno.
Odpověď SBO: Využívání depozitní facility masivně narostlo, pohybujeme se v objemech přes 100 miliard korun. Překvapivě se ovšem stále do velké míry využívá i repo operací. Průměrná velikost repo operací v období před technickou nulou byla 50 miliard, nyní se jedná o hodnoty okolo 30 miliard.

E. Zamrazilová: Poznamenává, že za revizí spotřeby domácností směrem nahoru stála revize deflátoru spotřeby směrem dolů. Revize deflátoru jde proti vývoji indexu spotřebitelských cen. Jestliže se deflátor spotřeby díky revizím vzdaluje od indexu spotřebitelských cen směrem dolů, pak se domnívá, že spotřeba domácností by mohla být systematicky nadhodnocovaná. Doplňuje, že směr revizí deflátoru spotřeby nesouhlasí s vnímáním inflace domácnostmi. Poznamenává, zda není nejvyšší čas zamyslet se, jestli domácnostmi vnímaná a očekávaná inflace nepředstavuje podstatný psychologický faktor, se kterým jsme zatím příliš nepracovali. Uzavírá, že tyto faktory mohou oslabovat spotřebu domácností zvláště v situaci, kdy v roce 2012 byla inflace přes tři procenta a domácnosti očekávají inflaci vyšší.

E. Zamrazilová (v diskuzi o inflaci vnímané domácnostmi): Poznamenává, že v textu situační zprávy je uvedeno, že většina domácností očekává vyšší inflaci než v roce 2012, ale zároveň je v textu tvrzení, že největší skupinu v šetření o očekávané inflaci dlouhodobě představují respondenti s očekáváním mírné inflace (str. 21). Žádá o vyjasnění.
Odpověď SMS: SMS tuto poznámku vnímá jako námět na vylepšení kvality textu na straně 21, kde se hovoří o skupině respondentů nadále očekávajících mírný cenový nárůst. Text v závorce se snaží čtenáři, který nevidí příslušná data, říci něco o skladbě čtyř kategorií tvořících výsledné saldo. SMS připouští, že tato informace může působit nejasně, nevidí-li člověk celou datovou množinu. Věta bez závorky vyjadřuje zamýšlenou informaci jasněji. SMS navrhuje řešit tuto nejasnost vypuštěním textu v závorce.

E. Zamrazilová (v diskuzi o inflaci vnímané domácnostmi): S ohledem na diskuzi k příčinám poklesu spotřeby domácností se táže, zda domácnosti ve skutečnosti nevnímají hodnotu inflace jako vyšší, než ve skutečnosti je nebo dle prognózy bude. Dodává, že více než polovina domácností očekává inflaci přesahující tři procenta a prognóza předpovídá necelá dvě procenta, což považuje za diskrepanci dotýkající se i komunikačního doporučení.
Odpověď SMS: SMS přebírá údaje o vnímané a očekávané inflaci domácností ze statistik Evropské komise. Jedná se o kvalitativní šetření, čili z něj nelze přímo usoudit na numerické hodnoty inflace, kterou domácnosti očekávají. Inflace vnímaná i inflace očekávaná se pohybuje nad nulou, ale nikoliv v dramatických hodnotách. SMS tedy nepovažuje faktor vnímané a očekávané inflace za hrozbu nabourávající příběh základního scénáře.

M. Singer (v diskuzi o inflaci vnímané domácnostmi): Přidává historickou poznámku o kvantitativních ukazatelích, které vždy dosahovaly pro očekávanou inflaci hodnot blížících se pěti procentům. Tyto hodnoty se objevovaly i v dobách, kdy byla inflace okolo nuly. Domnívá se, že polovina lidí vždy odpovídá, že se ceny zvýší.
Odpověď SMS: SMS doplňuje, že v rámci šetření o očekávané inflaci se zjišťuje odpověď na otázku, zda si domácnosti myslí, že ceny porostou v příštím roce rychleji, než rostly letošní rok. Nikdo již neověřuje, zda domácnosti vědí, jaká je hodnota inflace pro letošní rok. Je možné, že odpovědi spíše reflektují očekávání růstu cen obecně a nevztahují se tak k předešlému růstu cen, protože ten domácnosti neznají.

E. Zamrazilová: Jako problém vnímá diskrepanci mezi tržbami v maloobchodě a spotřebou domácností. Táže se, zda SMS očekává revizi spotřeby domácností směrem nahoru, tj. k většímu souladu s údaji o tržbách v maloobchodě.
Odpověď SMS: Revize na minulosti sblížila v roce 2011 spotřebu domácností s tržbami v maloobchodě, což představovalo i motivaci citlivostního scénáře datové nejistoty o spotřebě domácností. Jedná se ovšem pouze o hypotézu. Případná revize spotřeby může být důsledkem revize deflátoru spotřeby, nominálních hodnot spotřeby, ale i disponibilního důchodu. Míra úspor je revidována ještě více než spotřeba domácností, protože se mění čitatel i jmenovatel.

E. Zamrazilová: Poznamenává, že poprvé během jejího působení v bankovní radě začíná mít silné pochybnosti o kvalitě statistických dat. Vyjadřuje pochybnosti, zda praxe statistického sběru dat dostatečně reaguje na změny související například s internetovým prodejem, výběrem

obchodních míst apod. Datovou nejistotu na minulosti vnímá jako velký problém, který komplikuje prognostický proces.

E. Zamrazilová (v diskuzi o mírném posilování kurzu v prognóze): K prognózou avizovanému velmi mírnému posilování měnového kurzu ve třetím a čtvrtém čtvrtletí roku 2013 se táže, zda není v rozporu s věrohodností komunikace o připravenosti k devizovým intervencím.
Odpověď SMS: SMS podotýká, že aktuální prognóza nepředjímá devizové intervence. V jejím rámci jde tedy o predikci kurzu koruny bez zásahů ze strany ČNB. Aktuálně je úroveň kurzu komunikací pravděpodobně ovlivněna. Jestliže ČNB ke skutečným intervencím nepřistoupí, pak si SMS umí mírné posilování kurzu představit. Z tohoto důvodu se SMS snažila doplnit komunikační doporučení v tom smyslu, že základní scénář jako takový neznamená, že ČNB opouští možnost devizových intervencí. Akutně však potřeba jejich využití z prognózy neplyne.
SMS upozorňuje, že prognózou avizované posilování kurzu představuje pouze velice mírné posilování. Jedná se o posílení z 25,5 CZK/EUR na hodnotu 25,0 CZK/EUR během dvou let. U kurzu může být takový posun pozorován i v řádu několika dní. Výhled kurzu v prognóze SMS vnímá jako hodně stabilní.

Poradce Hurník (v diskuzi o mírném posilování kurzu v prognóze): Pokládá technický dotaz, zda je posilování kurzu v prognóze taženo exportně specifickou technologií.
Odpověď SMS: Exportně specifická technologie je jeden z faktorů. I z rozkladového grafu inflačních tlaků je patrné zpomalení exportně specifické technologie na současnosti. Návrat k dlouhodobým hodnotám byl expertně přibrzděn. Na horizontu prognózy je přesný profil technologie spojen s velkou nejistotou. SMS stále pozoruje rozdíl mezi vývojem cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků, takže vnitřní Balassův-Samuelsonův efekt stále působí, ovšem v menším rozsahu v porovnání s předkrizovým obdobím, kdy ekonomika reálně konvergovala.

M. Hampl (v diskuzi o mírném posilování kurzu v prognóze): Dodává, že naopak při návratu ke konvergenci by měl být dopad Balassova-Samuelsonova efektu výraznější.
Odpověď SMS: SMS souhlasí a dodává, že stejně jako tlumí návrat celkové technologie k dlouhodobým hodnotám, tak tlumí i návrat exportně specifické technologie. SMS si umí představit i výraznější/delší tlumení technologií.

E. Zamrazilová: Poznamenává, že za první tři čtvrtletí roku 2012 došlo oproti minulým rokům ke zlepšení poměru mezi odhadovanou výší reinvestovaného zisku a dividendami vyplacenými nerezidentům. Dividendy vyplacené nerezidentům činily necelých 60 % zisku firem pod zahraniční kontrolou. Táže se, zda nelze z šetření vedených s průmyslovými podniky vypozorovat nějaké náznaky toho, jakým způsobem reinvestované zisky pozorované v platební bilanci přecházejí do skutečných fixních investic, které se objevují v národních účtech. Například zda nelze vysledovat nějaké zpoždění apod. Dále doplňuje, že například reinvestice u bank nejdou do fixních investic, ale do základního kapitálu, a v reálné ekonomice se tak prakticky neprojeví.
Odpověď SMS: SMS poznamenává, že z dotazníků přímá informace nevyplývá. Dále doplňuje, že v rámci krátkodobých prognóz SMS pozoruje poměrně výraznou korelaci mezi mezerou v investicích do fixního kapitálu a mezerou v zahraniční poptávce (snímek 77 v prezentaci), což naznačuje, že investiční aktivita v domácí ekonomice výrazně závisí na poptávce ze zahraničí.

V segmentu zahraničně vlastněných podniků je transmise většinou taková, že změny ve výhledu zahraniční poptávky se projevují v investiční aktivitě a můžou se projevovat i prostřednictvím toho, že firmy zadržují zisk a reinvestují ho v případě očekávání zlepšení jejich pozice na vývozních trzích.

V. Tomšík (v diskuzi o kurzu a nejistoty výhledu platební bilance): Vyjadřuje nejistotu ohledně prognózou avizovaného vývoje kurzu ve směru většího posilování ve srovnání s minulou prognózou. Tato nejistota pramení z úvah týkajících se platební bilance. Poznamenává, že dle SMS by platební bilance měla přispívat k posilování kurzu, ale zároveň SMS vyjadřuje nejistotu v řádu několika set miliard korun na finančním účtu v důsledku vlivu ekonomických problémů Evropy, kdy někteří zahraniční investoři budou snižovat svou přítomnost v zahraničí včetně ČR (poznámka pod čarou č. 10). Táže se, zda má SMS o tomto nějaké informace.
Odpověď SMS: Potenciální odliv kapitálu se skládá z přímých investic rezidentů v zahraničí (může být ve výši zhruba 90 miliard korun) a dezinvestic nerezidentů z ČR (200 mld. Kč). SMS přesný přehled zašle. Například u přímých investic rezidentů v zahraničí je před dokončením prodej 49 % akcií plynovodů na Slovensku Energetickému a průmyslovému holdingu, firma EON připravuje prodej akcií Západoslovenské energetiky, kde jediným zájemcem je opět Energetický a průmyslový holding. Co se týká dezinvestic nerezidentů z ČR, tak například se jedná o prodeji plynovodů v ČR (dezinvestice RWE).

V. Tomšík (v diskuzi o kurzu a nejistoty výhledu platební bilance): Táže se, zda je něco z uvedených příkladů přímých investic rezidentů v zahraničí a dezinvestic nerezidentů z ČR zahrnuto v prognóze.
Odpověď SMS: V prognóze je zapracovaný pouze zmíněný prodej akcií plynovodů na Slovensku, který je téměř před dokončením a SMS ho považuje za téměř jistý. SMS upozorňuje, že pro zahrnutí do prognózy platební bilance je důležité znát způsob financování transakce.

E. Zamrazilová: Táže se na konzistenci tvrzení, že „*...negativně na poptávku po úvěrech působila snížená potřeba financování fixních investic...*“ (str. 41) s údaji o růstu úvěrů určených k financování fixních investic.
Odpověď SMS: SMS upozorňuje, že uvedená tvrzení nemusí být v rozporu. Šetření úvěrových podmínek bank za čtvrté čtvrtletí roku 2012 udává, že banky vidí zvýšenou poptávku po úvěrech na financování restrukturalizací, fůzí a akvizic a nevidí poptávku z titulu fixních investic. Při propojení těchto údajů lze pozorovat růst velkých úvěrů, které si berou především velké podniky. Účel těchto úvěrů ovšem z dat vyčíst nelze.

E. Zamrazilová: Upozorňuje na termín „vzadhledícnost“ v poznámce pod čarou číslo 58 a táže se, zda se tento termín již vžil, nebo zda se jedná o novotvar SMS.

P. Řežábek: Poznamenává, že vyznění situační zprávy představuje ústup od hrozby deflační spirály, což může být vnímáno jako nejzajímavější poselství zprávy.
Odpověď SMS: SMS upozorňuje, že deflační spirála nebyla nikdy součástí základního scénáře.

P. Řežábek (v diskuzi o rozpětí sazeb v ČR a eurozóně): K často prezentovanému porovnávání rozpětí 3M PRIBOR–2T repo s vývojem rozpětí 3M EURIBOR–3M EONIA SWAP INDEX

žádá o vysvětlení, jakým způsobem SMS zohledňuje, že repo sazba je spojena se stahováním likvidity a příslušná sazba v eurozóně s dodáváním likvidity.
Odpověď SMS: SMS se domnívá, že rozdíl mezi ČR a eurozónou z pohledu dodávání či stahování likvidity v zásadě zmizel, protože i eurozóna je nyní v situaci přebytečné likvidity, i když stahování likvidity neprobíhá za hlavní měnověpolitickou sazbu, ale za nulovou sazbu na overnightu.
Odpověď SBO: Poznamenává, že u sledovaných rozpětí se především jedná o jiný typ sazeb. V případě rozpětí 3M PRIBOR–2T repo jsou to sazby s rozdílnou splatností a v případě rozpětí 3M EURIBOR–3M EONIA SWAP INDEX se jedná o sazby se stejnou splatností lišící se v tom, zda jsou kolateralizované či nikoliv.

P. Řežábek (v diskuzi o rozpětí sazeb v ČR a eurozóně): Dodává, že úrokové sazby 3M FRA CZK a 3M FRA EUR se začínají přibližovat (viz. část Úrokové sazby a kurz v příloze situační zprávy Tabulkové a grafické přílohy). Poznamenává, že prezentovaná srovnání rozpětí sazeb v ČR a eurozóně mohou začít být matoucí.
Odpověď SMS: SMS poznamenává, že rozpětí sazeb 3M PRIBOR–2T repo a sazeb 3M EURIBOR–3M EONIA SWAP INDEX nejsou již tak korelované, jako byly v post-Lehmanovském období, kdy se obě časové řady vyvíjely s drobným časovým posunem souběžně. SMS doplňuje, že vzájemný vývoj těchto rozpětí nevyužívá pro přímé odvozování výhledu rozpětí 3M PRIBOR–2T repo, a dodává, že se nejedná o identické rozpětí. Sazby CZEONIA však neodrážejí žádné obchody, proto nejsou použitelné, a sazba využitá pro výpočet rozpětí představuje pouze jakousi aproximaci. V určitých obdobích vzájemný vztah rozpětí fungoval jako předstihový nebo někdy jako vysvětlující faktor. Amplitudy změn byly ovšem úplně jiné.

P. Řežábek (v diskuzi o rozpětí sazeb v ČR a eurozóně): Poznamenává, že chtěl poukázat především na příslušné rozpětí pro eurozónu, které vykazuje poměrně výrazné změny. Diskuzi o srovnatelnosti obou rozpětí považuje za důležitou v situaci, kdy podrobně sledujeme, zda se rozpětí domácích sazeb pohybuje nad nebo pod rozpětím v eurozóně.
Odpověď SMS: SMS dodává, že prognóza nepředpokládá pokles rozpětí 3M PRIBOR–2T repo k hodnotám rozpětí 3M EURIBOR–3M EONIA SWAP INDEX. Prognóza předpokládá pokles rozpětí 3M PRIBOR–2T repo na hodnotu 0,4 %, což je úroveň, která již byla na minulosti v pokrizovém období pozorována.

P. Řežábek: Táže se, zda SMS sleduje dění v Itálii a Španělsku a zda má SMS nějaké detailnější informace a hlubší analýzy, které obsahují údaje běžně se nevyskytující v tisku.
Odpověď SMS: SMS nemá žádnou hlubší analýzu.

P. Řežábek (v diskuzi o finančních aktivech domácností): Ke struktuře finančních aktiv domácností žádá vysvětlení položky „Ostatní“, která v posledním roce výrazně přispívala k dynamice růstu finančních aktiv domácností. Pokládá doplňující otázku, do jaké míry jsou v úvahách o aktivech domácností zahrnuty investice do zlata, protože lze tento typ investice vnímat jako motivovaný bezpečností úspor.
Odpověď SMS: Kategorie „Ostatní“ ve struktuře finančních aktiv domácností obsahuje ostatní pohledávky sektoru domácností, do kterého jak finanční, tak národní účty zahrnují nejen domácnosti jako spotřebitele, ale i domácnosti jako živnostníky a drobné podnikatele. Může tedy

zahrnovat i pohledávky z obchodního styku vyplývající ze souladu mezi platbami a plněním. Položka „Ostatní“ začala narůstat v posledních čtyřech čtvrtletích z toho důvodu, že ČSÚ jako metodický garant této statistiky, kterou kompiluje spolu s kolegy ze statistické části SMS, začal využívat nový datový zdroj (daňová přiznání). Příslušnou datovou řadu byl ale schopen propočíst zpětně pouze za poslední čtyři čtvrtletí. I po očištění o tento vliv by došlo k nárůstu čistých finančních aktiv za poslední období i jejich podílu na úhrnném hrubém disponibilním důchodu. Kvalitativně je tedy poznámka o zvýšené míře úspor generované zvýšenou tvorbou rezerv u penzijních fondů a zvýšeným nákupem cenných papírů stále pravdivá. Rozdíl v úrovních přetrvává a je dán rozdílnou metodologií finančního pohledu a pohledu národních účtů.

P. Řežábek (v diskuzi o finančních aktivech domácností): Upozorňuje, že bez kategorie „Ostatní“ by nedocházelo k akceleraci růstu finančních aktiv domácností. Doporučuje toto vyjasnit i v textu situační zprávy.
<u>Odpověď SMS:</u> SMS zašle údaje o finančních aktivech domácností očištěné o kategorii „Ostatní“ mailem a vyjasní příslušnou pasáž v textu.

P. Řežábek (v diskuzi k formulaci měnověpolitického doporučení): Táže se, proč je v měnověpolitickém doporučení ohledně komunikace užito poměrně expresivní formulace o „výrazném“ nárůstu inflačních tlaků. Vyjadřuje obavu, aby tento termín nevedl k nepochopení zamýšleného významu formulace.

M. Singer (v diskuzi k formulaci měnověpolitického doporučení): Poznamenává, že takto expresivně byla tato formulace odhlasována na podzim roku 2012. Dodává, že důvodem byla snaha o usměrnění inflačních očekávání a snaha snížit riziko, že bude při zvýšení sazeb o 0,25 p.b. po půl roce v reakci na překvapivý vývoj kurzu nutné intervenovat proti takovému rozhodnutí.

P. Řežábek (v diskuzi k formulaci měnověpolitického doporučení): Dodává, zda díky posunu ve vyznění prognózy nedošlo i k posunu vnímání této formulace.

M. Singer (v diskuzi k formulaci měnověpolitického doporučení): Upozorňuje, že šlo o ex ante závazek. Doplňuje, že revize závazku by vedla s největší pravděpodobností k nutnosti provádět věci, jimž byla snaha se vyhnout.

P. Řežábek (v diskuzi k formulaci měnověpolitického doporučení): Vyjasňuje, že v žádném případě nenavrhoval změnu formulace.

M. Singer (v diskuzi k formulaci měnověpolitického doporučení): Doplňuje, že se snaží poukázat hlavně na to, že tato formulace byla rozhodnuta v minulosti. V tomto kontextu vnímá jako možný dotaz, zda SMS nedoporučuje formulaci závazku revidovat.

P. Řežábek (v diskuzi k formulaci měnověpolitického doporučení): Uzavírá poznámkou, že formulace byla odhlasována většinou.

K. Janáček (v diskuzi o vlivu volebního roku 2014 na prognózu): Ve světle citlivostních scénářů o spotřebě domácností si klade otázku, jaké důvody by mohly přimět domácnosti k setrvalému odkládání spotřeby v horizontu prognózy. Na základě takových úvah se nedomnívá, že by scénář dlouhodobějšího odkladu spotřeby byl vysoce pravděpodobný. Upozorňuje, že vláda v současnosti vyhlašuje, že nezavede další daně. Navíc měnověpolitický horizont zahrnuje rok 2014, což je volební rok. Je málo pravděpodobné, že by vláda zvyšovala daně ve volebním roce. Proto se domnívá, že se znalostí politicko-hospodářského cyklu spotřeba domácností nebude nadále ovlivněna nejistotou ekonomického výhledu. Dodává, že tento argument posiluje předpoklady základního scénáře.
Odpověď SMS: SMS poznamenává, že do mezirezortního připomínkového řízení přišel návrh na uhlíkovou daň, která bude mít dopad 0,1 p.b. do inflace a fiskální dopad zhruba 4 mld. korun. Navíc se zdá, že se urychlí příprava spuštění jednotného inkasního místa, které se přesouvá z roku 2015 na rok 2014. S tím souvisí úprava parametrů všeobecného zdravotního a sociálního pojištění a další zvýšení daně z příjmu fyzických osob skrz zrušení superhrubé mzdy, omezení odečitatelných položek a zrušení slevy na dani pro vysokopříjmové skupiny.

V. Tomšík (v diskuzi o vlivu volebního roku 2014 na prognózu): Poznamenává, že v situační zprávě je již urychlení přípravy jednotného inkasního místa zmíněno.
Odpověď SMS: Jedná se o riziko fiskální prognózy.

K. Janáček (v diskuzi o cenách potravin): Táže se, zda s ohledem na trvale vyšší růst cen potravin oproti prognóze, s ohledem na růst dovozních cen potravin i zrychlení meziročního růstu cen zemědělských výrobců nemůže dojít k setrvalejšímu zvýšení cenové hladiny potravin v porovnání s prognózou na období 2013–2014.
Odpověď SMS: SMS na základě dostupných informací nevnímá ve výhledu cen potravin na horizontu prognózy žádné asymetrické riziko. Týdenní informace naznačují na krátkém konci prognózy vyšší růst cen potravin, což bylo do velké míry v prognóze zapracováno. Díky vysoké volatilitě cen potravin nelze nicméně vyloučit krátkodobé zvýšení inflace z titulu změn v cenách potravin.

K. Janáček (v diskuzi o cenách potravin): Upozorňuje, že dlouhodobě je v celosvětovém měřítku poptávka po potravinách a jejich nabídka vyrovnaná. Stále větší množství expertů upozorňuje na to, že díky rostoucí životní úrovni v oblastech jako je Indie, Čína, Jižní Amerika, atd. nemusí taková situace přetrvat. Otázkou pak je, kdy se tato vnější nejistota ohledně cen potravin materializuje. Poté i při průměrné úrodě nemusí ceny potravin reagovat stejně jako v minulosti.
Odpověď SMS: SMS používá tržní výhledy cen potravin.

K. Janáček: Poznamenává, že první situační zpráva, obdobně jako sedmá situační zpráva, předpokládá výrazné rozevření nůžek mezi vývojem průměrné mzdy v podnikatelské a nepodnikatelské sféře pro roky 2013 a 2014. Upozorňuje, že již pátá situační zpráva z minulého roku předpovídala podobně velký rozdíl pro roky 2012 až 2014. Skutečnost pro rok 2012 byla ale výrazně jiná. Meziroční tempa růstu průměrné nominální mzdy v podnikatelské a nepodnikatelské sféře byla pro druhé čtvrtletí 2012 shodně 2,3 %. Připouští, že jistá divergence mezi oběma segmenty je pro roky 2013 a 2014 pravděpodobnější. Táže se, zda je realistické

očekávat prognózou uváděný poměrně výrazný rozdíl (pro rok 2013 1,8 % vs. 0,2 %, pro rok 2014 3 % vs. 1 %).
Odpověď SMS: SMS dotaz vnímá tak, zda není podhodnocena prognóza průměrné mzdy v nepodnikatelském sektoru. Prognóza je postavena na státním rozpočtu pro rok 2013 a související rozpočtové dokumentaci. Data za rok 2012 byla na konci roku mírně revidována směrem dolů, celoročně růst průměrné mzdy v nepodnikatelském sektoru za rok 2012 činil 1,8 % (měřeno objemem mezd a platů v nepodnikatelské sféře). Tato revize částečně vysvětlila pro SMS překvapivé růsty v první polovině roku. Prognóza avizuje růst lehce nad nulou při zhruba souběžném vývoji průměrné mzdy a počtu zaměstnaných osob. Hodnoty růstů jsou do jednoho procenta v letech 2013 i 2014. O vývoji mezd nemá SMS žádná nová data, proto nevnímá ani žádná rizika prognózy mezd.

M. Singer (v diskuzi o kurzu eura vůči dolaru): Poznamenává, že prognóza předpokládá postupné oslabení eura vůči americkému dolaru na hodnotu 1,25 USD/EUR. Zdá se, že trh „neposlouchá“ výhledy z Consensus Forecasts. Táže se, co by z pohledu odchylek od základního scénáře přinesl fakt, kdyby kurz setrvával na aktuální hodnotě 1,35, případně kdyby euro dále posilovalo.
Odpověď SMS: SMS souhlasí s tím, že aktuální vývoj kurzu eura vůči dolaru jde spíše opačným směrem, tj. euro vůči dolaru posiluje. Někteří analytici uvažují výhled kurzu až k 1,37 USD/EUR. Z nově zařazených grafů na straně 53 a 54 v situační zprávě plyne, že eurozónu i Německo táhne export s příslušným efektem na kurz.

M. Singer (v diskuzi o kurzu eura vůči dolaru): Táže se, který ze dvou možných směrů vývoje kurzu eura k dolaru je protiinflační.
Odpověď SMS: Prognóza předpokládá na základě výhledu z Consensus Forecasts drobné oslabování koruny vůči dolaru. Kdyby byl kurz eura k dolaru stabilní, tak bude koruna vůči dolaru mírně posilovat, což představuje přes pohonné hmoty a regulované ceny lehké protiinflační riziko. Jedná se ovšem o dopad v řádu desetin.

M. Singer: Domnívá se, i vzhledem k doposud vzneseným dotazům, že box o revizích čtvrtletních národních účtů není příliš dobře a přehledně napsaný. Jako příklad uvádí formulaci „*změny se týkají celé dostupné historie*“, kde není jasné období, kterého se tvrzení týká. Táže, zda došlo ke změně cenové historie v době husitských válek nebo druhé světové války. Dále upozorňuje, že v boxu se diskutují revize spotřeby domácností a hrubé tvorby kapitálu směrem vzhůru, ale nejsou uvedeny složky, u kterých došlo k revizi směrem dolů.
Odpověď SMS: SMS se pokusí text boxu vylepšit. SMS doplňuje, že revize se týkají období od roku 1995.

M. Singer: Upozorňuje, že v části diskutující domácí poptávku je v odstavci o míře hrubých úspor (str. 31) odkázáno na Graf II.2.17, ale příslušné údaje se nachází v Grafu II.2.18.

M. Singer: Poznamenává, že prognóza stále ještě v některých svých úvahách vychází z tzv. Balassova-Samuelsonova efektu (str. 8). Táže se, zda je tento efekt stále empiricky pozorovatelný a zda je jeho dopad významný.

Odpověď SMS: SMS stále pozoruje rozdíl mezi vývojem cen obchodovatelných a neobchodovatelných statků, takže vnitřní Balassův-Samuelsonův efekt stále působí, ovšem v menším rozsahu v porovnání s předkrizovým obdobím, kdy ekonomika reálně konvergovala.

M. Singer: Žádá o komentář ke Grafu II.3.4 (str. 16), který dle jeho názoru naznačuje působení fiskální politiky ve směru vyšších sazeb.
Odpověď SMS: Jedná se o důsledek úpravy deflátoru na úrovni přebírání nominální spotřeby vlády a tvorby reálného výhledu. Vlivy jsou zanedbatelné a neznamenají přehodnocení fiskálního působení, jedná se o technický dopočet. Je to dané čistě tím, že v porovnání s předchozí prognózou je v současné prognóze nižší predikce deflátoru spotřeby vlády, takže reálně je spotřeba vlády o něco výše. Nedochází však ke změně v nominální spotřebě vlády.

M. Singer: K citlivostnímu scénáři dlouhodobějšího odkladu spotřeby žádá o kvantifikaci změny míry úspor v tomto scénáři. Dodává, že situační zpráva obsahuje pouze vágní formulaci, která není dostatečně vypovídající.
Odpověď SMS: SMS pouze prodloužila období zvýšené míry úspor (snímek 49 v prezentaci). Maximální vzdálenost od hodnot míry úspor v základním scénáři je zhruba 1 p.b. Přesný číselný rozdíl je uveden v Tab. II.4.1. na straně 19.

M. Singer: Ke stanovisku poradce poznamenává, že bylo patrně psáno ve spěchu. Ocenil by jasnější popis některých částí (například Graf 2.1). Dodává, že například analýza změn vějířových grafů u nulové hranice v případě aktivní měnové politiky se stane jasnou až z poznámky pod čarou číslo 9, která vysvětlí, že scénář je založen na tom, že centrální banka vykompenzuje všechny šoky vedoucí k záporným sazbám. Ujišťuje se, že scénář aktivní měnové politiky představuje nejinflačnější průběh modelu, protože vychází z nevyhlazování sazeb a totální ochoty centrální banky intervenovat, jakmile by sazby měly nabývat záporných hodnot. K části o revizi údajů o spotřebě domácností poznamenává, že není jisté, zda se tato revize přibližuje realitě, nebo zda se pouze ČSÚ „nedrží“ poslední vydané revize. Táže se, zda má autor v tomto směru nějaký názor. Dodává, že to je pravděpodobně spíše dotaz na spoluautora této části.
Odpověď poradce Franty: Potvrzuje, že scénář aktivní měnové politiky představuje nejinflačnější variantu přístupu k nulové hranici sazeb.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

M. Hampl: Domnívá se, že dnešní rozhodování není pravděpodobně nijak výrazně kontroverzní. Přesto by rád učinil dvě poznámky, které jsou z jeho pohledu zajímavé. První poznámka se týká revizí. Debata o přehodnocování minulosti zde byla již vedena několikrát. Osobně se nenechává uchlácholit představou, že možné revize v budoucnu ukáží, že v posledních čtvrtletích nedošlo k tak výraznému propadu ve spotřebě domácností a z tohoto pohledu tedy situace není tak dramaticky špatná. Domnívá se, že situace se spotřebou domácností relativně špatná je. Revize naznačují určitý drobný posun, to ale nijak nepřehodnocuje historku o velmi utlumené domácí poptávce ať již z titulu spotřeby domácností, nebo investiční poptávky firem. Neočekává, že pouhé revize dat tuto historku nějak výrazně změní.
Za druhé by rád poznamenal, že zmíněná historka o velmi utlumené domácí poptávce by znamenala, že v nějakém historicky se přibližujícím okamžiku pravděpodobně dojde k realizaci

toho, co ČNB veřejně komunikuje, tj. použití jiného měnověpolitického nástroje. V této souvislosti by rád okomentoval současnou a budoucí komunikaci ČNB. SMS poměrně logicky a v duchu toho, co bylo na měnověpolitických jednáních v minulosti řečeno a odsouhlaseno, navrhuje pokračovat v komunikaci tak, jak je v současnosti postavená. Z pozice ďáblova advokáta říká, zda se nad takovým způsobem komunikace nezamyslet. Devizové intervence jako další možný nástroj použitý za předpokladu, že základní měnověpolitický nástroj bude vyčerpán, sice byly odsouhlasené, nicméně se v současnosti nacházíme v poněkud obtížné situaci. Pokud by to měl vyjádřit poněkud zkratkovitě: SMS ani SBO intervence příliš nechtějí. Domnívá se, že ani v bankovní radě se některým členům do devizových intervencí příliš nechce. Přesto je s alternativou devizových intervencí počítáno jako s hotovou věcí a velmi silně je to oznamováno trhům. To se děje v situaci, kdy nejspíš neexistuje shoda na tom, na jaké hladině kurzu a za jaké ekonomické situace by byly intervence spuštěny. Předpokládá, že například debata o okamžiku případného spuštění devizových intervencí by byla hodně živá jak v bankovní radě, tak v celé ČNB. Táže se tedy, zda by se komunikace ohledně intervencí neměla poněkud oslabit. Doplňuje, že možnost intervencí je v současnosti komunikována velice výrazně a se zvyšující se intenzitou. Není si jistý, zda je to správná komunikace v situaci, kdy není jisté, zda by rozhodnutí o spuštění intervencí bylo učiněno v okamžiku, ve kterém trh nabude přesvědčení, že by takové rozhodnutí učiněno být mělo.
Nemá zásadní námitku proti návrhu měnověpolitického rozhodnutí, ani proti vyznění předkládané ekonomické historky. Poznamenává, že to byl jeho poradce, kdo do současné diskuze vnesl další protiinflační faktor ve formě úvah o mnohem utlumenější spotřebě domácností z důvodu změny preferencí domácností. Přesto se domnívá, že na zvážení je komunikační hledisko a intenzita toho, jak bude trh připravován na něco, s čím má část ČNB problém a u čeho nepanuje shoda nad tím, kdy a za jakých podmínek k tomu přistoupit s vědomím všech důsledků, které taková významná změna může mít. Dodává, že se nejedná o žádný „revizionismus“, ale spíše o snahu po určitém zklidnění.

L. Lízal: Situační zprávu vnímá tak, že sazby na technické nule jsou v nynější situaci adekvátní, a nevidí tedy v jejich současném nastavení problém. Inflační tlaky spolu s poptávkou jsou velice utlumené, rizika prognózy inflace jsou vyrovnaná, pokud vůbec nějaká vnímáme. Poznamenává, že spíše než rizika vnímá nejistoty, takže z tohoto pohledu je zcela v souladu s prognózou i s návrhem měnověpolitického doporučení.
Jako důležité vnímá nejistoty, kterým čelíme. Jedná se jednak o nejistotu vyplývající z revizí dat z národních účtů. Otázkou je, zda je možné dostatečně přesně tyto revize interpretovat. Vzhledem k tomu, že se pohybujeme na hranici nutnosti dalšího uvolňování měnových podmínek, rozhodnutí zda intervenovat na devizovém trhu či nikoliv v podstatě vyplývá z naší důvěry v dostatečnou přesnost dat a z míry vnímání toho, zda nás datová nejistota opravňuje k nenásledování scénáře, který může být považován za příliš agresivní. Vnímání této nejistoty považuje do určité míry za subjektivní. Tato poznámka již částečně reaguje na poznámku M. Hampla o přesných okolnostech případného spuštění devizových intervencí.
Poznamenává, že důležitým momentem jeho rozhodování byly úvahy týkající se dvou citlivostních scénářů o spotřebě domácností. Oba scénáře implikují odchylky sazeb od základního scénáře v opačném směru. Odchylky jsou ovšem poměrně malé a nezakládají tak na nutnost změny pohledu na měnovou politiku a na přistoupení k dalšímu měnověpolitickému uvolňování.

Z komunikačního hlediska chápe, že případná interpretace dnešního rozhodnutí trhy tak, že možnost intervencí pominula, může být vnímána jako riziko. Poznamenává, že komunikační strategie je důležitá. Z tohoto hlediska považuje za podstatné, že situace a její výhled se příliš nemění. Případný impuls pro zahájení intervencí může přijít odkudkoliv a do určité míry neočekávaně. ČNB se vždy snažila komunikovat tak, že rozhodování nejsou tažena výhledem kurzu, ale výhledem inflace odvíjejícím se od celkové ekonomické situace u nás a v zahraničí.
Souhlasí s měnověpolitickým doporučením a nevidí nyní důvod pro potřebu měnověpolitického uvolnění či zpřísnění.

E. Zamrazilová: Na dnešním jednání se nebude k aktuální prognóze vymezovat, protože vnímá velkou nejistotu nejen v ekonomice, ale i ve statistických datech, na čemž by pravděpodobně panovala shoda. Velmi pozitivně vnímá ukončení diskuze o aktuální hrozbě deflační pasti. Dále vnímá pozitivně i to, že SMS nedoporučuje dále uvolňovat měnové podmínky.
Měnověpolitické otázky začne diskutovat na jednání k příští situační zprávě, kdy již budou k dispozici data o HDP, o platební bilanci za závěr roku 2012 a o inflaci za leden 2013, což považuje za klíčovou informaci, protože tento údaj bude reflektovat nový spotřební koš.
Připomíná, že v otázkách devizových intervencí zůstává konzistentní, a dodává, že svůj případný souhlas s intervencemi by podmínila přesvědčením, že devizové intervence nepovedou k růstu inflace primárně pouze přes kanál růstu dovozních cen, který považuje z pohledu domácí poptávky za potenciálně kontraproduktivní, ale sekundárně i přes podporu exportní výkonnosti s dopadem na domácí poptávku, případně domácí poptávkové inflační tlaky. Pouze přesvědčivá evidence o funkčnosti druhého zmíněného kanálu by vedla k jejímu souhlasu s intervencemi.
Vyjadřuje souhlas s měnověpolitickým doporučením.

V. Tomšík: Nejprve uvažuje, zda v současné situaci existuje riziko inflace. Již v roce 2009 se objevily úvahy o profilu růstu HDP sledujícím tvar písmene W. Poznamenává, že dvojitý pokles v růstu HDP skutečně nastal a nyní se nacházíme v recesi. I s ohledem na strukturu růstu HDP vyjadřuje přesvědčení, že skutečné inflační tlaky ze strany poptávky nehrozí. V tomto ohledu vnímá prognózu jako realistickou. Oblast reálné ekonomiky nepovažuje při rozhodování za problematickou.
Dále by rád komentoval implikace prognózy pro výhled úrokových sazeb. Souhlasí s tím, že nová prognóza neimplikuje aktuální potřebu dalšího uvolňování měnové politiky. Dodává, že po dlouhé době i tržní výhledy jasně reflektují komunikaci ČNB o očekávaném vývoji. Ztotožňuje se s doporučením SMS. Dodává, že v případě doporučení SMS začít s devizovými intervencemi by velice zvažoval, zda intervence nezahájit až při potřebě uvolnění odpovídajícímu dvěma snížením sazeb o 0,25 p.b. Doplňuje, že je v tomto názoru konzistentní s tím, co vyjadřoval již v prosinci.
Další sada poznámek se týká rizik a nejistot, tj. otázky, kde vidíme nejistotu a jakým způsobem to promítnout do našeho rozhodování. SMS tvrdí, že neidentifikuje žádná rizika implikující buď vyšší, nebo nižší sazby. GRIP by v současné situaci ukázal výsledný součet odchylek v sazbách přesně na nule, což je unikátní situace. Rád by také diskutoval nejistotu ohledně odkládání spotřeby. Upozorňuje, že nemá na mysli pouze spotřebu domácností, ale i firem. Výraznější odkládání spotřeby by, jak již bylo řečeno M. Hamplem, implikovalo uvolněnější měnovou politiku, tj. potřebu začít s alternativními nástroji dříve. Tuto nejistotu nevnímá zásadně, protože nevěří, že by firmy byly ochotny dlouhodobě (dva roky) realizovat investice se zápornou reálnou úrokovou sazbou. Doplňuje, že to bylo možné v situaci, kdy byla ekonomika v recesi, lidé se báli

o zaměstnání a byli dočasně schopni akceptovat zápornou reálnou úrokovou míru. Domnívá se, že se spotřeba může poměrně rychle vrátit na svou dlouhodobou trajektorii.
Poslední komentář se týká komunikace. Poznamenává, že na uzavřených jednáních zaznělo, že někteří považují komunikaci za standardní nástroj. Dodává, že v režimu cílování inflace to za standardní nástroj nepovažuje. V případě vyčerpání standardního nástroje považuje komunikaci za nástroj alternativní, jehož využití by mělo být dočasné. Rozumí komentáři M. Hampla ke komunikaci, někdy méně komunikace znamená více. Na druhou stranu upozorňuje na fakt, že o intervencích se komunikuje od listopadu a právě tato komunikace možná posunula ekonomiku do místa, kdy intervence nebudou třeba. Dodává, že tento fakt vnímá pozitivně. Doplňuje, že v zájmu transparence bude třeba při jejich nutnosti devizové intervence využít. ČNB je transparentní v tom, že bude zveřejňovat všechny předpoklady prognózy. Nedošlo například k nezveřejnění výhledu trajektorie kurzu a úrokových sazeb. Výhled implikovaných sazeb se trochu zvýšil, stále ovšem díky rizikové prémii existuje hrozba mírně záporných sazeb. Díky tomu, že je zveřejňován předpoklad vývoje kurzu, tak trh nebude zmatený a krokům ČNB porozumí. Nevidí problém ve zveřejňování všech částí prognózy. Dodává, že měnověpolitické doporučení zmiňuje komunikaci ohledně intervencí pouze u dvou členů bankovní rady. Případná interpretace je na trhu a médiích. Nemyslí si, že by v tomto ohledu byla komunikace přehnaně intenzivní. Vzhledem k velké transparenci, v jejímž rámci je komunikováno pouze to, co je v prognóze, nemá problém s tím, zda trh interpretuje komunikaci ČNB dobře.

P. Řežábek: Poznamenává, že se nacházíme v období dlouhodobě nízkého růstu v Evropě a v období společných problémů Evropy. Dokud nebudou v Evropě vyřešeny fiskální problémy a stabilizován finanční sektor, nemůže u domácností a firem zavládnout euforie. Oživení by mohlo přijít z jiných teritorií, která ovšem nejsou tak ekonomicky silná, aby to mohlo domácí či evropskou ekonomickou situaci výrazně ovlivnit.
Dodává, že nevidí příliš mnoho možných oblastí, které by mohly světovou ekonomickou situaci výrazněji ovlivnit v pozitivním směru. Například z Číny se začíná částečně výroba přesouvat zpět do Ameriky i Evropy. Afrika nemá výraznou ekonomickou sílu. To podporuje názor, že období nižších sazeb i nižšího růstu je stále před námi. Výrazně aktivistické zásahy ve směru ekonomického oživení by měly pravděpodobně pouze umírněný dopad. Z pohledu ekonomiky vnímá jako důležitý faktor stabilitu.
Ohledně komunikace vyjadřuje souhlas s M. Hamplem, zda nezačít komunikovat v souvislosti s devizovými intervencemi trochu méně intenzivně. Domnívá se, že trhy v důsledku komunikace ČNB očekávají spuštění devizových intervencí ve druhém čtvrtletí letošního roku. Toto období se již výrazně blíží. Bude nutné se s tímto faktem vypořádat. Komunikaci považuje za standardní nástroj, pokud by tomu tak nebylo, znamenalo by to, že se ČNB vyskytuje stále v nějakém nestandardním režimu. I u běžných vyjádření lze někdy nalézt prvky intervence a nemusí se jednat pouze o kurz.

K. Janáček: Poznamenává, že prognózou předpokládané změny v exogenních faktorech jsou protisměrné: vyšší trajektorie sazeb EURIBOR a vyšší ceny zahraničních výrobců působí proti dopadu prohloubení útlumu efektivní eurozóny. Dodává, že je problematické při existujících nejistotách blíže hodnotit váhu těchto jednotlivých faktorů. Nicméně v souhrnu vnímá jejich dopad jako v zásadě neutrální, zatímco při předchozí prognóze byl spíše protiinflační.

Domácí ekonomika zažívá nižší než očekávaný vývoj. Výhled trajektorie investiční aktivity od druhého pololetí 2013 je příznivější, nicméně je spojen s nejistotou vycházející z nejistého vývoje zahraniční poptávky. Také spotřeba domácností je spojena s velkou nejistotou. Struktura cenového pohybu je taková, že až na potraviny ostatní cenové okruhy vykazují nízký růst. Výhled kurzu naznačuje vyšší pravděpodobnost setrvání na současných hodnotách.
Na základě uvedených faktů vyjadřuje souhlas s doporučením SMS a domnívá se, že je velmi příhodné pokračovat v postoji „wait and see“.

M. Singer: Rád by začal několika obecnými poznámkami a poté by přešel k tématu, které je dle jeho názoru na dnešním jednání jediné smysluplně diskutovatelné, a to je komunikace.
Obecně vnímá situaci tak, že se rizika prognózy snižují v obou směrech. Nejistot nyní vidíme méně. Některé elementární nejistoty jsou přítomny i nadále, osud eurozóny patří patrně mezi ty nejvíce vnímané. Menší rizika částečně umožňují si uvědomit, že není jisté, co se stane, ale v zásadě není jisté ani to, co se stalo. V této souvislosti poznamenává, že názor na minulost i budoucnost může být významněji formován i naší touhou vyhnout se tomu, co nechceme.
Domnívá se, že cesta není ani tak v diskuzi o nějakém kvantitativním pocitu počtu nutných snížení sazeb, protože realita nakonec nebude pouze o důvěře v prognózu a o standardním hlasování, jak tomu bylo doposud a jak je úkolem bankovní rady činit. Možná cesta je zkusit transparentně trhu komunikovat to, co si o výhledu měnové politiky zhruba bankovní rada myslí, a to způsobem, aby to trh pochopil a příslušně se zařídil. Vyjadřuje názor, že došlo k přiblížení k přepínači režimů mezi nulou a jedničkou (tj. ze standardního režimu k režimu devizových intervencí), ale ze strany jedničky (tj. ze strany devizových intervencí), na které je potřeba měnového uvolnění v budoucnosti pravděpodobnější. Za důležité považuje trhům vysvětlit, proč se tak stalo. Důvodem je i to, že právě komunikace ČNB umožňuje trhu vpředhledícně se přizpůsobit, což vedlo k situaci, kdy významnou složkou přiblížení k přepínači režimů bylo právě uvolnění měnových podmínek, které přinesl trh kurzovým kanálem. Takové vysvětlení nepovažuje za nijak kontroverzní, jedná se o konstatování reality, které trhu umožní se podle toho zařídit tak, jak uzná za vhodné, a ČNB to umožní při dalších situačních zprávách konstatovat, k jakému posunu na škále nutnosti uvolňování měnových podmínek dochází. Domnívá se, že v této souvislosti není třeba dělat nějakou novou sofistikovanou úvahu. Za správné považuje komunikovat to, co pozorujeme, že se stalo, způsobem, jakým to většina z členů bankovní rady zhodnotí. Domnívá se, že vyjádřil hodnocení, ke kterému by se většina členů uměla přiklonit i s tím, že v záznamu z jednání budou formulace typu „ale zazněl i názor“ a podobně. Trh takovou komunikaci pochopí. Bude prostě komunikováno, že pravděpodobnost intervencí se snížila, jsme blízko rozhraní mezi standardní měnovou politikou a nutností intervencí a dostali jsme se tam z pozice, ve které si většina členů bankovní rady myslela, že potřeba uvolnění měnových podmínek nastane. Nyní je většinový názor takový, že pravděpodobnost potřeby uvolnění je menší. Jakákoliv jiná komunikace znamená, že nekomunikujeme to, co si myslíme, protože existují obavy z toho, co by to znamenalo. To nepředstavuje přístup, který ČNB doposud k trhům měla. Navíc by nám trh pravděpodobně asi ani tolik nerozuměl. Je možné, že se trh „zblázní“, například výrazně posílí kurz a za tři týdny bude komunikováno, že za takových okolností je pravděpodobnost potřeby uvolnění měnových podmínek dramaticky vyšší. Domnívá se, že jiným způsobem nelze komunikovat, dokud nedojde k přepnutí do jiného režimu. Uzavírá, že jako důležité vnímá komunikovat to, co si ČNB myslí. To, že ke komunikaci bylo doposud přistupováno takto, vedlo k tomu, že došlo k přiblížení k přepínači režimů. Je možné, že se díky

komunikaci podaří na této hranici vydržet, a pokud ne, tak režim přepneme. V tuto chvíli ale asi pravděpodobně panuje shoda na nepřepínání do jiného režimu.

M. Hampl: K svým úvahám o přílišné intenzitě komunikace o devizových intervencích dodává, že taková komunikace může v trhu vzbuzovat falešný dojem ohledně úrovně kurzu, na které ČNB k intervencím přistoupí. To vnímá jako riziko. Úroveň kurzu vnímaná trhem jako hraniční pro spuštění intervencí se nemusí krýt s úrovní, kterou jako hraniční vnímá například SMS nebo bankovní rada. Komunikaci by neměla vyvolávat očekávání, která ČNB není schopna ani ochotna naplnit. V. Tomšík již zmínil jedno možné kritérium pro spuštění devizových intervencí. Doplňuje, že jiným kritériem by například mohlo být přesvědčení o tom, že hrozí riziko deflační pasti, což je velice odlišný pohled. Upozorňuje, že neexistuje shoda o takovém kritériu. Jestliže by pak debata o vhodném kritériu trvala několik měsíců, tak se může stát, že ČNB nebude naplňovat očekávání, která byla komunikací vyvolána, což dle jeho názoru představuje riziko. Dodává, že jeho pohledu na věc více odpovídá konstatování, že dalším nástrojem v případě nutnosti dalšího měnověpolitického uvolňování jsou devizové intervence, v rámci kterého není nezbytné specifikovat, kdy to bude nutné.

M. Singer: Poznamenává, že rozumí argumentu M. Hampla. Domnívá se, že do dalšího měnověpolitického jednání se nezmění pouze kurz. S nadsázkou poznamenává, že se například může stát, že E. Zamrazilová zavázána svým slibem z loňského roku již bude pouze hlasovat s návrhy SMS, protože únorová čísla o inflaci budou taková, jaká neočekává. Anebo tento slib poruší, protože řekne, že čísla na historii nemusí odpovídat realitě. Tímto se snaží vyjádřit názor, že trh již moc dobře ví, jakým způsobem bankovní rada funguje. Samozřejmě se to nyní učí u kurzu a nezdá se, že by se to učil špatně. I přes svoji obvyklou nechuť citovat jednotlivé analytiky upozorňuje, že například analytik Bureš přečetl logiku situační zprávy velice dobře, což vnímá jako dobrou zprávu. O to lépe se pak komunikuje to, kde se vůči situační zprávě vymezujeme. Trhu bylo doposud komunikováno pouze to, že za minulých podmínek bylo uvolnění měnových podmínek pravděpodobné, a nyní bude komunikováno, že to uvolnění měnových podmínek je pravděpodobné méně mimo jiné proto, že je trh uvolnil sám. To, že si trh něco vyloží špatně, se může stát a stávalo se i dříve. Současnou situaci můžeme vnímat analogicky tomu, jak trh reagoval při čekání například na to, zda dojde ke snížení sazeb pod sazby ECB nebo na pokles sazeb na nulu. Logika je stále stejná, trh se vždy snaží anticipovat kroky ČNB. Vyjadřuje přesvědčení, že díky transparenci bude trh anticipovat kroky ČNB spíše lépe než hůře. A pokud to trhy budou anticipovat nesprávně, pak budou očekávání trhu korigována členy bankovní rady v rozhovorech mezi situačními zprávami. Uzavírá, že rozumí riziku popsanému M. Hamplem, ale nevnímá ho kvalitativně jinak než v období, kdy se například rozhodovalo o poklesu sazeb pod sazby ECB.

P. Řežábek: Vyjadřuje mírné znepokojení nad přístupem, kdy střídavě pokoušíme trh ve smyslu nula-jedna, tj. jednou intervence ano a podruhé ne. Za vhodnější považuje případné pozvolné přepnutí režimu.

M. Hampl: Domnívá se, že by nebylo vhodné nyní komunikovat ve smyslu, že dosavadní komunikace byla úspěšná a díky ní byly měnové podmínky uvolněny trhem. To vnímá jako riskantní postup.

M. Singer: Upozorňuje, že nevidí smysl ve skrývání toho, co jasně vyjadřuje situační zpráva, tj. faktu, že jsme se přiblížili spuštění devizových intervencí ze strany nutnosti výraznějšího uvolnění měnových podmínek. Tuto informaci může trh získat ze situační zprávy, a proto považuje za vhodné to takto rovnou komunikovat. Ze situční zprávy neplyne, že k intervencím nepřistoupíme, mluvíme pořád v pravděpodobnostních vyjádřeních. Na nastávajících měnověpolitických jednáních bude situace znova přehodnocována. Závěrem k diskuzi o pohledu na současnou situaci z perspektivy nula-jedna poznamenává, že svět lze vnímat z pohledu nula-jedna dokonce i na úrovni úrokové míry, protože není měněna spojitě, ale minimálně o 0,25 p.b. Měnová politika se pohybuje v diskrétním světě.

P. Řežábek: Poznamenává, že současná situační zpráva po dlouhé době uvolňuje tlak na sazby. Není si jistý, že podobně vyzní i následující situační zpráva, proto by navrhoval vyznění současné situační zprávy mírně komunikačně vyhladit.

K. Janáček: Poznamenává, že situační zpráva očekává pouze mírné zhodnocení kurzu koruny k euru z hodnoty 25,5 na hodnotu 25 korun za euro koncem roku a v průběhu roku 2014. Ze dvou důvodů se domnívá, že existuje větší pravděpodobnost oslabení kurzu v horizontu prognózy. Za prvé lze s velkou pravděpodobností očekávat výrazný diferenciál v nastavení měnověpolitických sazeb ve srovnání s okolními zeměmi (Polsko, Slovensko a Německo). Za druhé lze z domácí ekonomiky očekávat v porovnání s okolními zeměmi viditelně horší makroekonomické údaje. Setrvalost domácí recese může být významným stimulem ke zhoršení sentimentu, pokud jde o korunu.

V. Tomšík: Poznamenává, že od poslední situační zprávy a poslední prognózy došlo k nejvýraznější změně v měnových podmínkách. V současnosti jsou měnové podmínky uvolněnější a trh tomuto vývoji rozumí. Jak již bylo zmíněno K. Janáčkem, prognóza předpokládá v horizontu roku, roku a půl posílení kurzu koruny k euru o 0,5 koruny. Připomíná, že kurz se může za den posunout o 0,2 koruny, aniž by to bylo nějak výrazně zaregistrováno. Dodává, že není jisté, co bude za šest týdnů, a je naprosto transparentní, že předpoklady prognózy o kurzu dále zveřejňujeme.
Ujišťuje se, že se diskutuje o přepínání nástrojů v rámci stále stejného režimu cílování inflace.
Souhlasí s tím, že případná debata o kritériu spuštění devizových intervencí by byla asi velice živá. Připomíná své vyjádření, že by intervence nespouštěl při nutnosti uvolnění ekvivalentního pouhému jednomu snížení sazby o 0,25 p.b. Otázkou je, zda by toto rozhodnutí padlo při nutnosti uvolnění o velikosti dvou, třech snížení o 0,25 p.b. M. Hampl zmínil možné kritérium pro spuštění intervencí navázané na riziko deflace. Pak je ovšem otázkou, jaká míra deflace by byla vnímána jako hraniční. Například u korigované inflace bez pohonných hmot pozorujeme deflaci již dávno. Inflace soukromé spotřeby vyjádřená příslušným deflátorem je oproti inflaci spotřebitelských cen poloviční. Vyjadřuje názor, že není vhodné o možném kritériu pro spuštění intervencí komunikovat s trhy. V tomto ohledu vyčká na další situační zprávu.

L. Lízal: Rád by navázal na V. Tomšíka a poznamenává, že debata o kritériu spuštění devizových intervencí je zbytečná, protože to je situace analogická se způsobem čtení GRIPu jednotlivými členy bankovní rady, kdy každý člen čte GRIP jinak. Z hlediska komunikace je

důležité trhu předat i tuto informaci, což je naprosto stejné jako rozhodování o sazbách. V okamžiku, kdy má někdo názor, že by mělo dojít k uvolnění měnových podmínek, tak rozhoduje ve směru uvolnění měnových podmínek. Nástroj tohoto uvolnění je ten, který je v dané chvíli k dispozici. Nepřiklání se v rámci komunikace k nějaké specifikaci.

M. Singer: Z pozice předsedajícího vyjadřuje pocit, že se členové bankovní rady navzájem ujišťují o tom, že si v zásadě rozumí s tím, že se nemusí věcně v budoucnu shodnout, což je určitě pravda.

III. Úkoly

Nebyly zadány.

IV. Rozhodnutí

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

Zapsal: Michal Franta, poradce bankovní rady