Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 28. března 2013

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 2. situační zprávy

E. Zamrazilová (v diskuzi o příčinách odchylky inflace): Uvažuje o důvodech odchylky celkové inflace od prognózy. SMS zdůvodňuje odchylku mimo jiné tím, že zatím nenastaly dopady vyšší spotřební daně z cigaret, které se stále prodávají za stejné ceny. SMS ale vyšší spotřební daň odečítá. Prosí o zaslání informace e-mailem, jaká část odchylky celkové inflace ve výši 0,3 procentního bodu připadá na nerealizovaný dopad vyšší spotřební daně z cigaret.
SMS v prognóze předpokládala meziroční čistou inflaci cen potravin, nápojů a tabáku 3,2 % a skutečnost byla 3,1 %. Tato skupina ale obsahuje cigarety, kde se zatím nerealizoval dopad vyšší spotřební daně. Nevíme, zda ten dopad nastane v dubnu, květnu nebo v červnu.
Nepovažuje pozorovanou odchylku za protiinflační riziko. Jde o vliv předzásobení prodejců cigaret.
Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): V rámci čisté inflace je vliv změn nepřímých daní již odečten, proto prognóza ani skutečnost u čistých cen potravin, nápojů a tabáku nezahrnuje dopad vyšší spotřební daně z cigaret.
SMS očekávaná, že dopad vyšší spotřební daně, který zatím nenastal, se projeví v dalších měsících. Zatím nerealizovaný dopad vyšší spotřební daně z cigaret je uveden v tabulce na str. 23 v řádku primární dopady změn daní v neregulovaných cenách, kde prognóza očekávala příspěvek 0,75 procentního bodu a skutečnost byla 0,70 procentního bodu. Tento efekt SMS z inflace odečítá ještě nad řádkem čistá inflace a ceny potravin jako součást čisté inflace již vliv změn daní neobsahují. Neočištěné ceny potravin tedy byly oproti prognóze nižší částečně z důvodu nepromítnutí vyšší daně, ale i po očištění o vliv daní byly nižší o 0,1 procentního bodu. Této odchylce SMS nepřisuzuje velkou váhu.
SMS očekává, že v dalších měsících se v inflaci projeví zatím nepozorovaný dopad do inflace ve výši 0,05 procentního bodu.

E. Zamrazilová (v diskuzi o příčinách odchylky inflace): Pokud by tedy cigarety zdražily již v únoru, byla by celková inflace 1,75 %? Pak by odchylka v celkové inflaci nebyla 0,3, ale jen 0,2 procentního bodu.
Odpověď SMS: Ano. Pozorovaná odchylka v řádku čisté ceny potravin, nápojů a tabáku by ale byla stejná.

V. Tomšík (v diskuzi o příčinách odchylky inflace): Situační zpráva hodnotí rizika aktuální prognózy. U celkové inflace byla odchylka směrem dolů o 0,3 procentního bodu. To je více než 10 % velikosti inflačního cíle. U měnověpolitické inflace byla také významná odchylka oproti prognóze směrem dolů o 0,2 procentního bodu. Také se nenaplňuje prognóza v oblasti reálné ekonomiky. Velká odchylka oproti prognóze je u fixních investic, které jsou indikátorem budoucí produkční schopnosti ekonomiky. Prognóza očekávala pokles fixních investic o 1,2 %, ale skutečnost byla -5 %. SMS uvedla, že tento pokles částečně kompenzují zásoby. Vyšší zásoby SMS také částečně interpretuje jako vliv nerealizovaného vývozu, který

rostl oproti prognóze méně. Údaje o čistém vývozu byly také oproti předpokladu prognózy nižší.
Jakým způsobem GRIP odráží tato rizika? SMS uvedla, že rizika jdou mírně protiinflačním směrem. Při takto definovaném GRIPu souhlasí s měnověpolitickým doporučením. Myslí si ale, že bod inflace je v GRIPu až příliš v blízkosti středu os. Také počáteční podmínky se podle jeho názoru odchýlily více v protiinflačním směru.

M. Singer (v diskuzi o příčinách odchylky inflace): Poradce ve stanovisku také vyjadřuje pochyby nad tím, jak GRIP zachycuje rizika prognózy.
Odpověď SMS: Odchylka u celkové inflace je 0,3 procentního bodu. SMS ale na rozdíl od ČSÚ pracuje při výpočtu složek inflace z nezaokrouhlených hodnot, ze kterých vychází odchylka jen 0,2 procentního bodu. V GRIPu je navíc zohledněn časový posun dopadu vyšší spotřební daně z cigaret. Relevantní odchylka pro hodnocení rizik prognózy je tak jen 0,15 procentního bodu, a proto bod inflace je v GRIPu jen neznatelně vzdálen od středu os.

M. Singer: Na str. 24 je obrázek o meziročním růstu jednotlivých skupin cen. Růst ve skupině obchodovatelné ostatní je po celé období od roku 2008 setrvale záporný. Není to statistický artefakt? V době, kdy kurz posiloval, si byl schopen pokles cen v této skupině vysvětlit. V posledních čtyřech letech ale kurz zhruba stagnuje. Nerad vidí takto dlouhotrvající pokles cen v této skupině.
Odpověď SMS: Statistický artefakt to není. Tato skupina představuje zhruba čtvrtinu spotřebitelského koše a přibližně polovinu koše korigované inflace bez pohonných hmot. Ceny v této skupině klesají dlouhodobě a SMS tento pokles dříve přisuzovala apreciaci kurzu. Momentálně to SMS vysvětluje vlivem slabé poptávky nejen v domácí ekonomice, ale i v zahraničí. Jde například o ceny aut. Některé ceny dlouhodobě klesají také z důvodu zlepšování technologií, například u elektroniky.

P. Řežábek: V domácí ekonomice je otázkou budoucí působení fiskální politiky a její vliv v kombinaci s nastavením měnových podmínek. Prohlášení vlády nejsou jednoznačná, proto není možné vyvozovat závěry.
Komentuje vývoj v zahraničí, kde je velkým tématem Kypr. To je sice malá země, ale může hrozit riziko přenosu nákazy do Slovinska a na Maltu. Požaduje komentář, zda by rozšíření nákazy na tyto země změnilo pohled SMS na zahraničí a jaký by byl vliv na domácí ekonomiku a na kurz, který významně ovlivňuje inflaci.
Odpověď SMS: Váhy těchto zemí na efektivním HDP eurozóny, které představují podíl na vývozu domácí ekonomiky, jsou u Kypru jen 0,1 % a Slovinska 0,7 %, zatímco Malta v efektivním HDP není zastoupena. Z hlediska podílu na vývozu tak tyto ekonomiky nejsou významné. Krize se ale může přelít do finančního systému ve Španělsku a Itálii. To by již vliv mělo, protože Itálie je z hlediska podílu na vývozu třetí nejvýznamnější obchodní partner domácí ekonomiky. Kurz koruny může oslabovat podobně jako v případě jeho aktuální reakce na vývoj na Kypru.
Odpověď sekce bankovních obchodů: Kyperská krize se projevila všeobecnou zvýšenou averzí k riziku. To vedlo k oslabení kurzů a také kurzu koruny vůči euru, který povyskočil až na hladinu 25,80.

K. Janáček: Situační zpráva je pro něho velmi příjemně nevzrušivá. Souhlasí se zapisujícím poradcem, že je velmi výstižná a stručná a že se kvalita situačních zpráv postupně zvyšuje.

M. Singer: Připojuje se ke K. Janáčkovi a poradci v tom, že se mu tato situační zpráva opět velmi líbila způsobem zpracování a stručností. Kdyby chtěl být ještě stručnější, možná by si odpustil klasické a strukturované komentování GRIPu a shrnul ho slovy „všechny odchylky jsou evidentně zanedbatelné“. Tím se zároveň vymezuje vůči doporučení ve stanovisku poradce změnit měřítko os. Cena stále stejného měřítka je pro něho vysoká mimo jiné také proto, že za normálních okolností měnověpolitické sazby nejsou měněny v jiném rozsahu než o 0,25 procentního bodu. Změna měřítka os v GRIPu by byla v tomto smyslu matoucí.

E. Zamrazilová (v diskuzi o růstu částečných úvazků): Počet zaměstnanců roste, ale v přepočtu na plné úvazky klesá. Není pozorovaný nárůst částečných úvazků známkou vyšší flexibility trhu práce? Jaký má tento nárůst částečných úvazků dopad do údajů o mzdách?
Odpověď SMS: Může to být známkou vyšší flexibility. Jiný podíl částečných úvazků je zohledněn v objemu mezd, který váže na další ukazatele z národních účtů.

M. Singer (v diskuzi o růstu částečných úvazků): V období minulé recese také docházelo k podobnému vývoji. Přepočtený počet zaměstnanců klesal po dobu zhruba pět čtvrtletí, než došlo k většímu oživení. Vyšší flexibilita by byla dobrá zpráva pro ekonomiku, ale horší pro podstřelování inflačního cíle.
Odpověď SMS: V období začátku předchozí recese na přelomu let 2008 a 2009 celková zaměstnanost dvě čtvrtletí ještě rostla, ale přepočtený počet zaměstnanců klesal v důsledku nižšího počtu odpracovaných hodin. V prognóze SMS podobně očekává, že počty zaměstnanců se v dalším období budou snižovat. V předpokládané fázi oživení se pak začnou nejprve zvyšovat průměrné úvazky podobně jako v roce 2010. Tento vztah potvrzuje pozorované zpoždění ve vývoji počtu zaměstnanců oproti cyklu. Přizpůsobení se odehrává prvotně skrze změny v počtu odpracovaných hodin.

E. Zamrazilová (v diskuzi o vlivu daňové optimalizace): Jak SMS očistila růst mezd o efekt daňové optimalizace? SMS v situační zprávě odkazuje na podrobnější informace z Informačního systému o průměrném výdělku, které by měly být k dispozici na konci března.

M. Singer (v diskuzi o vlivu daňové optimalizace): Připojuje se k dotazu, jak SMS očišťuje mzdy o daňovou optimalizaci. Z textu situační zprávy to není jasné.

L. Lízal (v diskuzi o vlivu daňové optimalizace): Kdy bude mít SMS k dispozici podrobnější informace z Informačního systému o průměrném výdělku, které slibuje využít k přesnějšímu očištění mezd o vliv daňové optimalizace?
Odpověď SMS: SMS provedla pouze hrubý odhad vlivu daňové optimalizace s využitím podrobné statistiky ČSÚ o změnách ve struktuře mezd v podnikatelské sféře ve 4. čtvrtletí 2012 oproti stejnému čtvrtletí předchozího roku. SMS odřízla pozorovaný rozdíl v dynamice mezd u hlavních odvětví, kterých se optimalizace týkala. V několika variantách způsobu očištění vycházel objem mezd vyplacených v předstihu kvůli daňové optimalizaci v rozmezí 3-5 miliard korun.
Na přelomu let 2007 a 2008 byla pozorována daňová optimalizace v opačném směru a SMS tehdy odhadovala její vliv na 1-2 miliardy korun. ČSÚ na tiskové konferenci uvedl, že na přelomu let 2007 a 2008 byl vliv optimalizace 20 miliard. To připadá SMS nerealistické, protože v ekonomice se za čtvrtletí vyplatí zhruba čtvrt biliónu korun, takže ten efekt by musel být téměř 10 %.
Meziroční růst mediánu byl ve 4. čtvrtletí minulého roku 1,9 %. To potvrzuje poměrně nízký růst mezd, protože optimalizace je pozorována spíše ve vyšších decilech mzdového rozdělení.

Růst průměrné mzdy v podnikatelské sféře po očištění o vliv optimalizace je podle SMS 2,4 %. Přesnější odhad SMS provede při zpracování nové prognózy do 3.SZ s využitím podrobnějších informací z Informačního systému o průměrném výdělku, které ale zatím nejsou k dispozici.

K. Janáček: SMS v hodnocení růstu průměrné mzdy za podnikatelskou sféru ve 4. čtvrtletí odečítá vliv daňové optimalizace. Nedochází ale také ke statistické iluzi způsobené tím, že podniky propouštějí ve zvýšené míře pracovníky s nižší mzdou?
Odpověď SMS: Tento vliv je pozorován zejména v období, kdy klesá počet zaměstnanců. Počet zaměstnanců ale zatím stále ještě roste.

L. Lízal: Přesun odměn z důvodu daňové optimalizace je vysoký a zároveň je pozorován propad ve spotřebě domácností ve 4. čtvrtletí. Pokud existuje vazba mezi růstem mezd a spotřeby domácností, měla by spotřeba růst rychleji v 1. čtvrtletí.

M. Hampl: Navazuje na dotaz L. Lízala o vazbě mezi růstem mezd a spotřeby domácností. Evidence o vyšším růstu mezd ve 4. čtvrtletí z důvodu přesunu odměn a zároveň zřetelně slabší spotřeba domácností naznačují, že dodatečně vyplacené bonusy nebyly ve 4. čtvrtletí utraceny. L. Lízal se táže, zda budou utraceny v dalším čtvrtletí. Není ale nižší růst spotřeby spíše signálem o velmi utlumené poptávce a odložené spotřebě? Zároveň je pozorován velmi nízký růst investic a začíná se zhoršovat růst vývozu. Je z toho SMS více nervózní než v minulosti?
Odpověď SMS: Lze předpokládat, že bonusy byly přesunuty do 4. čtvrtletí zejména u vedoucích pracovníků. Tento segment má pravděpodobně vyšší míru úspor a SMS očekává spíše vyhlazování spotřeby v čase. Takové jednorázové přesuny ve vyplácení odměn mezi čtvrtletími by tedy neměly mít významnější vliv na spotřebu domácností. Proto SMS neinterpretuje tento vývoj jako potvrzení utlumenější spotřeby domácností.

M. Hampl: Průměrná mzda ale byla oproti prognóze vyšší i po očištění o vliv daňové optimalizace.
Odpověď SMS: Ano.

E. Zamrazilová: Mzdy, které jsou splatné v prosinci, mohou být vyplaceny až v lednovém termínu. V lednu byl pozorován lepší než očekávaný vývoj tržeb v maloobchodě.
Odpověď SMS: V lednu tržby v maloobchodě klesaly jen v motoristickém segmentu, zatímco v ostatních skupinách maloobchodu mírně rostly. Pokud jde o sentiment spotřebitelů, podle údajů ČSÚ nelze hovořit o rostoucím optimismu, ale spíše o klesajícím pesimismu. Nedochází tedy k posunu směrem k alternativnímu scénáři prognózy o odložené spotřebě domácností. SMS neklade velkou váhu ani na alternativní scénář datové nejistoty, protože ten je založen na mnoha předpokladech a navíc jeho měnověpolitické implikace nejsou významné.

K. Janáček: Odpověď SMS o vyhlazování spotřeby odpovídá Friedmanově teorii permanentního důchodu a spotřeby. Mimořádné příjmy se obvykle projeví ve vyšší míře úspor. Z pozorovaných údajů nelze činit fundamentální a dlouhodobější závěry.

M. Hampl: Zatím se neobjevují žádné známky obratu v cyklu. Pokud se nevyskytnou ani v dohledné době, jaká by byla optimální reakce měnové politiky na šok v podobě více utlumené spotřeby domácností? Budou optimální reakcí devizové intervence nebo bude SMS zvažovat i jiné způsoby reakce?

<u>Odpověď SMS:</u> V SMS v posledním období neproběhla žádná nová diskuze o nekonvenčních nástrojích. SMS dříve navrhovala použít závazek typu 0-3-3 (pozn. zapisovatele – jedná se o závazek držet úrokové sazby na nulové úrovni minimálně po dobu tří let. K opuštění závazku by došlo nejdříve v situaci, kdy by pozorovaná měnověpolitická inflace vzrostla nad 3 %). Bankovní rada se ale přiklonila k méně explicitnímu závazku ve znění doporučeném ve stanovisku poradce s tím, že variantu 0-3-3 bude možné v případě potřeby využít později. SMS se domnívá, že komunikovaný závazek držet sazby na nízké úrovni byl v médiích podceněn.
SMS proto doporučuje v komunikaci opět poukázat na závazek držet sazby na nízké úrovni a zároveň uvést, že nejsou identifikovány žádné výrazné inflační tlaky. Jako další nástroj měnové politiky SMS i nadále považuje devizové intervence.
Pokud jde o dopady do spotřeby domácností, důležité jsou reálné měnové podmínky, jejichž součástí jsou reálné úrokové sazby a v jejich rámci inflační očekávání. Proto SMS v měnověpolitickém doporučení i v dnešní prezentaci doporučila posilovat v komunikaci ukotvenost inflačních očekávání na inflačním cíli a nepřipouštět diskuzi o tom, že by se ČNB spokojila s inflací v rozmezí 0-2 %. Pokud by ČNB připustila, že bude reagovat až v situaci realizace deflačních rizik, mohla by se inflační očekávání posunout do intervalu 0-2 %, což je v průměru 1 %. To by bylo pod inflačním cílem a znamenalo by to také zvýšení reálných úrokových sazeb.

M. Hampl: SMS se tímto vymezuje vůči jeho dřívější komunikaci, což je naprosto v pořádku. Oceňuje upřímnost SMS. Zatím ale nebyly změněny pravidla komunikace.
Rekapituluje odpovědi SMS na jeho dotazy. SMS zatím není příliš nervózní z publikovaných údajů a vyčkává na další údaje. Na dotaz, zda se naplňuje hypotéza o odložené spotřebě domácností, SMS odpověděla, že jde zatím spíše jen o jednorázový faktor.

M. Singer: Děkuje poradci, že ve stanovisku komentoval riziko naplňování alternativního scénáře odložené spotřeby, které zde také komentoval M. Hampl. Je vždy rád, když někdo napíše svůj názor, byť nemusí být vždy shodný s jeho názorem. Je to jedna z dalších pozic k úvahám.

K. Janáček (v diskuzi o zásobách): SMS interpretuje oproti prognóze vyšší zásoby ve 4. čtvrtletí jako důsledek nečekaně nižšího růstu vývozu v posledních dvou nebo třech měsících minulého roku. Nejsou naopak vyšší zásoby známkou vyšší budoucí poptávky?

E. Zamrazilová (v diskuzi o zásobách): SMS interpretuje vyšší zásoby v souvislosti s výrazným propadem vývozu v prosinci. Klade si stejnou otázku jako K. Janáček, zda vývoj zásob může signalizovat obrat v cyklu. Uvažuje, že vývozní podniky by měly mít spíše dlouhodobější kontrakty a že zejména velké vývozní řetězce mají nasmlouvané zakázky na delší období dopředu. Možná by se k ověření této hypotézy dalo využít společně konjunkturní šetření ČNB a Svazu průmyslu a dopravy.
<u>Odpověď SMS:</u> Meziročně se snižují nové zakázky z tuzemska i ze zahraničí. Zakázky ze zahraničí v minulém roce rostly a ke konci roku došlo k výraznému propadu. To nepotvrzuje hypotézu, že podniky v důsledku vyšších objednávek vytvářejí zásoby.

M. Singer (v diskuzi o zásobách): Také indikátory důvěry tuto hypotézu nepotvrzují. Zmiňuje evidenci ze své dřívější praxe, že mohou nastat případy, kdy velcí a důležití zahraniční klienti mohou náhle zrušit nebo odsunout objednávky, a to i v rozporu se smluvními podmínkami.
E. Zamrazilová (v diskuzi o zásobách): Jde ale opravdu o tak hromadný jev?

Odpověď SMS: SMS doplňuje, že podniky mohou být součástí velkých výrobních řetězců, které vyrábějí na principu „just in time delivery“.

E. Zamrazilová (v diskuzi o deflátoru spotřeby domácností): Na minulém měnověpolitickém jednání byla diskutována odchylka mezi růstem deflátoru spotřeby domácností a spotřebitelskou inflací. Uvažuje, zda se v deflátoru spotřeby domácností započítávají ceny dovážených statků. Vyšší dovozní ceny potravin by možná mohly vysvětlit, proč je spotřebitelská inflace o jeden procentní bod vyšší.
Odpověď SMS: V deflátoru spotřeby domácností jsou dovozní ceny započítány. Vliv dovozních cen je eliminován až v deflátoru HDP, kde se odečítá deflátor dovozu. V deflátoru spotřeby domácností jsou na rozdíl od spotřebitelské inflace zahrnuty také nákupy domácností v zahraničí.

E. Zamrazilová (v diskuzi o deflátoru spotřeby domácností): Prosí o zaslání metodiky ČSÚ e-mailem.

L. Lízal: Co je důvodem nižší dynamiky M2 oproti prognóze? Není to statistický artefakt vlivem revize deflátoru?
Odpověď SMS: Údaje za leden ukazují na nižší růst M2 oproti prognóze. Zatím nejsou k dispozici makroekonomické údaje za 1. čtvrtletí, aby SMS mohla vyhodnotit příčinu odchylky.
SMS v modelování poptávky po penězích přestává od následující prognózy využívat údaje o deflátoru HDP z důvodu jeho častých revizí a začíná využívat spotřebitelskou inflaci. To by mělo zpřesnit a stabilizovat prognózu M2.

M. Singer: Na str. 7 je uvedeno, že Consensus Forecasts prozatím nesnížil celoroční predikci inflace v zahraničí. Znamená to, že trhy budou postupně snižovat výhled inflace na rok 2013?
Odpověď SMS: SMS se omlouvá za nepřesnou formulaci. Analytici jsou v Consensus Forecasts dotazováni na výhled inflace v roce 2013. Počátkem roku analytici své odhady příliš nerevidují, a proto se výhledy na rok 2013 v lednu a únoru tohoto roku téměř nezměnily.

M. Singer: Na str. 19 SMS komentuje odchylku růstu spotřeby vlády oproti prognóze. Je za tím jiné chování vlády nebo ministerstev? Nebo jde o statistickou chybu?
Odpověď SMS: Odchylka v růstu reálné spotřeby vlády o 0,5 procentního bodu je zčásti způsobena jiným růstem deflátoru a zčásti oproti očekávání jiným růstem nominální spotřeby vlády. Tato odchylka je na úrovni statistické chyby.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: GRIP pro něho není signálem pro změnu nastavení měnových podmínek na tomto jednání. Je rád, že se zatím nenaplňuje hrozba deflace, ale také se nenaplňuje ani riziko vyšší inflace. Úvahy rozděluje na dvě oblasti podle vývoje v domácí ekonomice a v zahraničí.
Vývoj v domácí ekonomice je velmi slabý a slabší oproti prognóze a má tlumící efekt na růst cen. Byl překvapen propadem růstu fixních investic, které byly nižší i oproti prognóze. Propad spotřeby domácností prognóza očekávala, ale i její růst byl oproti prognóze nižší. Je také

velmi negativně překvapen vývojem čistého exportu. To ho přivádí k druhé rovině, a sice co se děje v zahraničí.
Prognóza předpokládá, že k oživení domácí ekonomiky dojde vlivem oživení v zahraničí ve druhé polovině letošního roku. Robustnější oživení v zahraničí prognóza očekává až v roce 2014. Obává se, že k tomu dojde později. Jeho obavy nepramení jen z událostí posledních dvou týdnů v souvislosti s aktuálním vývojem v jižní části eurozóny, ale spíše vycházejí z diskuze, která byla minulý týden na Generální radě ECB a ESRB, kde bylo uvedeno, že rizika ve finančním sektoru patrně oslabují, ale reálná ekonomika v zahraničí nepotvrzuje žádné oživení. Bohužel se ukazuje, že finanční sektor je velmi vrtkavý a že známky ekonomického oživení a vyšší důvěry se mohou velmi snadno vytratit. Proto pochybuje, zda lze očekávat, že vývoj v zahraničí začne výrazněji táhnout českou ekonomiku již letos.
Vývoz domácí ekonomiky roste dlouhodobě kolem 7-8 %. Růst vývozu ve čtvrtém čtvrtletí náhle propadl na jedno procento a vlivem vysoké dovozní náročnosti se snížil i růst dovozu. To nejsou dobré předpoklady pro oživení. SMS očekávala příspěvek čistého vývozu k růstu HDP ve výši 1,8 procentního bodu, ale skutečnost byla jen 0,2 procentního bodu.
Stále věří tomu, že silným kanálem v současné situaci technicky nulových úrokových sazeb je skrze inflační očekávání udržení nízkých ex ante reálných úrokových sazeb, které by mohly podpořit růst soukromé spotřeby. V komunikaci bylo uvedeno, že po vyčerpání prostoru pro pokles úrokových sazeb lze zvažovat devizové intervence jako další nástroj. Cílem devizových intervencí není podpořit kanál vývozu, ale skrze inflační očekávání spotřebu, a tím docílit plnění inflačního cíle. Inflační cíl je 2 % s tolerančním pásmem 1-3 %. Proto ve své komunikaci nezdůrazňuje, že je pro něho přijatelná nulová inflace. V takovém případě by totiž musel připustit, že je pro něho symetricky přijatelná také inflace 4 %. Proto akcentuje kanál devizových intervencí, který pomůže při nastavení ex ante reálných úrokových sazeb, což podpoří růst spotřeby a plnění inflačního cíle.
Vrací se k diskuzi z otevřeného jednání o tom, co je nejlepší řešení. Tuto otázku ale bankovní rada již dříve zodpověděla. Pokud bude potřeba i nadále udržovat technicky nulové úrokové sazby, nejlepším řešením v případě potřeby dalšího uvolnění měnových podmínek je použít devizové intervence. Kdyby tuto otázku otevřel v komunikaci, zpochybnilo by to použití tohoto nástroje. SMS na otevřeném jednání opět zmínila závazek 0-3-3. Připouští, že i o tomto návrhu je možné jednat. Nebyla ale otevřena otázka použití jiných nástrojů, o kterých se dříve jednalo, například intervence na dlouhém konci výnosové křivky. Nechce toto téma ale nyní otevírat. Je připraven nadále komunikovat, že pokud je vyčerpán prostor pro použití jednoho nástroje měnové politiky, bude využit jiný nástroj, o kterém se již zde jednalo.

M. Singer: Navrhuje pokračovat v diskuzi o jiných nástrojích měnové politiky na jiném jednání. Tímto ale nijak nebrání na tomto jednání zaujmout vůči jiným nástrojům pozici.

P. Řežábek: Hodnotí vnější a tuzemské podmínky. V nejobecnější podobě mu to vychází nejjasněji. Pokud jde o zahraničí, ve finančním sektoru je v některých zemích budoucnost relativně složitá a pro část Evropy i poněkud nejasná. Podobné je to ve fiskální oblasti. Z toho pak vyplývá pozorovaný sentiment a všechny problémy, na které se hledá řešení. Z toho důvodu do určité míry chybí stabilita pro reálnou ekonomiku, protože není jasné, co se bude odehrávat ani v relativně krátkém horizontu. V zahraničním finančním sektoru se opět vedou diskuze o snižování bankovních poplatků a jejich nahrazení ve výnosech. To není optimální reakce v aktuální ekonomické situaci.
V domácí ekonomice je očekávané působení fiskální politiky spíše restriktivní. Ekonomická situace podniků je mírně nepříznivá a také aktuální údaje o vývozu jsou spíše negativní. Během čtvrtletí se ukáže, jak se bude situace vyvíjet.

Spotřeba domácností neroste. Domnívá se, že u části domácností je to důsledkem odložené spotřeby a u další části spíše odrazem jejich ekonomické situace. V tomto případě nelze v budoucnu očekávat vyšší růst spotřeby.
Nejdůležitější bude, kdy se vrátí důvěra v zahraničí a zda v Evropě dojde k robustnějšímu oživení. Důvěra v tuzemské ekonomice závisí na vývoji v zahraničí. Negativní signály, které přicházejí ze zahraničí, se tak občas objevují i v tuzemské ekonomice. Rychlejší ekonomické oživení tyto signály zatím nenaznačují.

K. Janáček: Minulé prognózy měly tendenci mírně nadhodnocovat inflaci. Z obrazu systematicky nižší trajektorie inflace se vymykají ceny potravin. Zatímco prognóza ze sedmé situační zprávy předpokládala citelné snížení meziročního růstu cen potravin z hodnoty 2,8 % v roce 2012 na 2,0 % v roce 2013 a 1,7 % v roce 2014, již první prognóza z letošního roku zvýšila očekávaný růst cen potravin pro letošní rok na 2,5 %. Domnívá se, že pro hodnocení vývoje cen potravin je podstatné jejich zázemí, což znamená ceny komodit na světových trzích, dovozní ceny potravin, ceny zemědělských výrobců a ceny v potravinářském průmyslu. Ve všech těchto dimenzích se vývoj více či méně odlišuje od převládajících tendencí v ostatních sektorech. Především se od druhé poloviny roku 2012 obnovil růst cen agrárních komodit. Ceny potravin přes jisté zpomalení zaznamenávají nejrychlejší růst v cenách zahraničního obchodu. Dovozní ceny potravin v listopadu rostly o 8 %, v prosinci o 6,6 % a v lednu o 4,5 %. Setrvale vysoký a postupně zrychlující je meziroční růst cen zemědělských výrobců. V září 2012 ceny zemědělských výrobců rostly o 10,3 %, v říjnu o 12,5 %, v listopadu o 14,6 %, v prosinci o 15,9 % a v lednu i únoru o 15,6 %. To jsou vyšší hodnoty růstu oproti prognóze. Tahounem růstu je přitom rostlinná produkce, kde v prosinci byl meziroční růst o 27,6 % a v únoru více než třicetiprocentní tempo růstu. Zde se evidentně projevil vliv biopaliv.
Také u cen průmyslových výrobců je nárůst hladiny ve skupině potravin vyšší než v ostatních skupinách a již několik měsíců se nachází na úrovni okolo 4 %. Proto si klade otázku, zda tato akumulace nákladového potenciálu v segmentu potravin nezakládá riziko jeho výraznějšího promítnutí do spotřebitelských cen v dalším období. Prognóza z první situační zprávy očekává výrazný pokles růstu cen potravin na hladinu kolem 1,5 % od 4. čtvrtletí 2013. Myslí si, že v podmínkách postupujícího, byť mírného oživení, se v tomto horizontu poněkud uvolní domácí poptávkové omezení a struktura poptávky se přesune k vyšším nárokům a vyšší kvalitě, a celkově tedy k vyšším cenám potravin. Také s ohledem na vývoj ve světové ekonomice a rychlejší růst příjmů v méně rozvinutých částech světa nelze vyloučit ve středním období v oblasti potravin převis poptávky nad nabídkou.

E. Zamrazilová: Vývoj v období od minulého měnověpolitického jednání potvrdil, že SMS nebude v nejbližší době doporučovat devizové intervence. Celková inflace se vyvíjí v zásadě v souladu s prognózou. Přitom pokračuje výrazná diferenciace vývoje v jednotlivých cenových okruzích. Tuto diferenciaci považuje za důležitý faktor oslabení spotřeby domácností. Opakuje svoji obavu, že dokud nedojde ke stabilizaci cen potravin a energií, nedojde ani k viditelnějšímu oživení spotřebitelské poptávky, pokud by výrazněji nevzrostla poptávka po vývozu ze strany hlavních obchodních partnerů. To v současné době neočekává. Z těchto důvodů také vyvozuje, že další oslabování kurzu koruny by nebylo žádoucí. Obává se, že proinflační vliv z titulu slabšího kurzu by byl koncentrován především do méně elastických položek spotřebního koše, jako jsou potraviny a energie, což by celkovou spotřebu spíše dále utlumilo.
Souhlasí s poznámkami K. Janáčka a také upozorňuje na zjevný proinflační vliv cen potravin. Do zápisu požaduje uvést, že na rozdíl od údajů uvedených v situační zprávě na str. 23 byla

podle jejích propočtů čistá inflace u cen potravin, nápojů a tabáku v únoru 3,54 %, pokud by nedošlo k očištění o vliv vyšší spotřební daně z cigaret. To představuje oproti hodnocení SMS na str. 23 větší rozdíl oproti prognóze, která předpokládala 3,1 %. Ceny potravin v takovém případě nejsou protiinflačním faktorem, ale naopak proinflačním.
Žádá SMS o vyjasnění výpočtu čisté inflace u potravin, nápojů a tabáku.

L. Lízal: Odchylky údajů, které byly publikovány v období od minulé situační zprávy, jsou relativně malé. V reálné ekonomice jsou tyto odchylky spíše směrem k horšímu. Pravděpodobnost potřeby dalšího uvolnění měnové politiky je tak oproti prognóze zřejmě vyšší. Na druhou stranu dlouhodobá inflační očekávání jsou v celé historii šetření analytiků nejnižší. Myslí si, že hlavní rizika přetrvávají, protože jsou tažena zejména ze zahraničí, a jsou to rizika spíše psychologická. Z tohoto pohledu si nemyslí, že je nutné nyní měnové podmínky dále uvolnit, a souhlasí s měnověpolitickým doporučením.
Souhlasí s K. Janáčkem, že v cenách rostlinné produkce se projevuje substituce produkce potravin za energetické plodiny. Tato věc je ale tažena politicky. Z tohoto pohledu může přijít šok oběma směry. Buď dojde k opuštění politiky podpory biopaliv, což by mělo vliv na snížení cen, nebo naopak může dojít k větší podpoře biopaliv a šok by byl v takovém případě opačný. Měnová politika tak může pouze reagovat na situaci, která nastane.

M. Hampl: Na otevřeném jednání se K. Janáček odvolával na Miltona Friedmana. Připomíná přeneseně jeho zlaté pravidlo, že měnová politika se má snažit přetlačit právě ten šok, který vychyluje inflaci mimo zvolený cíl, či lépe řečeno vychyluje nominální veličiny mimo zvolený cíl. Jinými slovy, měnová politika se má snažit přetlačit správný šok a zároveň nevytvářet šok nový. Na minulém a částečně i na předminulém měnověpolitickém jednání uváděl, že má narůstající pochyby, že to, co ČNB v komunikaci deklarovala, naplňuje toto zlaté pravidlo. Má na mysli zejména případ, pokud by negativní šok v oblasti spotřeby a domácí poptávky byl dlouhodobý. Proto se opakovaně pokouší otevřít diskuzi o tom, co je spouštěčem pro zvolenou strategii uvolňování měnových podmínek, kterou bankovní rada deklarovala. Při minulé diskuzi se ukázalo, že má ten spouštěč nastaven jinak než například V. Tomšík. Pokud by diskuze byla otevřena i dnes, patrně by nedošlo ke shodě.
Vzhledem k publikovaným údajům z reálné ekonomiky si myslí, že diskuze na téma spouštěče reakce měnové politiky by zřejmě byla obtížnější než dříve. SMS doporučuje aktivně nekomunikovat, že ČNB je ochotna devizové intervence použít až v situaci bezprostředně hrozící deflace, protože taková komunikace by naznačovala, že inflace pod cílem, ale setrvávající v mírně kladných hodnotách, je pro ČNB přijatelná. S tímto doporučením polemizuje. Případná změna režimu je pro něho natolik zásadní, že inflace pod cílem a jen mírně kladná je pro něho po určitou dobu akceptovatelná, pokud to bude znamenat, že nedojde ke změně režimu měnové politiky s obtížným exitem a navíc s nejistotou, zda-li měnová politika reaguje na správný šok správným opatřením a zda nevytváří další šok. To jen doplňuje k diskuzi, která zazněla na otevřeném jednání, protože možností k diskuzi o použití jiných nástrojů není mnoho. Je možné mít mimořádné jednání, kde by bylo možné uvažovat o návrhu typu 0-3-3 či dokonce 0-4-4 nebo nějaké jiné agresivnější verzi. Pro něho zůstává tato otázka o spouštěči a optimální reakci měnové politiky na stole. Tato otázka bude ještě více aktuální, pokud se budou potvrzovat negativní údaje o spotřebě domácností. Bude potěšen, pokud se v záznamu objeví formulace, že zazněl i názor, že v makroekonomické situaci, ve které se nachází Česká republika, je další diskuze o optimální reakci měnové politiky na existující šoky nebo šoky, které mohou postihnout domácí ekonomiku, nezbytná nebo vhodná.

M. Singer: Jakkoli představitelné posuny v GRIPu vlivem toho, co se odehrává, mu nepřipadají z hlediska reakce měnové politiky dramatické. GRIP jasně ukazuje, že v tuto chvíli je na diskuzi o případné změně nastavení měnových podmínek dostatek času, pokud ovšem nedojde ke změně některých podmínek, ze kterých si umí nejvíce představit změnu kurzu. Kurz může reagovat v souvislosti s očekávaným vývojem v Evropě, který by nazval nikoli jako návrat důvěry, jak zmiňoval P. Řežábek, ale spíše jako návrat extrémní nedůvěry. V tomto směru ho do určité míry uklidňuje, že taková situace by nemusela vést k velkému problému z hlediska plnění inflačního cíle, ale z hlediska dopadu na ekonomiku nepochybně ano. Lze doufat, že v takové situaci by se s ohledem na dřívější komunikaci nemusela opakovat situace z roku 2008, kdy kurz posílil o více než 20 % během 12 měsíců. Spíše by očekával mírné oslabení kurzu, které by bylo možné poměrně snadno korigovat komunikací nebo případně i jinak.
Dalším představitelným scénářem je případný proinflační vliv vyšších cen potravin, které rostou již delší dobu.
Jako poslední možnost, která by v blízkém období mohla ovlivnit ekonomickou situaci, si umí představit procykličtější působení vlády v rámci volebního cyklu, které by ale v tuto chvíli nebylo nežádoucí.
Nemá problém s větou, kterou navrhuje do záznamu M. Hampl. Souhlasí s návrhem diskutovat na některém příštím jednání možnosti optimální reakce měnové politiky. Bylo by možná dobré k tomu přizvat SMS a diskutovat také otázku, proč si SMS myslí, že vliv nárůstu cen potravin je převážen vývojem v ostatních cenových okruzích. Jen nemá pocit, že je potřeba s tím pospíchat. Domnívá se, že případné výraznější šoky by se projevily v kurzu. S přispěním komunikace se kurz nachází zhruba na úrovních, které odpovídají prognóze. To by byl ten lepší scénář. Připouští ale, že lepší scénáře se v poslední době příliš často nenaplňovaly.
Poslední poznámku věnuje úvaze o spouštěčích, která může být zohledněna v záznamu. Diskuze o spouštěčích je vedena tak, že jde o rozšíření nástrojů měnové politiky o přímé ovlivňování kurzu, které má nahradit nástroj úrokových sazeb, který v situaci technicky nulových úrokových sazeb není k dispozici. Jinými slovy, jde o filtr z mnohadimenzionálního popisu skutečnosti do praktického rozhodnutí mezi nulou a jedničkou (tj. přechodu ze standardního režimu do režimu devizových intervencí). Spouštěče změn měnověpolitických sazeb byly u každého člena bankovní rady pokaždé nastaveny jinak. Proto si myslí, že spouštěče v případě devizových intervencí by po kvalitativní stránce také mohly být u každého nastaveny rozdílně, a to i v případě většinové shody. Proto nevidí velký přínos v hledání shody ohledně nastavení spouštěčů. Kromě toho je pak také možné, že agenti vidí situaci jinak, a přesto činí totéž.

V. Tomšík: V prvním kole zaznělo, že pokles spotřeby domácností může být částečně způsoben vlivem odložené spotřeby v důsledku očekávání klesajících cen a částečně vlivem nízké spotřeby v důsledku nízkých disponibilních příjmů v současné ekonomické situaci. S tím souhlasí. Obě tyto interpretace jsou ale nepříjemné pro měnovou politiku, která se snaží plnit 2% inflační cíl.
V prvním kole bylo zmíněno, že současná situace potvrzuje, že SMS nebude požadovat devizové intervence. Má jiný názor. Ekonomickou situaci interpretuje jinak. Na otevřeném jednání komentoval bod inflace v GRIPu a nediskutoval počáteční podmínky, se kterými také souvisí „velký obrázek“, který naznačil M. Hampl. V reálné ekonomice všechny ukazatele, které dříve výrazněji přispívaly k růstu HDP, to znamená spotřeba domácností, fixní investice a čistý export, se odchylují protiinflačním směrem. Proto se domnívá, že se přibližuje okamžik diskuze o použití dalších měnověpolitických nástrojů.

Zároveň je přesvědčen, že pokud by z různých důvodů došlo k náhlému oslabení kurzu, projevilo by se to v cenách. Dlouhodobě zastává názor, že kanál vyššího vývozu, růstu HDP a následně inflačních tlaků v souvislosti s devizovými intervencemi, je účinný v horizontu nejdříve za půl roku až jeden rok. V měnové politice ale nejde jen o tento kanál vyššího vývozu, ale jde zejména o kanál očekávané inflace. Oslabení kurzu může ovlivnit inflační očekávání, a tím urychlit růst spotřeby domácností, protože domácnosti nebudou dále odkládat spotřebu.
Bylo zde řečeno, že vyšší ceny potravin a energií mohou tlumit růst v ostatních cenových okruzích vlivem nižšího reálného disponibilního důchodu. V situační zprávě je na str. 24 uvedeno, že ceny ve skupině obchodovatelné ostatní bez pohonných hmot, které tvoří zhruba čtvrtinu spotřebitelského koše, jak bylo zmíněno na otevřeném jednání, dlouhodobě klesají již nejméně od ledna 2008, tj. nejméně 5 let jsou v mínusu a dosáhly v minimu až -5 %. Podobně korigovaná inflace bez pohonných hmot je záporná od roku 2009, tj. čtyři roky.

P. Řežábek: Reaguje kvůli záznamu. Někteří členové bankovní rady již komunikovali, že dalším nástrojem budou devizové intervence. Nepovažuje za ideální, pokud by v záznamu bylo uvedeno, že se blíží doba, kdy bude potřeba diskutovat, jaké další nástroje měnové politiky použít.

M. Hampl: Je lépe, když se diskuze o použití dalších nástrojů měnové politiky uskuteční dříve, než nastane doba, kdy bude nutné je použít. Případnou změnu režimu a přechod k použití kurzu jako hlavního nebo výlučného nástroje považuje za velmi zásadní změnu. To je něco jiného, než v rámci jednoho režimu úvaha o změně nástroje, který má vést k dosažení inflačního cíle. V tom polemizuje s M. Singerem. Raději by byl připraven k diskuzi o spouštěčích dříve. Myslí si, že rozhodnutí o změně režimu by mělo být konsensuální a ne například v poměru hlasů 4:3. Připouští ale, že je možné také rozhodovat pragmaticky, až to bude situace vyžadovat. Předchozí guvernér Z. Tůma říkal, že nejdůležitější rozhodnutí jsou často přijímána poměrem hlasů 4:3.
Shoduje se s V. Tomšíkem v hodnocení situace. Také ho méně trápí vývoj v některých cenových okruzích, včetně cen potravin. Naopak vidí, že spotřeba domácností je velmi utlumená a že se zvyšuje riziko, že spotřeba bude na horizontu prognózy oproti prognóze více utlumená. Na rozdíl od V. Tomšíka má narůstající pochyby o volbě měnověpolitické strategie. Vymezuje se vůči hodnocení E. Zamrazilové o příčinách odchylky inflace. Rozboru čísla o růstu cen potravin nedává tak velkou váhu, protože to nemění celkový obrázek.

M. Singer: Rozumí poznámkám o změně režimu. Diskuze o spouštěčích byla vedena již před rokem. Tehdy říkal, že z hlediska komunikace se měnová politika ocitá v situaci násobících se paradoxů a M. Hampl s tím polemizoval. Tím chce říci, že právě komunikací na téma relativní neochoty změny režimu a zdůrazňováním rozdílů kurzového kanálu vůči úrokovému se zvyšuje pravděpodobnost, že bude potřeba nástroj devizových intervencí používat. Jinými slovy, čím více o tom přemýšlí jen jako o rozšíření úrokového nástroje, tím více má pocit, že nebude potřeba ho používat. Myslí si, že komunikace o tom, že je ČNB připravena použít devizové intervence, oddálila naplňování tohoto scénáře.
Nebrání se větě, kterou do záznamu navrhuje M. Hampl, a to z toho důvodu, že trhy ji za současných makroekonomických podmínek, kdy všechny výdajové složky HDP s výjimkou zásob, u kterých si umí představit obě vysvětlení, propadly pod očekávané hodnoty, budou promítat do kurzu. Princip Occamovy břitvy vede k tomu, že to špatné je v této chvíli to pravé.

M. Hampl: Trhy by ale mohly vyhodnotit, že ČNB uvažuje ještě o něčem mnohem razantnějším.

M. Singer: V tom případě s tím také nemá problém, protože by to pomohlo oddálit potřebu použití devizových intervencí.
Nezdá se mu, že je měnová politika na „slippery slope“. Připomíná diskuzi na minulém měnověpolitickém jednání o tom, co se stane, když bude v komunikaci zmíněna nižší pravděpodobnost devizových intervencí. Kurz ve skutečnosti posílil o 40 haléřů po dobu tří týdnů a také pak sledoval jednu svoji karikaturu v Hospodářských novinách. Poté kurz korigoval zpět na původní hladinu.
Zdá se mu, že v tuto chvíli je situace pro komunikaci příznivější. Proto se nebrání vypustit v komunikaci zkušební balónek.
S M. Hamplem se nejspíše shodne v hodnocení cenového vývoje. Vývoj cen potravin oddaluje potřebu dalšího uvolnění měnových podmínek. Měnová politika historicky fungovala i v době, kdy společnosti byly mnohem chudší než dnes. V podmínkách, kdy ve Spojených státech byla třetina nezaměstnaných, byly potraviny významnější částí spotřebitelského koše. Ztráta zaměstnání tehdy znamenala také omezení výdajů na potraviny, protože příjem ze zaměstnání není konstantní položkou, a to dokonce ani dnes v zemích s omezenými finančními trhy. Měnová politika v té době fungovala, což jasně a přesvědčivě ukazuje Milton Friedman, aby si ho také zacitoval. Pokud měnová politika fungovala v roce 1930, i když spíše k horšímu, zatímco před rokem 1930 fungovala převážně ve směru k lepšímu, tak proč by neměla fungovat i dnes u reálně mnohem bohatší populace, která je v tomto státě? Proto si nemyslí, že by vyšší ceny potravin z titulu působení kurzového kanálu znamenaly takovou brzdu. Situace je oproti 30. létům tlumena také tím, že méně lidí přijde o práci, podniky nebudou tak často uzavírány a také nebudou v takové míře dezinvestovat.
Měnová politika negativní trendy neobrací, ale pouze tlumí.

E. Zamrazilová: Souhlasí s úvahou M. Singera o výhodách a nevýhodách toho, že slabší kurz může podpořit nebo pozitivně ovlivnit vývoz a přes vývoz pak mzdy, spotřebitelskou poptávku a zaměstnanost. Potraviny, nápoje a tabák ale tvoří čtvrtinu spotřebitelského koše. Proto si myslí, že vyšší ceny potravin působí negativně a že pokles výdajů domácností za potraviny je důležitým faktorem spotřeby domácností. O tom, co ovlivňuje ceny potravin, by dnes zřejmě nebyla shoda. Na rozdíl od 30. let ve Spojených státech, které byly v té době v oblasti potravinové základny více méně soběstačné, jsou v této ekonomice ceny ovlivněny globálními podmínkami.
Opakuje, že klesají výdaje domácností za potraviny, což je důležitý faktor, proč klesá spotřeba domácností. Potraviny kromě toho tvoří čtvrtinu spotřeby domácností. Proto věnuje cenám potravin takovou pozornost. Nepovažuje je pouze za okrajový faktor.

K. Janáček: V úvodním vystoupení zmiňoval údaje o cenách potravin, ale nevyvodil závěry. Souhlasí s M. Singerem, že vyšší ceny potravin pomáhají měnové politice s inflací a že zčásti zabraňují překlopení situace do deflace.
Souhlasí s poznámkou L. Lízala o biopalivech. Případná změna politiky podpory biopaliv by ale ovlivnila výrobu potravin až za horizontem prognózy, tj. po roce 2014.
Myslí si, že vlivem komunikace, na které zde byla již dříve shoda, se bude kurz koruny pohybovat blízko současné úrovně.
Na rozdíl od E. Zamrazilové si myslí, že dojde k postupné realizaci odložené spotřeby domácností, pokud jde o nákupy předmětů dlouhodobé spotřeby. Domácnosti již nyní vidí, že pokles některých cen se zastavil a některé ceny rostou, například zahraniční zájezdy.

M. Hampl: Diskuze probíhá na různých úrovních abstrakce. Pro záznam to bude obtížnější.

M. Singer: Zapisovatel z diskuze jistě vytáhne tu nejméně abstraktní úroveň.

M. Hampl: To by byla hrubá chyba.
Vrací se k paradoxu, který zmínil M. Singer a který říká, že čím více budeme o něčem komunikovat, tím menší je pravděpodobnost, že bude nutné to dělat. Myslí si, že to platí jen do určité míry a jen do určité velikosti problému, který řešíme.
Opakuje ale, že se možná blížíme k okamžiku, kdy komunikace nebude stačit a že bude nutné reagovat i jinak, než jak dnes zvažujeme. Proto by bylo dobré o tom začít diskutovat. Velký rozdíl je v tom, zda jsou tyto změny režimu měnové politiky spojité či ne. Na rozdíl od některých jiných členů bankovní rady si myslí, že nejsou spojité, ale naopak nárazové, šokové, zlomové a strukturální. Vymezuje se vůči postupu, který předpokládá, že nejdříve jsou sazby na nulové hladině, pak měnová politika reaguje komunikací, následně skrytými devizovými intervencemi a nakonec otevřenými intervencemi. SMS ale zatím neidentifikuje, že by takový zlom již nastal.
Pokud bude identifikován strukturální zlom například na straně domácí poptávky, bude to vyžadovat strukturální zlom v měnové politice. Pro něho to není spojitý přechod, ale zásadní rozhodnutí měnové autority, že bude potřeba dělat něco jiného. A jelikož je toto riziko nenulové, raději by o tom diskutoval v předstihu, než taková situace nastane. Čím více se blíží případný zlom u spotřeby domácností, tím méně si myslí, že spojitý přechod od sazeb ke kurzu je optimální strategií měnové politiky. Toto je jeho paradox. Proto tuto úvahu otevírá a nechává ji na některé příští jednání.
Současný režim měnové politiky je pro něho natolik cenný, že jeho opuštění ospravedlňují jen mimořádné náklady na straně reálné ekonomiky a na straně neplnění inflačního cíle. Opakuje svůj názor, který prezentoval na minulém měnověpolitickém jednání, že si umí představit inflaci v horizontu jednoho a půl roku ve výši 0,5-1 %. Změna režimu měnové politiky má pro něho vyšší náklady oproti tomu, kdyby inflace byla po určitou dobu pod cílem.
Pravidla komunikace připouštějí volnost a jemu se osvědčilo komunikovat, co si myslí. To je ale názor jen jednoho člena bankovní rady a ne celé bankovní rady nebo SMS. Myslí si, že trh se komunikaci naučil číst a že ji umí interpretovat. V tom nevidí problém. Větší problém vidí v tom, pokud nastane strukturální zlom a nebudeme ochotni ho vnímat nebo nebudeme ochotni provést zlom v měnové politice.

V. Tomšík: Navazuje na M. Hampla v nejvyšší abstraktní rovině. Je dobré se držet zlatého pravidla opakování, protože nejen dnes, ale i před šesti týdny zaznělo, že možná dojde ke změně režimu měnové politiky. Měnová politika ČNB je již 16 let ve stále stejném režimu cílování inflace a v tomto režimu jsou k dispozici různé nástroje a různé kanály. Aktuálně se diskutují přímé devizové intervence. Intervence ale byly v současném režimu již použity v roce 2002. Připomíná, že K. Janáček na měnověpolitickém jednání zhruba před dvěma nebo třemi měsíci řekl, že devizové intervence jsou standardním nástrojem měnové politiky. Nezaznamenal v bankovní radě diskuzi o opuštění režimu cílování inflace. Legitimní je diskuze, kdy a na jaký nástroj měnová autorita přepne. Myslí si ale, že je dobré komunikovat, že režim měnové politiky je stále stejný.

L. Lízal: Na nedávné konferenci o správě devizových rezerv v Londýně, o které nedávno informoval bankovní radu, zaznělo, že v malé otevřené ekonomice jsou intervence na devizovém trhu nejvhodnějším kanálem politiky kvantitativního uvolňování. Souhlasí

s V. Tomšíkem, že nejde o změnu režimu. Jde jen o volbu nejlepšího dalšího nástroje, který je k dispozici.
Pokud začne měnová politika ovlivňovat kurz, primární dopad bude na ceny ze zahraničí. Pak to ale také znamená, že se spotřebitelé začnou více orientovat na domácí poptávku, a to z toho důvodu, že tyto ceny nebudou tolik ovlivněny devizovými intervencemi. Devizové intervence tak mají i tento druhotný efekt, který je z hlediska měnové politiky výhodný.

M. Singer: Nedávný seminář o finanční stabilitě, který jsme pořádali, byl velmi zajímavý. Kurzový kanál byl jednoznačně prezentován jako optimální nástroj kvantitativního uvolňování v malé otevřené ekonomice našeho typu. Tím nikdo neříká, že je použití tohoto nástroje radostné a veselé rozhodnutí.
Vrací se ve svém komentáři na abstraktní rovinu. Souhlasí s M. Hamplem, že změna režimu je strukturální přechod. Není to ale jen mezi nulou a jedničkou. Měnová politika již přes půl roku působí také skrze komunikaci, jak zmínil M. Hampl. Ekonomika je ale více o tom, jak ji vnímají agenti. Pokud začne být v komunikaci zmiňován a zdůrazňován strukturální přechod, zvýší se pravděpodobnost nespojitého a nelineárního chování. Mimochodem, argumenty M. Hampla mu připadají odlišné od toho, co říkal před rokem.
Pokud ale bude komunikováno, že nástroj devizových intervencí byl v současném režimu cílování inflace již dříve využit, jak zmínil V. Tomšík, sníží se pravděpodobnost pádu domácností do deprese a nutnost zavést tuto změnu. Dále uvádí, že praxe kvantitativního uvolňování se v jiných zemích zatím nesetkala s velkým úspěchem. Výjimkou jsou možná Spojené státy, kde snad lze i navzdory realizaci fiskálního útesu očekávat určité zlepšení.
Z dosavadní komunikace nevyplývá nepřipravenost k použití jiných nástrojů. Je možné se věnovat dalším diskuzím o jiných nástrojích a o způsobu jejich komunikace. Nedoporučuje ale tyto diskuze komunikovat dříve, než se vytvoří většinový názor. Proto nemá námitky proti větě do záznamu, kterou navrhuje M. Hampl.
Má poznámku k úvahám M. Hampla o očekávané inflaci. Prognóza předpokládá, že agenti věří tomu, že měnová politika cíluje inflaci 2 %. Souhlasí se SMS, že pokud komunikace připustí, že v horizontu roku a půl bude inflace jen 0,5-1 % s rozptylem do kladných i záporných hodnot, dojde ke změně inflačních očekávání. S takovou komunikací by proto nesouhlasil. Odvolává se na dříve prezentovaný měnověpolitický experiment SMS, kde je důležitý předpoklad, jaká část obyvatel věří tomu, že měnová politika cíluje inflaci 2 %. Nastavení spouštěče přechodu do režimu devizových intervencí tak také záleží na předpokladu o kredibilitě inflačního cílování. Na ten může mít každý jiný názor.
Spolu s K. Janáčkem je přesto mírný optimista v tom, že jsou vidět určité náznaky, že by ceny v kategorii ostatní obchodovatelné bez pohonných hmot nemusely nadále tolik klesat. To by mohlo spolu s předpokládaným procykličtějším působením vlády vlivem blížících se voleb pomoci k tomu, že budeme jednou vzpomínat, jak jsme dva roky vedli složité diskuze na téma dalších nástrojů, které možná ani nebudou nutné.

M. Hampl: Není pochyb o tom, že měnová politika zůstává v režimu cílování inflace. Na jednání se SMS o nekonvenčních nástrojích ale byly devizové intervence zařazeny mezi nekonvenční nástroje. P. Král to tehdy formuloval jasně a je rád za jasně vyjádřené názory. Řekl, že jde o režimovou změnu dosahování inflačního cíle. Takže to není jen snadné použití jiného vedlejšího nástroje, protože to má velké dopady na přípravu prognózy a také na komunikaci. S tím souhlasí a je překvapen, že je toto téma na dnešním jednání překvapující.
Nemyslí si, že komunikací se může zvyšovat pravděpodobnost, že nastane strukturální zlom. Má na mysli strukturální zlom v reálné ekonomice, který možná nastane nebo již nastal bez ohledu na měnovou politiku. Nedomnívá se, že měnová politika má tak velký vliv na reálnou

ekonomiku. V dlouhém období je měnová politika neutrální. Nevěří, že měnová politika může změnit preference ohledně spotřeby a investic. Má tedy na mysli něco jiného. Pokud by byla evidence o tom, že v reálné ekonomice nastal strukturální zlom, může to vyžadovat úvahu o strukturálním zlomu v měnové politice.

M. Singer: M. Hampl vnímá strukturální zlom jako něco nevratného a trvalého. Tomu rozumí. Myslí si ale, případný zlom v chování spotřebitelů nemusí být trvalý a nevratný. Nepochybně ho bude ovlivňovat komunikace. Nevidí zásadní rozpory mezi ním a M. Hamplem v tom, o čem budou další diskuze.

III. Úkoly

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

1. Zaslat informaci e-mailem, jaká část odchylky inflace od prognózy připadá na nerealizovaný dopad vyšší spotřební daně z cigaret a objasnit způsob výpočtu čisté inflace u potravin, nápojů a tabáku.
2. Zaslat informaci e-mailem o metodice ČSÚ o způsobu zahrnutí dovážených statků v deflátoru spotřeby domácností.

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: Kamil Galuščák, poradce bankovní rady