

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 1. srpna 2013

Přítomni: Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Kamil Janáček, Lubomír Lízal, Pavel Řežábek, Eva Zamrazilová. Na jednání byl přítomen ministr financí Jan Fischer.

I. Diskuze navazující na prezentaci 5. situační zprávy

M. Singer: Upozorňuje členy bankovní rady, aby otevřenou část jednání využili primárně k pokládání otázek, debata by měla probíhat především na uzavřené části jednání.

V. Tomšík (v diskuzi o měnověpolitickém experimentu): Sekce měnová a statistiky (dále jen SMS) předložila bankovní radě modrou část textu situační zprávy, kde je na straně 19 představen měnověpolitický experiment. Tento experiment popisuje v případě nezahájení devizových intervencí nejvíce pravděpodobný scénář vývoje. Měnověpolitický experiment uvažuje ponechání repo sazby na technické nule a ukazuje, že se inflace přiblíží k inflačnímu cíli až někdy v roce 2016 a že zvyšování sazeb započne až od roku 2015. Klíčový předpoklad měnověpolitického experimentu je, že 75 % ekonomických agentů očekává aktivní zásah centrální banky. Jinými slovy, tato část ekonomických agentů bude věřit v plnění cíle ČNB. Táže se, jak je možné, že při zveřejnění prognózy, ve které je naopak adekvátní reakcí ČNB nastavení záporných sazeb nebo devizové intervence, budou ekonomičtí agenti ČNB stále věřit. Žádá o komentář k tomuto klíčovému předpokladu měnověpolitického experimentu a k důsledkům zveřejnění dnešní prognózy na tento předpoklad.

M. Hampl (v diskuzi o měnověpolitickém experimentu): Připojuje se k dotazu V. Tomšíka ohledně měnověpolitického experimentu, který představuje podle něj klíčový scénář. Pokusí se ovšem tento dotaz formulovat z opačné strany, což pravděpodobně SMS nepřekvapí, protože se účastnil již jednání o měnověpolitickém doporučení.

Poznamenává, že grafy charakterizující jednotlivé scénáře poskytují poněkud překvapivý obrázek. Rozdíl mezi základním scénářem, základním intervenčním scénářem a měnověpolitickým experimentem, který charakterizuje reakci ČNB, je vlastně velice malý. Vzhledem k velikosti mezery výstupu a vzhledem k tomu, jak vnímáme stav a výhled ekonomiky, jsou dle jeho názoru tyto minimální rozdíly poněkud překvapivé. Scénáře nepředstavují různé světy. Doplňuje, že z hlediska výhledu inflace jsou rozdíly v desetinách procentního bodu.

Pokud by se na tuto problematiku díval z jiného úhlu než V. Tomšík, zeptal by se obráceně. Táže se tedy, zda minimální rozdíl ve výhledech v případě měnověpolitického experimentu je skutečně postaven na očekávání SMS, že ČNB zůstane kredibilní. Jinými slovy řečeno, táže se, zda SMS věří, že budou ekonomičtí agenti ČNB v budoucnu věřit.

Očekával by, že SMS bude v situaci, kdy sama očekává, že se bude ekonomická situace zhoršovat natolik, že to vyžaduje spuštění devizových intervencí, méně předpokládat, že ekonomičtí agenti budou ČNB věřit. Pokud tomu tak není, tak považuje náklady devizových intervencí za relativně velké. Dodává, že se tato diskuze týká velkého příběhu domácí ekonomiky. Požaduje od SMS

vyjasnění, proč je v současné situaci rozdíl mezi jednotlivými scénáři tak malý. SMS to již částečně komentovala a hovořila o předpokladech vývoje v zahraničí a o předpokladu kredibility ČNB, přesto žádá vyjasnění.

M. Singer (v diskuzi o měnověpolitickém experimentu): Poznává, že se ztotožňuje s poznámkami poradce Hlaváčka z jeho stanoviska týkajícími se měnověpolitického experimentu. V souladu se stanoviskem se domnívá, že model vede k výraznému podcenění možných dopadů tohoto scénáře. Žádá SMS o názor. Domnívá se, že poznámky poradce jsou poměrně silné, zajímavé a intuitivně velmi pochopitelné věty. Dodává, že situace zachycená měnověpolitickým experimentem a pocit z dopadu rozhodnutí, kdyby dnes ČNB nic neučinila, budou rozhodovat.

Odpoověď SMS: Nastavení měnověpolitického experimentu odpovídá tomu, co bylo uvedeno v procedurálních materiálech. Technicky je experiment nastaven tak, že 75 % ekonomických agentů věří ČNB, a tedy je systematicky překvapováno tím, když ČNB nic nečiní. 25 % ekonomických agentů nečinnost ČNB očekává. Tento předpoklad SMS interpretuje jako předpoklad zachování velké míry kredibility. Pro takto nastavený předpoklad hovoří dvě věci. Měřená inflační očekávání zůstávají ukotvená u inflačního cíle. Dále pak se díky hrozbě devizových intervencí daří držet kurz velmi dlouhou dobu na oslabených úrovních. SMS přiznává, že účinek slovních intervencí je mnohem dlouhodobější, než původně SMS očekávala. Z tohoto pohledu má předpoklad zachování kredibility jistou legitimitu. Na druhou stranu platí, že čím déle ČNB o intervencích pouze mluví, aniž by došlo k reálné akci, tím riziko ztráty kredibility narůstá. Při přípravě varianty vysvětlení reakce ČNB na dnešní tiskovou konferenci se vysvětlení nečinnosti ČNB hledala poměrně obtížně. Komunikovat lze ale samozřejmě cokoli. SMS se domnívá, že pravděpodobnost úspěšného komunikování reakce v čase klesá. Pokud by došlo ke zvýšení podílu ekonomických agentů, kteří ČNB nevěří, pak by míra podstřelení inflačního cíle narostla. Minimálně na úrovni posouzení rizika měnověpolitické chyby (viz měnověpolitické doporučení) SMS toto riziko směrem dolů vnímá, což byl i jeden z argumentů pro podporu doporučení devizové intervence zahájit.

SMS doplňuje, že za nejserióznější míru inflačních očekávání považuje měření, která ČNB sama zjišťuje u analytiků finančního trhu. Z těchto údajů plyne ukotvenost inflačních očekávání v tříletém horizontu velmi blízko inflačního cíle. Alternativní měření inflačních očekávání, která poskytuje Evropská komise a která jsou prezentována v měnověpolitickém doporučení na straně 14, naznačují již nějakou dobu pokles inflace očekávané v příštích 12 měsících (pravý graf na straně 14 dole). Ukazatel vnímané inflace ovšem pozvolna roste, což představuje určitý paradox. Na straně 15 pak jsou prezentována inflační očekávání podnikové sféry, která jsou na vyšší hladině než očekávání finančního trhu. Nicméně tendence je v posledních několika čtvrtletích také lehce klesající. Obrázek tedy není tak jednoznačný, jak by vyplývalo pouze ze šetření IOFT.

SMS na závěr dodává, že malý dopad měnověpolitického experimentu je zapříčiněn výrazným utlumením expektačního kanálu.

Odpoověď poradce Hlaváčka: Doplňuje, že při odkládání snižování sazeb, což je případ měnověpolitického experimentu, by očekával, že sazby zůstanou na nižší úrovni po delší dobu. Nárůst sazeb v základním scénáři a měnověpolitickém experimentu je ovšem časově velice podobný, dokonce v rámci měnověpolitického experimentu nárůst nastane o něco dříve. Alternativním vysvětlením by mohla být případná záměna barev grafů k dopadům scénářů v měnověpolitickém doporučení.

M. Singer (v diskuzi o měnověpolitickém experimentu): Poznámku poradce Hlaváčka interpretuje jako zpochybnění věrohodnosti měnověpolitického experimentu.

Odpověď SMS: SMS poznamenává, že grafy v měnověpolitickém doporučení jsou barevně označeny správně. Ve všech scénářích je předpokládáno standardní vyhlazování sazeb, takže simulace, které umožňují pokles sazeb do záporných hodnot, také implikují pozdější návrat sazeb do kladných hodnot, protože díky vyhlazování sazeb trvá nárůst sazeb nad nulu delší dobu. Nárůst sazeb v měnověpolitickém experimentu začíná z nulové hladiny a objevuje se tak marginálně dříve.

M. Singer (v diskuzi o měnověpolitickém experimentu): Táže se, zda modelové simulace předpokládají vyhlazování neexistujících záporných sazeb. To by považoval v rámci svého vnímání základního scénáře a měnověpolitického experimentu za podstatnou novinku. Vyhlazování záporných sazeb vnímá jako velice neintuitivní. Očekával by, že jakmile se objeví potřeba nenulových sazeb, tak bankovní rada radostně nebude vyhlazovat.

Odpověď SMS: SMS se domnívá, že by v situaci adekvátnosti okamžitého zvýšení sazeb panovala obava z předčasného agresivního zvýšení sazeb, které by ekonomiku mohlo vést zpět do situace dosažené nulové hladiny sazeb.

V. Tomšík: Chce se ujistit, že i v případě spuštění devizových intervencí stále platí předpoklad, který je dlouhodobě zabudovaný v modelu, o tom, že měnová politika nemá ambice jakkoliv ovlivnit rovnovážné tempo reálného posilování kurzu. Jinak řečeno, táže se, zda panuje shoda na tom, že ovlivnění měnového kurzu spočívá maximálně v jeho posunu na určitou hladinu, ze které se bude dále pohybovat dle tempa reálného posilování kurzu, které bude stále stejně rovnovážné jako dříve. Chce si být jistý, že intervence nepředstavují ambici zasahovat do reálných ekonomických veličin.

Odpověď SMS: SMS nepředpokládá, že by devizové intervence ovlivnily trajektorie reálných veličin v dlouhém období. Platí tedy předpoklad neutrality měnové politiky. I proto lze v simulacích pozorovat poměrně malé dopady intervenčních scénářů na reálné veličiny, protože tyto scénáře nemění nijak výrazně reálný kurz, ale spíše trajektorie nominálního kurzu a cenové hladiny. Částečně i jako reakci na úvahy ze stanoviska poradce SMS prezentuje grafy ukazující vývoj úrovně CPI pro jednotlivé scénáře. Z grafů plyne, že cenová hladina se mezi scénářem s volnými sazbami a základní variantou intervenčního scénáře posune směrem nahoru. Proti tomuto posunu působí posun nominálního kurzu na slabší hodnoty. Reálný kurz by tak neměl být zásadně ovlivněn.

P. Řežábek (v diskuzi o dlouhých úrokových sazbách): Táže se, jaké je riziko nedávno pozorovaného nárůstu dlouhých úrokových sazeb pro finanční stabilitu. Finanční sektor reaguje na tyto nárůsty tak, že začíná zpříšňovat úvěrové podmínky. Otázkou je, co by se dělo v případě dalšího nárůstu těchto sazeb v budoucnosti.

K. Janáček (v diskuzi o dlouhých úrokových sazbách): Připojuje se k otázce P. Řežábka ohledně vývoje dlouhých úrokových sazeb.

Odpověď SMS: SMS nedokáže zcela vyhodnotit dopad posunu v dlouhých úrokových sazbách na finanční stabilitu, tento dotaz přísluší spíše samostanému odboru finanční stability. Z hlediska měnového pohledu to SMS vnímá jako autonomní tendenci ke zpříšňování měnových podmínek.

Diskuze na toto téma probíhala již na minulém jednání. Od té doby byl nárůst těchto sazeb částečně korigován. Stále jsou však zřetelně výše než před čtvrt rokem. Tyto posuny dlouhých sazeb se mohou v rámci transmise promítat například do sazeb hypotečních úvěrů. Zatím takové promítnutí v datech SMS nepozoruje, ovšem na základě minulých analýz lze nějakou transmisí očekávat. SMS poznamenává, že tato autonomní tendence implikuje potřebu výraznějšího uvolnění měnových podmínek za strany ČNB.

P. Řežábek (v diskuzi o dlouhých úrokových sazbách): Upozorňuje, že například zmíněné úrokové sazby u hypoték jsou odrazem hodnot krátkodobých nebo střednědobých úrokových sazeb.

Odpověď SMS: SMS poznamenává, že došlo k posunu celé výnosové křivky, takže například v případě hypoték se stejnou dobou splatnosti a fixace se může objevit tlak na vyšší sazby.

P. Řežábek (v diskuzi o dopadu devizových intervencí na vývoz, dovoz a HDP): Na schůzce bankovní rady se SMS k výběru z alternativ a scénářů explicitně požádal o definování dopadu případných devizových intervencí na vývozce a dovozce. Z podkladů vyplývá, že SMS tento dopad příliš podrobně popsat neumí, ale že to ani nevnímá jako důležité. V této souvislosti se táže, jak tedy může být uvažován scénář s devizovými intervencemi, který popisuje jeho téměř nulový dopad na HDP. Jestliže SMS neumí dostatečně popsat dopad intervencí na vývozce a dovozce, o co pak opírá své výpočty marginálního dopadu intervencí do HDP?

Odpověď SMS: SMS vnímala dotaz ze schůzky s bankovní radou jako dotaz na „hedging“, proto zpracovala na toto téma přílohu měnověpolitického doporučení. Tato příloha obsahuje některé datové zdroje relevantní pro diskuzi o „hedgingu“ a také určitou anekdotickou evidenci z firmy Škoda Auto jako největšího domácího vývozce. Obecně jsou dopady devizových intervencí na vývoz a dovoz kladné, ale relativně marginální. Důvodem je to, že intervence dramaticky neposouvají trajektorii reálného kurzu, ale dochází k posunu nominálních veličin.

P. Řežábek (v diskuzi o dopadu devizových intervencí na vývoz, dovoz a HDP): Upřesňuje svůj dotaz o dopadech intervencí na vývozce a dovozce. Tázel se na vztah dopadu intervencí na vývozce a dovozce k prezentovanému marginálnímu dopadu intervencí na HDP.

Odpověď SMS: Dopad intervencí na HDP je minimální. SMS ale upozorňuje, že účelem intervencí není ovlivňovat HDP. Cílem je ovlivnit trajektorii nominálních veličin. SMS hospodaření vývozců a dovozců neprognózuje ani v základním scénáři. Takový typ prognózy není ani součástí prognostického aparátu SMS.

P. Řežábek (v diskuzi o výstupu z devizových intervencí): Z podkladů poskytnutých SMS jsou relativně málo jasné okolnosti výstupu z devizových intervencí. Táže se, zda existuje konkrétnější představa, za jakých podmínek by takový výstup proběhl. Ekonomická situace bude dle jeho názoru zcela odlišná od situace při devizových intervencích v roce 2002. Tehdy byla domácí i zahraniční ekonomická situace jiná, a tedy i výstup z provádění devizových intervencí bude úplně jiný. Nerad by, aby se utvořila představa, že případný výstup by probíhal analogicky k situaci v roce 2002.

M. Singer (v diskuzi o výstupu z devizových intervencí): Poznává, že na otázku P. Řežábka ohledně výstupu z devizových intervencí může odpovědět i sekce bankovních obchodů (dále jen SBO).

Odpověď SMS: Postup při výstupu z devizových intervencí byl definován poměrně jasně v příslušných procedurálních materiálech tak, že výstup by měl ideálně být z hlediska vnějšího pozorovatele co nejvíce rozmlžený. Oznámení výstupu může znamenat skokovou reakci finančního trhu, což byl případ oznámení ukončení pravidelných intervencí Izraelem v roce 2009. Podobně intenzivně trh reagoval na nedávné výroky Fedu o možném budoucím utlumování nekonvenční politiky. Tato reakce musela být následně korigována komunikací Fedu. Z těchto důvodů by také měl být před oznámením výstupu z devizových intervencí vytvořen dostatečný polštář, aby případné skokové posílení kurzu neposunulo ekonomiku zpět do stavu nutného snížení sazeb pod nulovou hladinu. Takto vzniká určitá šedá zóna výstupu, která v procedurálních materiálech může vypadat nejasně, ale to je z pohledu ČNB záměrné.

Odpověď SBO: SBO souhlasí se SMS.

P. Řežábek (v diskuzi o výstupu z devizových intervencí): Poznává, že vyjádření SMS například o dostatečném polštáři před oznámením výstupu z devizových intervencí pro něj představuje málo uchopitelnou hodnotu. Táže se na kvantifikaci tohoto výroku.

Odpověď SMS: V sazbách zmíněný polštář představuje 0,5 procentního bodu.

K. Janáček (v diskuzi o rozdílu v prognózách HDP): Táže se, zda dva zmíněné faktory rozdílu v prognóze růstu domácí ekonomiky na příští rok v prognózách ČNB a Ministerstva financí (předpoklad o oživující zahraniční poptávce a neutrálním působení fiskální politiky) jsou jediné faktory, nebo zda existují i nějaké další faktory vysvětlující poměrně značnou diferenci obou prognóz (2,1 % oproti 0,8 %).

J. Fischer (v diskuzi o rozdílu v prognózách HDP): Vyjadřuje údiv nad výrazným rozdílem prognózy růstu HDP na rok 2014 mezi ČNB a Ministerstvem financí. Ministerstvo upravilo predikci růstu pro daný rok z 1,2 % na 0,8 %, ČNB predikuje poměrně optimistický růst o velikosti 2,1 %. Odhad růstu pro rok 2013 je pak u obou institucí podobný. Poznává, že si s ohledem na optimistický výhled růstu ČNB pro příští rok již teď dokáže představit příjemné a rozesmáté tváře svých rezortních kolegů při řešení rozpočtu jednotlivých rezortů. Dodává ovšem, že s nimi nehodlá takovou hru hrát.

Snížení odhadu růstu Ministerstva financí na příští rok má praktickou implikaci v korekci výdajů ve výši 10–15 mld. korun směrem dolů. To ho vede k úvaze, do jaké míry je optimistický odhad růstu ČNB metodologická záležitost. Poznává, že prognózování má své jisté meze, byť může být technicky, metodologicky a modelově sebedokonalejší. Dodává, a vychází i ze svých zkušeností s vyučováním těchto témat na Vysoké škole ekonomické, že jak se ekonomika blíží k úvratím, což v současnosti nastává v konfiguraci přechodu z poklesu do fáze možného růstu, tak jsou v takové situaci prognózy ekonomického vývoje objektivně nejproblematictější. Revize prognózy výdajů státního rozpočtu na základě optimistického čísla ČNB by znamenala nárůst možných výdajů rozpočtu, což považuje za pozoruhodnou věc, kterou si bude muset probrat i komunikačně směrem k veřejnosti i k vládě.

Odpověď SMS: Rozdíl v prognózách růstu HDP na příští rok mezi ČNB a Ministerstvem financí je dán především nižším předpokladem růstu v zahraničí u prognózy Ministerstva financí. Dále

pak SMS identifikuje i některé technické důvody rozdílu obou prognóz, které jsou spojeny s mezičtvrtletním vývojem stavu zásob v souvislosti s daňovými změnami u cigaret na počátku roku 2014.

Předpoklad o zahraničním oživení je pro výhled růstu HDP velice významný. SMS proto zpracovala scénář, který uvažuje odklad oživení v eurozóně zhruba o rok. Tento scénář bude prezentován na uzavřeném jednání. SMS ukazuje trajektorii HDP v případě odloženého zahraničního oživení, z které je patrné, že odložené oživení implikuje výraznější propad domácího HDP pro letošní rok, než je propad prognózovaný Ministerstvem financí, v roce 2014 by pak růst HDP nepřepnul do kladných hodnot. Jak naznačuje srovnání scénáře s předpokladem odloženého oživení a základního scénáře, citlivost na předpoklady o zahraničí je velká.

E. Zamrazilová (v diskuzi o rozdílu v prognózách HDP): Poznnamenává, že v rámci predikčního procesu Ministerstva financí jsou separovány vlivy jednotlivých zahraničních ekonomik – například Německa, které má nyní zlepšený výhled růstu. Naproti tomu ČNB pracuje s efektivní eurozónou.

Odpoověď SMS: Efektivní eurozóna je vážená pro jednotlivé země jejich váhami v českém zahraničním obchodě, takže se jedná o agregovaný výhled všech zemí, které jsou pro domácí ekonomiku obchodně důležité.

K. Janáček: Poznnamenává, že SMS prognózuje pokles sazby 3M PRIBOR na 0,1 % ve třetím čtvrtletí 2013 a na 0 % ve čtvrtém čtvrtletí 2013. Průměrná hodnota sazby 3M PRIBOR v červenci byla 0,46 %, což implikuje pro srpen a září průměrnou hodnotu sazby 3M PRIBOR ve výši 0,2 %, což považuje za heroický předpoklad. Na tuto poznámku nevyžaduje odpověď. Touto poznámkou pokračuje v diskuzi vedené již k předchozí situační zprávě.

Odpoověď SMS: SMS poznamenává, že záporné sazby nejsou predikcí v pravém slova smyslu. Jedná se spíše o kvantifikaci potřeby uvolnit měnové podmínky jinými nástroji.

E. Zamrazilová (v diskuzi o proinflační struktuře revize HDP): Poznnamenává, že v nové situační zprávě mělo být dle protokolu z minulého jednání bankovní rady vyhodnoceno, do jaké míry proinflační struktura revize dat o HDP kompenzovala či nekompenzovala vliv silného poklesu HDP v prvním čtvrtletí tohoto roku.

Odpoověď SMS: SMS při prognóze hodnotí celkové působení domácí ekonomiky. SMS prezentuje srovnání modelových protiinflačních tlaků ve stávající prognóze s minulou prognózou (snímek Porovnání nominálních nákladů ve spotřebě v prezentaci SMS). Toto srovnání naznačuje, že došlo k částečné kompenzaci nižšího celkového HDP méně protiinflační strukturou HDP. Na výhledu prognózy nicméně utlumenější domácí ekonomická aktivita začíná převažovat lehce ve směru nižších domácích úrokových sazeb. SMS dále ukazuje graf zachycující dopad jednotlivých faktorů na změnu výhledu trajektorie sazeb (snímek Rozklad změny prognózy sazeb), ze kterého vyplývá, že vliv počátečních podmínek shrnující nová data národních účtů je zhruba neutrální nebo marginálně směrem nahoru na počátku prognózy, v delším výhledu pak působí směrem dolů v řádu zhruba 0,2 procentního bodu.

E. Zamrazilová (v diskuzi o proinflační struktuře revize HDP): Táže se, zda z prezentovaného rozkladu změny trajektorie sazeb plyne, že hlavním faktorem změny je výhled sazby 3M EURIBOR.

Odpoověď SMS: Ano.

E. Zamrazilová (v diskuzi o hrubé tvorbě kapitálu): SMS se stále věnuje hrubé tvorbě kapitálu a nerozlišuje mezi hrubou tvorbou fixního kapitálu, což je klasická investiční poptávka, a vývojem zásob. Ze situační zprávy to přesně nevyplývá, ale ostatní analýzy naznačují, že vývoj zásob byl tím, co v prvním čtvrtletí vedlo k výraznému poklesu hrubé tvorby kapitálu. Zatímco u hrubé tvorby fixního kapitálu je interpretace ohledně jakéhokoliv poklesu či růstu jasná, u zásob můžeme ekonomických interpretací nalézt více. Žádá SMS o komentář.

M. Singer (v diskuzi o hrubé tvorbě kapitálu): Táže se, zda SMS považuje za realistické, aby po pěti, sedmi letech recese či stagnace došlo k oživení hospodářství bez oživení hrubé tvorby fixního kapitálu. Do určité míry se tak připojuje k dotazu E. Zamrazilové.

J. Fischer (v diskuzi o hrubé tvorbě kapitálu): Připojuje se k poznámkám E. Zamrazilové ohledně hrubé tvorby fixního kapitálu. Doporučuje v debatách důsledně oddělovat skutečnou investiční poptávku nebo něco, co charakterizuje investiční dynamiku, a změny stavu zásob. Poznamenává, že ČSÚ patří k těm institucím, které nezveřejňují statistickou diskrepanci a tuto diskrepanci vlastně „zašívá“ do zásob. Z tohoto důvodu by byl extrémně opatrný ohledně jakéhokoliv interpretace změny stavu zásob a poznamenává, že při svém působení ve vedení ČSÚ diskuze nad změnami stavu zásob nedoporučoval.

Odpověď SMS: V prognóze zásob pro druhé čtvrtletí byla provedena částečná korekce. Fundamentální příběh je založen na velice těsné vazbě mezi gapem fixních investic a zahraniční poptávkou (viz snímek 64 v prezentaci). Zahraniční poptávka se sice na výhledu zlepšuje, ale nijak dramaticky, proto SMS považuje za realistické oživení růstu bez výrazného oživení hrubé tvorby fixního kapitálu.

E. Zamrazilová (v diskuzi o změnách od minulého jednání): V diskuzi na minulém měnověpolitickém jednání od SMS zaznělo, že potřeba hypotetického snížení sazeb pod nulu se postupně snižuje. Zaznělo také, že inflace se na horizontu prognózy bude vracet k inflačnímu cíli i bez dalšího uvolňování měnových podmínek. Táže se, zda toto již tedy dnes neplatí. Zhoršila se situace za šest týdnů natolik, že ji vnímáme zcela obráceně?

Odpověď SMS: Hodnocení z minulého jednání bylo založeno na simulaci GRIPu, která naznačovala, že nesnížení sazeb pod nulu znamená možnost potřebu měnového uvolnění „vysedět“. Nicméně plnohodnotná prognóza uvažuje některé další faktory včetně zapracování nové krátkodobé prognózy inflace a zapracování dlouhodoběji nižšího výhledu sazeb EURIBOR. Určitý vliv mají i zvolené expertní úpravy. SMS dodává, že nižší potřeba hypotetického snížení sazeb byla založena čistě na simulaci GRIPu, ovšem v měnověpolitickém doporučení SMS již připouštěla, že nová prognóza trajektorie sazeb může ležet níže, což se během predikčního procesu potvrdilo.

E. Zamrazilová (v diskuzi o změnách od minulého jednání): Ujišťuje se, že se od minulého jednání tedy nestalo nic jiného, než že byla zpracována plnohodnotná prognóza.

Odpověď SMS: SMS upozorňuje, že se od minulého jednání změnil s novým Consensus Forecasts výhled zahraničí. Dále SMS dodává, že na minulém jednání tržní výhledy udávaly zvýšení sazby 3M EURIBOR, které bylo v simulaci GRIP zapracované. Jednalo se zrovna o moment dočasného nárůstu sazeb po komunikaci Fedu o „tapering“.

E. Zamrazilová (v diskuzi o změnách od minulého jednání): Připomíná druhou část dotazu, ve které se táže na aktuální pohled SMS na její tehdejší názor, že se inflace na horizontu prognózy bude vracet k cíli i bez dalšího uvolňování měnových podmínek.

Odpověď SMS: SMS odkazuje na zpracované scénáře a poznamenává, že i v měnověpolitickém experimentu se inflace navrácí směrem k inflačnímu cíli. Jak již bylo zmíněno, tak ho ale nedosáhne ani do konce roku 2015. Navíc až na počátku roku 2014 vyprší vliv zvýšení DPH od ledna 2013, dojde k dalšímu poklesu inflace k jednomu procentu.

E. Zamrazilová (v diskuzi o změnách od minulého jednání): Táže se, zda jde v měnověpolitickém experimentu inflace do záporných hodnot.

Odpověď SMS: Ne.

M. Singer (v diskuzi o změnách od minulého jednání): Upozorňuje, že návrat inflace k cíli je vlastnost modelu.

E. Zamrazilová (v diskuzi o intervencích jako změně měnověpolitického režimu): Další dotaz je spojen se stanoviskem poradce Hlaváčka a názoru poradce Hurníka, kteří jasně upozorňují na to, že spuštěním devizových intervencí dojde ke změně měnověpolitického režimu (pokud by intervence nebyla pouze jednorázová). Došlo by tak k dočasnému odchýlení od čistého inflačního cílování směrem k jisté dualizaci cíle. Táže se na stanovisko SMS k názoru poradců.

M. Singer (v diskuzi o intervencích jako změně měnověpolitického režimu): Žádá poradce o vyjádření, zda shrnutí jejich názoru E. Zamrazilovou považují za korektní.

Odpověď poradce Hlaváčka: Ve svém stanovisku uvažoval tři možné alternativy rozhodnutí bankovní rady. Jedna z alternativ je nedělat nic. Druhá alternativa představuje zahájení devizových intervencí tak, jak to popisuje příslušný alternativní scénář, případně s jinou úrovní kurzu. Třetí jím uvažovaná alternativa pak znamená změnu měnověpolitického režimu.

M. Singer (v diskuzi o intervencích jako změně měnověpolitického režimu): Ujišťuje se, že se tedy ve stanovisku poradce Hlaváčka nejednalo o upozornění, ale o návrhy alternativ.

Odpověď poradce Hlaváčka: Potvrzuje, že se jednalo o návrhy. Dodává, že poté v jeho stanovisku následovala komunikační doporučení pro jednotlivé varianty.

Odpověď poradce Hurníka: V případě rozhodnutí bankovní rady o zahájení devizových intervencí vnímá variantu s kurzovým závazkem jako mnohem vhodnější. Jako změnu režimu by vnímal až situaci, kdy by ke kurzovému závazku byl přidán i závazek ohledně cenové hladiny. Pokud takový závazek přidán není, nacházíme se stále v režimu cílování inflace, pouze je v případě intervencí k dispozici jeden operační cíl navíc.

Odpověď SMS: SMS vnímá devizové intervence tak, že měnová politika zůstává v režimu cílování inflace, pouze dochází ke změně nástroje. Tomu je také podřízena komunikace, aby to bylo takto vnímáno.

E. Zamrazilová (v diskuzi o dopadu změn kurzu do spotřeby): Žádá SMS o popis transmise oslabeného kurzu do spotřeby domácností. Situační zpráva nepopisuje v rámci intervenčního scénáře příliš jasně vazbu mezi postupně převažujícím pozitivním dopadem nižších reálných

úrokových sazeb na spotřebu domácností a negativním dopadem vyšších dovozních cen na koupěschopnou poptávku (str. 20).

Odpoověď SMS: Transmise kurzu do spotřeby byla již několikrát diskutována. SMS připouští, že nárůst dovozních cen sníží reálný disponibilní důchod, což následně sníží spotřebu. Zároveň ale vyšší inflace a vyšší inflační očekávání při nulové hladině nominálních sazeb znamená nižší reálné sazby, které tak podporují spotřebu domácností. Tyto dva efekty působí z pohledu spotřeby domácností proti sobě a zhruba se vyruší.

E. Zamrazilová (v diskuzi o dopadu změn kurzu do spotřeby): Táže se, zda nižší reálné úrokové sazby uvažované po zahájení intervencí dopadají na spotřebu domácností skrze úvěrový kanál.

Odpoověď SMS: Domácnosti si v poslední době zvykly, že cena některých statků trvale klesá. Jedná se především o statky z dovozu. Dochází tak k odkládání jejich spotřeby. Devizovými intervencemi a zvýšením dovozních cen by tyto domácnosti byly přinuceny k okamžité realizaci nákupů. Vyčkávání se těmto domácnostem již nebude vyplácet.

E. Zamrazilová: Ve stanovisku poradce zaznělo, že kurzový transmisní mechanismus není modelem úplně dobře zachycen. V transmisi se mohou objevit určité nelinearity, v současné době nemáme ani dokonalou znalost ohledně fundamentů, které ovlivňují kurz koruny. Žádá SMS o komentář k fundamentům kurzu. Připomíná, že ve stanovisku poradce také zaznělo, že kurz je veličinou, kterou ČNB prognózuje v posledních několika letech s nejmenší úspěšností.

Odpoověď SMS: Model g3 tradičně pracuje se třemi důležitými fundamenty kurzu: úrokovým diferenciálem, vývojem zahraniční poptávky (čistého vývozu) a dlouhodobými konvergenčními trendy zachycenými v produktivitách. Vzhledem k tomu, že je model g3 simultánní, tak fundamentem je v podstatě vše, co se v modelové predikci odehrává. SMS doplňuje, že ji používané malé satelitní modely podporují predikce kurzu z jádrového modelu.

E. Zamrazilová (v diskuzi o cenách potravinářských a energetických komodit): Žádá SMS o názor na cenový vývoj potravinářských a energetických komodit. Vyjadřuje nejistotu nad tím, do jaké míry je v prezentaci SMS zachycen aktuální vývoj v těchto segmentech. Táže se, zda ve světle posledních údajů není předpoklad velmi dobré úrody trochu silný. Podobně nejistý vnímá i předpoklad ohledně poklesu cen pohonných hmot. S nadsázkou se táže, zda má zítra tankovat plnou nádrž, nebo zda ceny pohonných hmot začnou klesat v nejbližších dnech.

Odpoověď SMS: SMS prezentuje graf zachycující mezičtvrtletní vývoj cen některých komodit. Největší propad lze pozorovat u kukuřice, jinak lze pozorovat smíšené výsledky. U kukuřice pozorovaný pokles souvisí s větší úrodou a přehodnocením forwardových kontraktů. Dále SMS prezentuje i meziroční změny cen některých komodit, které jsou v porovnání s mezičtvrtletními údaji již výraznější. SMS nakonec prezentuje i výhledy cen některých neenergetických surovin. Úroda je zatím průměrná, což znamená v porovnání s minulým rokem zlepšení. V meziroční logice bude tedy úroda dobrá.

P. Řežábek (v diskuzi o cenách potravinářských a energetických komodit): Táže se, zda v prezentovaných výhledech cen potravinářských komodit SMS uvažuje červnové údaje o sklizni.

Odpoověď SMS: Hektarové výnosy jsou zhruba v souladu s tím, co v červnu ČSÚ avizoval.

M. Singer (v diskuzi o cenách potravinářských a energetických komodit): Poznává, že velká část úrody je již sklizená.

Odpoověď SMS: SMS zaregistrovala množství sklizené úrody okolo 25 %.

E. Zamrazilová: Poznává, že u cen potravin se SMS velmi věnuje například cenám brambor, což je čistě sezónní produkt, ale vůbec není v situační zprávě zohledněna trvalá a stabilně rostoucí dynamika cen mléčných výrobků.

Odpoověď SMS: SMS se v tomto ohledu ztotožňuje se stanoviskem poradce v tom, že případné překvapení ve vývoji cen potravin by bylo spíše směrem dolů. U cen zemědělských výrobců, které jsou primárně ovlivňovány cenami obilovin a pěstěnými „objemovými“ komoditami, SMS očekává meziroční pokles, zatímco u cen potravin pouze zpomalení růstu do intervalu 1 % až 2 %. To může odrážet trendový růst cen v živočišném segmentu. SMS vyjadřuje obavu, že ceny potravin mohou v případě lepší úrody propadnout více.

E. Zamrazilová: Táže se na aktuální hodnotu inflace v Německu.

Odpoověď SMS: Inflace v Německu v červenci zrychlila na 1,9 % z červnové hodnoty 1,8 %.

E. Zamrazilová (v diskuzi o dopadu devizových intervencí na finanční trhy): Následující dotaz směřuje k SBO. Táže se, zda by v situaci nízkých sazeb a umělého zásahu do kurzu nehrozila vyšší pravděpodobnost obnovení spekulativních či „carry trade“ obchodů s korunou. V případě vyhlášení cílové hladiny kurzu při intervencích odpadne spekulantům kurzové riziko. Táže se, zda je pro takovou situaci připravené nějaké řešení. Vyjadřuje nejistotu, zda bychom umělým zásahem nevyvolali nějakou reakci na finančních trzích, která se predikovat nedá a která by mohla vést k vyšší volatilitě kurzu. To vše by se dělo v situaci, kdy vývozce a dovozce zajímá především stabilita kurzu.

M. Singer (v diskuzi o dopadu devizových intervencí na finanční trhy): S nadsázkou žádá, aby SMS poskytla predikci na nepredikovatelnou situaci zmíněnou E. Zamrazilovou.

L. Lízal (v diskuzi o dopadu devizových intervencí na finanční trhy): Připojuje se k dotazu E. Zamrazilové ohledně možného vlivu devizových intervencí na obchody „carry trade“ a navíc se táže, zda bychom se neměli při případném spuštění devizových intervencí zamyslet nad nastavením hodnoty lombardní sazby.

Odpoověď SBO: SBO vyjadřuje nejistotu nad tím, jak přesně je obava z „carry trades“ v případě spuštění devizových intervencí míněna. Oslabení koruny vyvolá uzavírání tohoto typu obchodů. Dotaz E. Zamrazilové SBO vnímá v souladu s otázkou, zda pro případné intervence zvolit transparentní nebo netransparentní variantu. Pokud fixujeme hladinu kurzu, zbavujeme spekulanty starostí. Při oslabení úrovně kurzu dojde k uzavírání již otevřených „carry trades“, což ale bude ČNB stabilizovat právě svojí aktivitou na trhu.

M. Singer (v diskuzi o dopadu devizových intervencí na finanční trhy): Poznává, že v transparentní variantě vstupu ČNB na devizový trh dochází k fixaci hladiny kurzu na dobu necelého měsíce a půl.

Odpoověď SBO: SBO souhlasí s poznámkou M. Singera a připouští, že vzhledem k takto nastavené době fixace hladiny kurzu a navíc bez nutnosti jejího permanentního a zcela přesného

naplňování, stále nějaké kurzové riziko na trhu existovat bude. SBO navíc dodává, že „carry trades“ se zpravidla neuzavírají na takto krátkou dobu. Jedná se obvykle o obchody uzavírané na dobu půl roku a více. V současnosti SBO neví o žádných otevřených „carry trades“ obchodech.

M. Singer (v diskuzi o dopadu devizových intervencí na finanční trhy): Poznává, že otevírání „carry trades“ by korunu oslabovalo.

Odpověď SBO: Koruna by velmi pravděpodobně byla financovací měnou.

L. Lízal: Táže se, zda je v disponibilních příjmech zahrnut efekt zvýšení minimální mzdy.

Odpověď SMS: Efekt zvýšení minimální mzdy na disponibilní příjmy SMS explicitně zachycen nemá. Minimální mzdu pobírá asi 150 tisíc obyvatel. Dostanou-li tito za rok navíc 6 000 korun, bude dopad pouze marginální. Navíc lze předpokládat, že část těchto lidí dostává neoficiálně větší mzdu, takže dopad do disponibilního důchodu může být ještě menší než prosté vynásobení počtu lidí pobírajících minimální mzdu nárůstem minimální mzdy.

L. Lízal (v diskuzi o cenách energií): Poznává, že v situační zprávě panuje nejasnost ohledně růstu cen energií, zejména elektrické (str. 7 a 29). Výhledy naznačují pokles cen. Navíc například vláda plánuje limitovat obnovitelné zdroje energie. Vyjadřuje nejistotu nad tím, proč situační zpráva pracuje s výhledem růstu cen energií. Táže se, zda tento výhled růstu cen souvisí pouze s regulovanou složkou distribuce.

J. Fischer (v diskuzi o cenách energií): Poznává, že byl mírně překvapen prezentovaným výhledem cen energií. Jedním z důvodů jeho překvapení je i vládní intervence do obnovitelných zdrojů. Celkovou prognózu vývoje cen energií by viděl poněkud níže, než bylo prezentováno.

Odpověď SMS: Ve výhledu cen energií zatím SMS nemá zpracované rozhodnutí vlády o snížené podpoře obnovitelných zdrojů ze strany spotřebitelů elektřiny. Odhad dopadu tohoto rozhodnutí do cen energie je 2 %. SMS zpracovává administrativní opatření až ve chvíli, kdy jsou dostatečně pokročilá v legislativním procesu, což není tento případ. Zatím je vládní intervence do podpory obnovitelných zdrojů vnímána jako riziko celkové inflace směrem dolů o velikosti 0,1 procentního bodu.

L. Lízal: Táže se, zda není na čase zamyslet se nad hodnotou agregátní technologie v modelu, jejíž hodnota je dlouhodobě expertně tlumena na 3 %. Uvažovaná hodnota by mohla být příliš vysoká.

Odpověď SMS: SMS na sekční schůzce k predikčním technikám prezentovala návrh na celkovou rekalicaci dlouhodobých trendů v modelu g3. Rekalicace je již připravena pro následující prognózu. V rámci této rekalicace dojde i ke snížení rovnovážné hodnoty růstu agregátní technologie.

L. Lízal: K prezentovanému rozkladu změny prognózy sazeb (snímek 40) se táže, zda by bez expertních úprav (oslabení Balassova-Samuelsonova efektu) bylo implikované snížení sazeb nejprve mírnější a poté výraznější, což by představovalo opak nyní uvažovaného průběhu poklesu sazeb. Dále se táže, zda se jedná o expertní úvahu, která má vést k vyhlazování měnové politiky.

Odpověď SMS: Předpoklad slabšího působení Balassova-Samuelsonova efektu neodráží snahu SMS vyhlazovat měnovou politiku. Důvodem byl spíše zpětný pohled na vývoj odhadovaného

příspěvku tohoto efektu do inflace. Bez tohoto expertního zásahu by příspěvek uvedeného efektu k inflaci z aktuálně nízkých hodnot, které odrážejí v podstatě zastavení konvergence a které trvají již zhruba tři roky v řadě, narostla výrazně a rychle na ustálené hodnoty modelu, což SMS nepovažuje za realistické. SMS předpokládá, že na horizontu prognózy se reálná konvergence bude obnovovat pouze pozvolna, pokud vůbec. Z tohoto důvodu došlo ke tlumení směrem dolů. Tyto úpravy představují další faktor, který přispěl k nižší trajektorii úrokových sazeb.

L. Lízal: Poznává, že prognóza ČNB ohledně růstu HDP je ve srovnání s výhledy analytiků nižší pro tento rok a vyšší pro rok příští. Táže se, zda jde čistě o artefakt základny, nebo zda tento rozdíl vysvětlují i jiné faktory.

Odpověď SMS: Vedle zmiňovaného efektu základny mají určitý vliv i rozdílné předpoklady o vývoji měnových podmínek. V základním scénáři je předpokládáno uvolnění měnových podmínek hypotetickým poklesem úrokových sazeb do záporných hodnot. Analytici očekávají sazby stabilně na nule až do konce roku 2014, což má vliv na jejich nižší prognózu HDP v příštím roce.

L. Lízal: SMS pracuje s hypotézou ekonomického oživení, které v budoucnosti potáhne trh práce, mzdy a disponibilní příjem. Nicméně toto oživení je očekáváno až na přelomu let 2013/2014. Růst zaměstnanosti, objemu mezd atd. je predikován hned od počátku roku 2014. Táže se, zda toto minimální zpoždění dopadu ekonomického oživení na pracovní trh není příliš krátké.

Odpověď SMS: SMS předpokládá standardní zpoždění mezi ekonomickým oživením a oživením na trhu práce. HDP má dle prognózy začít mezičtvrtletně růst od druhého čtvrtletí 2013, zatímco zlepšování zaměstnanosti je predikováno se zpožděním minimálně tři čtvrtletí. SMS nevnímá nijak zásadně nejistotu ohledně zpoždění mezi oživením ekonomiky a oživením trhu práce, větší nejistotu SMS vnímá ohledně toho, do jaké míry dojde při oživení ke změně zaměstnanosti v porovnání se změnou v pracovních úvazcích.

L. Lízal: Táže se, jak lze interpretovat kombinaci optimističtějších „soft“ zpráv o lepší náladě v eurozóně a zhoršeného výhledu zahraničí předpokládaného prognózou.

Odpověď SMS: Oživení by se mělo projevit od druhého čtvrtletí a dále zesílit ve třetím čtvrtletí. Předstihové indikátory naznačují růst. Výhledy Consensus Forecasts a dalších relevantních světových institucí jak pro eurozónu, tak pro Německo ukazují oživení. Tvrdá data ovšem zatím oživení neukazují. Například včerejší údaj o tržbách v maloobchodě v Německu nic optimistického nenaznačuje.

L. Lízal (v diskuzi o nulové hranici sazby 3M PRIBOR): Uvažuje, zda implikovaný pokles 2T repo sazby na hodnotu -0,4 % ve scénáři s volnými sazbami není dán nulovým omezením hodnoty sazby 3M PRIBOR v modelu a aktuálním předpokladem hodnoty rozpětí sazeb 3M PRIBOR a 2T repo.

V. Tomšík (v diskuzi o nulové hranici sazby 3M PRIBOR): Poznává, že sazba 3M PRIBOR v modelu může nabývat záporných hodnot.

Odpověď SMS: SMS potvrzuje, že sazby 3M PRIBOR mohou v modelu nabývat záporných hodnot.

M. Hampl: Žádá SBO o komentář k jejímu doporučení uvedenému v rámci měnověpolitického doporučení. Připojuje se tímto k některým již položeným dotazům, formuluje pouze otázku explicitně.

Odpověď SBO: Hlavní důvod proti zahájení devizových intervencí vidí SBO v minimálním rozdílu mezi základním scénářem, základním intervenčním scénářem a měnověpolitickým experimentem. Spuštění intervencí pro SBO znamená vstup do velmi nejistého pole. Pokud existuje naděje na „vysezení“, preferuje SBO nečinnost.

M. Singer: Navrhuje se zamyslet nad dalším grafem k Beveridgeově křivce, protože posuny mezi jednotlivými měsíci zachycené křivkou jsou naprosto nečitelné. Na grafu s aktuálně zvolenými měřítky os není nic vidět.

M. Singer: Poznává, že box v situační zprávě o vlivu omezování kvantitativního uvolňování v USA na vývoj výnosových křivek osobně nevyžadoval. Není si však úplně jistý, zda tento box odpověděl na otázky těch členů bankovní rady, kteří tento box požadovali. Možná se k těmto otázkám dostaneme na některém dalším projednávání. Doporučuje SMS se nad tímto tématem ještě zamyslet. Dodává, že možná naopak v budoucnu zjistíme, že žádný konec kvantitativního uvolňování nebude.

M. Singer: Táže se, a odkazuje na možnou provozní slepotu, proč ČNB nepublikuje svůj názor na rozpětí sazeb 3M PRIBOR a 2T repo. Proč tajíme, že hodnota tohoto rozpětí je 0,4 procentního bodu? Dodává, že historicky byl důvod pro nezveřejňování jistě mnohokrát debatován, nyní je to ovšem v situační zprávě vzhledem k aktuální hladině sazeb velice viditelné.

Odpověď SMS: V minulosti došlo k dohodě, že prognózovaná trajektorie sazeb bude popisovat sazby 3M PRIBOR. Zveřejňováním rozpětí sazeb 3M PRIBOR a 2T repo nechce ČNB poskytnout návod na to, jaká je implikovaná sazba 2T repo. Ve chvíli, kdy je 3M PRIBOR dlouhodobě na hodnotě okolo 0,4 %, utajení rozpětí samozřejmě ztrácí význam. Jedná se tedy o určitou setrvačnost v nezveřejňování.

M. Singer: Dle červencové předpovědi publikace Consensus Forecasts by HDP v eurozóně mělo klesnout v roce 2013 o 0,6 %. Očekávaný růst cen pro celý rok 2013 je 1,5 %. Táže se, zda je rozumné předpokládat, že inflace bude pouze mírně pod inflačním cílem ECB, když výstup eurozóny bude poměrně hluboko pod jakkoliv skeptickou představou o dlouhodobém trendu ekonomického růstu v eurozóně. Žádá SMS o názor na tyto předpovědi Consensus Forecasts.

Odpověď SMS: U neefektivní eurozóny lze pozorovat výhled inflace 1,5 % pro rok 2013. Consensus Forecasts údaje přehodnocuje postupně, ale nepřehodnocuje celoročně. Je legitimní obava, že delší horizonty nejsou tak korektní. Výhled inflace v eurozóně i v Německu klesá, zatímco variabilita odhadů jednotlivých analytiků roste.

M. Singer: Děkuje poradci za dotaz na „carry trades“. Ke stanovisku poradce má dále několik poznámek. Vyjadřuje názor, že poradce příliš nevěří bankovní radě a vymýšlí jí zdůvodnění, proč bankovní rada nic neudělá. Dále vyjadřuje svoji obecnou dlouhodobou skepsi nad doporučeními ke komunikaci. Domnívá se, že poradcovo zdůvodnění neakce by mělo velice negativní dopad na kredibilitu ČNB. Dále poznává, že souhlasí s tím, že kurz se ČNB nedaří předvídat, ale je

mimořádně skeptický vůči možnosti tak činit, protože ti, co tak umí, nebo se byt' jen domnívají, že tak umí, nepracují v centrálních bankách. Předvídání kurzu je podle jeho názoru chiméra.

J. Fischer: Poznamenává, že v rámci sestavování rozpočtu na příští rok udělá vše pro to, aby byl schodek rozpočtu udržen kolem 105 mld. Kč a aby nenastaly problémy s hranicí 3% podílu schodku rozpočtu na HDP. Dodává, že si je dobře vědom implikací překročení této hranice. Dále upozorňuje, že to, zda konečné číslo bude nakonec 2,6 %, 2,7 %, nebo 2,8 %, záleží do určité míry na aplikaci prorůstových opatření.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

T. Holub (ředitel SMS): Prezentuje neveřejnou část měnověpolitického doporučení. SMS zpracovala několik scénářů popisujících devizové intervence. Základní varianta intervenčního scénáře směřuje k hladině kurzu 26,20 CZK/EUR. Představuje dále několik variant, které zachycují argumenty pro ještě slabší hladinu kurzu. Jedna z těchto variant popisuje situaci v čase odsunutého ekonomického oživení v zahraničí, které SMS vnímá jako významné riziko. S touto variantou je dle simulací SMS konzistentní hladina kurzu na hodnotě 26,50 CZK/EUR. Podobně by ke slabší hladině kurzu okolo 26,50 CZK/EUR vedla nižší funkčnost expektačního kanálu devizových intervencí. Poznamenává, že obava o nižší funkčnost expektačního kanálu se zmírňuje přijatým rozhodnutím o použití transparentní varianty provádění devizových intervencí. Varianta popisující snahu o rychlejší odklon sazeb od nulové hranice směrem do kladných hodnot i za cenu dočasného nárůstu inflace nad inflační cíl představuje nejagresivnější přístup, v rámci kterého by hladina kurzu měla směřovat k 27 CZK/EUR. Doporučení SMS zohledňuje tři zmíněné scénáře a je v porovnání se základní variantou devizových intervencí na slabší hladině dosahující hodnoty 26,70 CZK/EUR.

V. Tomšík: Začíná s komentáři k nové prognóze inflace. Je skutečností, že prognóza celkové i měnověpolitické inflace se nachází pod dvouprocentním inflačním cílem nejen na horizontu roku a roku a půl, ale i na delším horizontu pokrývajícím období až do konce roku 2015. Dodává, že tyto údaje budou součástí příští týden zveřejněné Zprávy o inflaci. Se současnou prognózou je konzistentní 2T repo sazba o velikosti -0,4 %. Nacházíme se tedy v situaci výhledu inflace pod inflačním cílem na horizontu tří let, a to navíc při uvažování záporných sazeb.

Připomíná dále, že prognóza uvažuje pro rok 2014 ekonomické oživení o velikosti 2,1 %. To představuje od minulé prognózy posun k vyššímu růstu, minulé prognóza uvažovala pro rok 2014 růst o velikosti 1,8 %. Prognóza je tedy pro rok 2014 optimističtější i než prognóza Ministerstva financí, což zaznělo již na otevřeném jednání. Z toho vyvozuje, že se z pohledu prognózy inflace nacházíme na bezpečné straně odhadu.

Poznamenává, že některé signály, které ovšem prognóza bere v úvahu, naznačují možný konec recese. Zdůrazňuje ale, že se jedná v celém uvažovaném horizontu roku a půl až dvou let o neinflační oživení. Korigovaná inflace bez pohonných hmot je dlouhodobě záporná.

Souhlasí s prognózou a zmiňuje jím vnímaná rizika. Na straně proinflační žádná rizika nevidí. Na protiinflační straně vnímá riziko vývoje v zahraničí. ČNB přebírá údaje o zahraničí z Consensus Forecasts. Pokud by SMS produkovala vlastní predikce vývoje v zahraničí, doporučoval by

nějaké tlumení výhledu. Přebírané údaje o zahraničním vývoji v současnosti považuje za příliš optimistické. V dodaných podkladech je případ mírnějšího zahraničního oživení částečně zachycen v simulaci prezentované v měnověpolitickém doporučení.

Klade si otázku, co se stane při zveřejnění prognózy. Prognóza poprvé připouští výrazný posun sazeb do záporných hodnot. Pokud tuto situaci nebude ČNB reflektovat, je možné to pak interpretovat jako změnu měnověpolitického režimu. Otázka dosud byla, zda přepnutí na cílení měnového kurzu představuje změnu režimu. Táže se, zda naopak není změnou měnověpolitického režimu situace, kdy nedojde k adekvátní měnověpolitické reakci při prognóze implikující záporné sazby. Absenci adekvátní reakce ČNB vnímá jako nenaplnění mandátu a změnu režimu.

Oceňuje měnověpolitické doporučení a tabulku shrnující přínosy a náklady (rizika) využívání/nevyužívání devizových intervencí. Za klíčové považuje naplnit mandát cenové stability, a to i ze spodní strany. Dodává, že lze pouze obtížně odhadnout změny v prognóze při nenaplnění očekávání ekonomických agentů, a upozorňuje na riziko rozkmitání inflačních očekávání při nenaplňování závazku ČNB. Dále je podstatné si uvědomit, že dopad případných devizových intervencí do reálných veličin bude v dlouhém období neutrální. Případné intervence by ovšem v krátkém a středním období dokázaly snížit reálné úrokové sazby, což považuje pro ekonomický vývoj za podstatné.

Uzavírá, že podporuje rychlejší návrat inflace k dvouprocentnímu cíli, a tedy podporuje variantu navrženou v intervenčním scénáři. Nemá silný názor na to, zda směřovat k hladině kurzu konzistentní se základním intervenčním scénářem, nebo se přiklonit k agresivnější variantě zmiňované v prezentaci T. Holuba.

P. Řežábek: Poznnamenává, že v současnosti uvažujeme o dvou alternativách: zahájení a nezahájení devizových intervencí. Vnímá větší nejistotu ohledně současné prognózy a dodává, že k nenaplnění prognózy může dojít v obou směrech. Za základní otázku z pohledu jeho rozhodování považuje míru dopadu případných intervencí do inflace a do reálné ekonomiky. Se SMS se částečně rozchází v pohledu na aktuální ekonomickou situaci a její výhled.

K vývoji v zahraničí poznamenává, že od poslední prognózy jsou projevy oživení o něco zřetelnější. Například cena ropy WTI, která začíná být pro některé části světa (zejména Spojené státy) dominantní, výrazněji roste. V domácí ekonomice jsou projevy oživení také výraznější. Některé signály lze pozorovat na trhu práce, i když je stále otázkou, zda je na změny v zaměstnanosti pohlíženo optikou plných úvazků či nikoliv. Spotřeba domácností nebyla dnes příliš komentována. Aktuální čísla jsou však v porovnání s minulými údaji pozitivnější. SMS také komentovala lehké oživení růstu mezd.

Na rozdíl od vyjádření SMS a stanoviska poradce není tak optimistický v otázce letošní sklizně. Situační zpráva vychází z výhledu ČSÚ z 11. 7. 2013 z šetření z června 2013. Tento týden se ovšem objevily zprávy o možném výrazném zhoršení objemu sklizně. To vnímá jako výraznou nejistotu a považuje prezentované výhledy za příliš optimistické. Případné korekce objemu sklizně představují výrazné proinflační riziko. U výhledů sklizni a následné realizaci sklizni historicky existují poměrně velké výkyvy. Rozdíly mohou dosahovat hodnot až okolo 30 %. První publikované výhledy často neodrážejí následně sklizené množství. Dalším aspektem jsou domácí ceny pohonných hmot, které by v případě devizových intervencí rostly. Tento růst by se následně promítl do cen potravin, jak bylo opakovaně historicky potvrzeno. Nebude dále detailně komentovat další komodity (mléčné výrobky apod.) a fakt, že se výrazná část potravin dováží.

Poznamenává, že je jistě zajímavé matematicky očistit cenový index o jednotlivé položky a následně se bavit o korigované inflaci. I někteří analytici ovšem uvádějí, že je možné „očistit tak dlouho, až dostaneme deflaci“. Připomíná také výrazný dopad cen pohonných hmot a potravin na domácnosti, a tedy na reálnou ekonomiku.

K problematice efektů devizových intervencí poznamenává, že je třeba brát v úvahu dopad intervencí na výhled reálných mezd přes nárůst inflace. Doplnuje, že prognózované meziroční tempo růstu reálné mzdy nepřesahuje hodnotu 0,4 % pro období od druhého čtvrtletí 2014 do konce roku 2014. Intervenční scénář předpokládá oslabení koruny o 0,4-0,5 CZK/EUR a podobná je i hodnota v procentních bodech charakterizující dopad oslabení kurzu do inflace. Dopad do HDP, jak již bylo řečeno, by byl zanedbatelný. Vyšší inflace by mohla vést až k zápornému růstu reálných mezd. Vyjadřuje obavu, že nižší reálné mzdy nevyvolají předpokládaný pozitivní spotřebitelský sentiment domácností. Nepředpokládá tedy prognózou uvažovaný růst mezd za stávající ekonomické situace podniků. Následná substituce jednotlivých statků, které spotřebitelé nakupují, pak ovlivní celkovou inflaci minimálně.

Připomíná, že ani SMS nyní nepřipouští ve výhledu ekonomické situace možnost deflace. Prognóza uvažuje výhled inflace v dolní části tolerančního pásma, pouze měnověpolitická inflace se krátkodobě dostane pod dolní hranici tolerančního pásma. Použití kurzu pro posun inflace směrem k inflačnímu cíli může být za dané situace poměrně nákladné, a to při nízkém efektu do HDP. Zároveň použití kurzu implikuje dřívější zpřísnění měnové politiky. Pravdou ale je, že zpřísnování měnové politiky přichází v úvahu na horizontu a pravděpodobně až za horizontem měnové politiky, nedejde-li k růstu inflace dříve například kvůli růstu cen potravin.

Simulace SMS nepředpokládají výrazný dopad devizových intervencí do HDP. Za důležité ovšem považuje, že spuštění intervencí představuje krok proti aktuální situaci na trzích. Kurz koruny je na slabší úrovni, ale začal nedávno mírně posilovat. Toto mírné posilování neodráží jistě názor analytiků vyjadřující očekávané zhoršování ekonomické situace. Někteří analytici dokonce považují korunu za podhodnocenou. Dlouhodobé úrokové sazby zaznamenaly mírný nárůst. Devizové intervence by představovaly opačný názor, než je názor analytiků a trhu. Dodává, že devizové intervence nejsou nikým vyžadovány. Nakonec poznamenává, že politická situace je nestabilní, což nepovažuje za vhodný okamžik pro spuštění devizových intervencí. Měnová politika by nyní mohla být vnímána jako stabilizační prvek, což při spuštění intervencí není možné.

Dále dodává, že po ukončení případných intervencí není jisté, zda by byl měnový kurz udržen na příslušné hladině i do budoucna, což představuje jeden z předpokladů SMS. Jestliže budou mít intervence pouze krátkodobý dopad, pak udržení cílové (čili vyšší) hladiny kurzu může být dlouhodobě poměrně velice nákladné. Může se proto jednat o intervence trvající i několik let. Pouhé rychlejší naplnění inflačního cíle považuje v porovnání s možnou ztrátou kredibility (čemuž nevěří) za slabý důvod pro spuštění intervencí. Není tedy přesvědčen o aktuální nutnosti zahájení devizových intervencí. Preferuje více stability v měnové oblasti a návrat důvěry v ekonomiku. Bez návratu důvěry v ekonomiku a její růst by měnová politika působila proti velice silným tendencím v ekonomice představovaným samotnými možnostmi ekonomiky a spotřebitelů. Česká republika i Evropa potřebuje návrat důvěry a ekonomického růstu. Zahájení intervencí by k návratu důvěry nepřispělo.

K. Janáček: Poznamenává, že v období od předchozí prognózy došlo k dalšímu nárůstu protiinflačních faktorů a rizik, a tudíž k zesílení argumentů pro dosažení uvolněnějších měnových

podmínek. V logice vyústění prognózy podává SMS návrh na zahájení devizových intervencí. Vyjadřuje pro postup SMS pochopení a dodává, že rovněž skutečnost, že veřejnost neočekává zahájení devizových intervencí, představuje jistý moment překvapení a mohla by tak přispět k jejich vyšší účinnosti. Data z domácí ekonomiky a ze zahraničí nepovažuje za zcela jednoznačná. Například v eurozóně došlo k výraznému zlepšení ekonomické nálady. Efektivní ukazatel HDP v eurozóně předpokládá pro letošní rok kladný, i když velice mírný růst (0,3 %), a to zejména v německé a slovenské ekonomice, které jsou pro domácí ekonomiku významné. ČNB se nachází v režimu pružného cílování inflace, což implikuje, že se mají vážit důsledky pro inflaci spolu s důsledky pro reálnou ekonomiku. V takovém režimu může být žádoucí kratší či delší prostor pro návrat inflace k inflačnímu cíli. Je zřejmé, že v podmínkách recese trvající šest čtvrtletí, což je do určité míry mimořádný stav, může být časový horizont pro adaptaci inflace delší. V logice tohoto přístupu nepovažuje období jistého odklonu od hodnoty inflačního cíle za problematické. Dodává, že Bank of England nechala cíleně inflaci přesahující inflační cíl po celou řadu čtvrtletí, aniž by ztratila svou kredibilitu.

Jak přistoupení, tak nepřistoupení k devizovým intervencím má svá pro a proti. Varianta postupu bez spuštění intervencí je v situační zprávě popsána měnověpolitickým experimentem. Z jeho vyznění na straně 19 vyplývá, že za předpokladu celkem realistického rozložení očekávání ekonomických subjektů by vznikla odchylka inflace směrem dolů vůči základnímu scénáři, která by ovšem nebyla nijak podstatná, zatímco vliv na reálné veličiny je velmi omezený. Dojde-li v horizontu měnové politiky k oživení, a tím k nastartování autonomních adaptačních inflačních procesů, pak náklad v podobě nižší inflace o 0,2 až 0,3 procentního bodu vzniklý postupem bez devizových intervencí nebude podstatný. Jako určitý signál toho, že by v uvedeném případě nedošlo k ohrožení kredibility ČNB, chápe skutečnost, že ani za situace, kdy dle veřejného záznamu z předchozího jednání bankovní rady někteří její členové požadovali přikročit k intervencím a kdy od té doby nově přichozí data evidentně dále zesilují argumenty pro devizové intervence, analytici shodně neočekávají od aktuálního jednání bankovní rady změnu úrokových sazeb a zahájení devizových intervencí. Rovněž inflační očekávání v ročním horizontu dle situační zprávy dále neklesají pod hladinu 1,6 % a v tříletém horizontu se pohybují kolem 2 %. Zdá se tedy, že zahájení devizových intervencí v uvedené konstelaci podmínek by mohlo mít zřejmě jen dílčí přínos, spíše by se mohly projevit náklady spuštění intervencí.

Existuje také varianta se zahájením devizových intervencí. Nelze vyloučit, že k předpokládanému oživení a jeho proinflačnímu důsledku v uvažovaném horizontu nedojde. To je konzistentní s odložením oživení v eurozóně, což také předpokládá prognóza Ministerstva financí, s prohloubením dopadů dlouhodobější recese a s poklesem inflace k dolní hranici tolerančního pásma spolu se vznikajícími riziky deflace. V takovém případě by při nečinnosti hrozila ztráta kredibility a větší náklady opožděného zásahu. Argumentuje, že výše popsaná konstelace pro něj není dosud aktuální. Za opodstatněné považuje ponechat si zbraň v podobě devizových intervencí do nejbližší budoucnosti pro případné nazrání rizik a realizaci negativního vývoje.

E. Zamrazilová: Připomíná, že se již na otevřeném jednání vymezila vůči pasážím v situační zprávě, které považuje za problematické. Nyní se tedy zaměří pouze na diskuzi ohledně návrhu SMS, tj. návrhu zahájit devizové intervence. Devizové intervence při úrokových sazbách na technické nule představují změnu režimu měnové politiky. Na otevřeném jednání toto trochu nešťastně nazvala duálním cílem, a tedy vyjasňuje, že změna režimu spočívá v implicitním cílování cenové hladiny. Již v prosinci minulého roku svůj souhlas se spuštěním devizových

intervencí podmínila tím, že SMS vypracuje detailnější analýzu transmisního mechanismu změn měnového kurzu do reálné ekonomiky, konkrétně pak do spotřeby domácností. Domnívá se, že další oslabování kurzu koruny není v současné době nutné, protože měnověpolitický experiment generuje pouze nepatrně nižší inflaci, která se ovšem stále pohybuje v kladných číslech. Inflační očekávání jsou stále ukotvena poblíž inflačního cíle – inflační očekávání v horizontu jednoho roku jsou těsně pod cílem, v tříletém horizontu pak dokonce nad hodnotou inflačního cíle. Z tohoto pohledu nevnímá riziko ohrožení kredibility ČNB. Souhlasí s P. Řežábkem ohledně rizik vývoje cen ropy a výhledu letošní sklizně. Souhlasí také s hodnocením K. Janáčka ohledně celkového sentimentu. Poznává, že má k dispozici citace zpráv z posledního týdne, které výše uvedené dokládají. Jedná se o zprávy z domácí ekonomiky i ze zahraničí, nebude je zde ale citovat, pokud se debata neposune směrem k jejich zpochybnování. Připouští, že se nejedná o tvrdá data, nicméně upozorňuje, že dokládají posun v sentimentu od minulého jednání pozitivním směrem. Souhlasí s tím, že situace je křehká a může dojít k výrazné změně sentimentu během poměrně krátké doby. Dodává, že její úvahy a argumentace nestojí na těchto měkkých datech. Oproti prognóze tedy vidí výhled cen potravin a pohonných hmot spíše výše.

Další důvod proti nutnosti zahájení intervencí vidí v tom, že problémem exportu není a nebyl silný kurz koruny, ale slabá poptávka. Navíc vývozci vždy akcentovali potřebu stabilního kurzu.

Dále diskutuje důvody, proč další oslabování kurzu koruny není nejenom nutné, ale navíc ani žádoucí. Dilema by nazvala jako „nezaručené pozitivní výsledky versus nezamýšlené či obtížně predikovatelné negativní dopady“. Zaměří se na hodnocení vlivu případných devizových intervencí na spotřebu domácností, což je téma, které bylo v poslední době hodně diskutované – spotřeba domácností představuje zhruba polovinu HDP. Nyní lze ve spotřebě pozorovat slabé známky oživení. Připomíná svou poznámku o nedostatečně popsané transmisi změn kurzu do spotřeby. Úvahy SMS založené na tom, že pozitivní důsledky snížení reálných úrokových sazeb postupně převáží nad negativním vlivem růstu dovozních cen, považuje za nepřesvědčivé. Oslabení kurzu by nejintenzivněji zasáhlo méně elastické položky spotřebního koše (potravin a energie). Růst cen těchto položek zvyšuje pravděpodobnost dalšího propadu spotřebitelské poptávky. I situační zpráva zmiňuje vliv oslabeného kurzu na růst dovozních cen potravin. Ceny potravin jsou v současnosti vyšší o 6,3 % v porovnání s minulým rokem. Tento nárůst cen potravin byl překvapivý, což není v situační zprávě nijak zvlášť akcentováno. Připouští, že by se skrze kanál dovozních cen pravděpodobně podařilo vyvolat dočasné zvýšení inflace směrem k inflačnímu cíli a možná i nad cíl. Obává se ale, že z širšího národohospodářského pohledu by došlo k dalšímu utlumení těžce se nadechující spotřeby domácností. To vnímá jasně jako kontraproduktivní efekt. Mezi dalšími, i když okrajovými, kontraproduktivními dopady případných intervencí jmenuje nákupní turistiku v příhraničních oblastech, která by vedla k omezení domácí poptávky. Dále zmiňuje negativní dopady na dopravní firmy a zprostředkovaně na domácí producenty, protože již v současnosti jsou domácí ceny paliv vyšší než v sousedních státech. To by také mohlo vést ke snížení konkurenceschopnosti takto zasažených producentů. Otázkou tedy je, jaký celkový dopad by měly případné intervence na vývozce.

Připomíná, že její názor je utvořen skrze zmíněnou optiku „nezaručené pozitivní výsledky versus nezamýšlené negativní dopady“. V této souvislosti vnímá jako podstatné, že umělé oslabení kurzu by mohlo představovat další negativní šok do spotřeby. Devizové intervence vnímá jako umělý zásah do trhu a destabilizaci něčeho, co dlouhodobě odpracovává velkou část práce za ČNB,

a dlouhodobě posunuje měnové podmínky žádoucím směrem. Nemyslí si, že by mělo nějaký význam do situace na finančních trzích nějak zasahovat.

Pokud neexistuje reálná hrozba déletrvající deflace, pak nevidí smysl v umělém ovlivňování kurzu koruny. Vzhledem k tomu, že má ČNB za sebou velmi úspěšné období verbálních intervencí, díky excelentní komunikaci skutečných příznivců intervencí a ukázněné zdrženlivosti těch členů bankovní rady, kteří příznivci intervencí nejsou, domnívá se, že zbraň v podobě skutečných intervencí by měla být ponechána na období nečekaného posílení kurzu. Riziko deflačních tendencí vnímá jako omezené i z důvodu vývoje peněžní zásoby, jejíž růst v případě peněžního agregátu M2 je i v situaci negativního hospodářského růstu a nízké inflace stále blízký hodnotě 4 %. Česká ekonomika se potýká s problémem selektivní inflace a selektivní deflace.

L. Lízal: Vyjadřuje souhlas se základním popisem situace, tak jak je prezentován SMS. Většinu svých argumentů prezentoval již na minulém zasedání, na kterém se na jejich základě vyslovil pro zahájení devizových intervencí. Rád by se tedy ve svých komentářích zaměřil především na to, co se od minulého měnověpolitického zasedání změnilo.

Od minulého jednání se nezměnil ekonomický výhled, který počítá s tím, že ekonomické oživení proběhne v poměrně blízké budoucnosti. I v situaci v čase blízkého oživení však situační zpráva indikuje potřebu uvolnění měnových podmínek. To je výrazný posun od minulého jednání, kde možnost kombinace brzkého oživení a nutnosti uvolnění měnových podmínek vnímal jen jako riziko prognózy.

Z hlediska cenového vývoje vnímá dvě rizika, která vycházejí z odlišného pohledu na situaci v porovnání s pohledem SMS. S výjimkou Prahy klesají realizační ceny nemovitostí, výhled na trhu nemovitostí je tedy negativní. Dále se domnívá, že v případě nespustění devizových intervencí je výhled růstu cen energií prezentovaný SMS příliš vysoký. Jako důvod uvádí pesimističtější světové výhledy cen energií.

Do určité míry chápe rozpor mezi očekáváním a daty. Předstihové indikátory naznačují jisté zlepšení, nicméně následně pozorovaná data pak představují zklamání. Taková situace se objevuje opakovaně.

Situační zpráva indikuje potřebu hypotetického uvolnění sazeb o 0,5 procentního bodu, což implikuje nutnost zahájení devizových intervencí, jinak by ČNB byla nekredibilní z hlediska předchozích slovních intervencí. Poznámává, že jeho rozhodování se zúžilo na rozhodování o adekvátní hladině kurzu, a to z důvodu možné ztráty kredibility slovních intervencí při jejich nezahájení. Tuto situaci lze částečně chápat jako past, do které se ČNB dostala na základě toho, co chce zveřejňovat, ovšem to je nyní nutné brát jako fakt.

Dále má několik poznámek k modelům v současnosti používaným pro tvorbu prognózy. Modely jsou nastaveny na standardní situaci, kdy se ekonomika nenachází v blízkosti nulové hranice sazeb. Vyjadřuje skepsi k prezentovaným číslům z toho důvodu, že není dostatečně ověřena funkčnost modelů v režimu přímého ovlivňování kurzu. Vnímá to jako jasný případ aplikace Lucasovy kritiky, a také jako důvod, proč hlasoval proti zveřejňování hladiny kurzu při případných devizových intervencích, protože existuje velká míra nejistoty ohledně cílů intervencí. Nezveřejňování hladiny kurzu považuje za řešení reputačního rizika v případě nejistých efektů intervencí. Rozdíly nemusí být zásadní, ovšem rozhodnutí o zveřejňování hladiny kurzu nás nutí žít s nejistotou ohledně adekvátnosti našich modelů v režimu ovlivňování kurzu.

V situační zprávě ho dále zaujal indikátor bariér růstu v průmyslu, který naznačuje, že nedostatečná poptávka stále nabývá na významu. To ho vede ke zpochybňování pozitivních

signálů ostatních předstihových indikátorů. Tento předstihový indikátor se týká sektoru, který by měl být intervencemi přímo ovlivněn.

Shrnuje, že z hlediska fundamentálního ekonomického rozhodování se toho pro něj od minulé situační zprávy mnoho nezměnilo.

M. Hampl: Poznává, že dnešní rozhodování je možná jedno z nejzávažnějších, které bankovní rada dělá a že si uvědomuje závažné důsledky případného rozhodnutí o zahájení devizových intervencí. Dodává, že na minulém jednání vyjádřil jistou rozpolcenost nad měnověpolitickým rozhodováním. Na dnešním jednání je tato jeho rozpolcenost ještě výraznější, protože argumenty se hromadí na protiinflační straně. Dokonce jeho poradce, který zpracoval některé další simulace, naznačuje, že i s okamžitým využitím kurzu se již měnová politika nachází „well behind the curve“. Na druhou stranu poznamenává, že ne vždy souhlasí se svým poradcem.

Je nutné ovšem vnímat i druhou stranu. Je možné, i když možná naposledy, udělat sázku na měnověpolitický experiment ze situační zprávy, jakkoliv byl tento scénář během dnešního jednání zpochybňován. K tomuto zpochybnění dodává, že podobně by bylo možné zpochybňovat i ostatní scénáře. To, že si vybereme jednu oběť, neznamena, že tam nejsou ostatní. Je tedy pořád ještě možné udělat sázku na to, že jsme „údolím smrti“ již prošli, a tedy je stále možné vážít náklady změny dosahování inflačního cíle.

Vyjadřuje přesvědčení, že bankovní rada bude raději o něco déle existovat s nulovou sazbou než kratší dobu s kurzem jako nástrojem měnové politiky. Toto vnímá jako věc, na které se bankovní rada shodne bez ohledu na jinak odlišné názory.

Nechce stavět svůj názor pouze na měnověpolitickém experimentu, to považuje za slabý argument. Nechce stavět svůj názor ani na pohledu ředitele SBO K. Bauera, který spuštění devizových intervencí nedoporučuje. Poznává, že měnověpolitické doporučení je napsáno velice dobře a přesvědčivě. I s rizikem chyby vnímá rozhodování stále jako dilema, nikoliv jako jistotu. Ani jedno rozhodnutí není z jeho pohledu evidentní, což vyplývá i z jeho výpovědí na posledním a předposledním jednání. Upozorňuje, že rozhodování stále není jednoznačné a přistoupení k devizovým intervencím představuje velmi zásadní změnu, jejíž konec může být za horizontem mandátu některých členů bankovní rady. Rozhodování o spuštění intervencí je pro něj stále dilema, i když se postupně mění směrem k jistotě.

M. Singer: Domnívá se, že část rozdílů mezi těmi, kteří se vyslovují pro zahájení devizových intervencí, a těmi, kteří je nechťejí, je v chápání cílování inflace, respektive v chápání slova „pružný“. Ti, kteří se více přichylují ke striktnější interpretaci cílování inflace, do značné míry korespondují s těmi, kteří chtějí intervenovat. To považuje za logické.

Připomíná, že současná situace a pozorovaný dopad verbálních intervencí, který byl příjemným překvapením nejen pro SMS, je důsledkem vysoké kredibility ČNB. Dodává, že vysoká kredibilita plyne právě z toho, že se ČNB do značné míry řídila poměrně striktní definicí inflačního cílování. Podíváme-li se na rozhodnutí o sazbách a vezmeme-li v úvahu příslušná zpoždění v dopadech měnověpolitických rozhodnutí, zjistíme, že v drtivé většině docházelo ke změnám měnových podmínek podle toho, co naznačovala očekávání inflace na horizontu prognózy. Neznamena to, že nedocházelo k odchylkám a že se rozhodnutí řídila striktně prognózami. Nicméně ignorovat tato fakta znamená využívat reputaci, která byla vytvořena v minulosti, a tím riskovat její ztrátu.

Dále by rád reagoval na některé argumenty pronesené během uzavřeného jednání. Není pravda, že intervence jsou zvrátitelné. Centrální banka se závazkem je vždy schopna dosáhnout slabšího kurzu, což je fakt, který je součástí učebnic. Centrální banka může ztratit závazek, ale jako taková může vždy dosáhnout slabšího kurzu. Centrální banka je instituce řídící měnovou zásobu.

S ohledem na obavy E. Zamrazilové o dopadu devizových intervencí na nákupní turistiku v příhraničních oblastech upozorňuje, že taková nákupní turistika domácí poptávku posiluje.

Poznamenává, že spolu s některými kolegy sdílí menší víru ve scénáře a v model, nicméně v tuto chvíli vidí riziko vstupu do nelinearity ve schopnosti ČNB ovlivňovat inflační očekávání. Doplnuje, že v Japonsku, které představuje nejdelší deflační epizodu v poválečné historii, nebyla inflační očekávání indikátorem deflace ex-ante, ale ex-post. Inflační očekávání v té době v Japonsku nijak nenaznačovala následný pád do deflace.

Dále poznamenává, že je určitě možné inflaci očišťovat o libovolné cenové okruhy. Určitě je ale také možné vždy najít jeden cenový okruh, který aktuálně roste.

K otázce měnového kurzu poznamenává, že kurz začíná jít mírně proti žádoucím tendencím. Je možné, že trh interpretuje současnou situaci tak, že ČNB čeká na ztrátu kredibility, aby následně devizovými intervencemi ztracenou kredibilitu znovu vybuodovala. To představuje dražší variantu zahájení intervencí. Na takový vývoj hledí s obavami. Neumí si představit, aniž by chtěl vyhrocovat situaci jako jeho předchůdce, jaké argumenty mimo vyhlazování sazeb bude prezentovat na dnešní tiskové konferenci. Každý si může přecíst, že měnová politika ČNB je pozadu o dvě snížení sazeb o 0,25 procentního bodu a každý z toho může vyvodit něco o reálné neochotě intervenovat, což může vést k tomu, že na dalším měnověpolitickém jednání už bude diskuze vedena o zcela jiné hladině měnového kurzu. Může dokonce dojít k tomu, že někteří členové bankovní rady začnou navrhopvat mimořádné zasedání.

Dále konstatuje, že dnešní zahájení intervencí by představovalo určité překvapení, což by přepnutí do tohoto režimu a dosažení cílové hladiny kurzu podstatně zlevnilo. Podobně jako V. Tomšík považuje za možný i slabší než navržený cílový kurz i z důvodu minimalizace doby, po kterou se bude ČNB v daném režimu nacházet. Stále si nemyslí, že by hladina 27 CZK/EUR byla nějak šokující. Hladina 27 CZK/EUR představuje kurz o korunu slabší, než je aktuální hladina kurzu, což odpovídá v zásadě jednomu snížení sazeb o 0,25 procentního bodu. Uvědomuje si specifika transmise kurzového šoku. V případě zahájení intervencí se tedy domnívá, že oslabení by mělo být výraznější.

Táže se J. Fischera, zda lze dále počítat s platností závazku jeho předchůdce, že chování Ministerstva financí nebude nijak zasahovat do hladkého průběhu případných devizových intervencí. Chápe, že prioritou Ministerstva financí je co nejlevnější obsluha státního dluhu. Případný vstup Ministerstva financí na devizový trh se státem vypůjčenými cizími měnami by ovšem byl pro průběh devizových intervencí problematický.

J. Fischer: Na základě debaty na otevřené i uzavřené části jednání si je vědom, že současné rozhodování bankovní rady je nesmírně závažné. Toto rozhodování je plně na bankovní radě ČNB, rozhodování je autonomní a bude ho samozřejmě respektovat. Z debaty jasně vyplývá, jak bankovní rada v rámci rozhodování o zahájení devizových intervencí uvažuje o kredibilitě ČNB a o dopadu případného rozhodnutí na trhy, reálnou ekonomiku, růst a další vývoj. K takové debatě samozřejmě patří nejen debata o spuštění devizových intervencí, ale i o konci této procedury. V této souvislosti poznamenává, že by bylo vhodné se vyhnout situacím, kdy dochází ke spuštění

různých procedur, aniž by byl dostatečně promyšlen konec těchto procedur. Dodává, že takový přístup lze někdy pozorovat v Evropské unii.

Za velice důležitou považuje debatu o dopadu případných devizových intervencí na další růst a stav domácí ekonomiky. Otázkou je, zda tento dopad je pouze marginální, nebo zda je hlubší, než si myslíme. Je velice těžké tuto otázku rozhodnout, lze nalézt argumenty jdoucí z obou stran. Dále poznamenává, že vzhledem k posledním údajům o sklizni vnímá nejistotu u výhledu cen potravin. Na druhou stranu vyjadřuje přesvědčení, že ceny energií nehrozí výrazným růstem. V tomto ohledu je ovšem nutné brát zvlášť v úvahu cenu ropy.

Vliv devizových intervencí na HDP je také obtížně kvantifikovatelný. Upozorňuje ale na možný vliv intervencí na růst mezd. Poznamenává, že sociální partneři jsou poměrně klidní. Jakákoliv zvýšená nervozita na straně odborů znamená ovšem zvýšení jejich ofenzivy.

K poznámce M. Singera o chování Ministerstva financí v případě spuštění devizových intervencí jasně deklaruje, že Ministerstvo financí při oboustranném respektování kompetencí obou institucí nemá zájem na jakémkoliv škodlivém zasahování do provádění měnové politiky ČNB.

Závěrem dodává, že si není úplně jistý minimálním dopadem možných devizových intervencí. To považuje za zásadní.

Za fakt považuje to, že fiskální politika založená na prioritě šetření se projevila procyklicky a udusila domácí ekonomický růst. Při vší rozpočtové zodpovědnosti nemá recese dlouhá šest čtvrtletí v historii české ani československé ekonomiky obdoby. Debatujeme o oživení i v kontextu různých predikcí vývoje ekonomiky, jejichž rozdíl jsme schopni do jisté míry komentovat. Nekonzistence fiskální politiky a reálné ekonomické situace vyžaduje vysloveně prorůstové paradigma v hospodářské politice a příslušnou adaptaci fiskální politiky, což je věc vlády a Ministerstva financí, za podmínek zdravého vývoje veřejných financí, podílu rozpočtového deficitu na HDP atd. Tyto podmínky považuje za axiom. Na druhou stranu vše, co bude proti supresi ekonomického růstu, je vláda povinna udělat.

Nedává žádné doporučení a konečné rozhodnutí bankovní rady bude respektovat. Uvažuje, jaký je dopad na růst domácí ekonomiky a zda rozhodnutí o devizových intervencích přijmout právě v současné době.

L. Lízal: Vyjasňuje své předchozí vyjádření. Situaci vnímá tak, že doposud se ČNB nacházela v režimu slovních intervencí. V okamžiku, kdy prognóza SMS ukazuje, že je nutné spustit reálné intervence, tak toto neučinit znamená, že ČNB nezvládla výstup ze slovních intervencí. Situaci vnímá jako reputační problém výstupu ze slovních intervencí. V takovém okamžiku hrozí ztráta reputace. To vnímá jako zásadní důvod pro jeho dnešní rozhodování a podpory zahájení intervencí.

E. Zamrazilová: Ráda by vymezila pojem nákupní turistika, který byl předmětem diskuze. Pod tímto pojmem uvažuje nákupy občanů ČR v příhraničních oblastech v zahraničí. Je velice překvapena tím, jak mohou být tyto nákupy v současné době stále výhodné. I při současném slabším kurzu, například v porovnání s hodnotami kurzu minulý rok, se díky výraznému růstu cen některých potravin stále některým obyvatelům tyto nákupy v zahraničí vyplácí. Podobné je to i v případě pohonných hmot. Toto má na mysli, hovoří-li o selektivní inflaci. Ceny potravin rostou dvojnásobným tempem, než je růst cenového indexu, což je doložitelné.

Ke spotřebě domácností poznamenává, že z analýz ČSÚ vyplývá, že právě vysoké ceny potravin bránily spotřebě domácností v minulých čtvrtletích. Určitou stabilizaci cen potravin a energií

ČSÚ uváděl jako hlavní důvod zlepšujícího se spotřebitelského sentimentu v posledních pěti měsících. Statistické analýzy p. Dubske z ČSÚ, na které byla SMS upozorněna při projednávání minulé situační zprávy, to velmi solidně dokládají.

I v souvislosti s prohlášeními J. Fischera o minulé fiskální politice by ráda poznamenala, že intervenční scénář jí připadá velice podobný tomu, co dělalo Ministerstvo financí v předchozích dvou letech. Ministerstvo hledělo pouze na svůj mandát, hledělo na proceduru o nadměrném schodku a nehlédlo na reálnou ekonomiku. Vyjadřuje obavu, zda nyní v rámci intervenčních scénářů ČNB neuvažuje podobným způsobem. ČNB hledí pouze na svůj mandát, který není nijak výrazně ohrožen, ale velmi málo se zamýšlí nad důsledky pro reálnou ekonomiku. Jak již poznamenala, příklon k intervencím podmiňuje dostatečným vysvětlením dopadů intervencí v situační zprávě. Za vodítko pro rozhodování považuje spíše stanovisko poradce, který například jasně poukazuje na diferencovaný vývoj cenové hladiny v případě přistoupení k intervencím.

P. Řežábek: Poznamenává, že interpretace jeho předchozích vyjádření ve smyslu pochybností o tom, že ČNB není pomocí devizových intervencí schopna dosáhnout oslabení měnového kurzu, není korektní. Schopnost ČNB dostat hladinu kurzu na diskutované úrovně nijak nepochybně. K procykličnosti či proticykličnosti politik základních hospodářskopolitických autorit, což je téma, na které kdysi publikoval, doplňuje, že v loňském roce toto téma diskutoval v rozhovoru, který byl následně reflektován některými analytiky. Není ovšem úkolem ČNB vstupovat do oblastí působení ostatních autorit. S ministrem Kalouskem na toto téma diskutovali. Oceňuje, že si tvůrci fiskální politiky uvědomují procyklickou roli této politiky v posledních letech.

M. Hampl: Podobně jako v diskuzích o evropských tématech se mu zdá, že je mnohem komplikovanější mluvit o vlastní zahrádce než o té cizí. Debata o fiskální politice je pro něj překvapivá. Je udiven, že se o tom, co měla a má fiskální politika dělat, debatuje právě tady a teď. Domnívá se, že nikdo z bankovní rady nikdy nepochyboval, že veřejné rozpočty v České republice mají nějaký strukturální problém, který je třeba řešit. Z diskuze tohoto typu je zmaten. Podobně je zmaten z toho, jak zdražení zahraniční měny může zvýšit atraktivitu nakupování v zahraničí.

V diskuzi o kredibilitě vysvětluje, proč měl tolik otázek k měnověpolitickému experimentu. Důvodem bylo to, že chtěl slyšet, zda je experiment postaven na důvěře v kredibilitu ČNB. Odpověď SMS byla kladná. Dodává, že kredibilitě ČNB důvěřuje také. Souhlasí se všemi argumenty, které naznačují možnost její ztráty při krocích, které budeme činit. V jedné věci by nesouhlasil s M. Singerem. Kredibilita ČNB je také historicky dána tím, že politika ČNB má striktně antiinflační zaměření. Zjednodušeně řečeno, od ČNB je očekáváno spíše podstřelování než přestřelování inflačního cíle. V obdobích dlouhodobějšího podstřelování inflačního cíle nikdy neměl pocit, že by to snižovalo kredibilitu ČNB. Ohrozit kredibilitu by mohl spíše obrácený vývoj. Kredibilita ČNB spočívá spíše v „anti-inflation zeal“. Kredibilita také ovšem spočívá v tom, že ČNB striktně operovala v režimu cílování inflace a že s tímto režimem nebyly prováděny žádné experimenty, nedocházelo k jeho výrazným změnám a krátkodobě výhodným úpravám. Při svém rozhodování bere v úvahu i konzervatismus bankovní rady, který ke kredibilitě ČNB přispěl. Kredibilita může být barvitější koncept. Se svým konzervativním pohledem, který považuje za rys většiny české populace, vidí větší problém v úpravách režimu měnové politiky, než by se mohlo zdát. Zdravý konzervatismus ČNB v minulosti spíše pomáhal.

V. Tomšík: Nejprve začíná s několika obecnějšími poznámkami. Vyjadřuje přesvědčení, že úloha měnové politiky je poskytnout nominální kotvu ekonomice. Již bylo několikrát zmíněno, že v situaci tří cílů – mít úrokové sazby na určité hladině, mít kurz na určité hladině, dosáhnout inflační cíl – lze pouze těžko dosáhnout třetího cíle při naplnění prvních dvou cílů. Realistický pohled ukazuje, že máme-li stabilní inflační cíl a s úrokovými sazbami nelze hýbat, je pak nutné pro poskytnutí nominální kotvy použít kurz. Poskytnutí nominální kotvy (v podobě cílování inflace) je součástí mandátu bankovní rady. Nejedná se o poskytnutí nominální kotvy v podobě kurzu nějaké části ekonomiky jako například vývozcům. Nominální kotvu doporučuje definovat nejšířejí, tj. přes plnění inflačního cíle v režimu cílování inflace.

Druhá poznámka se týká deflace. Naprosto souhlasí s prognózou, která nijak neimplikuje možnou hrozbu deflace. Ale je třeba si uvědomit, za jakých podmínek je tato implikace možná. Je to za podmínek záporných úrokových sazeb, které jednoznačně ČNB nedoručí, a za podmínky důvěry veřejnosti v adekvátní reakci ČNB. Jestliže ČNB nesplní ani jednu podmínku, nedojde k nějaké radikální změně inflačních očekávání? Tuto možnost vnímá jako rizikovější v porovnání s riziky spojenými se spuštěním devizových intervencí. S intervencemi má ČNB jisté zkušenosti, proces intervencí je plně pod kontrolou ČNB – na straně nákupu deviz není ČNB nijak omezena.

Třetí obecná poznámka se týká velikosti národohospodářského rizika spojeného s dnešním rozhodováním. Za větší riziko považuje nespuštění intervencí, protože nevíme, na jakou půdu se díky zdrženlivosti vydáme.

Konkrétní poznámka se týká diskuze ohledně dopadů intervencí do reálné ekonomiky. Odkazuje na své dotazy z otevřeného jednání. Zastává názor, že v dlouhém období je měnová politika neutrální k reálným procesům. Nicméně modely ČNB uvažují v krátkém a středním období jednoznačné dopady změn kurzu do reálné ekonomiky. Jedná se o uvolnění reálných úrokových sazeb, zlepšení cash-flow podniků a především o působení expektačního kanálu na spotřebu. Dlouhodobě záporná korigovaná inflace indikuje odkládání spotřeby.

M. Singer: Upřesňuje důvod pro svůj předchozí dotaz na J. Fischera. Důvodem nebyla snaha někam J. Fischera tlačit ani lákat. Důvod je ten, že případná nekoordinace politik ČNB a Ministerstva financí při provádění devizových intervencí má jisté náklady, a proto ČNB dosáhla dohody s předchozím ministrem o koordinaci. Případné setkání Ministerstva financí v roli prodávajícího a ČNB v roli nakupujícího na devizovém trhu by mělo zásadní dopad na reputaci ČR.

K obecné diskuzi by rád dodal, že jsme v situaci, kdy se mandát centrálních bank rozšířil z cenové stability i na finanční stabilitu. Stále však panuje zásadní shoda v tom, že centrální banky, které tyto dva mandáty naplňují, dělají pro příslušnou domácí ekonomiku více než centrální banky, která se o ní krátkodobě explicitně starají, ale nenaplňují pak cenový mandát.

V reakci na úvahy o kredibilitě M. Hampla poznamenává, že na jednu stranu je pravda, že mírný konzervatismus neškodí. Na druhou stranu se domnívá, že čas často překryje nepříjemná období a emoce. Nemyslí si, že kredibilita ČNB jako cílovače inflace zažila někdy horší období, než byla deflační perioda v období 2001–2002, která končila intervencemi a která vyústila v nepříjemnou, nákladnou a zbytečně vyvolanou mini krizi. Toto období považuje za „the lowest point“ ČNB v její roli inflačního cílovače. Nelze již nadále předpokládat, že se situace stabilizuje i bez zahájení intervencí. Rizika spojená s tímto předpokladem vnímá již hodně za hranou.

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. Bankovní rada zároveň hlasovala o zahájení devizových intervencí jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek a rozhodla o nevyužití této možnosti. Pro toto rozhodnutí hlasovali Mojmír Hampl, Kamil Janáček, Pavel Řežábek a Eva Zamrazilová. Proti tomuto rozhodnutí hlasovali tři členové bankovní rady: Miroslav Singer, Vladimír Tomšík a Lubomír Lízal.

Zapsal: Michal Franta, poradce bankovní rady