

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 26. září 2013

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 6. situační zprávy

L. Lízal: Ptá se, zda se v Consensu Forecast už projeví volby v Německu, případně zda Sekce bankovních obchodů nemá tržní reakci, jaký vliv bude mít výsledek voleb. Německo je náš největší obchodní partner a výsledek voleb není jednoznačný.

Odpoověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Consensus Forecast byl sestaven ještě před volbami v Německu, sběr údajů byl k 9. 9., příští bude sestavován k 10.10. O tom, jak se na něm volby projeví, zatím můžeme pouze spekulovat, předstihové indikátory jako IFO rovněž nedávají žádnou robustní informaci. Trhy nicméně výsledek voleb vzaly jako pozitivní zprávu.

Odpoověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Vliv na trhy nebyl zásadní, jednání o koalici budou probíhat pravděpodobně několik týdnů, trh vnímá jako nejpravděpodobnější variantu koalici CDU/CSU s SPD.

L. Lízal (v diskusi o spolehlivosti dat HDP): Jeho druhý dotaz se váže k HDP, kde byl zaznamenán velký propad v prvním čtvrtletí a potom neočekávaný růst ve druhém čtvrtletí. Ptá se, jestli se už SMS zabývala tím, že by tato data mohla být méně spolehlivá. Neexistuje například nějaký signál o tom, že došlo k přesunu dne z jednoho čtvrtletí do druhého, nebo o nějaké jiné účetní chybě? Nehraje roli skutečnost, že srovnávací rok byl přestupný?

E. Zamrazilová (v diskusi o spolehlivosti dat HDP): V souvislosti s údaji o HDP se táže na příspěvek sektoru pojišťoven. Pojišťovny dostaly po povodních plnění ze zajišťoven v zahraničí, což se ukázalo na struktuře tvorby hrubé přidané hodnoty. Ptá se, kde tyto peníze skončily po výdajové stránce. Jakmile se jednou peníze do ekonomiky dostaly, tak se v ní budou nějakým způsobem pohybovat.

M. Singer (v diskusi o spolehlivosti dat HDP): Zdá se mu, že je to principiálně rozvahová operace, která mění ekonomický výsledek, ale množství peněz v ekonomice těžko ovlivní.

E. Zamrazilová (v diskusi o spolehlivosti dat HDP): HDP je konstruované ze tří pohledů, efekt pojišťoven se nějakým způsobem musí objevit i ve výdajové stránce, když se objevil v oblasti tvorby HDP. Zajímalo by ji, kde se objeví, zda to může být například v exportu služeb.

Odpoověď SMS: Je pravda, že vývoj HDP je v poslední době hodně rozkolísaný a že má SMS u spolehlivosti těchto údajů určité pochybnosti. Tuto rozkolísanost asi nelze vztahovat k věci jako je přestupný rok, protože SMS pracuje se sezónně očištěnými daty, která různý počet kalendářních dnů očišťují. Výraznou rozkolísanost HDP je možné vztáhnout k faktoru pojišťovnictví, což lze spojit i s dotazem E. Zamrazilové. Pro pojišťovnictví SMS analyzovala účetní vliv do přidané hodnoty, ale nemá přesnou informaci o tom, jak ČSÚ vybalancoval tento vliv v rámci struktury užití HDP. Nabízí se hypotéza, že tam došlo k vybalancování v rámci zásob. Podle zpráv, které SMS obdržela, nelze ale vyloučit revizi těchto údajů. Současně platí, že se

poptávkový vliv časem musí projevít i v jiných složkách poptávky než v zásobách, SMS předpokládá, že by částečně mohl ovlivnit investice nebo spotřebu.

E. Zamrazilová (v diskusi o spolehlivosti dat HDP): Zaobírala se SMS tím, jestli pojišťovny již vyplácely pojistné plnění svým klientům?

Odpoď SMS: Zmíněné toky ve druhém čtvrtletí reálně neproběhly, v platební bilanci se příliv peněz od zahraničních zajišťoven neobjevil. Došlo k tomu, že pojišťovny zřejmě v očekávání těchto plateb rozpustily některé dříve vytvořené rezervy. Výplaty pojištěným klientům také ve druhém čtvrtletí neproběhly, začalo k nim docházet až ve třetím čtvrtletí. Část z nich bude zřejmě vyplacena až ve čtvrtém čtvrtletí, zejména u velkých průmyslových podniků, u kterých je vyčíslení škod náročnější. Dle informací pana Hellera z ČSÚ byly údaje z pojišťovnictví zapracovány až v samém závěru zpracování dat. Problémem přidané hodnoty v pojišťovnictví se bude ČSÚ po metodologické stránce dále zabývat, přičemž v termínu T+90, což je shodou okolností bohužel až zítra, nevyklučují revizi dat za druhé čtvrtletí. Sekundární dopady jako popovodňová obnova samozřejmě budou v budoucnu přispívat k poptávce, ale zatím se v datech projevují jen víceméně účetní záležitosti.

M. Singer (v diskusi o spolehlivosti dat HDP): Ty ale zvyšují HDP prostřednictvím zisku.

E. Zamrazilová (v diskusi o spolehlivosti dat HDP): Asi to ale není relevantní pro měnověpolitické rozhodování.

Odpoď SMS: Účetní vliv je výrazný, pokud bychom od něj růst HDP očistili, pohybovali bychom se s mezikvartálním růstem HDP blízko nuly.

M. Singer (v diskusi o spolehlivosti dat HDP): Účetní vliv by se pak promítnul do "tokového HDP" až v okamžiku rozpouštění investic.

E. Zamrazilová (v diskusi o spolehlivosti dat HDP): Toto jí ale nejde dohromady s tím, že obnovení růstu bylo taženo téměř výhradně čistým exportem v důsledku zlepšení situace v evropských ekonomikách. Za sebe to z rozhodování vynechá.

Odpoď SMS: Otázkou je, kde se efekt vybalancoval. SMS z důvodu této datové nejistoty nepřikládá vyššímu než očekávanému HDP příliš velkou váhu a situaci spíše interpretuje tak, že se dostavuje prognózou předpovídané pozvolné oživení. Mohou se zde ale projevit jednorázové vlivy, které způsobují velkou volatilitu mezičtvrtletních temp.

E. Zamrazilová: Zajímá ji srovnání prognózy HDP pro tento rok mezi ČNB a účastníky šetření. Ostatní instituce uvádějí pro rok 2013 odhad poklesu HDP o necelé procento, ČNB předpokládá pokles o 1,5 %. Ostatní instituce mají tedy podstatně pozitivnější náhled na situaci ve druhé polovině roku. Ptá se, co je příčinou tohoto rozdílu.

Odpoď SMS: Novou informací je rovněž aktualizovaná prognóza Ministerstva financí. To mělo na rok 2013 stejný odhad hospodářského poklesu jako ČNB ve výši -1,5 %, jeho nová prognóza revidovala tento pokles na -1,1%. Ministerstvo financí tak zřejmě promítlo překvapivý údaj za druhé čtvrtletí do své celoroční prognózy. Jestli SMS půjde v nové prognóze také tímto směrem v tuto chvíli nelze říci, simulace v rámci GRIP i přes pozitivní překvapení ve druhém čtvrtletí zatím spíše indikují pro celý rok 2013 zachování poklesu HDP kolem -1,5 %.

E. Zamrazilová (v diskusi o srovnání prognóz ČNB a ostatních institucí): Toto ale nebylo předmětem jejího dotazu. Zajímá jí to, proč jsou očekávání ostatních analytiků pro druhou polovinu roku odlišná od předpokladů ČNB.

M. Singer (v diskusi o srovnání prognóz ČNB a ostatních institucí): Z minulosti si pamatuje, že ve srovnání předpovědí HDP domácích a zahraničních analytiků byli ti domácí většinou optimističtější.

Odpověď SMS: Je možné, že domácí analytici tolik nediskontují silné druhé čtvrtletí, zatímco SMS o něm momentálně má pochybnosti. Až budou zítra dostupná revidovaná data, možná že SMS bude schopna dát jasnější odpověď.

E. Zamrazilová: Na straně 27 situační zprávy je u dovozních cen potravin uveden růst skoro o 8 %, přičemž je zmíněno, že se jedná o překvapivý údaj. Ptá se, co je příčinou tohoto překvapení, zda se zde neprojevují nějaké minoritní faktory, protože u obilovin byla celosvětová úroda velmi dobrá. Je zvýšení cen koncentrováno spíše do živočišné výroby? Jaký vývoj můžeme do budoucna čekat?

Na straně 30 situační zprávy je uvedeno, že se obnovil růst úrokových sazeb domácnostem v důsledku růstu dlouhodobých sazeb na finančních trzích. Ptá se, zda jsme tento růst schopni ovlivnit pomocí devizových intervencí. Má dojem, že by to vyžadovalo spíše variaci Operace Twist.

Odpověď SMS: Růst dovozních cen potravin byl způsoben především růstem cen kávy, kakaa a masa, což jsou položky, které v indexu cen zemědělských výrobců nejsou, nebo tam mají mnohem nižší váhu. V cenách zemědělských výrobců mají větší váhu produkty rostlinné výroby, jejichž ceny během prázdnin silně spadly. Rozdíl ve vývoji obou indexů je dán jejich odlišnou strukturou.

Sazby úvěrů domácnostem komentované v situační zprávě jsou za červenec, přičemž sazby z hypoték jsou silně navázány na výnos vládních obligací. Tento výnos od června rostl, dotýkal se až 2,5 %, od té doby došlo k sestupu. Při zachování konstantních až lehce rostoucích klientských rizikových premií je pak zřejmý impuls k nárůstu hypotečních sazeb. Zatím jsou ale změny jenom symbolické, banky podle Hypoindexu již za srpen reportují další drobné nárůsty sazeb, případně je avizují na září. Tyto nárůsty banky hodlají doprovázet změkčováním některých podmínek při poskytování úvěrů, takže budou kompenzovat úrokovou složku složkou neúrokovou. Zatím se ale jedná o posuny v řádu setin procentního bodu. SMS samozřejmě nemá ambici devizovými intervencemi tyto sazby přímo ovlivnit.

M. Singer (v diskusi o sazbách úvěrů domácnostem): Ovlivňujeme ale inflaci a tím ovlivňujeme reálné sazby.

Odpověď SMS: Reálné očekávané sazby samozřejmě ano, nominální nikoli.

M. Hampl: Nepotřebuje žádný čas, otázky si nechává na uzavřeném jednání.

V. Tomšík (v diskusi o stanovisku poradkyně): Ptá se na stanovisko poradkyně. V celém stanovisku je podtržena jedna věta, kterou považuje za klíčovou: „Stručně řečeno, momentálně prognózovaná odchylka inflace od cíle mi přijde příliš malá na to, aby její minimalizace vyvážila nárůst makroekonomického a institucionálního rizika.“ Ptá se, zda by tento názor platil

i v případě, kdybychom se dívali na podmíněnou prognózu, která by předpokládala nezahájení devizových intervencí.

P. Řežábek (v diskusi o stanovisku poradkyně): Ke stejné větě ze stanoviska se táže, jak vysoký by musel být rozdíl prognózovaných odchylek inflace od cíle, aby to vyvážilo makroekonomicko-institucionální riziko intervencí.

M. Singer (v diskusi o stanovisku poradkyně): Konstatuje, že situační zpráva je jasná a GRIP v podstatě potvrzuje prognózu. Připravil si několik otázek ke stanovisku poradkyně, která představuje disentující hlas ve srovnání se SMS. Jsou v něm diskutována i některá témata, jejichž opakování ho už začíná znervózňovat vzhledem k tomu, že již byla probrána bankovní radou. Současně ho to ale donutilo zformulovat argumenty proti těmto úvahám.

Líbí se mu stručné a jasné zdůvodnění toho, proč nic nečinit, zejména v okamžiku, kdy lze těžko argumentovat pochybnostmi o prognóze, která se naplňuje. Současně ale tím, že se stanovisko pokouší o hlubší vhléd, je v něm potřeba poukázat na několik problémů. Zaprvé, indikované nízké rozdíly v inflaci v alternativním scénáři oproti scénáři základnímu jsou založeny na předpokladu, že nám budou agenti v zásadě nekonzistentně věřit, že po chvíli ignorance zase budeme věrně cílovat. Jakmile bychom tento předpoklad rozbili, pak již nebude model schopen pořádně fungovat a realita by byla dramaticky jiná.

Druhá poznámka se týká psychologické bariéry 100% HDP u intervencí. V praxi ji nepozoroval u těch bank, které intervence zkusily. Domnívá se, že za léta snižování a zvyšování sazeb pod či nad ECB už ČNB trhy přesvědčila, že přílišné psychologické bariéry nemá. Ale pokud by je bylo potřeba někde hledat, tak je to v naší elementární ochotě intervenovat. Pokud budou trhy s touto bariérou pracovat, tak budeme v budoucnu v mnohem horší situaci než na bariéře 100 % HDP při intervencích, které v realitě stejně nedosáhneme. Není si přitom úplně jist, zda naše komunikace občas nevede k tomu, že si trhy mohou myslet, že takovou bariéru máme.

K obecné části stanoviska chce především zdůraznit svoji averzi vůči doporučením učiněným na základě Svenssonových rad. Shakespearovsky řečeno, „mor na Svenssonovy rody“. Domnívá se, že i malé náběhy ke Svenssonovým radám v podobě forward guidance, taperingu, nebo švýcarských čar v písku vedou k velkým pochybnostem o tom, zda je toto prakticky realizovatelný směr, jakým postupovat v měnové politice. Za ještě horší považuje návrh poradkyně na dočasné výjimkování nebo změnu inflačního cíle. V okamžiku, kdy člověk řekne politickým autoritám, že čeká kvůli předlužení několik let stagnace a problémů, tak jejich reakce ve fiskální dominanci bude taková, že je buď potřeba oddlužit ekonomiku trochu větší inflací (což jsou tlaky, které cítíme z mnoha míst včetně mezinárodních makroekonomických autorit), nebo nějakou kredibilní jednorázovou daňovou reformou, která by nejspíše obnášela zdanění majetku. Vize, že politické autority akceptují, že budou několik let vládnout v situaci nízkého růstu a deflace, není realistická.

Důležitější je, což platí obecně o Svenssonovi i ostatních podobných přístupech, že představují snahu eliminovat deficit kredibility měnové autority, který je způsobený primárně tím, že ona i agenti mají fundamentální nejistoty jak o budoucím vývoji, tak zprostředkovaně i o tom, co očekává měnová autorita. Tento deficit kredibility se v těchto přístupech v zásadě eliminuje silným jednorázovým výrokem, který de facto předpokládá, že vím, co se stane a jaký je vztah mezi jednotlivými makroekonomickými veličinami, a to s mnohem větší jistotou, než jakou v praxi mám. Jedná se vlastně o zvýšení sázek v pokeru. To v praxi funguje jenom tehdy, když je

tento jednorázový odhad správný. Nyní vidíme, co se děje, když správný není. U budoucí cenové hladiny ho udělat v praxi takřka nelze, dokonce i u pokusu o kredibilní forward guidance ohledně taperingu nebo čar v písku u směnného kurzu je to problém. Odhad změn nepozorovatelných veličin na tři až pět let, nebo dokonce na období, které správně odhadnu dopředu, je pak skutečně nereálný. Samozřejmě že v modelu to funguje, ale ne v praxi. Důvod, proč v této nejistotě naopak funguje inflační cílování je, že to není závazek k odhadu, ale k procesu, k procesu neustálého zlepšování komunikace, modelu a zpětné vazby z trhu. Celkově je přesvědčen, že tyto směry a la Svensson jsou prázdné, tažené modelovými předpoklady a hypotetickou správností odhadu, nikoli reálnou možností centrální měnové autority těchto správných odhadů konzistentně dosahovat.

Odpověď poradkyně Šmídkové: Své hodnocení podržené ve stanovisku drží i ve světle obrázků měnověpolitického experimentu s inflací vybočující z tolerančního pásma. Signálem ke změně nástroje měnové politiky by pro ni bylo spíše riziko deflační smyčky, když by inflace vybočila na 3-4 čtvrtletí směrem k nule.

M. Singer (v diskusi o stanovisku poradkyně): Pokud by v modelu se stabilizovanými očekáváními toto inflace udělala, tak to znamená, že už deflační smyčka nastala. Model předpokládá přirozenou stabilizaci prostřednictvím fantastického předpokladu, že nám všichni ekonomičtí agenti věří. Jsme zde tedy výrazně „behind the curve“.

V. Tomšík (v diskusi o stanovisku poradkyně): Podle modelu nám věří 75 % ekonomických agentů.

Odpověď poradkyně Šmídkové: S uvedeným hodnocením souhlasí, Svenssonův model také nemiluje. Z jejího stanoviska je vidět, jak silně výsledky simulací závisí na předpokladech ohledně tvorby očekávání ekonomických agentů, které jsou silně subjektivní a které nemůžeme nějak ověřit. Je pravda, že pokud zrušíme předpoklad o tom, že agenti centrální banky konstantně věří nezávisle na vývoji ekonomiky, pak je samozřejmě její hodnocení příliš optimistické. Na druhou stranu, pokud tento předpoklad zrušíme, tak podle jejího názoru zároveň platí, že v měnověpolitickém experimentu nedojde k žádnému posunu, protože agenti uvidí, záměrné přestřelování cíle centrální bankou a upraví tak své chování. Tedy pokud by nám agenti nevěřili, tak zhortíme mnohem více modelových předpokladů, než jenom ten jeden. Pak už ale budeme úplně v mlze.

M. Singer (v diskusi o stanovisku poradkyně): Chtěl zdůraznit něco trochu jiného. Pokud se v předpovědi modelu, kde nám agenti konstantně věří, dostaneme na několik kvartálů do deflace, pak se v reálu ekonomika ocitne v deflační pasti, která už nevratně nastane, a bude se hroutit.

Odpověď poradkyně Šmídkové: Jediné co by si ze Svenssonova modelu vzala je jeho zdůraznění institucionálního rizika, které vnímá o trochu více. Snažila se tento efekt vypočítat, přičemž ona psychologická hranice by v našem případě měla být tak vzdálená, že by neměla vytvářet omezení.

P. Řežábek (v diskusi o reálných mzdách): V prezentaci SMS bylo uvedeno, že v případě doporučených agresivnějších intervencí se budeme k cíli inflace blížit seshora. Vidí tam problém, že by v takové situaci reálné mzdy poklesly do záporných hodnot. Táže se, zda SMS očekává, že taková situace může ovlivnit nejen celkovou inflaci, ale zpětně například také ekonomický sentiment. Mohou intervence vyvolat mzdová vyjednávání, která by zase dostala

reálné mzdy do kladných hodnot? Nebo SMS očekává, že bude tolik přidáno státním zaměstnancům? Zajímá ho, jaké by byly další možné dopady intervencí.

Odpověď SMS: Reálné mzdy se v záporných hodnotách již pohybují, v případě intervencí by v prvotním efektu šly do záporu ještě více. Následně by se samozřejmě objevily i sekundární efekty, došlo by k postupnému promítání vyšších inflačních tlaků do mezd. Působil by jednak efekt přes očekávání, současně by i nízké reálné úrokové sazby zapůsobily mírně ve směru vyšší spotřeby a tím pádem i vyšší poptávky. Prvotní negativní efekt by tak byl v delším horizontu převážen pozitivním efektem.

P. Řežábek (v diskusi o reálných mzdách): Je si vědom toho, že současný vývoj mezd podléhá přesunům odměn mezi kvartály loňského a letošního roku, což ale vnímá jako víceméně technickou záležitost. Jde mu ale spíše o budoucí vývoj mezd. Pokud by se inflace měla zvýšit okamžikově, mzdy by měly následovat s určitým zpožděním. Při promítnutí tohoto zpoždění ho pak zajímá délka období, kterého by se zvýšená inflace týkala. V tom okamžiku pak buď musí SMS přemalovat vývoj očekávání reálných mezd, nebo se bude muset změnit očekávání v nominálních mzdách.

Odpověď SMS: Promítnutí slabšího kurzu do cen je rychlejší, než následně vliv vyšších cen do růstu mezd, což je důvod, proč reálné mzdy krátkodobě poklesnou více k nule. Následně dojde k postupnému uzavírání. Současně s růstem inflace budou klesat reálné sazby, které budou působit pozitivně na poptávku.

P. Řežábek (v diskusi o reálných mzdách): Nominální mzdy jsou navíc poměrně strnulé. Stále ale nevidí, v jakém období by měly reálné mzdy růst více, protože SMS počítá s tím, že inflace by vyskočila nad očekávanou trajektorii. Z toho vychází nižší růst reálných mezd, nikde není vidět, kdy se reálné mzdy začnou opět výrazně zvyšovat.

Odpověď SMS: Ve scénáři s agresivnější variantou intervencí předpokládá predikce nominálních mezd v podnikatelské sféře na letošek růst 0,5 %, což je v zásadě stejné jako v základním scénáři a znamená to samozřejmě pokles reálných mezd. Následně dojde ke zrychlení nominálních mezd na 2,1 % v roce 2014, což znamená mírně záporný vývoj reálných mezd, a k dalšímu zrychlení na 4,2 % nominálně v roce 2015. V roce 2015 tak budou i při inflaci nad cílem reálné mzdy růst.

P. Řežábek (v diskusi o reálných mzdách): Táže se, z čeho vychází 4,2% růst mezd. Je to reakce na oživení ekonomiky, kdy budou zaměstnavatelé ochotni platit takovéto mzdy, nebo se předpokládá tlak odborů na vyšší mzdy?

Odpověď SMS: V tomto scénáři v roce 2015 dosahuje ekonomika růstu kolem 3 % a inflace mezi 2 a 3 %. Ekonomika se začne přizpůsobovat vyšším nominálním hladinám, které vygeneruje kurz, což postupně dopadne i do růstu nominálních mezd. Jejich vývoj v nejbližších čtvrtletích tímto samozřejmě ovlivněn být nemůže, ale až se začnou uzavírat mzdová jednání pro rok 2014 na jaře příštího roku, pak by v tomto scénáři začala působit vyšší inflační očekávání, zisky podniků, byla by vykazována jiná struktura HDP. To vše by vedlo k urychlení růstu mezd.

K. Janáček: Jeho první otázka, která by se týkala důvodu růstu mezd v nepodnikatelské sféře, byla již uspokojivě vysvětlena v prezentaci SMS. Jeho druhá otázka se týká strany 29 situační zprávy a konstatování, že v červenci 2013 kleslo množství úvěrů nefinančním podnikům o 0,7 %. Chtěl by vědět, zda kromě slabé investiční aktivity existují ještě další důvody pro tento pokles.

Má SMS informace o tom, že by banky zpříšňovaly úvěrové podmínky malým a středním podnikům? Anekdotická evidence, kterou slýchá, tomu nasvědčuje.

Odpoověď SMS: Aktuálně běží další kolo šetření úvěrových podmínek bank. Dostupné jsou zatím výsledky za 3 největší banky (ČS, KB a ČSOB), které za třetí čtvrtletí hlásí neměnnost úvěrových standardů ve všech segmentech. Slabý pokles úvěrů v podnikatelském sektoru skutečně nastal a v dalších datech za srpen už bude jenom lehce korigován směrem nahoru. Důvodem vedle zmiňovaného nedostatečného investičního apetitu je i to, že postupně odeznívá poptávka po úvěrech na fúze a akvizice, které v minulosti propadly úvěrové dynamiky brzdily. S tím jak končí proces přeskupování tržních sil, pak banky hlásí menší poptávku podniků po tomto typu úvěrů.

M. Singer: Dotazuje se, zda GRIP zachycuje situaci ještě před odložením taperingu, a zda by tedy vnější podmínky v GRIPu nebyly nepatrně níže.

V textu SZ se pracuje s průměrnou mzdou. Ptá se, zda bylo alespoň ex post vyzkoušeno, jestli není v některých situacích lepší použít medián mzdy, který lépe zachycuje střední domácnost a její příjmy.

Na straně 8 SZ se píše, že ECB „odhaduje, že inflační tlaky se podstatně nezvýší, inflační očekávání zůstanou v souladu s její definicí cenové stability“. Dále je uvedeno, že „vývoj měnových a úvěrových agregátů tato očekávání podporuje: peněžní agregát M3 se v červenci meziročně zvýšil o 2,2 % a úvěry nefinančním společnostem klesly o 2,8 %“. Na základě takových agregátů by spíše čekal pokles inflačních očekávání, nikoli jejich stabilizaci. Chce vysvětlit, proč je tuto větu možno brát vážně.

Nakonec má stylistický námět na zlepšení jinak již velmi přehledného textu. Na str. 15-16 se píše o vývoji průměrné mzdy, přičemž se začíná mzdou v podnikatelském sektoru, pak v nepodnikatelském, a nakonec je diskutována celková mzda. Toto pořadí by obrátil a začínal od celku.

Odpoověď SMS: SMS prezentuje GRIP po zohlednění odložení taperingu, ve kterém je skutečně bod vnějších podmínek blíže počátku.

S mediánem mezd SMS zatím přímo nepracovala, v poslední době ale jedná jednak s ČSÚ a jednak s Ministerstvem práce a sociálních věcí, aby získala podrobná mikrodatabáze v oblasti mezd. Možnost analýz bude poté ještě rozšířena. ČSÚ začal ve svých komentářích v poslední době medián mezd publikovat, v druhém čtvrtletí tam ale žádný výrazný rozdíl mezi průměrem a mediánem nebyl.

Formulace o poklesu úvěrů v eurozóně není skutečně přesná, především první část za dvojtečkou. Jde zde o nepřímou citaci výroků ECB.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

L. Lízal: Vyhodnocení situační zprávy vnímá tak, že celkově data potvrzují předchozí velkou situační zprávu. To znamená, že zde není žádné zásadní překvapení, což je dobrá zpráva. Také se celkově ukazuje, že se zatím nenaplnují identifikovaná rizika z minulé zprávy, že by oživení mohlo být pozdější. Na druhou stranu situační zpráva také současně identifikuje mírnou nutnost posunu k opět uvolněnější měnové politice. To znamená, že čelíme kombinaci naplňování naší předchozí prognózy, přičemž ta předpokládala uvolnění měnových podmínek, a současné ex post korekce, podle které by bylo potřeba uvolnit měnové podmínky ještě o trošku více.

Z tohoto pohledu je pro něj důležitou informací vývoj měnověpolitické inflace, která je oproti predikci 0,8 % nyní ve skutečnosti na úrovni 0,5 %, a to především vzhledem k vývoji regulovaných cen. Pozitivní zpráva, která mu vychází v tom, že se patrně ukončuje „poskakování po ekonomickém dně“, je pak pro něj převážena rizikem do budoucna, které představuje odchylka skutečné a měnověpolitické inflace od našeho cíle. Proto souhlasí s doporučením SMS zahájit měnové intervence a to i přes různá rizika, která mohou s tímto krokem souviset. Tím zatím končí a debatu o doporučované úrovni, na kterou by měly intervence kurz posunout, nechává na později.

E. Zamrazilová: Od minulého zasedání přišly informace o inflaci, které jdou ve směru potřeby uvolnění měnových podmínek. Na druhou stranu se zdá, že posiluje pozitivní sentiment a že se inflace posunuje do nižších poloh především díky regulovaným cenám a jejich výhledu, na které podle ní měnová politika reagovat nemá. V rámci vývoje očekávání a indikátorů spotřebitelské důvěry je pro ni důležitou informací to, že se snižují obavy domácností ze zhoršení ekonomické situace, nemění se jejich obavy přicházející z trhu práce ani obavy z finanční situace, ale toho čeho se respondenti obávají nejvíce je růst cen. Nenulová inflace je potvrzena i stabilním inflačním výhledem, ve kterém nevidíme žádné náznaky deflační tendence. Polohu inflace kolem jednoho procenta nevnímá jako ohrožení kredibility ČNB, která je podle ní vnímána obecně a nikoli symetricky. Ohrožení kredibility ČNB by naopak přicházelo se zvyšováním inflace, kde bychom dále zvyšovali nejistotu domácností a mohli je přimět k větší opatrnosti a k dalšímu omezování spotřeby, což by podle jejího názoru bylo kontraproduktivní. Ohledně tohoto se vyjádřila jasně a dosti široce již na minulém zasedání, tato svá stanoviska zde nebude opakovat a odkazuje se na záznam k tomuto jednání. Pokud neexistuje reálná hrozba déletrvající deflace, domnívá se, že nemá cenu kurz koruny uměle ovlivňovat. K tomu přistupuje nejistota spojená s kurzovou transmisí. Nadále vnímá dilema mezi nezaručenými pozitivními přínosy a nezamýšlenými negativními dopady intervencí ve prospěch ponechání současné situace, tzn. nezahajovat intervence a vyčkat na další vývoj ekonomiky.

M. Hampl: Argumenty pro využívání kurzu jako nástroje měnové politiky v této situaci poměrně dobře a v čase stále lépe shrnuje SMS. Některé argumenty proti využívání kurzu, z nichž s některými souhlasí a s některými nikoli, traktuje ve svém stanovisku poradkyně.

Bankovní rada se v minulosti již bavila o tom, jestli je použití kurzu v této situaci správnou reakcí na správný šok. Domácí poptávka je utlumená mimo jiné kvůli nejistotě a kvůli tomu, že v „národě škudlilů“ díky excesivním změnám v daních cítíme velmi utlumenou spotřebu. Při troše zobecnění lze přitom použití kurzu k uvolnění měnových podmínek vnímat jako daň na dovážené spotřební zboží. Použití kurzu zde má stejný dopad, byť jeho výnos není samozřejmě fiskální, ale mimofiskální a redistribuce bohatství probíhá jinak. Zda toto uvolnění kurzu pomůže

poptávce je velkou otázkou. Opakuje svůj friedmanovský komentář, že reakce na šok by měla být ta správná a že by neměla přicházet reakce, která je reakcí na šok jiný a která možná nový šok vytváří.

Stále platí nejistota o tom, jestli jsme "údolím smrti" již neprošli. Podle SMS nás kus toho údolí ještě čeká a pravděpodobnost toho, že ho máme už za sebou je relativně malá. Při pohledu na současnou měnověpolitickou inflaci už ale nějakou měnověpolitickou chybu máme nepochybně za sebou, s tím že pokud jsme ji udělali, bylo to minimálně před rokem a půl, ne-li dříve. Důsledky této chyby již inkasujeme a bankovní rada by měla zvážit, do jaké míry byla tato měnověpolitická chyba fatální pro českou ekonomiku i pro kredibilitu centrální banky. Takto si tuto otázku neklademe a myslí si, že bychom měli. Nicméně režimová změna může být chybou sama o sobě.

Vzhledem k tomu, že se otázka kredibility bankovní radou často diskutována, což je naprosto správné, je vhodné se podívat na vývoj inflace vzhledem k cíli v řadě nám podobných malých otevřených ekonomik, jako je Švýcarsko, Švédsko, Norsko, či Nový Zéland. Při zpětném pohledu za delší období je vidět, že všechny tyto banky jsou pod cílem nebo dokonce vykazují zápornou inflaci. Podle dostupné literatury a dostupných úvah dotčených centrálních bankéřů to přitom nevypadá, že by tento fakt znamenal, alespoň do této chvíle, naprostou ztrátu kredibility pro tyto instituce. Naopak opakovaně zaslechl, že otázku kredibility v těchto ekonomikách nikdo netrakuje. Některé fenomény přitom mohou být podobné pro ekonomiky podobného typu a měnové politiky operující v těchto ekonomikách. Existuje rovněž možnost ztráty kredibility hospodářských politik kvůli nedostatečné koordinaci operací s Ministerstvem financí. ČNB v tomto ohledu udělala, co mohla. Jistota, že dosáhneme něčeho více, je ale malá. Tento typ ztráty kredibility tak vnímá jako jedno z nutných rizik případné režimové změny. Režimová změna podle něj znamená, že budeme fixovat nejen sazby, ale i kurz, jako dvě klíčové ceny v ekonomice. To vnímá jako suboptimální a jako něco, co by mělo probíhat pouze po dobu nezbytně nutnou. Doufá, že to takto cítí všichni členové BR. Jedná se o režim, na který ekonomika ani centrální banka není zvyklá. Koneckonců zákon říká, že podporujeme otevřené tržní hospodářství a dlouhodobě systematicky regulovat obě tyto ceny je problematické.

Hlavní věc, na kterou se chtěl ve svém vystoupení soustředit, je to, že se domnívá, že ani odborné útvary ČNB ani bankovní rada, nejsou mentálně vůbec připraveny na to udělat to, co by bylo skutečně třeba udělat, pokud bychom chtěli efektivně použít kurz jako nástroj pro únik z pasti nulových úrokových sazeb. Argumentuje proč. Opakovaně se snažil přesvědčit ostatní členy bankovní rady, že používání kurzu jako nástroje metodou skrytých intervencí a skrytých a měnících se intervenčních cílů je suboptimální. Je velmi rád, že se bankovní rada od tohoto vnímání intervencí posunula a že jsme nyní o několik kroků dále. Pro něho je cesta k použití kurzu radikální změnou v tom, jak centrální banka cílující inflaci operuje.

Aby něco takového mělo rozumnou naději na úspěch, tak to podle něj znamená cestu k minimálně dočasnému cílování cenové hladiny, znamená to snahu dostat inflaci nad cíl, abychom měli jistotu, že se dostaneme nad nulu i se sazbami. Znamená to neomezený kurzový závazek, který je veřejný a od kterého centrální banka neustoupí, dokud nemá jistotu, že cenovou hladinu neposunula. Jinak samozřejmě riskuje setrvávání v tomto suboptimálním režimu po poměrně dlouhou dobu. V této své argumentaci se opírá o Svenssonovy články, které považuje za velmi inspirativní. Domnívá se, že Švédsko dosahuje příliš nízké inflace možná právě proto, že Svenssona neposlouchá. Změna operačního režimu měnové politiky je něco jako „nakopnutí“

inlace a výzva spotřebitelům "vážení přátelé, vezměte útokem obchody". Je zde nutný kredibilní závazek centrální banky vyjádřený slovy Maria Draghiho "whatever it takes" (za jakoukoli cenu), kdy se centrální banka díky použití kurzu a kurzového závazku a díky dočasnému přepnutí na cílování cenové hladiny dostaneme z pasti nulových úrokových sazeb. Je přitom nutné, aby ekonomičtí agenti centrální bance věřili, že udělá pro zvýšení cen cokoli a za jakoukoli cenu. Pro vytvoření inflační vlnky je potřeba vytvořit přiměřenou jistotu, že se veřejný kurzový závazek nebude upravovat. Samozřejmě v realitě ta jistota nikdy není úplná.

Po debatě se SMS a s bankovní radou je hluboce přesvědčený, že nejsme ve stavu, kdy bychom byli připraveni kurzový nástroj výše uvedeným způsobem použít. Nejsme v něm mentálně a to mimo jiné proto, že si nejsme jistí, jestli jsme v něm ekonomicky. Děkuje velmi za dlouhou a rozsáhlou diskusi se SMS před tímto zasedáním. Domnívá se, že SMS k optimálnímu institucionálnímu použití kurzu jako nástroje konverguje, což vyplývá z jejich návrhů za poslední situační zprávy, ale domnívá se, že tam SMS stále není. Upřímně řečeno tam není ani bankovní rada a to dokonce ani ti její členové, kteří jsou v intervenčním módu. Pro něj není použití kurzu jen pokračováním běžné měnové politiky jinými prostředky, není to jenom spojitý přechod od jednoho nástroje ke druhému. Vnímá jeho použití jako diskrétní nespojitou změnu, která s sebou nese náklady per se. Část z nich popisuje poradkyně ve svém stanovisku, část z nich nyní diskutuje bankovní rada. Aby vynaložení těchto nákladů mělo smysl, pak musíme mít jistotu, že se nacházíme v ekonomické situaci ospravedlňující použití těchto nástrojů a musíme být mentálně připraveni na jejich aplikaci způsobem "whatever it takes". Z používání kurzového nástroje se nedá utéci, nedá se za pár čtvrtletí jeho nastavení korigovat. Dokud nebudeme mít mentální jistotu, že to takto chceme udělat, pak to podle něj nemáme udělat vůbec. K přirozenému přepnutí do režimu intervencí může dojít, teprve až bude bankovní rada tuto mentální jistotu mít. O tom zda ji má nyní vyjadřuje ale velkou míru pochyb a nejistoty.

V. Tomšík: Jeho dojem je, že se asi bankovní rada na ekonomickém hodnocení situace neshodne. Nicméně nezaznamenal, že by se bankovní rada jakkoliv neshodla na tom, že by doposud používaný režim cílování inflace pro českou ekonomiku nefungoval a to i v době krize. Máme ale v současnosti problém v tom, že nemáme žádný nástroj jak inflační cíl doručit. Doposud používaný nástroj je vyřazen, protože se bankovní rada shodla na tom, že nepůjde s úrokovými sazbami do záporu, o intervencích existují rovněž velké pochybnosti. Nic lepšího ale nikdo na stůl nedal.

V rámci celkové ekonomické situace se zdá, že se možná ekonomické oživení dostavuje. Na druhou stranu ale také zaznělo, že toto oživení je v souladu s prognózou. Tato prognóza ale říká, že u celkové inflace budeme mířit na cíl po celou dobu zespodu a ani se k němu nedostaneme. Přitom měnověpolitická inflace, za kterou jsme skutečně zodpovědní, překvapivě vybočuje mimo prognózu. Připomíná těm členům bankovní rady, kteří argumentují, že se deflace neblíží, že měnověpolitická inflace dosahuje 0,5 % a náš cíl je 2 %. Obává se, že pokud se naplní v minulé prognóze komunikovaná rizika směrem dolů, pak se ocitneme v problémech s deflací u měnověpolitické inflace a u celkové inflace budeme pod dolní hranici tolerančního pásma.

Klade si otázku, v jakých částech spotřebitelského koše může v horizontu roku a půl inflace vzniknout. Pro regulované ceny, které jsou již oznámené, zejména ceny elektřiny apod., je téměř jisté, že od ledna příštího roku bude jejich inflace záporná. To nastalo pouze jedenkrát za celých 20 let historie ČNB. Ceny potravin stabilně dlouhodobě rostou 4-5% tempy, což je obsaženo v prognóze. Předstihovým ukazatelem cen potravin jsou ale ceny zemědělských výrobců, které

jsou rovněž v záporu. Neočekává tedy, že by ceny potravin dokázaly inflaci přiblížit k cíli. Korigovaná inflace bez pohonných hmot je dlouhodobě záporná kolem -5 %. Takže zbývá jediná složka, která může inflaci „zachránit“ a to jsou pohonné hmoty. U těch očekáváme mírný nárůst i přes uklidnění na světových trzích ropy. Pohonné hmoty ale ve spotřebitelském koši tvoří pouze 3,5 %, takže zdroje inflace v nejbližším období nevidí. Je přesvědčen o tom, že jsme v současnosti deflaci blíže než před půl rokem, například pokud se naplní již dříve identifikovaná rizika směrem dolů. Připomíná, že model pracuje s předpokladem, že 75 % účastníků trhu nám stále věří, že budeme akční. Pro naplnění tohoto předpokladu ale nemáme žádné jiné řešení než intervence. Při pohledu na ekonomický vývoj optikou mezery výstupu se podle něj bankovní rada shodne, že je mezera výstupu jednoznačně záporná. Můžeme diskutovat o způsobu jejího měření, mezera výstupu ale aktuálně činí minimálně -3 až -4 procentní body, kumulovaná mezera výstupu je ještě výraznější. Je tak přesvědčen, že tato ekonomika vykazuje neinflační vývoj, minimálně na horizontu prognózy. Obává se ale, že pokud se naplní rizika směrem dolů, pak se měnověpolitická inflace může propadnout do toho záporu, což by mělo působit jako spouštěč intervencí. Pokud intervence neaktivujeme nyní, tak v případě naplnění našich prognóz propásneme vhodnou periodu pro uvolnění měnových podmínek. Mnohem horší však bude, že ztratíme akceschopnost do budoucna. Zahráváme si s naší kredibilitou, protože nevíme, zda nám trh bude ještě věřit, pokud se rozhodneme použít intervence někdy v budoucnu.

Otázku úrovně cílového kurzu v tuto chvíli není připraven diskutovat, pokud se neshodneme na tom dalším kroku ohledně nástroje, kterým doručit režim inflačního cílování. M. Hampl zde dneska možná poprvé dal na stůl jiný režim, což je cílování cenové hladiny. Obává se, že toto je opravdu velký extrém, protože jak dneska i na veřejném zasedání zaznělo, můžeme se bavit o úrovni kurzu a i SMS je připravena na přestřelení. Ale není to na přepnutí režimu.

P. Řežábek: Diskuse se dnes odvíjí trochu jinak než na předchozích zasedáních, kde členové bankovní rady většinou hodnotili detaily. Je rád, že bankovní rada tento mód opustila. Bankovní rada historicky diskutovala o poptávkové a nákladové inflaci a komentovala, že pro vytváření inflačních tlaků je rozhodující poptávková inflace. Při přepnutí na kurzový režim se ale bavíme o ovlivňování nákladových cen, které jsme vždy brali jako méně efektivní pro průsaky do inflace. Jestliže se nezačne zvyšovat poptávková inflace, tak je podle jeho názoru sporné, zda je možné udržet cenovou hladinu nebo inflaci na vyšších hodnotách, nežli vychází bez přepnutí do tohoto režimu. Podívejme se na okolí České republiky. Inflace se pohybuje běžně pod 1,5 % obdobně jako u nás, naopak Velká Británie běžně dosahuje inflace nad 3 %. Nevšimnul si, že by byla zpochybňována kredibilita těchto centrálních bank. Je otázka jakou šanci máme v tomto prostředí dostat naši inflaci nad 3 % a tuto cenovou hladinu udržet. I kdyby se nám toto podařilo, pak bychom mohli vyvolat sentiment, který M. Hampl správně nazval efektem "škludlila". Ten by pak paradoxně mohl škudlit ještě více, což by mohlo nasměrovat ekonomiku zpět do recese. Na otevřeném jednání bylo zmíněno, že jestliže použijeme kurzový nástroj, tak to následně vyvolá mzdová jednání, ze kterých by měl vyplynout růst nominálních mezd 4,2 % v roce 2015. Není si jistý, jestli na tento relativně nadprůměrný růst mezd budou podniky ochotny přistoupit v okamžiku, kdy si budou „lízat rány“ a budou pracovat na svém opětovném nastartování. U státních zaměstnanců bude růst jejich mezd politickým rozhodnutím, ale i u nich vidí relativně malý prostor pro takto vysoký růst mezd. Růst mezd by mu pak chyběl do poptávkové inflace, bez které má problém vidět budoucnost vyšší inflace a ve srovnání s okolím. V rámci jednotlivých fází ekonomického cyklu je po fázi ekonomického poklesu pro obnovení udržitelné růstové trajektorie nutné splnit několik podmínek. Jednak je třeba kurzového přizpůsobení, tedy

aby česká koruna oslabila. Druhou důležitou oblastí je zdrženlivost ve mzdách, kterou ale intervenční scénář pro rok 2015 nepředpokládá. Na druhou stranu ale historicky pro období ekonomických problémů mzdová zdrženlivost vyzorovatelná je. Poslední nejdůležitější podmínkou je pak snižování i dalších nákladů v reálné ekonomice, především nákladů na energie.

V minulosti se i ze strany některých členů bankovní rady objevovala kritika postupu právě v energetické oblasti. Ta doposud v České republice neprošla svojí korekcí a prochází jí až nyní. Díky této relativně opožděné korekci přitom vidíme pokles celkové i měnověpolitické inflace a vidíme v tom zásadní problém. On osobně toto vnímá pozitivně a problém zde nevidí. Ohledně kredibility si není jistý, zda ji nevnímáme příliš sensitivně.

K. Janáček: Stejně jako 5. situační zpráva, též 6. situační zpráva hodnotí rizika jako mírně protiinflační a navrhuje opět uvolnění měnových podmínek zahájením devizových intervencí. Nicméně se chce podrobněji zabývat charakteristikou stávající situace. Ekonomická aktivita v zemích našich sousedů, tedy v Německu, Rakousku, Slovensku a Polsku, které mají 50% podíl na našich exportech, roste oproti dřívějším očekáváním rychleji, zlepšuje se rovněž její výhled. Ekonomika eurozóny roste také rychleji než očekávání ECB, což vedlo k rozhodnutí ECB nesnižovat dále své měnověpolitické sazby. V domácí ekonomice se začínají projevovat první náznaky oživení, když HDP v druhém čtvrtletí 2013 mezikvartálně rostl o 0,6 % poprvé po šesti čtvrtletích a výrazně se zmínil jeho meziroční pokles z -1,7 % na -1,3 %. Pro toto oživení bude mít zásadní význam vývoj soukromé spotřeby, která má 50% podíl na HDP. Snaha vytvářet inflační tlaky může být v této fázi oživení kontraproduktivní, protože existuje trade-off mezi růstem spotřeby a růstem cen. Náhlý nárůst inflace vyvolaný oslabením kurzu by přispěl k rychlejšímu návratu k inflačnímu cíli, současně však bude brzdit proces růstu soukromé spotřeby. Vývoj hrubé tvorby kapitálu naznačuje další pokles, nicméně zprostředkované informace z vývoje zahraničního obchodu mohou signalizovat změnu. Ve druhém čtvrtletí rostl export 2% tempem oproti předpokládanému propadu o -0,7%, rostly ale i dovozy o 0,5 % oproti předpokládanému propadu o 1,5 %. Přitom v dovozech roste podíl strojů a zařízení, což může indikovat konec omezené poptávky po investicích. Příznivě se rovněž vyvíjejí indikátory důvěry a hodnota nových zakázek, která roste 9% tempem, přičemž tento vývoj byl dán nejen zakázkami ze zahraničí (růst o 10,2 %), ale i z domácí ekonomiky (růst o 6,6 %). Ohledně inflace souhlasí s M. Hamplem a P. Řežábkem. V reakci a V. Tomšíka uvádí, že i když jediným inflačním faktorem byly korunové ceny ropy, jejich nárůst se projeví nejen v nárůstu cen pohonných hmot, ale také v cenách v dopravě a zprostředkovaně také v cenách potravin. Index cen výrobců roste, roste i potravinářská výroba, otázkou je co se stane s vývojem cen zemědělských výrobců, až odezní vliv dobré úrody. Otázkou zůstává, jaká je schopnost kurzu dále kompenzovat protiinflační rizika. Dlouhodobější příčinou slabší hladiny kurzu jsou fundamentální faktory, zejména přerušení procesu reálné konvergence, horší vývoj české ekonomiky v porovnání s okolními zeměmi. Přispívá také citelný diferenciel měnověpolitických sazeb ve srovnání s okolními zeměmi například vůči Polsku. Na druhou stranu není pravděpodobné, že by kurz sám o sobě oslaboval nad 26 CZK/EUR, autonomní potenciál kurzu pro další uvolňování měnových podmínek je zřejmě vyčerpán. Argumentem pro zahájení intervencí by mohl být základní scénář prognózy a také to, že celková inflace poklesla ke spodní hranici tolerančního pásma. Proinflační tlaky z domácí ekonomiky se neprojevují, oživení má neinflační charakter. Naopak argumentem v neprospěch intervencí, tedy ve prospěch zachování statusu quo je to, že kumulace protiinflačních rizik stále nezakládá výraznější riziko deflačně recesní spirály. Rovněž měnový vývoj nesignalizuje deflační rizika, když míra růstu peněžního agregátu M2 zrychlila na 5,1 %

meziročně a míra růstu peněžního agregátu M3 dokonce na téměř 6 %. Přes pokles inflačních indexů se inflační očekávání zdají být ukotvená, na jednoročním horizontu jsou mírně pod a na tříletém mírně nad cílem. V kontextu zkušeností z dosavadního vývoje se jeví jako významný také psychologický aspekt vnímání případných devizových intervencí trhy a domácnostmi. Při nejistotách vyvolaných krizí, častými změnami daní a podmínek je pravděpodobné, že by masivní a déle trvající intervence, která je po 11 letech od posledního intervenování zapomenuta, byla vnímána jako další nejistota, která by přispívala k další destabilizaci spotřebitelského chování. Trade-off mezi oběma variantami existuje, podle jeho názoru ale převažují argumenty spojené s lepším se makroekonomickým výhledem, která by měla přinést přirozenou normalizaci stávající situace. Jeho stanovisko tedy je nezahajovat devizové intervence.

M. Singer: Není příliš překvapivé, že se v okamžiku, kdy se potvrzuje prognóza, hodnocení jednotlivých členů bankovní rady od doby jejího projednávání příliš neposunuje. Dovoluje si nicméně některé členy bankovní rady upozornit, že své předchozí rozhodnutí zdůvodňovali tím, že mají vůči prognóze nejistoty směrem nahoru, což v dnešní debatě již nezaznělo. Prognóza se naplňuje, pokud se naplňují některá její rizika, tak jsou to ta mírnější, přičemž působí protiinflačním směrem. Jeho vlastní hodnocení je takové, že dochází k hospodářskému oživení v části Evropy, které je pomalé a křehké. Dále se prohlubují rozdíly mezi periferií a jádrem eurozóny, příčiny problémů eurozóny byly řešeny jen velmi částečně. Má-li se podívat do blízkého budoucna na základě vývoje v hegemonu eurozóny, tak nemá pocit, že očekávaný jakýkoliv silný názor bude vytvořen tak rychle, Německo čeká ne zcela snadný politický proces. Vývoj bude zatížen značnými nejistotami, veřejný dluh vyspělých zemí v eurozóně dosáhl bezprecedentní výše, v některých zemích bude teprve kulminovat. Celkové oddlužování v Evropě i v eurozóně je spíše na počátku než v pokročilejší fázi a toto oddlužování bude brzdit hospodářský růst.

Při pohledu na domácí ekonomický vývoj zdůrazňuje mzdovou zdrženlivost. V ČR existuje deficit domácí poptávky v době, kdy je čistý výsledek zahraničního obchodu historicky nejlepší. Mzdová zdrženlivost je tak podle jeho názoru v tuto chvíli jasně kontraproduktivním rysem české ekonomiky. Mzdová nezdrženlivost podobná té z roku 2005 by nám naopak velmi pomohla, protože se pohybujeme v jiné fázi ekonomického cyklu, než bylo přehřívání druhé poloviny předchozí dekády. V naplňování prognózy vidí jako příznivé to, že kdykoliv dostaneme nějaký mírně lepší údaj, tak nám ho rychle kompenzuje údaj méně příznivý. Jako zásadní riziko vidí to, že až nám model řekne, že nám hrozí deflační past, tak už v ní budeme. To je vlastnost našeho modelového aparátu.

Co se týče kredibility centrálních bank, domnívá se, že srovnávání s americkým FEDem a otázky, proč evropské centrální banky nedostaly ekonomiku zpátky na dráhu růstu, se budou objevovat stále častěji. Kumulovaná ztráta mezery výstupu začíná vypadat hrozivě nejenom u nás. Domnívá se tedy, že tuto debatu teprve budeme mít. Podobně jako u vedlejších částí Svenssonova modelu, které se věnují rizikům v rozvaze centrální banky, o kterých si myslí, že řeší „minulé války“, se nyní ukazuje, že válku o kredibilitě centrální banky vztaženou k výši jejího kapitálu v nejbližších letech nikdo nepovede. Čas oponou trhnul a situace je jiná. Souhlasí na druhou stranu s tím, že ztráta kredibility související s přepnutím do režimu intervencí může přijít rychle a bez našeho přičinění. Jako účastník debat na počátku minulé dekády na téma intervencí si pamatuje, že ztráta kredibility ČNB byla také poměrně rychlá.

Dovolí si reagovat na vystoupení M. Hampla. Změnu režimu měnové politiky můžeme a nemusíme vnímat všichni stejně. Nicméně se mu zdá, a to vidí jako velice pozitivní rys debaty minulých měsíců, že dnes se už bankovní rada mnohem víc baví o rizicích návratu do režimu bez kurzových intervencí, než o tom přepnutí se do tohoto režimu. Trh máme připravený, mentálně jsme si leccos odpracovali a posouváme se k jasné komunikaci, že z režimu intervencí budeme vystupovat, až když budeme mít skutečnou jistotu, že se do něj nebudeme za půl roku zase vracet. Toto je to pro něj docela pozitivní.

K závazku typu „whatever it takes“ navrhovaného M. Hamplem, poznamenává, že si nemyslí, že jakékoli rozhodnutí o intervencích učiní bankovní rada jiným poměrem hlasů než 4:3. Zároveň je ale přesvědčen, že všichni 4 členové bankovní rady, kteří budou pro intervence hlasovat, jsou již nyní mentálně připraveni na to, že tyto intervence budou typu „whatever it takes“. K tomuto jsou podle jeho názoru svolní i ti členové bankovní rady, kteří nakonec budou hlasovat proti intervencím. Jestli se tedy rozhodneme pro intervence, tak to bude s vědomím, že jsou to intervence „whatever it takes“. Nemyslí si tedy, že je zde takový problém jak ho vidí M. Hampl.

Celkově své hodnocení nemění, domnívá se, že se prognóza naplňuje stejně tak jako se naplňují rizika nižší inflace. Ohledně kurzu poznamenává, že by členové bankovní rady měli projevovat rozumnou zdrženlivost při generování nejistoty na trhu. Dosavadní komunikací ohledně možností intervencí se nám podle názoru jeho podařilo oslabit kurz v ekvivalentu snížení sazeb o cca 0,4 p.b.. Nevhodnou komunikací bychom přitom mohli o toto uvolnění měnových podmínek přijít.

V. Tomšík: I pokud by přijal argumentaci, že sice máme dvouprocentní inflační cíl, ale de facto se díváme na nulovou inflaci, tedy na to, jestli nám hrozí deflace nebo nikoli, pak nesouhlasí s tím, že je riziko upadnutí do deflace nízké, protože nám to model neukazuje. Připomíná, že model se chová vždy endogenně spojitě a nedokáže nespojitost předvídat. Obává se, že v realitě pozorovaná měnověpolitická inflace pouze 0,5 p. b. od deflace ukazuje, že jsme výrazně blíže deflaci, než jsme byli a než jsme v modelech předpokládali.

Naprostou souhlasí s názorem M. Hampla, že v malé otevřené ekonomice s volným pohybem kapitálu je problém fixovat dvě nominální veličiny, jako jsou úrokové sazby na nule a kurz. Nastavení režimu intervencí chápe ale tak, že na základě doporučení SMS budeme veřejně komunikovat, že chceme mít kurz poblíž nějaké průměrné hodnoty za dané čtvrtletí. Intervence chápe jako závazek „whatever it takes“, tedy že dá bankovní rada SBO mandát, aby na udržení kurzu poblíž domluvené úrovně použila jakýkoli objem prostředků. Bankovní rada se na této úrovni kurzu musí nejprve shodnout, domnívá se ale, že tato úroveň bude vždy podmíněna aktuálním stavem a prognózou v daném čtvrtletí. Pokud se vydáme cestou intervencí, pak je nepovažuje za onu „čáru do písku“, které je se třeba držet, ale předpokládá možnost změny cílovaného kurzu každé čtvrtletí. Možné náklady přepnutí do používání jiného nástroje měnové politiky nekonzistentním způsobem jsou bezesporu velké. Zároveň ale již v současnosti čelíme nákladům promarněné příležitosti, což připomněl i M. Hampl. Bankovní rada by si měla přiznat, že před rokem a půl nečinila úplně šťastně rozhodnutí, když v současnosti nenaplňujeme náš cíl. Náklady příležitosti jsme se prozatím nesnažili vyčíslit, ale víme, že v letech 1996-1998 byly tyto náklady obrovské.

Vyšší růst měnových agregátů ho nikterak nezneklidňuje, protože je v souladu s prognózou. V době nulových úrokových sazeb a snížené spotřeby je tento růst reziduální a dopočitatelný pomocí jednoduché trojčlenky.

M. Hampl: Děkuje za věcnou debatu i V. Tomšíkovi za komentáře, protože se má dojem, že se bankovní rada ve svém uvažování posouvá směrem dopředu. Pro korektnost uvádí, že není zcela pravda to co tvrdí V. Tomšík, že nikdo nepřišel s lepším návrhem. Připomíná, že SMS na začátku preferovala nějakou formu „forward guidance“, bankovní rada to tehdy odmítla. V reakci na M. Singera uvádí, že Svenssonův článek je postaven na předpokladu, že pro to aby centrální banka mohla kurzový závazek učinit, pak potřebuje mít jistotu, že ji někdo v případě jejích ztrát dokapitalizuje. Toto je přesně to omezení, kterému ČNB nečelí a možnost závazek učinit se tak naopak ještě zvětšuje. ČNB je podle jeho názoru ukázkový případ pro Hildebrandovy reporty, dle kterých je toto omezení omezením pouze do té míry, do které je ztráta centrální banky bariérou vstupu do eurozóny. Z tohoto pohledu může být dokonce ztráta ČNB vnímána pozitivně, protože umožní se vstupu do eurozóny bránit.

Srovnávání naší situace s FEDem naráží na to, že máme jiný mandát i jinou ekonomiku, jiné bilance domácností i podniků. Zatímco u jiných centrálních bank v Evropě a ve světě se v průběhu krize vedla debata o tom, co mají a nemají dělat, co udělaly špatně, tak u nás se shodou okolností tato debata téměř nevedla. Toto je naše výhoda, tato nepříjemná debata se mohla vést. Existující anti-inflation zeal (protiinflační horlivost) nám tedy vlastně pomáhá, na druhou stranu nás možná mentálně brzdí v přepnutí do jiného režimu měnové politiky. Už se smířil s tím, že v této ekonomice při existující historii nastavení nástrojů a preferencí centrální banky a faktického asymetrického vnímání cíle bude přepnutí do jiného režimu s největší pravděpodobností učiněno pozdě. Pokud ale bude učiněno pozdě, pak za to ČNB nepochybně bude kritizována méně, než kdyby ho učinila příliš brzy. Jde do značné míry o oportunismus a o explicitní vyjádření asymetrického vnímání cíle, za které se ale nestydí. Z argumentace V. Tomšíka má pocit, že tato nenaplnuje předpoklad M. Singera, že je bankovní rada připravena provést intervence způsobem „whatever it takes“. V. Tomšík je podle něj blíže režimu úprav parametrů intervencí každé čtvrtletí, zatímco jeho vlastní uvažování směřuje k tomu, že přepnutí do režimu intervencí musí být provedeno prostřednictvím přestřelení kurzu. Dokud nebude existovat přiměřená jistota o úspěšnosti režimu v ovlivnění inflace, pak není možné jeho parametry měnit. Tato změna režimu je natolik závažná, že pro ni musíme mít dostatečnou odvahu a přiměřenou jistotu, že se nacházíme v odpovídající ekonomické situaci s přihlédnutím ke kredibilitě centrální banky při jejím dosahování cílů. Za sebe je k takové změně připravený, ale bankovní rada ji musí opravdu chtít. Z probíhající debaty cítí odstíny, že toto není zcela naplněno. Nebylo by nic horšího, než kdybychom se do intervencí pustili, komunikovali je navenek a za další čtvrtletí řekli, že cíl posouváme o 40 hal., nebo pokud bychom hýbali s parametry intervencí a instruovali SBO aby nebrala všechno, intervenovala pouze přes den a ne v noci, či že je odchylka od kurzového cíle na několik dní přípustná. Poslední úvaha o odvaze je možná větší než ty ostatní.

L. Lízal: V reakci na M. Hampla uvádí, že pohled na intervence z pohledu ex post bude vždy jiný, než pohled ex ante. S tím bankovní rada nepochybně zápasí, a proto je dnešní debata dobrá. Pro něj je důvod pro provádění intervencí opačný. Domnívá se, že v okamžiku kdy ex post zjistíme, že jsme měli intervenovat, tak už bude pozdě. Z tohoto pohledu pochybuje o tom, že budeme schopni správné rozhodnutí udělat včas na to, abychom nebyli kritizováni za to, že už je

stejně zbytečné. S M. Hamplm se tedy liší v hodnocení tohoto rizika. Další věc, se kterou souhlasí, je že inflační tlaky v tuto chvíli mohou skutečně přijít pouze prostřednictvím složky energií. V tomto ohledu máme momentálně trochu štěstí v tom, že je situace na světových trzích neklidná a že se zvýšily ceny ropy. Jejich výhled směřuje ale opět směrem dolů. Z hlediska postavení české ekonomiky přitom nejde jenom o jejich přímé promítnutí, ale projevuje se zde také její 50% energetická závislost. Zaznělo, že energetická korekce v Evropě už proběhla, zde se paradoxně domnívá, že je pro nás svým způsobem štěstí, že jsme si tak špatně nastavili některé energetické politiky, které naopak vedly k růstu cen. V opačném případě bychom problémy s deflací řešili již mnohem dříve. Nicméně rizikem do budoucnosti je rychlejší pokles těchto cen, až se energetická politika bude provádět rozumnějším způsobem.

Při každé změně nastavení měnových podmínek sazbami to znamená, že existují nějací vítězové a poražení. Z dnešní debaty mu připadne, že má bankovní rada částečně problém s přepnutím do režimu intervencí, protože množina vítězů a poražených bude v tomto případě jiná než v případě standardní změny úrokových sazeb. Nicméně pořád věří tomu, že v okamžiku kdy jsme exportně orientovanou ekonomikou, musí být suma všech efektů pozitivní. Ke stanovisku poradkyně poznamenává, že se mu líbilo z hlediska provedených výpočtů, nicméně pokud si v tomto stanovisku změnil celkovou inflaci za inflaci měnověpolitickou, pak se celkový obrázek hodně změnil.

K. Janáček: Klíčové makroekonomické indikátory, které zatím produkuje model, ukazují, že meziroční průměr spotřebitelských cen na rok 2014 bude 1,5 % a na rok 2015 pak 1,8 %. Pokud jde o měnověpolitickou inflaci, ta by měla v roce 2014 činit 0,5 % a v roce 2015 pak 1,5 %. Proto se domnívá, že výstup SMS neindikuje bezprostřední ohrožení recesně deflační spirálou. Zachování statusu quo má jistou daň a to sice akceptovat delší období s nízkou inflací. Arbitrem bude příští prognóza.

P. Řežábek: Nesouhlasí s L. Lízalem ohledně jeho hodnocení energetické politiky. Ke zvýšení cen energií došlo v době, kdy se tento šok kumuloval s dalšími riziky. Přispělo to ke snížení disponibilní poptávky obyvatelstva a de facto to prohloubilo recesi. Pokud by tedy bylo došlo k přizpůsobení v rámci energetické cenové politiky, pak by se to v nákladové politice podniků projevilo odlišným způsobem a možná by recese v Evropě nebyla tak hluboká a dlouhá.

M. Singer: V rámci diskuse o Svenssonově článku se domnívá, že jeho celá část, která mluví o rizicích bilancí je vývojem překonaná. Ukázalo se, že centrální banky mohou násobit bilance dramatickým a před krizí možná nepředstavitelným způsobem, aniž by to přineslo inflační tlaky a aniž by to zatím vedlo k eskalaci rizik v ekonomikách, jejichž finanční sektory jsou dramaticky větší než rozměr reálných ekonomik. M. Hampl má pravdu v tom, že FED má oproti nám jiný mandát. Náš mandát je lexikografický, mandát FEDu nikoli, ale jinak zde není tak velká odlišnost. Promrhaný potenciál naší měnové politiky ho tak docela mrzí. To, že jsme nebyli předmětem kritiky bylo hodně ovlivněno tím, že jsme žili v období neuvěřitelně agresivního negativního vnímání činnosti vlády, která vše schytala za nás a která hrála roli „fackovacího panáka“. Do této role se možná vláda dostala vzhledem k prováděné fiskální restrikci do určité míry právem, to ale nic nemění na tom, že jsme, jak již správně poznamenal M. Hampl, v minulosti udělali chybné rozhodnutí. K možnosti pohybu cíle pro kurz poznamenává, že se nejedná o tak špatný způsob, jak vytvářet mírnou nejistotu ohledně hranice kurzu, která může překvapivě našim obchodníkům pomáhat. V podobném půlročním režimu operuje Singapurská centrální banka a nemají s ním žádný velký problém. Nesměšoval by toto ale

mikromanagementem intervencí. Je přesvědčen, že žádný z členů bankovní rady nemá ambici říkat obchodníkům, jak konkrétně mají intervence provádět a že se zde M. Hampl ocitl za hranou toho, co členy bankovní rady napadá. K diskusi ohledně dopadů energetických politik iniciované P. Řežábkem poznamenává, že recese, které čelíme, je principiálně poptávková, nabídkové šoky z cen energií se sice projevují, ale jejich dopad není tak silný. Pokud by bankovní rada nenalezla shodu v poptávkovém charakteru nedávné recese, pak by dnes odcházel po jinak velmi konsensuální a příjemné debatě poněkud rozpačitý.

E. Zamrazilová: Její názor na situaci české ekonomiky je skutečně trochu odlišný. Zaujalo jí, jak guvernér M. Singer vystihnul vazbu mezi rekordní obchodní bilancí a skromným růstem mezd. Přitom mzdy v podnikové sféře zaostávají za mzdami ve veřejné sféře. Její interpretace tohoto vývoje je přitom odlišná od obrázku, který je obsažen v situační zprávě. Recese v české ekonomice je podle jejího názoru tažena firmami pod zahraniční kontrolou. Tyto firmy, které mají v podnikové sféře kruciální podíl, jsou ziskové, vyvážejí, přitom ale málo investují a zisk si odvážejí do zahraničí. Tyto firmy sice příliš tolik nepropouštějí své zaměstnance, současně jim ale nezvyšují mzdy. Tento obrázek je pro ni naprosto konzistentní. Netvrdí, že se zde nejedná o poptávkovou recesi, ale je to situace, která je vyvolaná situací zahraničních nadnárodních společností, které pocházejí ze zemí postižených krizí. Nedomnívá se, že bychom s tímto vývojem byli schopni cokoli udělat. Proto také by se v této situaci snažila neškodit.

M. Singer: Žádá SMS do příští situační zprávy zařadit box o investicích firem z hlediska vlastnictví. Také informaci o tom, jak se firmy se zahraničním vlastnictvím podílely na propouštění a na reinvesticích.

E. Zamrazilová: Tento box by rovněž přivítala, v datech je jasně vidět, že se investice propady ve srovnání se situací před pěti lety o 25 %. U reinvestic bude možná problém v tom, že konečná čísla za rok 2012 budou dostupná až v březnu. Vnímá situaci tak, že zahraniční vlastníci nafoukli před krizí ekonomiku silně nad potenciál, a nyní probíhá korekce. Platí, zde že nic není zadarmo.

V. Tomšík: Posun ve vnímání změny režimu vidí minimálně v tom, že si bankovní rada pro tento případ odhlasovala, že tento krok musí být učiněn transparentním směrem. Toto považuje za odsouhlasené. Souhlasí s navrhovaným přístupem podle M. Hampla, kdy cíl pro kurz konzistentní s prognózou cíleně přestřelíme, abychom buď mohli dříve zvyšovat sazby, anebo abychom minimálně vyloučili to, že z intervencí vystoupíme a následně se ukáže nutnost jejich opakování. Pokud posuneme naše vnímání kurzových intervencí směrem k přestřelení cíle kurzu, je nutné se bavit o mandátu pro SBO. Zde si je ale téměř jistý, že tento mandát nebude švýcarského typu jako „tlustá čára v písku“, která se nemůže nikdy změnit. Bankovní rada u těchto nástrojů v minulosti diskutovala možnosti exitu z těchto operací, přičemž konsensus byl, že tento exit musí být typu „phase out“, tedy postupný, pomalý a konzistentní s transparentní prognózou. Vůbec tak nemá problém přistoupit k cílenému přestřelení cíle kurzu, zároveň se ale musí připustit určitá volatilita kurzu. I když máme vyjednány různé způsoby obchodování přes zahraniční kanceláře BIS, nedokáže si představit, že bychom kurz skutečně drželi s přesností na jeden haléř. I když nemá problém v přestřelování kurzu, přesto se domnívá, že po čase se o cílové úrovni kurzu stejně musíme znovu pobavit. A to po čase vnímá jako vždy po těch třech měsících při příležitosti nové projednávání prognózy.

M. Hampl: Souhlasí s tím, co říká M. Singer ohledně bilancí centrálních bank a vlivu na jejich schopnost dosahovat svých cílů. Dokonce se domnívá, že stále ještě nedošlo k maximálnímu

využití potenciálu toho, co by teoreticky centrální banky mohly dělat. Upozorňuje ale na to, že naše zkušenost s tím, že centrální banka může žít se ztrátou po poměrně dlouhou dobu a že jí tato její ztráta nijak neomezuje v operabilitě, je možná až velmi nebezpečná. V této souvislosti uvádí nedávné návrhy Ch. Wyplosze, dle kterých by všechny dluhy měly být pohřbeny v ECB a mělo by se potom začít od znova. Centrální banka je zde tedy vnímána jako konečná stanice („end game“) všeho zadlužování v ekonomice. Chce, aby bylo zaznamenáno, že toto není způsob uvažování, který by chtěl podporovat.

Asymetrie v hodnocení vlády a centrální banky je do značné míry definiční. Vládu lze ve volbách odvolat, centrální banku nikoli. Zároveň jsme nezažili žádnou finanční krizi, přičemž centrální banka je většinou kritizována více za dohledové věci, než za její měnovou politiku.

Argumenty V. Tomšíka vnímá jako zajímavé, má přitom pocit, že by bankovní rada měla iniciovat seminář a či měnověpolitickou debatu o tom, co každý z členů bankovní rady vidí jako optimální strategii. Pokud bychom změnu režimu připustili, pak by jako optimální strategii vnímal tak, že SBO bude mít mandát držet „čáru v písku“, a bankovní rada bude měnověpoliticky vyhodnocovat, v jakém okamžiku již bude mít přiměřenou jistotu, že je s inflací dostatečně nahoře a že může od intervencí upustit. Toto ale vnímá jako dočasné přepnutí do cílování cenové hladiny, i když bychom to tak nechtěli nazvat. Nejde zde přitom o haléře či o jednotlivé obchody, na které SBO nedosáhne.

M. Singer: Zdá se mu, že si bankovní rada může vydebatovat i tento detail, byť u něj necítí tak silnou věcnou neshodu. Asi by měl určitý problém souhlasit s M. Hamplem, že navrhovaný režim lze označit jako režim cílování cenové hladiny, vnímal by ho spíše jako cílování jistoty inerce inflace po dostatečně dlouhou dobu. Tato debata mu ale trochu připomíná dřívější debaty, jestli máme bodový inflační cíl s tolerančním pásmem nebo jestli cílujeme toleranční pásmo, jejichž praktická hodnota mu připadla dosti nízká.

III. Úkoly

Bankovní rada ukládá řediteli sekce měnové a statistiky p. Holubovi do příští situační zprávy zařadit box o investicích firem z hlediska vlastnictví a o tom, jak se firmy se zahraničním vlastnictvím podílely na propouštění zaměstnanců a na reinvesticích.

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 Hlaváček, poradce bankovní rady