

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 7. listopadu 2013**

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

### **I. Diskuze navazující na prezentaci 7. situační zprávy**

**M. Singer:** Nejdříve jedna poznámka. Oba boxy v situační zprávě (dále jen SZ) jsou zajímavé, přestože jeden z nich jen ukázal, že neexistuje dostatek údajů a potvrdil všeobecnou intuici, že ceny energií v Evropě nebudou tak nízké jako v USA.

**M. Singer** (v diskuzi o míře úspor a trhu práce): V SZ (str. 13) není vysvětleno, proč by mělo dojít ke snížení míry úspor. S tím je trochu nekonzistentní, že SZ (str. 46) vyjadřuje skepsi ohledně možnosti vyššího nárůstu mezd.

*Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Pokles míry úspor ze zvýšené úrovně v roce 2012 je již pozorovatelný. SMS nepredikuje přímo míru úspor, ale ze složek disponibilního důchodu je patrné, že zdroje nejsou výrazné, zatímco spotřeba je v současnosti vyšší. Některé indikátory sentimentu rovněž potvrzují, že tato tendence může pokračovat.*

**M. Singer** (v diskuzi o míře úspor a trhu práce): Domácnosti tedy budou utrácet stejně z nižšího příjmu. Možná by to bylo dobré v textu vyjasnit. V SZ (str. 12) je také uvedeno, že obecná míra nezaměstnanosti bude postupně narůstat až k 7,7 % v 3. Q 2014 a okolo této hodnoty se bude pohybovat až do poloviny roku 2015, kdy začne jen pozvolna klesat. Dále je zde uvedeno, že od počátku příštího roku tempo meziročního růstu mezd a platů zřetelně zrychlí, jak ve vazbě na odeznění vlivu optimalizace, tak v důsledku oživení na trhu práce. Není tedy jasné, zda trh práce by měl oživit na začátku roku 2014 nebo až v polovině roku 2015.

**L. Lízal** (v diskuzi o míře úspor a trhu práce): SZ předpokládá, že v následujících letech bude ekonomické oživení, ale míra nezaměstnanosti půjde nahoru. Toto jde zcela proti intuici a v textu SZ není dostatečně vysvětlení.

*Odpověď SMS: Interpretace by mohla být taková, že v roce 2012 došlo pod vlivem opatrnostních motivů k růstu úspor. Aktuálně je pozorován zlepšený sentiment spotřebitelů, který spotřebu posunuje ke své původní úrovni. Na horizontu prognózy je pak patrné, že se příjem začne oživovat rychleji než spotřeba a proto míra úspor lehce poroste. V textu bude vyjasněno.*

*V současné situaci poskytuje nejspolehlivější obrázek počet zaměstnanců přepočtený na plné úvazky. Míry nezaměstnanosti jsou příliš ovlivněny vstupem osob na trh práce a výstupem z něho. Přestože na prognóze dochází k oživení tohoto přepočteného počtu, počet zaměstnanců zpomaluje. Nárůst je tedy způsoben jen opětovným zvýšením průměrných úvazků. U obecné míry nezaměstnanosti se k tomu přidává ještě růst pracovní síly, tj. bylo by třeba silnějšího nárůstu počtu zaměstnanců, aby obecná míra nezaměstnanosti nerostla. Přidává se zde i strukturální faktor, že se zpožďuje věk odchodu do důchodů. V textu bude vyjasněno.*

*K předpokladu růstu mezd je třeba dodat, že aktuální úroveň je velmi utlumená a dochází k postupnému zrychlování odrážející oživení ekonomické aktivity. Nejde tak ani o skepsi, ale o zrychlení z aktuálního cca 1 % až na 3 %.*

**M. Singer:** V komentáři k výsledkům podnikům (str. 56) je konstatováno, že provozní výsledky kompenzují výsledky finanční, které oslabily. Jaký je důvod pro oslabení finančních výsledků podniků?

*Odpověď SMS: Bude ověřeno a zasláno, co stojí za tímto poklesem.*

**M. Singer** (v diskuzi o vývoji investic a zásob): K vývoji hrubé tvorby kapitálu, resp. zásob (str. 14), je uvedeno, že v příštím roce se očekává částečné obnovení zásob z jejich aktuální velmi nízké úrovně. Jaký byl důvod pro pokles zásob na tak nízkou úroveň? Zatímco na počátku krize zásoby nepochybně sloužily k získání hotovosti, dnes je situace jiná. Může to být dáno skutečností, že podniky jsou mimořádně skeptické?

*Odpověď SMS: Vývoj zásob souvisí s předzásobením cigaret v loňském roce. I v současnosti se ještě vyprodávají zásoby a proto se v 1. polovině 2013 prakticky nevyrábělo na sklad. Pokles zásob ale také souvisí s ne příliš příznivým vývojem v oblasti nefinančních podniků v prvním pololetí 2013. Jak je patrné i z kapitoly o ekonomických výsledcích nefinančních podniků, výkonová spotřeba se snižuje rychleji než výkony a dochází tak k optimalizaci stavu zásob. Ze šetření je patrné, že podniky v 2. polovině roku 2013 již očekávají ekonomické oživení a tak i mírný nárůst zásob.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o vývoji investic a zásob): SZ očekává (str. 14), že v příštím roce dojde k částečnému obnovení zásob z jejich aktuálně velmi nízké úrovně. Hrubá tvorba kapitálu, tj. zásoby i investice, jsou přitom v letošním roce jediná složka, která táhne HDP dolů. V prezentaci na odpolední tiskovou konferenci je uvedeno, že spotřeba domácnosti poroste o 0,4 %, spotřeba vlády o 1 % a čisté vývozy rovněž přispějí kladně k růstu HDP. Jde ale o hypotetický scénář, který je podmíněn zápornými úrokovými sazbami. Jaký lze očekávat vývoj investic a zásob, kdyby došlo ke schválení intervenčního scénáře? Došlo by spíše k rychlému předzásobení, než se oslabený kurz promítne do dovozních cen? Protože do zásob patří i polotovary, bylo by možno očekávat jejich nárůst?

*Odpověď SMS: Pravděpodobný vliv intervencí na zásoby je pozitivní, ale hlavní dopad do reálného HDP jde skrze čistý vývoz. Čistý vývoz se zvyšuje prakticky ve stejném řádu jako celkový HDP. U investic působí dvě protisměrné síly, tj. roste vývoz, ale zároveň dochází k jejich zdražení, protože velká část investic je dovážena.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o vývoji investic a zásob): Alternativní scénář předpokládá, že slabší kurz podpoří vývoz, konkurenceschopnost a posléze i ochotu investovat. Vliv slušné exportní výkonnosti do investic a tvorby pracovních míst zatím ale není patrný. Důležitým faktorem tohoto vývoje je nepochybně poměrně vysoká nejistota. Táže se, zda umělé a dočasné oslabení kurzu nemůže na podnikatele působit jako nárůst nejistoty do budoucna, a to především z důvodu možné korekce kurzu po ukončení intervencí. Nevytváří se tak další zdroje nejistoty, které by mohly realitu odchýlit od našich scénářů?

*Odpověď SMS: Lze souhlasit, že aktuálně slabé investice jsou důsledek vysoké nejistoty. K tomu ještě před nedávnem přispívala tak slabá zahraniční poptávka. Ta sice postupně ožívuje, ale nelze očekávat bezprostřední investiční vlnu.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o vývoji investic a zásob): Investice jsou slabé posledních pět let, a to i v dobách, kdy vývoz silně narůstal, což se také neprojevovalo v nárůstu pracovních míst. Celkové investiční prostředí bylo taženo nejistotou, a proto si není jistá, že zvýšená nejistota, která bude důsledkem intervenčního scénáře, povede k nárůstu investic.

*Odpověď SMS: ČNB je schopna podnikovému sektoru ukázat kredibilní vývoj kurzu, HDP a inflace, jen pokud bude jednat. V případě pasivity měnové politiky podnikový sektor dostane pouze scénář, jakým se vývoj určitě ubírat nebude. K útlumu celkových investic v minulém období přispěly i vládní investice, které s kurzovým vývojem bezprostředně svázané nejsou.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o vývoji investic a zásob): Děkuje za box o přímých zahraničních investicích (na str. 39). Táže se, zda data za rok 2012, vybízející k mírnému optimismu, jsou již definitivní. Příznivý obrázek byl viditelný v tomto období již v minulém roce a posléze došlo k výrazné revizi směrem dolů.

*Odpověď SMS: V poznámce je uvedeno, že tato data jsou předběžná. Loni skutečně došlo k výrazné revizi. Tedy ze současných dat výrazný náznak oživení zahraničních investic vyvozovat nelze.*

**M. Singer:** Ztotožňuje se s několika otázkami poradce. Obecně si cení toho, že přestože se stanoviska mezi poradci liší, stanoviska jsou jasná. Táže se, jaký vývoj reálné spotřeby vlády očekává SZ, resp. zda je očekáváno rozpočtové provizorium. Dále žádá odpověď na dotaz o silném přelévání kurzu do ostatních okruhů. Lze skutečně implikovat, že pokud by loni koruna nebyla verbálně oslabena, tak by dnes inflace byla řádově o 1 p. b. nižší?

**L. Lízal:** Připojuje se k dotazu M. Singera, zda vývoj veřejných financí bere v úvahu rozpočtové provizorium či nikoliv.

*Odpověď SMS: Prognóza je založena na platné legislativě, tj. rozpočtové provizorium se nepředpokládá. Na straně příjmů jsou zapracovány věci, které jsou již schváleny nebo jsou blízko schválení. Na straně výdajů je předpoklad spojitého vývoje, tj. že trendy ve spotřebě vlády a jejich jednotlivých položek a hrubých fixních investic budou pokračovat. Provizorium se v tuto chvíli nedá vyloučit, ale ani potvrdit. Dopad provizoria by ale byl, i přes komentáře v médiích, poměrně zanedbatelný. V případě neschválení rozpočtu na příští rok, by se z hlediska výdajů postupovalo dle schváleného rozpočtu na rok 2013. Svazující je přitom pouze objem výdajů, nikoliv však jejich struktura. Rozpočet na rok 2013 počítá s výdaji ve výši 1180 mld. Kč, zatímco plánovaný rozpočet na rok 2014 s 1211 mld. Kč, tedy rozdíl činní pouze 30 mld. Kč za rok, tj. 2,5 mld. Kč na měsíc. Ministr financí má po zohlednění mandatorní povahy některých výdajů možnost ve spolupráci se správci jednotlivých kapitol řídit v rámci roku výdajovou stranu tak, aby omezení provizoria vyhověl. Omezení by ale nebylo nijak svazující především v první polovině roku, kdy investiční aktivita je ze sezónních důvodů nižší. Tyto úvahy jsou ale nad rámec aktuální prognózy, která počítá se spojitým vývojem.*

*K dotazu o velikosti průsaku kurzu se odkazuje na přílohu dřívějšího měnověpolitického doporučení (dále jen MPD), která ukazovala, že na nulové hranici sazeb v modelu g3 síla*

*přenosu kurzového šoku narůstá, protože zde není kompenzující role měnové politiky. Ta jinak reaguje na depreciační šok zvyšováním úrokových sazeb a vývoj kurzu obrací. V případě alternativního scénáře jde o kurzový šok dlouhodobější, když přítomnost na trhu se předpokládá výrazně delší než jedno čtvrtletí. Toto posouvá trajektorii kurzu na slabší hodnoty na více čtvrtletí, nedochází naopak ke zvýšení měnověpolitických sazeb, a v důsledku těchto faktorů dochází k poklesu reálných úrokových sazeb. Toto je tedy popis mechanismu, který v rámci modelu transmise kurzového šoku zesiluje, ale není možno to empiricky ověřit.*

*SMS si dokáže představit, že by dnes celková inflace mohla být poblíž nuly a měnověpolitická inflace v hluboko v záporu.*

*Poradce B. Vašíček: Žádá o komentář SMS k časové dimenzi průsaku kurzu. Je překvapen, že již za půl roku by mělo dojít k výraznému nárůstu celkové inflace. Toto zřejmě nemůže být důsledek delší přítomnosti na trhu, která nebude patrná okamžitě. Intervenční scénář v SZ ale předpokládá relativně malé znehodnocení koruny v tomto čtvrtletí, a výrazný dopad na inflaci již za půl roku.*

*Odpověď SMS: Délka transmise kurzového šoku odpovídá výsledkům standardních analýz průsaku kurzu, tj. velká část průsaku do cen se odehraje v období od 3 do 6 měsíců. Průměr na toto čtvrtletí již intervence nedokáže více posunout, protože půl čtvrtletí již uběhlo. Nicméně pokud BR intervenční scénář schválí, úroveň kurzu dosáhne cílové hodnoty 27 CZK/EUR prakticky okamžitě. Rychlost průsaku je tedy standardní, jde spíše o jeho zesílení než o jeho zrychlení.*

**M. Singer** (v diskuzi o různých scénářích měnové politiky): Ocenil, že MPD přináší i jiné experimenty kromě scénáře, kdy trhy věří, že ČNB se po období nečinnosti vrátí k cílování inflace.

**V. Tomšík** (v diskuzi o různých scénářích měnové politiky): Při čtení této situační zprávy měl pocit, že spíše než nejlepší znalost o vývoji v budoucnu, popisuje tato SZ pouze modelový výstup prognózy. Je to dáno tím, že prognóza je podmíněna zápornými úrokovými sazbami. MPD je tedy více relevantní než SZ. Oceňuje, že zde SMS spolu se Sekcí bankovních obchodů (dále jen SBO) a Samostatným odborem komunikace (dále jen SAOK) připravila více variant včetně následné komunikace. U měnověpolitického experimentu je ponechána repo sazba na technické nule, což mimo jiné vede k silnějšímu kurzu koruny, než implikuje základní scénář prognózy. Výsledkem tohoto experimentu je, že celková inflace zůstává záporná po celé první pololetí roku 2014, tj. že současný pokles cen bude pokračovat až do 1. Q 2014 a deflace pak ještě nějakou dobu setrvá. Táže se na pravděpodobnost, že by deflace mohla trvat celého půl roku. Požaduje rovněž vysvětlení, zda prezentovaná ztráta se týká nominálního či reálného HDP.

*Odpověď SMS: V grafu popisujícím rozklad inflačních tlaků je patrné, že dojde k poklesu inflace do záporných hodnot. V případě měnověpolitické inflace je deflace na počátku příštího roku prakticky jistá. Ve scénáři pasivní měnové politiky nejen, že déle přetrvává protiinflační působení domácí ekonomiky, ale jediný faktor současné inflace, tj. vývoj dovozních cen, zde již není. V případě HDP se jedná o reálné HDP.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o různých scénářích měnové politiky): Intervenční scénář předpokládá, že kurz zůstane na vyšší hladině, než je jeho aktuální hodnota. Nakolik je pravděpodobné, že se

tohoto podání dlouhodobě dosáhnout? Co by se stalo, kdyby kurz opět posílil až na aktuální hladinu a dále aprecioval? Budou finanční trhy akceptovat, že kurz zůstane na vyšší hladině než je ta aktuální, zvláště s ohledem na svůj dlouhodobý apreciační trend? Jaké by toto možné posílení kurzu mělo dopad na inflaci a nehrozil by opět návrat do dnešní situace, tj. zahájení dalších intervencí? Jaký by byl dopad do reálných mezd, u nichž je již dnes patrné přehodnocení směrem dolů.

*Odpoověď SMS: Slabší hladina kurzu na delším konci odráží skutečnost, že kurz bude oslabován po dostatečně dlouhou dobu, aby jeho slabší hodnota stačila přes kaskádu nominálních rigidit „proublát“ do vyšší cenové hladiny. Reálný kurz se v logice dlouhodobé neutrality měnové politiky bude vracet na svoji dlouhodobou rovnovážnou úroveň, ale nominální kurz zůstane slabší, protože mezitím do cenové hladiny „proublá“ původní perioda oslabeného kurzu. Kurz na dlouhém konci reflektuje předpokládanou velikost dlouhodobého průsaku.*

**M. Singer** (v diskuzi o různých scénářích měnové politiky): Jinak řečeno, v situaci, kdy dojde k ukončení intervencí a k prvnímu zvýšení sazeb, tak budou z důvodu vyšší inflace měnové podmínky nadále oslabeny, resp. reálný úrok bude nadále záporný.

**P. Řežábek** (v diskuzi o různých scénářích měnové politiky): Kurz má ale více aspektů, např. zahraniční obchod. Jak by byl ovlivněn zahraniční obchod apreciací kurzu v důsledku ukončení intervencí? Nejde jen o nejbližší období, ale třeba rok 2015.

*Odpoověď SMS: Mandát pro SBO musí být vzhledem k úkolu oslabit kurz na zvolenou cílovou hladinu neomezený. Je třeba ale připomenout, že kurzový scénář v SZ je založen na předpokladu, že po ukončení intervencí nedojde k dramatické reakci trhu, např. že kurz posílí o 2 CZK/EUR.*

**M. Singer** (v diskuzi o různých scénářích měnové politiky): Režim intervencí může být opuštěn až tehdy, kdy bude existovat velká jistota, že jeho ukončení je trvalé.

**P. Řežábek** (v diskuzi o různých scénářích měnové politiky): Je překvapen trajektorií HDP v kurzovém scénáři. Bylo uvedeno, že intervence mají nejdříve pozitivní efekt, ale v delším horizontu se HDP dostává na zcela stejné hodnoty. Proto by bylo asi vhodné říci, že krátkodobý efekt na výstup je pozitivní, dále negativní a celkový výsledek se nezmění.

**M. Singer** (v diskuzi o různých scénářích měnové politiky): Připomíná, že jde o kumulaci růstů HDP v čase, takže je třeba porovnat plochy pod časovou řadou HDP.

**P. Řežábek** (v diskuzi o různých scénářích měnové politiky): Porovnání ploch odpovídajících prvotnímu nárůstu HDP a jeho následnému poklesu celkový pozitivní efekt intervencí na HDP nenaznačuje.

*Odpoověď SMS: Za výsledkem stojí předpoklad dlouhodobé neutrality měnové politiky. V dlouhém období reálné HDP ovlivnit nelze, ale časový integrál HDP v intervenčním scénáři je o 46, resp. 60 mld. Kč větší než u scénáře základního, resp. měnověpolitického experimentu. Jinak řečeno, budou vytvořeny hodnoty, které by jinak nevznikly, ale dlouhodobě se vrátíme do rovnovážného stavu.*

**K. Janáček** (v diskuzi o různých scénářích měnové politiky): Táže se, na čem se zakládá tvrzení v SZ (str. 22), že přestože vlivem nárůstu dovozních cen dojde k nižší koupěschopnosti domácností, tak jejich poptávka bude ve zvýšené míře přesměrována k domácímu zboží a službám. Má SMS nějaká „tvrdá“ data o vysoké míře substituce zahraničního zboží a služeb domácími službami a zbožím či jde jen o hypotetickou úvahu?

*Odpověď SMS: Data o substituci domácího se zahraničním zbožím k dispozici nejsou. Protože oslabení koruny bude výrazné, jistou substituci lze nepochybně očekávat, i když nelze předem potvrdit její velikost. Jde tedy sice o hypotézu, která ale za sebou má jasné ekonomické odůvodnění. Navíc substituce mezi zahraničním a domácím zbožím představuje spíše jen doplňkový transmisní kanál. Nejsilněji působí cenová konkurenceschopnost a reálné úrokové sazby, tj. intratemporální substituce. Lze uvést příklad sklenářského a keramického sektoru, který využívá domácích zdrojů a výrazně vyváží.*

**K. Janáček:** Dle nové prognózy má růst peněžního agregátu M2 postupně zpomalit na 4,4 % (str. 49), zatímco v průběhu roku 2013 růst M2 zrychloval, a to i oproti prognóze (str. 48). Jako důvod je uveden růst podnikových vkladů. SZ zároveň uvádí, že výraznější nárůst investic do fixního kapitálu lze očekávat až od 2. poloviny příštího roku, což je velmi realistické. Je ale třeba upozornit, že zejména velké a střední podniky financují nemalou část investic ze svého cash flow. U některých, např. Škoda Auto, je to dokonce „firemním zákonem“. Lze tedy očekávat, že podnikové úspory i vzhledem k postupně se zlepšující finanční situaci v posledním čtvrtletí 2013 porostou a budou působit na dynamiku agregátů M2 a M3 i ve zbytku tohoto roku.

*Odpověď SMS: Hypotéza, že bude pokračovat tvorba podnikových úspor, což je patrné na růstu podnikových vkladů, může být pravdivá. Bylo pravděpodobně vytvořeno poměrně hodně likvidních prostředků, jak v podnikovém sektoru, tak i v sektoru domácností, což vedlo k velkému propadu rychlosti obratu peněz. Všechny indikátory měřící přiměřenost peněžní zásoby k aktuální situaci ekonomiky ukazují, že likvidity je v ekonomice nadbytek. Z toho plyne, že postupně se zrychlující ekonomický růst (v základním scénáři) bude obsluhován stávajícími peněžními zůstatky bez nutnosti jejich zvyšování, čímž se postupně bude zmírňovat pokles rychlosti obratu peněz a posléze dojde k jeho nárůstu. Které čtvrtletí bude zlomové nelze přesně predikovat. Je třeba rovněž připomenout, že prognóza vzniká na základě odhadu agregátní poptávky po penězích, nikoliv poptávky sektorové. Tedy nelze se vymezovat vůči údajům jen pro podnikový sektor.*

**K. Janáček** (v diskuzi o kredibilitě): Ke stanovisku poradce (str. 2) se táže, proč poradce považuje dlouhodobější podstřelování inflačního cíle a možnost, že na začátku roku 2014 se bude po několik měsíců inflace pohybovat v negativních hodnotách, za významné ohrožení kredibility ČNB, když podobná situace v minulosti při vyšší nominální hodnotě cíle tuto kredibilitu nikterak nepoškodila.

**L. Lízal** (v diskuzi o kredibilitě): Dotaz již SMS avizoval. Táže se, jestli někdy v minulosti prognóza naznačovala, že měnověpolitická i celková inflace poklesnou až do záporných hodnot, a jaká byla situace sazeb. S tím souvisí také dotaz, do jaké míry je v měnověpolitickém experimentu vývoj inflace na konci roku 2014, resp. začátku 2015, tažen dlouhodobými rovnovážnými vztahy. Lze tedy spíše věřit kratšímu či delšímu horizontu prognózy?

*Odpověď SMS: Děkuje L. Lízalovi, že tento dotaz zaslal předem, protože jinak by na něj nebylo možno přímo odpovědět. V minulosti nastaly dva případy, kdy byla prognózována lehce záporná měnověpolitická inflace. První případ se týká 1. SZ 2003, kdy byla prognózována negativní jak celková, tak i měnověpolitická inflace, protože byly identické. Druhý případ nastal v 7. SZ 2009, tj. přesně před 4 lety, což někteří z nás mají ještě v paměti. Tehdy prognóza předpovídala pokles měnověpolitické inflace přibližně na čtvrtletí do lehce záporných hodnot. Prognóza implikovala potřebu výrazného snížení repo sazby, kterou SMS doporučovala v rozsahu 0,25 p.b. MPD přitom konstatovalo, že nutnost snížení je evidentní a debata by měla být pouze o jeho velikosti. Bankovní rada na listopadovém zasedání 2009 poměrem hlasů 4:3 doporučení SMS neschválila. Na prosincovém zasedání se poměr změnil a došlo ke snížení. Se zpětným pohledem bylo vyhodnoceno, že měnová politika měla být ještě uvolněnější. Nicméně z pohledu kredibility je důležité, že měnová politika měla stále k dispozici úrokový nástroj a stále, byť se zpožděním, byla aktivní. V prosinci 2009 byly sníženy sazby z 1,25 % na 1 % a objevily se i úvahy, zda by nebylo vhodné začít používat i nějaké nástroje nekonvenční. Stále tedy byl prostor pro akci, která by mohla podpořit kredibilitu inflačního cíle. Podobně v roce 2003, kdy předtím došlo k poměrně dlouhé intervenci, se podařilo otočit kurzový vývoj, stejně tak byly poměrně agresivně snižovány úrokové sazby. Z hlediska kredibility je tedy rozdíl, zda inflace se dostane lehce pod nulu, ale měnová politika je schopna demonstrovat, že se snaží, aby se inflace ze záporných hodnot dostala na cíl. V současnosti již dlouhou dobu komunikujeme potřebu uvolňovat a žádnou akci jsme reálně neprovedli. Docela zajímavý je i vývoj inflačních očekávání, který je již komentován v SZ i stanovisku poradce. Očekávání analytiků finančního trhu v ročním horizontu klesla v posledním (říjnovém) šetření na historicky nejnižší úroveň 1,4 %. Když se toto promítne do reálných ex-ante úrokových sazeb tříměsíčního PRIBORu, je patrné, že od loňského listopadu, kdy byly sazby sníženy na nulu, se úroková složka měnových podmínek kontinuálně zpřísňuje. To tedy může být kompenzováno složkou kurzovou. Rovněž tak u očekávání domácností měřených Evropskou komisí (jde o kvalitativní indikátor) je poměrně jasný sestupný trend a ten navíc v posledním měsíci zřetelně zesílil a tento indikátor dosahuje historických minim.*

**K. Janáček** (v diskuzi o kredibilitě): Odpověď poradce není třeba, souhlasí-li s odpovědí SMS.

**M. Singer** (v diskuzi o kredibilitě): Bez ohledu na to, jestli s předchozí interpretací SMS souhlasíme, odpověď je jasná.

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o kredibilitě): Táže se SBO, jaké existují záruky, že se v režimu devizových intervencí podaří udržet kurz oslabený po potřebnou dobu, především s ohledem na možnost spekulace ze strany velkých hráčů. Zamýšlela se SBO nad strategií ukončení intervencí? Jak ukazuje i současná diskuze ve FEDu, že je patrně jednodušší na trh vstoupit, než se z něj stáhnout. Je důležité mít představu o tom, co bude uměle ovlivněný kurz dělat poté, až jeho ovlivňování skončí. Jak zajistit, aby se pak choval podle tržních fundamentů? Táže se, zda intervence nemohou ohrozit naši kredibilitu a zda existovala nějaká úvaha o tom, kam až mohou narůst devizové rezervy. Dotazuje se, zda existuje povědomí o aktivitách centrální banky Polska, které lze označit jako signální intervence v malých objemech.

*Odpověď SBO: S ohledem na asymetrický mandát je zárukou udržení kurzu na cílové hodnotě ochota stále nakupovat devizy. Nejvíce by oslabilo naši kredibilitu, kdyby v průběhu intervencí*

*došlo ke změně názoru. Jinak není možné, že by někdo mohl ČNB „přetlačit“. Nárůst devizových rezerv je těžké odhadnout, ale tyto úvahy probíhaly.*

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o kredibilitě): Stav devizových rezerv je ale publikován, a pokud dojde k jejich výraznému nárůstu, může to mít dopad na naši reputaci, i pokud inflace bude blízko cíle.

**M. Singer** (v diskuzi o kredibilitě): Je poučné se podívat, co se stalo s kredibilitou FEDu, Bank of England nebo ECB v důsledku nákupů aktiv. Jak se zdá, byly původní úvahy o ztrátě kredibility mylné. Největší kredibilitě se těší FED, vůči kterému se všichni nejvíce vymezovali. FED byl schopen dostat americkou ekonomiku do stavu, kdy její dlouhodobý ekonomický výhled vypadá lépe než v jiných zemích a podstatně lépe než tomu bylo před třemi lety.

**E. Zamrazilová** (v diskuzi o kredibilitě): Kredibilita FEDu je nepochybně podmíněna skutečností, že jde o vydavatele světové rezervní měny a ve vztahu mezi dlužníkem a věřitelem panuje „těsné smrtelné oběti“, což je podstatně jiná situace, než v jaké se nachází ČNB.

*Odpověď SBO: S ohledem na strategii ukončení intervencí SBO přispěla do manuálu Proces tvorby, implementace a komunikace měnové politiky při používání měnového kurzu. V tuto chvíli ji SBO neumí popsat lépe. Odkazuje se na vyjádření SMS, že dojde k situaci, kdy bude možno upravovat úrokové sazby a zároveň to koordinovat s postupným opouštěním trhu. Pokud bude zachována flexibilita kurzového cíle, tak ukončení intervencí může být značně usnadněno.*

*Odpověď SMS: Z běžného monitoringu není patrné, že by u Polské národní banky existoval nějaký měnověpolitický motiv.*

*Odpověď SBO: Tato situace v Polsku rovněž není známa. Takové opatření by v případě ČNB nic neřešilo, protože nejde o to „ukazovat svaly“, ale použít kurz jako parametr inflačního cíle.*

**M. Hampl:** Naváže na dotaz V. Tomšíka o realističnosti základního scénáře. Odkazuje se na srovnání 5. a 7. SZ (str. 1). Dle základního scénáře 7. SZ by se implikovaná tržní sazba v průběhu roku 2014 měla zvýšit o 1 p. b., tj. z -0,5 % v 1. Q 2014 na 0,5 % ve 4. Q 2014. Toto při konstantní rizikové přírážce znamená čtyři zvýšení repo sazby během jednoho roku. Oproti tomu 5. SZ implikovala, že během roku 2014 sazby zůstanou konstantní. K této změně navíc dochází při nižší očekávané inflaci i HDP. Lze toto nějak vysvětlit?

*Odpověď SMS: Prognóza inflace na rok 2014 je tlačena dolů regulovanými cenami. Naopak pro rok 2015 se předpokládá, že regulované ceny se vrátí k podobné dynamice, jakou měly v minulé prognóze. Na tomto delším horizontu rovněž postupně vyprchává efekt počátečních podmínek a směrem k vyšší inflaci působí rovněž lehce vyšší výhled sazeb v zahraničí (i když se dnes již spíše mluví o tom, že ECB by mohla přistoupit k dalšímu kolu LTRO a snížení základní sazby). V prognóze tedy sazby musí v průběhu roku 2014 postupně vystoupat na hladiny, které pro rok 2015 determinují výše zmíněné faktory.*

*Z měnového hlediska lze rovněž dodat interpretaci, že dosažení nulového omezení sazeb je čím dál tím více svazující a díky tomu se měnová politika dostává stále více „behind the curve“. Tedy prognóza musí vždy „startovat“ z výchozí hodnoty 0,05 % a oslabení, kterého je třeba na jistou dobu dosáhnout, je dosaženo výrazným poklesem sazeb v krátkém horizontu. Nicméně protože na horizontu měnové politiky se veličiny vrací k rovnovážným hodnotám, tak dochází k nárůstu sazeb. Jde tedy o to, že s ohledem na dřívější prognózy by měly být počáteční sazby již záporné,*



*ale nejsou, a současná prognóza musí startovat z hodnoty 0,05 %. Výrazné snížení sazeb na počátku pak v modelu dosáhne potřebného uvolnění, a inflace se následně dostává na cíl. Protože dle modelu bude v té době i ekonomika již ve fázi oživení, takže sazby mohou jít zpět ke své neutrální úrovni.*

**M. Hampl:** Rozumí tomuto vysvětlení, ale jde o vysvětlení velmi technické, a málo ekonomické.  
*Odpověď SMS: Pokud bychom následovali doporučení modelu již před půl rokem, tak sazby by už dnes musely být záporné.*

**M. Hampl:** 5. SZ ale nepředpokládala výrazně odlišnou počáteční situaci než 7. SZ. Zatímco 5. SZ implikovala na rok 2014 snížení sazeb o 0,1 p. b., tak 7. SZ implikuje krátkodobý pokles sazeb mnohonásobně větší. Tedy jediné možné vysvětlení je technické.

*Odpověď SMS: Ekonomické vysvětlení je takové, že poté co měnová politika splní svoji stabilizační úlohu, sazby a jiné proměnné budou směřovat do dlouhodobé rovnováhy. Nicméně je třeba nejdříve učinit ono potřebné uvolnění.*

**L. Lízal:** V tomto kontextu se vrací ke své předchozí otázce o tom, v jakém okamžiku na horizontu prognózy přestávají působit současné podmínky, a začíná dominovat síla návratu do rovnovážného stavu.

*Odpověď SMS: Dlouhý horizont prognózy je nepochybně tažen rovnovážným stavem. „Gravitační síla“ inflačního cíle působí v dlouhém horizontu i u měnověpolitického experimentu, přestože je zde rok trvající pasivní měnová politika. Jinak řečeno, v žádném scénáři nedojde k „utrnutí se z oběžné dráhy inflačního cíle“. Model proto není schopen nasimulovat dlouhodobě deflační scénář, tj. že současná pasivní měnová politika povede do deflace, a pak již nebude k dispozici nástroj, jak se k „gravitačnímu poli“ inflačního cíle přiblížit.*

**L. Lízal:** Jak by se změnil predikovaný průběh veličin, kdyby se předpokládal návrat do rovnovážného stavu o rok později?

*Odpověď SMS: Na toto nelze dát jednoznačnou odpověď, ale simulace obecně naznačují, že s prodlužujícím se horizontem narůstá nelinearita, např. v situaci s nulovými sazbami průsak kurzu do cen nelineárně narůstá s prodlužující se délkou horizontu. Je třeba upozornit na skutečnost, že tento typ modelu není možno použít, pokud dojde ke ztrátě kredibility, protože to je již „jiný svět“.*

**M. Hampl:** V situační zprávě (str. 9) je neveřejná část popisující vývoj repo sazeb, kde se repo dostává na hodnotu -0,85 %. S ohledem na všeobecnou známost rizikové přírážky a stejně tak její stabilitu by tato část mohla být prezentována jako veřejná. Samozřejmě toto závisí i na dnešním měnověpolitickém rozhodnutí.

*Odpověď SMS: Toto téma bylo explicitně diskutováno. Převládá argument, že přestože je toto rozpětí v současnosti stabilní, není možno vyloučit, že v situaci zvyšování měnověpolitických sazeb tomu tak nebude.*

**M. Hampl** (v diskuzi o komunikaci): V MPD, resp. v její příloze (otázky a odpovědi k měnovému kurzu jako nástroji měnové politiky) považuje jednu otázku za nadbytečnou a jednu naopak postrádá. Jde o možný dotaz na symetrii přístupu k udržování žádoucí hladiny kurzu. Trh

se může ptát, že pokud kurz oslabí kurz nad cílovou hodnotou kurzu, co bude ČNB činit. Odpověď na tuto otázku bude pro trh nepochybně velmi důležitá.

**M. Singer** (v diskuzi o komunikaci): Přidá se s otázkou na SMS i SBO. Nebylo by vhodné do této přílohy přidat, pokud by došlo ke schválení intervencí, že kurz se bude systémově pohybovat jen jedním směrem. To nevylučuje možnost jistého fine tuningu, ale mělo by být jasné, že ČNB nebude oportunisticky prodávat devizy, kdyby byl kurz slabší, tj. je třeba potvrdit tuto asymetrii.

*Odpověď SMS: SMS vždy chápala, že mandát pro SBO bude asymetrický. Přestože tato záležitost není v návrzích pro komunikaci řešena nějakou explicitní otázkou, je zde uvedeno, že na základě mandátu uděleného bankovní radou nakupuje SBO dle potřeby zahraniční měnu. Tedy komunikace je postavena tak, že ČNB bude intervenovat na oslabení kurzu. Pokud půjde kurz samovolně na vyšší hodnoty, SBO přestane intervenovat a nebude dále nakupovat eura, ale ani je prodávat. Pokud by kurz směřoval k hodnotám podstatně slabším, které by začaly ohrožovat plnění inflační cíle, tak dojde k exitu nejdříve formou ukončení intervenčního režimu a pak zvýšením sazeb, nikoliv intervencemi v opačném směru. Asymetrie je tu tedy v mechanismech zabudovaná a byla snaha ji zabudovat i do komunikace. Je ale možno na toto téma neformulovat více explicitní otázku a podat na ní více explicitní odpověď.*

**M. Hampl** (v diskuzi o komunikaci): Znamená to tedy, že SBO v nějaké okamžiku řekne protistraně, že další devizy již nenakoupí?

**M. Singer** (v diskuzi o komunikaci): Připojuje se s poznámkou k tématu fine tuning kurzu. Nebylo by dobré u otázky ohledně délky setrvání kurzu poblíž hladiny, o které rozhodla BR, resp. tam, kde se hovoří o právu měnit kurzovou hladinu (str. 16 MPD), dodat větu „Nicméně lze očekávat, že k těmto změnám bude třeba silnějšího impulzu než v případě změny úrokové sazby“. Mělo by být jasné, že hladina kurzu nebude měněna každé dva měsíce. Intuitivně toto vychází nejen ze Stanoviska poradce, ale i jeho vlastního přesvědčení, že tento impulz musí být podstatně silnější. To souvisí i s diskuzí o možnosti rychlejšího výstupu z nulových sazeb a nemožnosti fine tuningu kurzu. Táže se SMS a SBO, zda s tímto souhlasí.

**M. Hampl** (v diskuzi o komunikaci): Souhlasí, že smyslem je zesílit význam tohoto závazku.

*Odpověď SBO: Souhlasí, ale nebylo by vhodné se možnosti cílovou hladinu změnit úplně vzdát.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o komunikaci): V dalším odstavci je uvedeno, že se nejedná o tvrdý strop.

**M. Hampl:** Dotazuje se, zda při „přepnutí“ do intervenčního scénáře by bylo možno kurz opatřit konfidenčními intervaly.

*Odpověď SMS: Konfidenční intervaly vznikají z historických chyb prognóz. Tedy teoreticky by mohly být vyznačeny i kolem intervenčního scénáře, ale věcně to nedává příliš smysl. Na kratším horizontu nelze připustit, že existuje nějaký konfidenční interval směrem k silnějším hodnotám kurzu. Konfidenční intervaly byly až doposud vždy vyznačeny jen u základního scénáře. Pokud ale dnes dojde ke schválení devizových intervencí, a intervenční scénář se stane základním, tak bude třeba se do příští velké SZ zamyslet, jak by měly u kurzu konfidenční intervaly vypadat.*

**M. Hampl:** Měnověpolitický experiment je patrně postaven na očekávání určitého vývoje v zahraničí, který samotný má jistě dopad na vývoj kurzu. Není si jist, zda tento experiment není postaven na předpokladu, že ČR bude mít i nadále nižší inflaci a sazby než eurozóna, což nemusí platit. Obojí by zřejmě mohlo mít dopad na vývoj kurzu.

**M. Singer:** Pokud dojde ke snížení sazeb v eurozóně, tak je to spíše faktorem pro posílení kurzu koruny.

**M. Hampl:** Vysvětlí lépe svůj předchozí dotaz. V krátkém období je patrné, že se sníží negativní úrokový a inflační diferenciál. Měnověpolitický experiment ale porovnává dvě instituce, jedna je pasivní (ČNB) a druhá aktivní (ECB). Pokud této logice trh rozumí a aktivní instituci se snižuje inflace, tak by se mělo vytvořit očekávání, že tato instituce bude reagovat rychleji a oproti pasivní instituci dostávat inflaci zpátky do cíle rychleji. V měnověpolitickém experimentu je patrné, že kurz na počátku posílí, ale v delším období by bylo intuitivnější, kdyby byl kurz slabší, než implikuje základní scénář. Nabízí se ale otázka, zda rozlišení na aktivní a pasivní instituci není příliš velké zjednodušení.

**M. Singer:** Tato logika je sice pochopitelná, ale po půl roce už nemusí být pasivní instituce vnímána nadále jako kredibilně pasivní.

**M. Hampl:** Souhlasí, ale lze připomenout, že obecně je ČNB oproti ECB vnímána jako konzervativnější instituce s tím, že se bude hůře odhodlávat k nestandardním krokům. Možná je toto ale již jen heroický předpoklad.

*Odpoověď SMS: Měnověpolitický experiment je podmíněn výhledy v zahraničí, které pocházejí, stejně tak jako v základním scénáři, z Concensus Forecast. Ten nenaznačuje, že by se od ECB očekávala nějaká aktivní politika úrokových sazeb. Sazby jsou zde nejdříve stabilní a pak rostoucí. Inflace v eurozóně, vstupující do modelu, je měřena pomocí PPI, který je aktuálně negativní a až na delším horizontu se vrací ke 2 %. Kdyby ale ECB chtěla dodat další stimul, tj. byla více aktivní než ČNB, tak by to dlouhodobě vedlo spíše k apreciaci koruny. Pokud by z důvodu pasivity ČNB poklesla ještě více domácí inflace, tak konzistentně s logikou reálného kurzu by mohl být nominální kurz silnější, aniž by měl negativní dopad na konkurenceschopnost.*

**M. Hampl:** Záleží asi na zvoleném horizontu. Lze očekávat, že aktivní instituce bude mít dříve vyšší sazby.

*Odpoověď SMS: Negativní inflační diferenciál ale ceteris paribus implikuje tlak na silnější nominální kurz.*

**E. Zamrazilová:** Žádá o vyjasnění, kdy se v měnověpolitickém experimentu inflace vrátí zpět do tolerančního pásma, tj. kdy dosáhne 1 %. Je tomu tak v 1. Q 2015, poté, co odezní změny regulovaných cen?

*Odpoověď SMS: Souhlasí.*

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

**M. Singer:** V prvním kole vystoupení by nechtěl hodnotit prognózu. Je srozumitelná, byť se dramaticky vzdaluje od reality. Stejně jako poradce vnímá, že prognóza v poslední době inflaci systémově přestřeluje. I v případě Evropy lze očekávat korekci výhledu v protiinflačním směru. Poznává, že data z průmyslu, která byla včera zveřejněna, jsou podobná jako v minulém měsíci, a tedy není patrné, že by došlo k uzavření záporné mezery kapacit.

Rád by hovořil především o zahájení a ukončení intervencí. Intervence může v současnosti ČNB zahájit sama, podle názoru všech v optimálním čase, na straně ČNB bude moment překvapení a leadership, a dojde tak k úspoře prostředků. Druhou možností je zahájit intervence pod tlakem, kdy dojde na straně bankovní rady k pochopení, že předpoklad měnového experimentu, že ČNB všichni věří, neplatí, a situaci už nebude možnost přečkat. V takové situaci by ČNB vstupovala na devizový trh s poškozenou kredibilitou, s kurzem na hodnotě např. 24,50 CZK/EUR, a po období agónie, kdy již bude zřejmé, že k žádnému návratu inflace k cíli, či alespoň do tolerančního pásma v roce 2015 nedojde. Intervence by v takovéto situaci byla podstatně nákladnější. Tedy dilema mezi zahájením či nezahájením intervencí na dnešním jednání je o tom, zda můžeme situaci procházet, jak jsme činili dosud. Je symptomatické, že pokles víry v tento scénář již panuje i u odborného personálu, tj. nejen SMS, ale i SBO. Je zřejmé, že pokud by to situace nevyžadovala, tak SBO by do intervencí nespěchala. Toto lze vnímat tak, že už i SBO nás varuje, že trhy přestávají být kooperativní. Dodává, že podobnou zprávu dostal nedávno jak ve Washingtonu, tak v Londýně. Možnost mimořádného zasedání, která byla dříve naznačena K. Janáčkem, již sama představuje ztrátu kredibility. V okamžiku oznámení mimořádného zasedání by došlo k výrazné volatilitě trhů. Existují tedy nejen náklady přechodu do jiného režimu, ale i náklady nevhodného přechodu do jiného režimu. Bankovní rada má sice právo na omyl, ale odpovědnost je na těch, kteří chybné rozhodnutí činí. Rozhodnutí je tedy mezi nízkou pravděpodobností průchodu, který může být bez změny režimu, ovšem za cenu vědomě restriktivní měnové politiky, která je zcela patrná již poslední čtyři roky. Možným uklidněním je jen to, že takto „si to lid přeje“. Druhým scénářem je pak pokles kredibility a nárůst nákladů intervencí, až k nim později dojde.

Strategii ukončení intervencí není třeba vidět příliš komplikovaně. ČNB nebude intervenovat proti slabšímu kurzu, v ideálním případě pak bude komunikováno, že kurz by měl být silnější. Pokud kurz nebude reagovat a dojde k nárůstu významných inflačních tlaků, tak se zvýší úrokové sazby. K ukončení intervencí dojde až tehdy, kdy bude dostatečná jistota, že nebude třeba v dohledném horizontu, tj. v horizontu prognózy či spíše v horizontu mandátu členů bankovní rady, intervenovat znovu. Domnívá se, že komunikační režim, který byl bankovní radou pro případ intervencí schválen, je s ohledem na jejich ukončení ten nejvhodnější možný, a to i v kontextu mezinárodních zkušeností. Intervence se v tomto režimu vypínají automaticky, když kurz je slabší než cílová hodnota. Nedokáže si představit, že režim by bylo možno (z pohledu ukončení intervencí) definovat nějak lépe. Vyjadřuje názor, že ve zvoleném režimu dokonce může být více komplikované zahájení a provádění intervencí, než jejich následné ukončení.

Jak již zmínil, každý je zodpovědný za své omyly. S nadsázkou lze říci, že ČNB je instituce, od níž se omyly jistým způsobem očekávají. Očekává se ale i schopnost omyly korigovat. Sám je připraven přijmout odpovědnost za přechod do režimu intervencí již po nějakou dobu. Domnívá se, že takový postup je v souladu s mandátem autority, která je odpovědná za stabilitu cen.

**V. Tomšík:** Současný základní scénář prognózy předpokládá výrazně záporné úrokové sazby. Nutnost snížení úrokových sazeb byla patrná ale ve všech prognózách již od počátku tohoto roku. V 5. SZ se již předpokládalo dvoje snížení měnověpolitické sazby. Toto částečně vysvětluje neintuitivní rozdíl v dynamice sazeb mezi 5. a 7. SZ, kdy dochází k jejich výraznému propadu a následné akceleraci směrem nahoru, jak již komentoval M. Hampl. Je zcela zřejmé, že měnové podmínky měly být uvolněny již při projednání 5. SZ. Skutečnost, že inflace se na horizontu měnové politiky, a to u všech scénářů, vrací do tolerančního pásma či cíle, jak zmínila E. Zamrazilová, je zcela dána vlivem rovnovážného stavu stejně tak jako předpokladem, že trh ČNB věří. Prognózy ale také dlouhodobě ukazují na potřebu dalšího uvolnění měnových podmínek a nové informace od 5. SZ jdou nepochybně v protiinflačním směru. Jádrová inflace je a bude dlouhodobě záporná, ceny potravin rostou výrazně nižším tempem, než bylo očekáváno, k čemuž přispěje rovněž úroda. Pokles regulovaných cen se týká všech složek elektřiny, jak elektřiny silové, tak i příspěvku na fotovoltaiku a poplatků za distribuci. Potřeba uvolnění tedy jednoznačně narůstá. Optimální a pragmatickou hospodářskou politikou je použití nástrojů, které jsou k dispozici, zvláště když jejich možné využití již bylo více než před rokem veřejně komunikováno. Veřejnost tedy očekává optimální a pragmatickou hospodářskou politiku, nikoliv politiku restriktivní.

U reálné ekonomiky jsou patrné signály oživení, ale nejde o signály proinflační. Domácí ekonomika je dlouhodobě pod svým potenciálem. Podle SMS minimálně 3 – 4 %, což je potvrzeno i prognózou OECD. Děkuje za stanovisko poradce, kde je uvedeno, že podle Oxford Economics, což je provider Thomson Datastream, je v současnosti odhadována mezera produkce až 6 %, a tato agentura očekává návrat domácí ekonomiky k potenciálu až v roce 2018. V nejbližší době tedy nelze očekávat oživení inflačních tlaků, protože není patrné, odkud by k těmto tlakům došlo. Nominální růst mezd v podnikatelském sektoru je na historickém minimu. Z tohoto důvodu bude docházet k poklesu míry úspor, protože aby si populace zachovala svoji spotřebu, tak bude muset při nízkých mzdách sahat k úsporám. Aktuálně zaznamenáváme historicky nejnížší inflační očekávání na úrovni 1,4 %, což kontrastuje s jejich dlouhodobou stabilitou, která byla v minulosti mnohokrát zmiňována jako argument proti nutnosti uvolnění měnové politiky. Naopak, pokud se potvrdí signály oživení, tak v případě pokračující dominance čistých vývozů, je zcela reálné, že kurz „ustřelí“ v apreciačním směru a ČNB na to bude donucena reagovat. To lze z pohledu kredibility považovat za podstatně horší variantu. Nárůst inflace tedy není patrný v žádné její složce, a jak naznačuje měnověpolitický experiment, existuje zcela reálné riziko deflace, trvající alespoň půl roku. Je tedy nutné tomu zabránit.

Je přesvědčen, že pro domácí ekonomiku je nadále vhodné mít režim cílování inflace a je k tomu třeba použít všechny možné nástroje. Z tohoto pohledu vnímá diskuzi o přepínání mezi jedním a druhým nástrojem jako příliš démonizovanou. Možnost využití kurzu již byla komunikována, a pro trhy by neměla být překvapením. Je třeba připomenout, že kurzová intervence byla v ČR využita již v roce 2002 a stejně tak v jiných zemích je tento nástroj využíván. Dříve rovněž došlo ke shodě, že jiné nástroje, jako je např. kvantitativní uvolňování, by pro domácí situaci účinné nebyly. Centrální banka musí být vpřed hledící a proaktivní. V situaci, kdy bude zveřejněna tato prognóza a nebude učiněno žádné další opatření, dojde k ohrožení naší kredibility. Pak by bylo nutno tuto prognózu odmítnout, protože nelze najít jediný argument, jak vysvětlit její přijetí a nečinnost. Je připraven diskutovat o formě využití kurzu, kterou diskutuje MPD. V tuto chvíli je ale důležité o tomto kroku rozhodnout a následně se bavit o přesné formě intervencí.

S ohledem na diskuzi o ukončení intervencí připomíná rok 2009, kdy bankovní rada diskutovala, že 1 % sazba pro repa představuje práh, pod níž nelze jít. Odkazuje se rovněž na služební cestu do Izraele, kde byla zkušenost s intervencemi detailně diskutována, včetně jejich ukončení. Jinak řečeno, scénář ukončení intervencí je dlouhodobě v ČNB diskutován. Současný návrh jejich postupného vypnutí v situaci, kdy bude existovat dostatečná jistota, že nebude třeba se k nim vracet, je nejlepší možný.

K tématu kredibility při vysokých devizových rezervách uvádí, že měnová politika je definována primárně inflačním cílem a nikoliv výší devizových rezerv. Připomíná, že centrálním bankám Švýcarska či Izraele se rezervy zdvojnásobily či ztrojnásobily a jejich kredibilita nebyla ohrožena. Ohrožení kredibility ČNB naopak hrozí, když bude zveřejněna nerealistická prognóza a bankovní rada se k ní přihlásí.

Jak již bylo uvedeno, v horizontu jednoho či jednoho a půl roku musí prognózy i experimenty směřovat do cíle. To je dáno modelovými předpoklady, ale ty jsou podmíněny skutečností, že subjekty budou ČNB nadále věřit. Inflační očekávání dosahují minimálních hodnot a dnes je již hodně ve hře.

**P. Řežábek:** Pokládá si otázku, proč se nacházíme v současné situaci. Je zřejmé, že důvodem jsou primárně ceny energií. Tyto ceny z důvodu regulace odvětví nereagovaly na krizovou situaci včas. Vláda navíc předpokládá zvýšení dotace na obnovitelné zdroje v příštím roce z 11,4 mld. Kč na 15,4 mld. Kč, což je další administrativní faktor směřující k poklesu cen energií. Prostor k poklesu sazeb nepochybně neexistuje a je diskutována možnost využití devizových intervencí. Při pohledu mimo ČR je ale patrné, že existují Evropské země, které mají nižší míry inflace a vyšší sazby než ČR. Je patrné, že problematickým bude především rok 2014, kdy prognóza predikuje deflaci až na půl roku. Rozhodnutí pro jednu, ale i druhou variantu je tedy jen o rozumu a odvaze.

**K. Janáček:** Podle 7. SZ se odchylka očekávané inflace od cíle nejen dále rozevřela, ale inflace se má na horizontu měnové politiky setrvale pohybovat mimo toleranční pásmo a vrátit se do něho až ve 4. Q 2014. To bez pochyby představuje významnou výzvu pro další postup měnové politiky.

K vývoji domácí ekonomiky lze uvést, že údaje o HDP jsou příznivější, oživení průmyslu posiluje, zahraniční i domácí zakázky rostou dvoucifernými tempy, údaje o maloobchodních prodejkách svědčí o oživení poptávky a tedy i spotřeby domácností. K vývoji v zahraničí lze uvést, že růst efektivní eurozóny má být letos 0,5 %, v příštích letech pak 1,5 %, resp. 1,9 %. Z hlediska domácí ekonomiky je důležité, že výsledky německé ekonomiky si udržují oproti eurozóně nadprůměrné hodnoty. Postupující oživení ekonomické aktivity ale nevyvolává v horizontu jednoho až dvou let výraznější inflační tlaky a růst inflačních očekávání a to ani v ČR ani v Evropě.

Varianty dalšího postupu měnové politiky jsou následující. SZ k ilustraci nákladů nezahájení devizových intervencí využívá porovnání důsledků měnověpolitického experimentu se základním scénářem (Graf 2, str. 24). Jakkoli jsou rozdíly mezi základním scénářem a měnověpolitickým experimentem citelné, především u inflace, méně u HDP, nemají takovou dimenzi, aby se varianta ilustrovaná experimentem apriorně diskvalifikovala.

K argumentům pro zahájení intervencí patří dosahované hodnoty inflace, které jsou dlouhodobě nižší než inflační cíl a budou nadále klesat. Hrozí, že po několik měsíců v roce 2014 se celková

inlace bude pohybovat v záporných hodnotách. Dosavadní proinflační působení dovozních cen a cen potravin patrně odeznívá a není nahrazováno poptávkovými tlaky z domácí ekonomiky. Mezi argumenty proti intervencím lze naopak uvést inflační očekávání, která jsou i přes pokles nadále ukotvena, v ročním horizontu okolo 1,5 % a v tříletém horizontu 2,1 %. Měnový vývoj rovněž nesignalizuje deflační rizika, když růst měnových agregátů M2 a M3 dosahuje 5 %. Pozvolně sílí signály oživení, jak domácí tak zahraniční ekonomiky. Symetricky k diskuzi o nákladech a rizicích v případě pasivity měnové politiky je však nutno zvažovat i náklady a rizika spojená s realizací intervencí, zejména pak s jejich ukončením. Těmto aspektům se 7. SZ vůbec nevěnuje a materiály z roku 2009 nejsou dostačující. Jestliže samotné zahájení devizových intervencí může způsobit šok dovnitř ekonomiky a znejistění ekonomických subjektů, pak toto platí ještě více pro jejich ukončení. Možné skokové zpevnění kurzu by mohlo vyžadovat další kolo intervencí a způsobit vysokou volatilitu kurzu. Obě varianty postupu mají svá pro a proti a považuje je za přibližně vyrovnané.

**E. Zamrazilová:** Informace z aktuální SZ i dnešního jednání považuje v celku za neutrální. Ztotožňuje se s tvrzením K. Janáčka, že se potvrzuje ekonomické oživení. Souhlasí rovněž, že toto oživení má neinflační povahu, byť je patrný výrazný vliv zásahu Energetického regulačního úřadu a nikoliv ekonomických fundamentů. Souhlasí s P. Řežábkem, že se jedná o institucionální záležitost, která se měla již dávno korigovat. Načasování této změny lze spíše považovat za náhodu, než změnu vyvolanou ekonomickými fundamenty. Loňská zkušenost ukazuje, že vyšší inflace tlumila spotřebu domácností. Spotřebitelská důvěra roste, aktuálně se nachází na více než dvouletém maximu, a spotřebitelé pomalu zvyšují svojí poptávku. Struktura inflačního výhledu naznačuje, že dojde k poklesu regulovaných cen, což bude mít pozitivní dopad na kupní sílu domácností i režijních nákladů firem, a to jak vývozců, tak i dovozců. Umělé oslabení kurzu by naopak nebylo plošné a jednoznačně by zvýhodnilo exportéry a znevýhodnilo importéry, a to jak zvýšením režijních nákladů, tak i cen obchodovaného zboží. Není zřejmé, zda realita může potvrdit heroický předpoklad o substituci mezi zahraniční a domácí produkcí, který není empiricky ověřitelný. Nabízí se otázka, zda by důsledkem zásahu do kurzu nebylo spíše oslabení spotřebitelské i investiční poptávky. Verbální intervence nepochybně zafungovaly a koruna je oproti fundamentům mírně podhodnocena, což se v současné situaci jeví jako přiměřené. Slabší a stabilní koruna je pro ekonomiku přínosná, zatímco oslabená a potenciálně do budoucna volatilní měna je pro ekonomiku rizikem, a to jak pro spotřebu, tak i investice. Tedy případná volatilita by mohla ohrozit naši kredibilitu. Žijeme v nejisté době a není dobré tuto nejistotu zvyšovat ještě více nevhodnými zásahy.

**L. Lízal:** Souhlasí se SZ v tom, že očekávané oživení je neinflační. Jako velmi relevantní vnímá, že došlo k jistému poklesu tržního konsenzu o očekávané inflaci. Analytici měli obvykle očekávání nad cílem ČNB a tato očekávání jsou dnes níže. Je tedy zcela patrné, že klesá kredibilita inflačního cíle ČNB. Trh si je do jisté míry vědom, že bankovní rada čelí tomuto dilematu, a předpokládá, že k oslabení koruny nedojde. To vysvětluje pokles inflačních očekávání, stejně jako skutečnost, že kurz se pohybuje na hodnotách, které odpovídají nerealistickému scénáři se zápornými sazbami. Z tohoto vyplývá, že i modelové experimenty jsou do jisté míry optimistické s ohledem na víru trhu v odhodlání ČNB bránit svůj cíl, protože skutečná tržní očekávání říkají něco jiného. Neschválení intervencí na dnešním jednání již není optimální, protože se ukazuje rostoucí nesoulad mezi výhledem trhů a naší prognózou. Odkazuje

se na své poslední vystoupení, kde poukázal, že nedošlo k vhodnému výstupu ze slovních intervencí, protože ty už nezabírají a kurz začíná jít opačným směrem.

Tázal se SMS na situaci v minulosti, kdy prognóza ukazovala negativní inflaci. Z odpovědi SMS na veřejné části jednání vyplývá, že rozdíl od dnešní situace je zcela fundamentální. V minulosti, kdy prognóza predikovala negativní inflace, bylo jisté, že může dojít k uvolnění měnových podmínek přes snížení sazeb, buď okamžitě, nebo se zpožděním, což již dnes neplatí. Naopak, pokud aktuální prognóza ukazuje na nutnost zásadního uvolnění měnových podmínek, a k tomuto uvolnění nedojde, tak trh si udělá jednoznačný závěr, že ČNB již nic činit nebude a pokusí se tuto situaci „vysedět“. Toto lze považovat za významné riziko, protože predikce založená na negativních sazbách je zcela nerealistická. Vrací se ke svému předchozímu dotazu ohledně bodu zlomu poté, poté co se dostaneme do záporných cenových růstů, a tedy konkrétně do jaké míry je tento bod zlomu dán realistickým vývojem v budoucnu a do jaké míry jde jen o technický předpoklad tažený modelem. Tuto skutečnost lze považovat za největší nejistotu spojenou s prognózou. Implicitně věříme tomu, že takový bod zlomu skutečně existuje a model předpokládá, že se vývoj inflace nakonec otočí i v případě pasivity měnové politiky. Toto lze ale považovat spíše za otázku víry než racionálního hodnocení toho, jak se ekonomika může vyvíjet v budoucnu. Z tohoto pohledu lze hodnotit případné zahájení intervencí na dnešním jednání jako již opožděné, jak se již vyjádřil na minulém zasedání.

Své vystoupení by chtěl uzavřít obecnější úvahou. Výhody existence vlastní měny byly vždy odůvodňovány možností provádět nezávislou měnovou politiku. Dnes je právě ten okamžik, kdy se ukáže, zda argument vlastní měny a nezávislé měnové politiky platí či nikoliv. Pokud je bankovní rada v situaci, kdy by měla splnit svůj předchozí závazek, a toto neučiní, tak znevěrohodní argumenty, proč je vlastní měna výhodou, tj. že může vhodně reagovat na symetrické i asymetrické šoky a poskytuje větší volnost v rozhodování, jakým způsobem dostat závazku cenové stability. Silně tedy vnímá i tuto druhou rovinu, tj. z hlediska vyznění SZ se otevírá otázka, do jaké míry je ČNB kredibilní v tom, že vlastní měna je pro ČR výhodou.

**M. Hampl:** Dlouhé vystoupení k tématu měl naposledy, tentokrát bude stručnější. Základní otázka se nijak nemění, to co se mění je závažnost této otázky. Touto otázkou je, zda bankovní rada má sílu udělat měnověpolitické opatření tak dobře, jak jen nejlépe umí. Jinak řečeno, zda lze s použitím kurzu jako nástrojem měnové politiky kredibilně dostat cenové stability tak, jak ji ČNB definuje, a následně ukončit režim, který je považován za suboptimální, tj. režim ovlivňování kurzu. Zdá se, že mentálně jsou na toto mnozí členové bankovní rady již připraveni stejně jako technický aparát. Domnívá se, že došlo k velkému množství postupných kroků, aby byl přechod k použití kurzu hladký a rozvážný. Je vděčný, že v jednotlivých iteracích bankovní rada i technický aparát dospěl tak daleko, že je téměř zcela jasné, jak postupovat při zahájení intervencí. Přesto vyjadřuje názor, že některé „tóny“ v dnešní debatě ho stále znervózňují. K předchozímu vystoupení V. Tomšíka poznamenává, že použití intervencí v roce 2002 je naprosto nesrovnatelné s tím, co by měla bankovní rada schválit na dnešním jednání. V roce 2002 šlo o intervence, které měly zmírnit dočasné vlivy na kurz koruny, dnes jde o způsob, jak se vyhnout pasti cenové nestability. Stejně tak vyjadřuje nesouhlas s názorem, že je v podstatě jedno, jakým způsobem bude intervence probíhat, hlavně když se uskuteční. Vyjadřuje názor, že podstatnou náležitostí použití kurzu je dobře rozmyšlený postup a přiměřená jistota, že bankovní rada ví, co činí. Intervence a použití kurzu tedy nepovažuje za totéž. Metaforicky řečeno, intervence je jako stát u dveří a arbitrárně rozhodovat, kdo může projít a kdo ne, resp. kdy se tyto



dveře otevřou a kdy zavřou. Použití kurzu lze naopak popsat jako otevření či vysazení dveří se sdělením, že tyto dveře zůstanou otevřené či vysazené až do chvíle, kdy budou při splnění jasně definovaných podmínek definitivně zavřeny. Při použití kurzu navíc nemusí vždy existovat konkrétní obchod, který bude realizovat ČNB. Jinak řečeno bankovní rada prošla ve svých diskuzích o použití kurzu značný kus cesty a není si jistý, zda je schopna se dostat dál. Připomíná, že již dříve zdůrazňoval, že bankovní rada pravděpodobně přistoupí k zahájení intervencí až v okamžiku, kdy bude zcela patrné, že jiná cesta již neexistuje, což dnešní prognóza potvrzuje. Základní scénář je již málo kredibilní a jeho příběhu nelze věřit, zatímco ostatní scénáře jsou srozumitelnější a lépe interpretovatelné. Zdůrazňuje, že pokud dojde k rozhodnutí intervence zahájit, ocenil by, že se tak stane formou závazku, aby bylo všem zřejmé, že každý měsíc nedojde ke změně cílové hladiny. Zároveň považuje za nutné zřetelně komunikovat, že použití kurzu bude probíhat tak dlouho, dokud bankovní rada nebude mít přiměřenou jistotu, že z této režimní změny může vystoupit, tj. že jde o již mnohokrát zmiňovanou „čáru v písku“. Jen v tomto případě existuje jistá naděje, že spořádané ukončení intervencí bude proveditelné. Oceňuje, že i stanovisko poradce zdůraznilo, že rozhodování se vymanilo z logiky fine tuningu skrze skryté intervence.

Stejně jako L. Lízal dlouhodobě přemýšlel, co rozhodnutí bankovní rady říkají o autonomii měnové politiky. Předchozí interpretace L. Lízala je možná a má svojí logiku. Na druhou stranu, využití kurzu jako nástroje může vést k nepříjemné interpretaci, že ČNB potřebuje zafixovat kurz, protože jinak česká ekonomika již nemůže fungovat. Podobné falešné interpretace se objevovaly i u švýcarského franku, tj. že dochází ke ztrátě měnové autonomie z důvodu nutnosti fixu k euru. Vyjadřuje názor, že mentálního odhodlání je mnohem více než na minulém zasedání, přestože L. Lízal tvrdí, že je již pozdě.

**M. Singer:** Bude mít několik dílčích poznámek k předchozím vystoupením. Nedomnívá se, že navýšení dotací pro fotovoltaiku o 5 mld. Kč stlačuje ceny pro celou ekonomiku tak významně, aby ji dostalo do deflace. Nesouhlasí rovněž s tvrzením, že deflace hrozí v 1. polovině roku 2014, deflace v 1. polovině roku 2014 je téměř jistotou. Otázkou je pouze to, jaké faktory budou inflaci táhnout dále. V základním scénáři jsou tímto faktorem technické modelové předpoklady, nikoliv kredibilní ekonomická historika. Domnívá se, že ten, kdo dnes věří v samovolný návrat inflace do cíle, zároveň tvrdí, že tyto technické modelové předpoklady platí navzdory jasným signálům z domácích i zahraničních trhů, že přestávají věřit ochotě ČNB dosahovat svůj 2% cíl. Kupní síla domácností a režimní náklady firem jsou jistě významné, ale nejsou v malé otevřené ekonomice schopny ovlivnit celkovou hodnotu inflace. Souhlasí, že přiměřeně mírně oslabená koruna byla nepochybnou výhodou, ale nevěří, že bude možno bez činnosti korunu na těchto hladinách dále udržet. Diskuze tak není o zachování jistoty, ale o zvýšení nejistoty, když kurz začne posilovat. Vrací se k vyjádření ředitele SBO, ze kterého je patrné, že SBO nejenže nevěří, že kurz nezačne sám posilovat, ale rovněž nevěří, že bankovní rada by v této situaci vydržela nereagovat. Je tedy mnohem vhodnější reagovat dnes než po období agónie a diskuzích o tom, kdo je za tento vývoj zodpovědný, kdy bude celková situace již mnohem nevýhodnější a zahájení intervencí mnohem nákladnější.

Souhlasí s M. Hamplem, že veškeré interpretace využití kurzu mohou být svým způsobem nepříjemné. Z tohoto důvodu ráno navrhol, aby existovala možnost změnit „čáru v písku“ a nedostat se do pozice centrální banky Švýcarska. Při nepříznivém vývoji v Evropě může dojít k situaci, kdy tuto „čáru“ bude nutno posunout i ke slabším hodnotám kurzu. Je ale také třeba říci,

že k tomuto dojde jen za dramaticky silnějších změn vnějšího prostředí než v případě změny úrokových sazeb. Tato interpretace je vhodná pro pochopení dnešního rozhodnutí.

**Ředitel SBO K. Bauer:** Zdůrazňuje, že celkově komplikuje situaci konec roku, protože spuštění intervencí na prosincovém jednání by trhy nepřijaly. Pokud tedy nedojde ke schválení intervencí dnes, tak se nabízí až další jednání v únoru nebo mimořádné zasedání.

**V. Tomšík:** Vyjadřuje názor, že v trendu podstřelování cíle a hrozbě deflace se ekonomika nenachází kvůli jednomu rozhodnutí Energetického regulačního úřadu, ale z důvodu vývoje korigované inflace bez pohonných hmot, která je důsledkem ekonomické aktivity a která je v deflačních hodnotách již pět let. Je patrné, že existují země s nižší inflací a vyššími úrokovými sazbami, ale ty mají zcela jinou prognózu i změny daňových sazeb. Osobně se cítí zodpovědný za českou měnovou politiku. Ke tvrzení, že může dojít ke skokovému posílení kurzu při ukončení intervencí, dodává, že existují i jiné hrozby jako je např. skokové posílení kurzu při zveřejnění základního scénáře a nečinnosti. Připomíná, že v nedávné minulosti již došlo k situaci, kdy byla zveřejněna prognóza implikující pokles sazeb, kdy sazby sníženy nebyly, a trh zareagoval posílením koruny. Za další a to ještě mnohem větší hrozbu vnímá, jak již zdůraznil ředitel SBO, že ČNB bude donucena reagovat na tržní vývoj. Vyjadřuje názor, že svolání mimořádného zasedání lze již chápat jako reaktivní a nikoliv vpřed hledící měnovou politiku. K problematice ukončení intervencí zdůrazňuje, že souhlasí, že intervence lze ukončit, až bude naprostá jistota, že nebude třeba je opět zahajovat. Tato situace v budoucnu bude rovněž potvrzena názorem odborného aparátu, který doporučí zvýšení úrokových sazeb. Navíc, pokud dojde např. k návrhu zvýšit sazby o 0,5 p. b., tak se bankovní rada může rozhodnout pro zvýšení jen o 0,25 p. b., tak aby skokovému posílení kurzu koruny zabránila. Souhlasí s L. Lízalem, že rozhodnutí o zahájení intervencí na dnešním zasedání již není optimální, protože potřeba dalšího uvolňování měnových podmínek byla indikována v prognózách již od ledna 2013. Toto ale nepovažuje za argument pro rezignaci na toto rozhodnutí dnes, protože každé další opoždění tohoto rozhodnutí by bylo ještě horší. Osobně není připraven nést odpovědnost za to, že ČNB nebude provádět odpovědnou, pragmatickou a dlouhodobě vhodnou měnovou politiku, což se může také odrazit ve ztrátě reálného HDP až v řádu 60 mld. Kč. Historie jednoznačně ukazuje, že česká měnová politika není dlouhodobě adekvátní. Osobně je proto připraven k přijetí kurzového závazku formou flexibilní „čáry v písku“.

**K. Janáček:** Při čtení SZ ho nejvíce zarazila jakási kunderovská „nesnesitelná lehkost“, s jakou SMS prezentuje alternativní scénář spuštění devizových intervencí. V SZ není ani zmínka o možných komplikacích a nákladech ukončení intervenčního scénáře. Byť SBO konstatuje, že podmínky na trhu jsou relativně příznivé pro zahájení intervencí, zároveň konstatuje, že větším problémem bude udržení kurzu na slabší hladině, kdy bude třeba nakoupit i několik miliard eur, pokud trh bude intenzivně testovat odhodlání ČNB, což nepochybně nelze vyloučit. To může vést následně k tomu, že velikost devizových rezerv se bude pro tržní hráče jevit jako neúnosně vysoká pro ekonomiku velikosti ČR a začnou měnit svá očekávání o záměrech a politice ČNB. Proto rozhodovat o intervencích bez zvažování některých možných nemalých nákladů jejich ukončení lze považovat za největší riziko dnešního rozhodování. Nezvládnuté ukončení intervencí může znamenat šoky pro ekonomiku a vysokou volatilitu kurzu. Domnívá se, že centrální bankéři by neměli zvyšovat, byť i nezamýšleně, riziko vzniku takových šoků.

**E. Zamrazilová:** K poznámce L. Lízala o neznalosti bodu zlomu uvádí, že ji sice akceptuje, ale rovněž se domnívá, že meziroční nárůst inflace na počátku roku 2015 až na 1,4 % je patrný i v pasivním scénáři. K úvaze o vlastní měnové politice, obecně souhlasí spíše s interpretací M. Hampla, že intervence může být chápána jako odklon od flexibilního měnového kurzu zpět ke kurzu fixnímu. Tedy možné interpretace zahájení intervencí se velmi různí. Nesouhlasí s názorem, že prognóza přináší výrazná komunikační úskalí. Například v roce 2012 nebylo problém vysvětlit, že celková inflace je 3,3 %, protože šlo o faktory mimo dosah měnové politiky. Stejně tak dnes lze vysvětlit, že inflace je nižší z důvodu regulovaných cen, které nejsou přímo ovlivnitelné měnovou politikou. Vidí tedy zřetelnou asymetrii v úsudku některých členů bankovní rady. Faktory, které zvýšily inflaci v 2012, byly podobného typu jako ty, které ji dnes snižují, přičemž v roce 2012 nutnost měnověpoliticky reagovat nikdo necítil, ale dnes ano. Jak poznamenal V. Tomšík, nízká korigovaná inflace bez pohonných hmot je již pět let, a to bez ohrožení kredibility centrální banky.

**L. Lízal:** Osobně je k možnosti „čáry v písku“ skeptičtější, protože je třeba mít na paměti, že modely jsou vždy do určité míry špatně. Tedy v okamžiku, kdy dojde k použití kurzu, je využita informace z modelu, který ne zcela platí a konkrétní hodnota kurzu, kterou model implikuje, bude taktéž nesprávná. Konkrétní hodnota kurzu je tedy předmětem velké míry nejistoty. Jeho rezervovanost vůči veřejnému závazku tedy neplyne z preference fine tuningu kurzu, ale naopak spíše z vědomí, že cílová hodnota může být mylná a bude třeba ji korigovat. Pokud ale existuje shoda, že veřejný závazek má velkou míru nepřesnosti, a že může být z důvodu dosažení přiměřených měnových podmínek upraven, tak jeho výhrady proti veřejnému závazku jsou podstatně nižší.

**M. Hampl:** Protože tato nepřesnost objektivně existuje, je důležité cílovou hodnotu „nastřelit“ na počátku s přiměřenou rezervou, aby byla jistota, že nebude třeba jejich častých změn. To vyžaduje nadstandardní míru měnověpolitické odvahy.

**M. Singer:** Ukončení intervencí lze také popsat tak, že budou ukončeny v okamžiku, kdy bude třeba posílení kurzu. Z tohoto důvodu navrhuje, aby došlo ke změně odpovědi u poslední otázky, tj. kdy intervence skončí, do materiálu „Q&A“. Druhá věta odpovědi by měla znít „Používání měnového kurzu jako nástroje měnové politiky skončí v okamžiku, kdy bude v důsledku velmi významných inflačních tlaků k dosažení inflačního cíle zapotřebí významně zpřísnit měnovou politiku.“ Domnívá se, že je to podobně explicitní vyjádření, jako když bylo řečeno, že dojde ke zvýšení sazeb, až v okamžiku, kdy bude velká jistota, že nebude třeba je znovu snižovat. Tím by mělo být celkově jasné, jak bude ČNB postupovat, a pak může dojít k jistému fine tuningu na základě doporučení SBO i vlastního pocitu. Domnívá se, že ideální scénář ukončení intervencí může proběhnout takovým způsobem, že dojde k jednomu zvýšení sazeb 0,25 p. b., vyčká se, zda zbytek zpřísnění doručí samovolně kurz, a pokud k tomu nedojde, tak dojde k dalšímu zvýšení sazeb. Jinou možností je pouze oznámit, že intervence končí a vyčkat, zda kurz doručí celou hodnotu nutného zpřísnění měnových podmínek. K předchozímu vystoupení E. Zamrazilové připomíná, že i v pasivním scénáři se inflace vrací k cíli v důsledku technických předpokladů o zachování kredibility. Děje se to sice mnohem později než v základním scénáři, ale mechanismus návratu je zcela stejný. Dále vyjadřuje názor, že inflace na úrovni 3,3 % v roce 2012 neohrozila kredibilitu ČNB z důvodu přičtení faktorům mimo dosah měnové politiky, ale

protože bylo zcela patrné, že pokud by se inflace začala dále odchylovat od prognózy, existuje možnost zvýšit sazby. Je to podobný případ jako dříve diskutované deflační epizody. Pokud na trhu vytvoříme očekávání, že není možno vývoj korigovat, tak jde o zcela jinou situaci než v minulosti, kdy byla inflace výrazně nad cílem či pod ním.

**V. Tomšík:** K poznámce E. Zamrazilové o asymetrii v úsudku dodává, že je přesvědčen, že platí ekonomická teorie v tom ohledu, že měnová politika musí mít minimálně tolik nástrojů, kolik má cílů. To je zřejmý důvod, proč trh v roce 2012 akceptoval hodnotu inflace na úrovni 3,3 %. Když bude dnes zveřejněna prognóza postavená na záporných úrokových sazbách, tak bez použití intervencí takový nástroj k dispozici není. Tedy platí ekonomická teorie, nejde o žádnou asymetrii v úsudku. K poznámce, že korigovaná inflace je záporná již pět let uvádí, že důvodem zcela zřejmě nebyl překvapivý vývoj kurzu. Na rozdíl od situace v letech 2001/2002, kdy podstřelení cíle bylo způsobeno kurzem, v letech 2009/2010 kurz deprecioval a dodnes je víceméně stabilní. Je si vědom, že v posledních letech nebyla doručena adekvátní měnová politika, a proto je dnes důležité tuto tendenci zastavit.

### **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 dále rozhodla začít používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek. ČNB bude intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu koruny tak, aby udržovala kurz koruny vůči euru poblíž hladiny 27 CZK/EUR. Pro toto rozhodnutí hlasovali Miroslav Singer, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík a Lubomír Lízal. Tři členové bankovní rady hlasovali proti tomuto rozhodnutí: Kamil Janáček, Pavel Řežábek a Eva Zamrazilová.

Zapsal: Bořek Vašíček, poradce bankovní rady