Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 17. prosince 2013

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 8. situační zprávy

V. Tomšík: Děkuje za aktualizaci scénářů prognózy. Shrnuje, že srovnání alternativního scénáře používání kurzu ze 7. situační zprávy, jeho aktualizace z 8. situační zprávy a simulace s pevným kurzem 27 CZK/EUR do konce roku 2014 ukazuje nominální kurz na podobných úrovních okolo 27 CZK/EUR, inflaci blízko 3 % a nárůst sazby 3M PRIBOR ke konci roku 2014 k hodnotám 1,5 %. Růst HDP je ve všech třech variantách vždy v rozmezí 2 až 3 %, tj. růst je ve všech zmíněných scénářích poměrně utlumený. Táže se, zda tyto hodnoty růstu znamenají, že nedojde na výhledu k překročení potenciálu ekonomiky, a zda tedy nelze očekávat nastartování silnějšího tempa konvergence. Dodává, že takový obrázek není konzistentní s názory některých analytiků, kteří předpokládají skokové posílení kurzu po opuštění režimu používání kurzu jako nástroje měnové politiky.
Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): Růst HDP mezi 2 až 3 % odpovídá i kurzové alternativě z předchozí situační zprávy, která představovala výhled růstu HDP pro roky 2014 a 2015 o velikosti 2,1 a 2,5 %. V prezentované aktualizaci scénářů nedochází k výraznému posunu. SMS nevidí na výhledu příliš mnoho výraznějších růstových impulsů. Fiskální politika pro rok 2014 bude působit neutrálně, pro rok 2015 předpokládá SMS mírně expanzivní působení. Zahraničí bude oživovat pouze pozvolně. Dlouhodobé tempo růstu je po rekalibraci nastavené na hodnotě 3 %, ovšem předpokládáme pouze pozvolný posun k této úrovni. Výsledkem pak jsou tempa růstu mírně pod hranicí 3 %. Takové hodnoty nepředstavují žádnou výraznou konvergenci, i když částečná konvergence je patrná, protože prognózy růstu ekonomické aktivity pro efektivní eurozónu jsou řádově kolem 2 %.
K části dotazu ohledně skokového posílení kurzu po exitu z intervencí SMS odkazuje na modelové predikce, které za předpokladu skokového exitu na počátku roku 2015 (spojeného s poměrně výrazným zvýšením úrokových sazeb reagujících na inflaci nacházející se u horní hranice tolerančního pásma cíle) naznačují skok kurzu k hodnotám okolo 26 CZK/EUR. Kurz se pak u této hodnoty stabilizuje a neposouvá se dále pod ní. Hodnota 26 CZK/EUR tedy představuje přibližnou hodnotu hladiny, která v tu chvíli bude odpovídat rovnovážnému reálnému kurzu. Čím déle by existoval kurzový závazek 27 CZK/EUR, tím větší průsak do cen by byl pozorován a tím slabší skok by se uskutečnil při exitu z intervencí, což by ovšem vedlo k dlouhodobějšímu přestřelování inflačního cíle. Právě způsob modelování exitu z intervencí bude důležitým aspektem při tvorbě nového základního scénáře, protože zmíněný skokový exit pravděpodobně neodpovídá představám o reálném postupu při exitu. Je možné exit namodelovat rozfázovaně.

V. Tomšík: Domnívá se, že odhad aktuálního vývoje na trhu práce nebyl úplně přesný. Podle prognózy ze 7. situační zprávy měl být podíl nezaměstnaných osob ve třetím čtvrtletí 2013 7,9 %. Skutečnost je však výrazně nižší a podíl dosahuje hodnoty 7,7 %, což v počtech nezaměstnaných představuje poměrně velké číslo. Proti tomuto údaji jde očekávaný meziroční růst zaměstnanosti zaměstnanců včetně členů produkčních družstev o velikosti 2,1 % a skutečně pozorovaná hodnota

0,9 %. Táže se na vysvětlení nekonzistence nižšího než predikovaného podílu nezaměstnaných s predikcí nižšího růstu zaměstnanosti zaměstnanců.
Odpověď SMS: Je problematické odhadovat velikost populace v produktivním věku. Jedná se o demografické pohyby, které SMS neumí predikovat úplně přesně. Tato nejistota zapříčiňuje rozdíl v pozorovaném podílu nezaměstnaných osob ve třetím čtvrtletí a příslušné predikované hodnoty.
U růstu zaměstnanosti pozorujeme výraznější než prognózované zpomalení. Zde je těžké odhadnout počty zaměstnaných. Ovšem v počtu zaměstnanců přepočteného na plné úvazky se prognóza od pozorovaných hodnot výrazně nelišila. Nejlépe se odhadují právě tyto počty přepočtené na plné úvazky, které sledují logiku hospodářského cyklu.

V. Tomšík: V situační zprávě je uvedeno, že „*Hlavní příspěvek k dynamice podnikových úvěrů mají nadále úvěry poskytované do odvětví činnosti v oblasti nemovitostí …*“ (str. 30). Táže se, zda se v situaci propadů ve stavebnictví pozorovaných již několik let za sebou nejedná pouze o zdánlivý růst úvěrů reflektující odkládání splatnosti úvěrů, což by pro reálnou ekonomiku představovalo vypovídající údaj. Existují nějaké údaje o odkládání realizace úvěrového rizika (forbearance)?
Odpověď SMS: Celkový meziroční růst podnikových úvěrů je 1,3 %. Přestože je samotná dynamika růstu úvěrů developerům a realitním kancelářím momentálně nejvyšší, tak je výrazně pod předkrizovou úrovní.
Odpověď poradce Hlaváčka: Dílčí oživení úvěrů developerům a realitním kancelářím je v souladu s oživením prodejů na rezidenčním pražském trhu. V aktualizaci Zprávy o finanční stabilitě došlo k aktualizaci údajů, které se snaží forbearance nějak odhadnout. K tomuto jsou použity údaje z centrálního registru úvěrů. Ukazatele forbearance se spíše mírně zlepšují.

V. Tomšík: Děkuje sekci bankovních obchodů (dále jen SBO) za stanovisko v měnověpolitickém doporučení a vyjádření SBO i v následujících doporučeních by považoval za velice užitečné.

P. Řežábek: Poznamenává, že ČNB dosud v rámci kurzového závazku, který by dle prezentace SMS mohl trvat až do konce roku 2014, nakoupila devizy za přibližně 200 miliard korun. Táže se na možné dopady a rizika spojená s těmito nákupy.
Odpověď SMS: SMS vnímá dopady dodatečné likvidity o objemu 200 miliard korun jako pozitivní, protože díky tomu došlo k lehkému uvolnění měnových podmínek přes úrokovou složku.
Odpověď SBO: Bylo možné pozorovat okamžitý dopad dodatečné likvidity na forwardový trh, který skončil s velmi zápornými implikovanými sazbami (v některých splatnostech se jednalo až o 200 bazických bodů). Výsledkem bylo zvýšení zájmu o tzv. carry trades, kdy se koruna stala financovací měnou těchto obchodů, což se projevilo jejím dalším oslabením. Riziko SBO vidí v uzavírání těchto obchodů. SBO dále pozorovala velmi nízké úrovně výnosů státních dluhopisů pro některé splatnosti. Bezprostředně po intervencích SBO také zaznamenala negativní bid do jednoho repo tendru.

M. Hampl: Poznamenává, že z hlediska výnosové křivky vládních dluhopisů je rizikem to, že při normalizaci sazeb nebude mít Ministerstvo financí dostatečnou rezervu na obsluhu dluhu. ČNB v tomto směru ministerstvo upozorňuje již delší dobu.

P. Řežábek: Dotazuje se na rizika plynoucí z toho, že zmiňovaná likvidita o objemu 200 miliard korun bude s ohledem na vyhlášení o trvání kurzového závazku přítomna na trhu po delší dobu.

Odpověď SBO: *SBO z přítomnosti této likvidity na trhu další rizika nevnímá. Otázkou je, zda lze očekávat další tlak na vyhlášenou úroveň kurzu. Tam by mohla nastat situace uzavírání carry trades, kdy by se kurz posunul k vyhlášené úrovni. SBO dodává, že jsme dosud nečelili žádnému spekulativnímu pokusu otestovat odolnost kurzového vyhlášení. Dosud se jednalo o obchody tzv. real money klientů. Po Novém roce může dojít k testování, jak moc vážně myslí ČNB svůj kurzový závazek.*

P. Řežábek: Reaguje, že případné spekulace testující kurzový závazek by očekával koncem období využívání kurzu jako měnověpolitického nástroje, čili koncem roku 2014. To bude již jasnější, kdy nastane exit z intervencí.
Odpověď SBO: *Potenciální spekulanti testující kurzový závazek budou mít prostředky, které umožní závazek otestovat, spíše na začátku než na konci roku.*

P. Řežábek: Žádá upřesnění, zda SMS očekává fixaci kurzu do konce horizontu měnové politiky, nebo po období přesahující horizont měnové politiky. Považuje časovou specifikaci kurzového závazku od SMS za příliš obecnou.
Odpověď SMS: *Horizont měnové politiky je nyní konec roku 2014 a první čtvrtletí 2015. Exit v příslušném scénáři je přesně v polovině tohoto období.*

K. Janáček: Táže se, co by SMS doporučovala v případě, že by kurz výrazně oslabil například hluboce pod 28 CZK/EUR. Dále se táže, zda by případně doporučení SMS intervenovat a navrátit kurz k hladině 27 CZK/EUR nemohlo být odbornou veřejností a politiky interpretováno tak, že de facto ČNB přechází na režim fixního kurzu.
Odpověď SMS: *Platí, že pokud je správně kvantifikovaný průsak dlouhodobé změny kurzu do cen, tak při současných intervencích není hladina výrazně nad 27 CZK/EUR žádoucí, protože by to připouštělo možnost přestřelení horního pásma inflačního cíle. Pro ilustraci SMS zpracovala experiment, ve kterém je kurz zafixovaný na hladině 27,50 CZK/EUR, což je současně pozorovaná hodnota. V tomto experimentu je možné pozorovat inflaci lehce nad horní hranicí pásma cíle. V předchozích kolech debaty bylo argumentováno tak, že slabší hodnoty kurzu umožní dřívější exit. Po komunikování časového závazku pro kurz na hodnotě 27 CZK/EUR, SMS považuje sílu časového závazku za větší, než je síla závazku případně neintervenovat v opačném směru. Aktuálně nicméně SMS nepovažuje za vhodné přejít k nějakým změnám v komunikaci a komunikovala by nadále asymetrii kurzového závazku. Bankovní rada samozřejmě může v budoucnu učinit rozhodnutí o horní hranici kurzu. V současnosti ale SMS nepovažuje odchylku kurzu od vyhlášené hladiny za dostatečně dlouhodobou na to, aby mohla být považována za znepokojivou. Situace by byla jiná, pokud by stejná odchylka byla pozorovaná například rok a čtvrt. Dosavadní slabší hodnota je zapracovaná v aktualizaci scénářů a neimplikuje nějaké dramatické změny. SMS se domnívá, že vysvětlení této odchylky poskytnuté SBO naznačují, že se nemusí jednat o dlouhodobý jev. „Real money“ klienti možná v první fázi nepochopili charakter vyhlášení ČNB a zachovali se v podstatě tak, jako kdyby ČNB vyhlásila časově omezený výprodej do vyprodání zásob, a chtěli si korunu koupit dokonce za cenu pod 27 CZK/EUR a nyní mají korunu „překoupenou“. V takovém případě bychom spíše měli pozorovat návrat k hladině 27 CZK/EUR. Proto také SMS doporučuje komunikovat přiměřenost hladiny 27 CZK/EUR, protože ten druhý možný důvod pozorované odchylky kurzu vycházející z obav o posun intervenční hladiny výše není zatím konzistentní s informacemi, které jsou k dispozici. Komunikace označující hladinu 27 CZK/EUR za vhodnou by mohla po dnešním zasedání pomoci.*

SMS považuje de facto klasifikaci kurzového režimu za nejednoznačnou. Například Švýcarsko je nyní klasifikováno v kategorii Other. Případ mezí kurzu na obou stranách by představoval jakýsi pseudo-fix režim kurzu.

E. Zamrazilová: Konstatuje, že SMS doporučuje ve výhledu udržovat kurz na hladině 27 CZK/EUR do konce roku 2014 či počátku roku 2015. Táže se, zda SMS již začíná uvažovat o nějaké podobě strategie vystoupení z kurzového závazku tak, aby potenciální skokové posílení kurzu nepředstavovalo pro ekonomiku šok.
Odpověď SMS: Nejprve by nastal exit z kurzového režimu a teprve po pozorování reakce kurzu by s jistým, třeba i drobným, časovým odstupem začalo zvyšování úrokových sazeb. SMS se domnívá, že rozhodnout na jediném zasedání o ukončení kurzového režimu a zároveň o zvýšení sazeb, by bylo spojené s rizikem nadměrné reakce trhu. Zpřísnění měnových podmínek by bylo větší, než bude zamýšleno.

L. Lízal: Děkuje poradci za stanovisko, které považuje za inspirativní.

L. Lízal: K indikátorům důvěry se táže, zda poslední publikované údaje odráží situaci po zahájení intervencí, nebo odráží situaci před i po zahájení.
Odpověď SMS: U zveřejněných indikátorů důvěry byl konec sběru dat po vyhlášení intervencí. Sběr samotný pravděpodobně probíhal již i před oznámením o intervencích. Jedná se tedy o mix, první údaj popisující čistě důvěru po vyhlášení intervencí bude až následující údaj. SMS nepozorovala v indikátorech důvěry žádný zlom: spotřebitelská důvěra dále vzrostla, podnikatelská důvěra se vyvíjela v souladu s vývojem v jednotlivých odvětvích. Šetření ČNB se Svazem průmyslu a dopravy ČR bude k dispozici na konci tohoto týdne. Toto šetření bude plně odrážet situaci po vyhlášení intervencí. Inflační očekávání analytiků signalizují nárůst očekávané inflace v ročním horizontu z 1,4 % na 1,7 % už v listopadu, prosinec toto číslo potvrdil. Kvalitativní indikátor Evropské komise za listopad vykázal přerušení monotónního poklesu u očekávání a došlo zde k drobnému nárůstu.

L. Lízal: Táže se, zda je produktivita práce na zaměstnaného v metodice ESA 95 uvažována na přepočtený počet zaměstnanců na plné úvazky, nebo na počet zaměstnaných.
Odpověď SMS: Produktivita prezentovaná v situační zprávě není přepočtená na zaměstnané na plný úvazek. SMS také počítá produktivitu práce na pracovní hodinu, ale výsledky jsou v současné době neintuitivní v tom, že hodiny by dle národních účtů měly růst, což aktuálně není v souladu s ostatními statistikami, dle kterých průměrný úvazek klesá.

L. Lízal: K výhledům kurzu CZK/EUR z publikace Consensus Forecasts poznamenává, že ukazují průměrný kurz za rok pod hladinou 27 CZK/EUR. Táže se, zda tento fakt odráží nedůvěru a možnost očekávání vystoupení z kurzového závazku, nebo jde o možné nepochopení jednostrannosti závazku ze strany příslušných analytiků.
Odpověď SMS: V situační zprávě je uvažován Consensus Forecasts z období okolo zahájení intervencí. Prosincový Consensus už zohledňuje listopadový krok ČNB i její následnou komunikaci. V prosincovém vydání (uzávěrka sběru dat je 2. prosince) došlo k posunu na 26,80 CZK/EUR. Většina analytiků tedy očekává kurz na hladině 27 CZK/EUR až do konce roku 2014 a pouze jeden či dva očekávají dřívější exit. Je možné, že i prosincové číslo odráží částečně nepochopení některých analytiků. SMS dodává, že uvažovaný roční průměr kurzu za 2014 v situační zprávě byl právě 26,80 CZK/EUR.

M. Hampl: Táže se, jak bude v budoucnu hodnocena relativní přísnost/uvolněnost měnových podmínek u nás a v eurozóně, pokud v eurozóně bude dál pokračovat pokles úrokových sazeb a ECB případně začne využívat i další neúrokové nástroje pro uvolnění měnových podmínek. Doplňuje, zda bude pro hodnocení přísnosti/uvolněnosti měnových podmínek stačit pouhé porovnání sazeb PRIBOR a EURIBOR. Nebude nutné být v tomto směru trochu kreativnější a více zvažovat, co všechno má vliv na měnové podmínky?
Odpověď SMS: SMS dlouhodobě sleduje i jiné aspekty nastavení měnové politiky, než ukazují příslušné tříměsíční sazby. V eurozóně je již delší dobu zajímavý rozptyl úrokových sazeb u klientských úvěrů. Důležitým aspektem bude reálný kurz, kde při případném taperingu může eurozóna zaznamenat poměrně výrazný posun reálného kurzu eura vůči dolaru, což může měnové podmínky změkčovat, nebo neadekvátně zpřísňovat. Pro ECB bude klíčové, aby dokázala provést tzv. decoupling, tj. odpojení se od cyklu zpřísňování měnové politiky v USA. Protože množící se signály deflace v eurozóně implikují ve srovnání s USA potřebu déle uvolněných měnových podmínek. SMS bude sledovat odchylky kurzu eura a koruny od spočtené reálné úrovně a klientské sazby v reálném vyjádření (tj. po zohlednění inflačních očekávání), aby byla relativní měnová politika popsaná pestřejším způsobem.

M. Hampl: Ke komentáři z měnověpolitického doporučení: „*Téměř žádný analytik neočekává, že exit z devizových intervencí bude doprovázen bezprostředním zvyšováním úrokových sazeb.*“ (str. 7) poznamenává, že to považuje za překvapivé, vzhledem k tomu, jaké očekávání ohledně sazeb ČNB komunikuje, i vzhledem k tomu, co bylo veřejně řečeno o možném exitu z devizových intervencí. Táže se, zda v tomto směru není potřeba intenzivnější komunikace, která více osvětlí názor ČNB na budoucí vývoj. Dodává, že od analytiků může jít o nepochopení toho, jak se sazby v budoucnu budou vyvíjet.
Odpověď SMS: SMS se domnívá, že rozhodnout na jediném zasedání o ukončení kurzového režimu a zároveň zvýšit sazby by bylo spojené s rizikem nadměrné reakce trhu a zpřísnění měnových podmínek by mohlo být větší, než bude zamýšleno. Z tohoto pohledu se SMS zdají očekávání analytiků o tom, že nedojde zároveň s exitem ke zvýšení sazeb, za poměrně rozumná. Tato očekávání jsou dle názoru SMS v souladu s tím, jak probíhala debata na setkání s analytiky po listopadovém rozhodnutí. Pouze jeden analytik očekával, že by došlo k oběma krokům současně.

M. Hampl: Modelové simulace naznačují, že obě změny (ukončení kurzového režimu a zvýšení sazeb) jsou synchronní a nelze pozorovat odstup měsíců nebo čtvrtletí.
Odpověď SMS: Synchronnost exitu z kurzového režimu a zvýšení sazeb je důsledkem technického nastavení předpokladů scénáře. Scénář je postaven na omezovací podmínce, že zvýšení sazeb nemůže předcházet ukončení kurzových šoků. Tyto věci budou předmětem diskuze při zpracování nového základního scénáře.

M. Singer: Oceňuje stanovisko poradce.

M. Singer: Táže se, ve kterých zemích eurozóny jsou i na základě posledních údajů v příštím roce očekávány záporné cenové růsty.
Odpověď SMS: Pro seznam zemí v EU, u kterých může tato situace nastat příští rok, odkazuje SMS na stanovisko k aplikaci maastrichtského kritéria na příští rok. ECB uvažuje, které země budou vyjmuty z úvah o cenové stabilitě kvůli příliš velké deflaci. Ve stanovisku se zmiňuje

podobná skupina zemí jako je současný seznam zemí s deflací. Aktuálně lze deflaci pozorovat v Řecku, Bulharsku a na Kypru. Na hraně se nachází Portugalsko, Irsko a Španělsko.

M. Singer: Domnívá se, že opakovaně dochází k tomu, že Consensus Forecasts předpokládá dlouhodobé oslabování eura vůči dolaru, ale na počátku každého prognostického horizontu je oslabování odsunuto na později. Táže se, zda pro to má SMS nějaké vysvětlení.
Odpověď SMS: Z hlediska reálné ekonomiky dává již poměrně dlouhou dobu smysl, aby euro vůči dolaru oslabovalo, protože ekonomice USA se řadu let daří lépe než evropské ekonomice. Nicméně Fed tuto tendenci účinně přetlačoval (ve srovnání s ECB) uvolněnější měnovou politikou. Společně se SBO diskutovala SMS při diskuzi k měnověpolitickému doporučení potřebu oslabeného eura pro eurozónu. Zatím se ECB v tomto smyslu k ničemu neodhodlala. Možná došlo ze strany ECB k určitému „zacyklení" v hledání schématu Funding for lending, u kterého může trvat poměrně dlouho, než bude zrealizován, a navíc s nejasnými dopady.
Odpověď SBO: V rámci diskuzí s bankami v Londýně jedna banka vyjádřila možnost scénáře, kdy negativní sazby povedou k posílení eura vůči dolaru. Banky s velkým množstvím likvidity přestanou tuto likviditu držet u ECB, půjčí ji italským bankám, které splatí dříve LTRO, a sníží tím přebytek likvidity. Možnost oslabení eura má v rukou možná více Fed než ECB.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

V. Tomšík: Nová data a nové informace za posledních pět šest týdnů ukazují, že uvolnění bylo potřebné a jednoznačně vpředhledící. Simulace prezentované v otevřené části jednání ukazují, že přes toto uvolnění dochází k mírnému podstřelení inflačního cíle i ekonomického vývoje oproti tzv. alternativní prognóze, toto podstřelení vidíme u obou inflací – CPI i měnověpolitické. Data z reálné ekonomiky ukazují, že se pohybujeme po dně, že jsme hluboko pod potenciálem ekonomiky a není zřejmé, kdy se ode dna odrazíme. Při zpětném pohledu na data o HDP je patrné, že domácí poptávka je opravdu stlačená. S velkou obavou sleduje diskuse o hrozícím deflačním vývoji v okolních zemích. Není zřejmé, zda měnová politika eurozóny bude dostatečně akceschopná, aby tyto deflační tendence, pokud nastanou, zastavila. Trh práce působí v protiinflačním směru, nejsou patrné žádné proinflační tlaky. Ceny zemědělských výrobců opět poklesly, takže růst cen potravin byl oproti očekávání pomalejší, ani v tomto segmentu tedy nejsou patrné žádné inflační tlaky. V souhrnu lze říci, že je na místě potvrdit dlouhodobost aktuálního závazku ČNB používat kurz jako alternativní druhý nástroj k zabránění rizika dlouhodobého a významného podstřelování inflačního cíle. Je přesvědčen o tom, že na křižovatce jsme neodbočili ani doleva ani doprava. Jedeme v autě, ve kterém došel benzín, a přepnuli jsme na LPG, abychom mohli pokračovat dál v jízdě.

P. Řežábek: Pro dnešní rozhodování je podstatné vyhodnotit vnitřní a vnější podmínky. Pro vnější podmínky je podstatné, že oživení v Evropě je oproti očekáváním pomalejší a inflace jde dolů. Podle dostupných vyjádření nebude mít reakce podobu agresivních kroků, ale spíše se nechá ekonomika doklouzat k nové rovnováze. V ČR jsme na tom relativně podobně. Česká ekonomika, která je otevřená, by si měla hledat své rovnovážné ustálení. Z dostupných informací lze usuzovat pouze na krátké období deflace, deflační spirálu vidět není, nebyla ani přímo implikována. Významným faktorem poklesu inflace je pokles cen energií, ten je ale pro ekonomiku pozitivní. Před dvěma lety komentoval ve svém článku období ztracené dekády,

názor vyjádřený v tomto článku se potvrzuje. Nelze se domnívat, že si zde budeme říkat, jak řídit českou ekonomiku bez ohledu na okolí, se kterým jsme výrazně provázáni a které náš ekonomický vývoj významně determinuje. Základní ekonomická veličina inflace může delší dobu podstřelovat cíl. Je otázkou, jak rychle intervence „vyžene“ inflaci nahoru, signály z reálné ekonomiky ukazují na možný rychlejší skok nákladových cen nahoru. Intervence může znamenat nulový zisk pro exportéry, ale náklad pro importéry. Intervence dle prezentace může přinést zisk 63 miliard v HDP, ale znamená také ztrátu pro ČNB v důsledku zvýšení devizových rezerv o 200 miliard, což ukazuje, jaká je efektivita intervencí. Důležité jsou pro budoucí vývoj ekonomiky vývoj inflace a konkurenceschopnosti, tedy především mezd a tvorby fixního kapitálu. Růst reálných mezd je i podle alternativního scénáře, na který ČNB již přešla, nižší ve srovnání s původním scénářem – a zlom by měl přijít v polovině roku 2015. I z tohoto pohledu je efekt intervencí diskutabilní. Ohledně tvorby fixního kapitálu existují signály z podnikatelské sféry, že investoři mohou vyčkávat na exit ze současné strategie, protože silnější kurz koruny bude pro ně výhodnější a zejména nejistota spojená s očekávaným posílením kurzu může vést k odložení investic a tím i k odložení ekonomického oživení. Zatímco minule jsme zvažovali otázku zahájení používání kurzu, dnes jsme v jiné situaci. Intervence byly již zahájeny, proto zvažujeme tři potenciální možné varianty: (i) upravit hladinu kurzu, (ii) ponechání hladiny, (iii) přerušení intervencí. První variantu zřejmě nikdo navrhovat nebude. Třetí varianta by mohla přinést ještě další negativní dopady do reálné ekonomiky, protože jakmile by došlo k ukončení, bylo by to vyloženo jako signál pominutí všech rizik, což by mohlo mít významný dopad na kurz i inflaci a ekonomiku, proto nebude třetí variantu navrhovat.

K. Janáček: Hodnocení výkonu české ekonomiky je stejně jako u sedmé situační zprávy nejednoznačné. Ve třetím čtvrtletí se obnovil mezičtvrtelní pokles HDP. Na druhou stranu rostou zásoby, průmyslová výroba, pozorujeme rekordní přebytek zahraničního obchodu a stabilně posilují indikátory důvěry. Nicméně oživení ekonomického výkonu nemá široké zázemí, nepřispívají k němu všechny složky domácí poptávky, nejvíce přispívá poptávka zahraniční. Evidentně domácí ekonomika nepůsobí proinflačně. Hodnocení ekonomické situace je tedy stejné jako v listopadu, kdy byl pro odložení intervencí. Tento postoj zastává i dnes, nicméně si je velmi dobře vědom, že žádat zastavení intervencí na dnešním zasedání by bylo vysoce nezodpovědné a mělo nepředvídatelné krátkodobé důsledky. Proto se při hlasování o intervencích zdrží hlasování.

E. Zamrazilová: Vývoj od předchozího zasedání, kdy se zahájením intervencí nesouhlasila, ji nepřesvědčil o tom, že bylo dobré nebo nutné k nim přikročit. Naopak se spíše prohloubily její obavy z jeho kontraproduktivních následků a možných rizik, především negativního šoku do spotřeby domácností. Intervence vnesly do ekonomiky další porci nejistoty, které již v ekonomice bylo i bez nich dost. Sekce měnová a statistiky zatím nepracuje na kredibilní strategii exitu z intervenčního režimu, proto – i přes nesouhlasné stanovisko s intervencemi – nepodává návrh na jejich zastavení a zdrží se hlasování.

L. Lízal: Kvalitativně se situace nezměnila ani v ČR, ani v zahraničí. Určitá rizika se rýsují ve vztahu k zahraničí, jak ukazují sílící debaty o hrozbě deflace v eurozóně a negativních úrokových sazbách. Ty by pro nás měly dopad v podobě sníženého úrokového diferenciálu. O problému konkurenceschopnosti se zatím spíše pouze hovoří, skutečné řešení se nerýsuje. Dlouhodobým rizikem je rozdíl mezi očekáváními, která byla nastavena před krizí, a stávajícími možnostmi

hospodářského růstu v Evropě. Tento rozpor je určující a vnímáme ho ostatně i zde. Souhlasí se sekcí měnovou a statistiky, že došlo k nárůstu protiinflačních rizik, ale je mírný a není na něj třeba reagovat. Jsme stále na dně hospodářského cyklu. Pozitiva jsou zatím spíše v datech měkkého charakteru, ne v datech tvrdého charakteru. Shrnuje, že návrh sekce měnové a statistiky je zcela v souladu se stávající ekonomickou situací. Kurzová hladina také odpovídá stávající ekonomické situaci, protiinflační rizika jsou mírná, a proto nejsou důvodem ke změně hladiny. Zpracované scénáře jsou užitečné, protože ukazují dobře rizika, například zrychleného přenosu změny kurzu do inflace. Také stanovisko poradce ilustruje dobře rizika spojená s modelovou prognózou.

M. Hampl: Začíná obecnějšími poznámkami k tomu, co se odehrálo od minulého listopadového zasedání. Staly se věci očekávané i neočekávané. Mezi očekávané řadí úroveň debaty široké populace o listopadovém opatření. Neočekávaná je úroveň debaty expertní. Negativním překvapením bylo to, že tato debata ukázala, jak hluboce jsou zakořeněna deflační očekávání a že je měnová politika v tuto chvíli již musí lámat. Sebekriticky musí říci, že takovou hloubku zakořenění neočekával a možná jsme je měli začít lámat dříve. Takto jsou komunikační náklady tohoto lámání o maličko větší. Druhé nepříjemné překvapení je, že většina populace, protože měnovou politiku neřeší, žije fakticky mentálně ve zlatém standardu a očekává, že máme fixní zásobu peněz, nikoli že množství peněz je elastické. Toto je důležitá reflexe z hlediska měnové politiky i komunikace. Pozitivní naopak je, že ve veřejné debatě se neobjevily žádné nové argumenty ve srovnání s interní přípravou ČNB, což ukazuje, že všechny aspekty intervencí byly během příprav zváženy. Jaký je stav světa teď? Je dobře, že nikdo nenavrhuje exit z intervencí, přestože by to z hlediska veřejné debaty bylo jistě velmi populární. Nikdo nezpochybňuje, že uvolňování měnové politiky, které probíhalo v minulých letech, bylo správné a bylo dokonce jediné možné. Listopadové rozhodnutí požadovalo významnou míru měnověpolitické odvahy a tuto odvahu bankovní rada projevila. Je jasné, že toto rozhodnutí má krátkodobé náklady (komunikační a možná i pro kredibilitu) a dlouhodobé výnosy. Považuje ale za velkou výhodu, že rozhodnutí mělo podobu jednoho řezu, nikoli dílčích kroků, pak by důsledky byly mnohem horší. Teď není jiná cesta, než na horizontu měnové politiky rozhodnutí udržet, nechat ekonomiku si toto rozhodnutí „užít“ (míněno v dobrém) a pokusit se tímto rozhodnutím odtáhnout ekonomiku od nebezpečných deflačních vod a udělat to, co měnová politika dělat má – tedy pokusit se ekonomiku nominálně stabilizovat. Pokud se to podaří, bude to v pořádku. Úvahy o změně sazeb a kurzového závazku nepřicházejí pro něj na dlouhou dobu v úvahu.

M. Singer: Začíná tím, že bohužel samozřejmě zjišťujeme, že dlouhodobě a naprosto zbytečně restriktivní měnová politika nemá jen ty, kteří jsou za ni zodpovědní, ale má i svoje důsledky a náklady pro tuto ekonomiku. Jsou jenom dvě vyspělé ekonomiky (USA, Velká Británie), které evidentně odcházejí z krize, a to jsou ty, které uplatňovaly vpředhledící měnovou politiku podle Tailorova pravidla, nad kterou mnozí zdvíhali obočí. V těchto dvou zemích jsou i rozpočtové dlouhodobé fiskální výhledy lepší než u ekonomik, které toto uvolnění neprovedly, a to v obou dvou případech. V jednom došlo k uvolnění měnové politiky, ve druhém k fiskální konsolidaci a zároveň k dostatečnému uvolnění měnové politiky. Z tohoto pohledu je zřejmé, že přistoupení k intervencím byl správný krok, byť opožděný. Tento krok má čtyřnásobnou razanci ve srovnání s typickým krokem měnové politiky. Doufat, že k němu poskytnou vodítko momentálně dostupná data, která vysílají nejednotné signály a ve kterých se hrozící rizika ještě nepromítla, je trochu naivní. Spíše se dozvídáme to, že listopadová prognóza byla možná poněkud optimističtější, ale rozdíl ve srovnání se skutečností je minimální. Je přesvědčen, že eurozóna bude mírně oživovat,

ale nezdá se, že by měnová politika začala být vpředhledící a procyklická, spíše uvidíme snahu problém vyčekat a vyřešit komunikací. To znamená při zohlednění naší zkušenosti před listopadovým rozhodnutím, že budeme z eurozóny importovat velmi nízkou inflaci, pokud nějakou. Domácí ekonomika se dle posledních dat vyvíjí v souladu s alternativním scénářem, což je pozitivní. Negativní je signál z ukazatele služeb, ukazující tlak na ceny. Hezký výsledek zahraničně-obchodní výměny je bohužel formován odloženými investicemi, což může znamenat, že se ztrácí technologická konkurenceschopnost české ekonomiky. Pak by to mohlo znamenat, že fundamentální hodnota kurzu konzistentní s nulovým růstem cen je ještě slabší. Je přesvědčen, že stávající odchylka kurzu od kurzového závazku není podstatná, důležitý bude lednový vývoj. Na závěr konstatuje, že bylo-li v ekonomice očekávání setrvalého poklesu cen v některých segmentech, tak toto očekávání je nyní propíchnuto. Povědomí o inflačním cíli se zesílilo, což je pozitivní věc - a to i pro investice. Obě doporučení sekce měnové a statistiky podporuje.

V. Tomšík: V reakci na předchozí diskusi uvádí, že jistotu, že deflace nenastane, nemáme. Je ale jisté, že intervence výrazně snižují riziko dlouhodobé deflace. Krátkodobá deflace se vysedět nedala. Máme jasně zmapováno, že pasivní měnová politika by implikovala minimálně tři čtvrtletí deflace, ale mohlo to být i mnohem více, protože v modelu jsou inflační očekávání ukotvena v delším horizontu na cíli. Nehrozil nám jen pokles cen energií, tržní inflace je v deflaci již pět let, pokles cen energií byl pouze třešinkou na dortu. Přehodnotili jsme naši vizi ohledně konvergenčního vývoje směrem dolů, takže není zřejmé, že kurz při exitu skokově posílí. Protože budeme intervence používat delší dobu, až proběhne kaskáda nominálních rigidit, tak není ani zřejmé, že se kurz musí vrátit na předchozí nominální úroveň. Je přesvědčen o tom, že devizové rezervy nejsou v žádném případě pro centrální banku náklad, devizové rezervy jsou v delším horizontu v průměru dvojnásobně výnosnější než emitované koruny. Uznává ale, že vyšší devizové rezervy zvyšují citlivost korunového vyjádření výsledku hospodaření centrální banky na změny kurzu koruny k euru. Nakonec poznamenává, že z předchozích diskusí a materiálů sekce měnové a statistiky a sekce bankovních obchodů, které byly projednány bankovní radou, má on osobně jasnou představu o exitu.

L. Lízal: Reaguje také na první kolo diskuse. Zajímavý byl rozdíl ve vnímání minulého rozhodnutí doma a v zahraničí. Zatímco v zahraničí jsme byli vnímání jako vpředhledící instituce a centrální banka, která doručila to, co slibovala, tak domácí diskuse byla opravdu překvapivě vedena v duchu zlatého standardu. To ukazuje, jakým způsobem je veřejností vnímána cenová stabilita. Toto vnímání odráží historickou zkušenost s různými měnovými událostmi avšak nikoli s deflací. V minulosti jsme měli několik období, kdy byl pozorován pokles cen, ale centrální banka vždy reagovala snížením sazeb. Použití kurzu je tedy signálem, že jsme k takové měnověpolitické reakci směřující k zamezení deflace připraveni i nadále.

E. Zamrazilová: Vrací se k diskuzi o investicích. Investice spadly o čtvrtinu ve srovnání s vrcholem cyklu, což je velmi dramatický propad srovnatelný s Velkou depresí. Nesouhlasí s tím, že uvolňování měnové politiky investice podpoří, protože investice jsou determinovány hospodářskou situací mateřských firem. Dvě třetiny zisku české podnikové sféry patří firmám pod zahraniční kontrolou. Uvolňování měnové politiky zvyšuje jejich zisky, ale nepřiměje firmy k tomu, aby zde tyto zvýšené zisky investovaly. Proto má dlouhodobě s uvolňování měnové politiky problém, měnová politika v tomto kontextu naráží na svoje mantinely.

P. Řežábek: Reálná ekonomika může používat jiný business model, než podle kterého hodnotí situaci centrální banka. Dodává, že opravdu nelze nyní předložit návrh na opuštění intervencí, a proto se přidává ke kolegům a bude se zdržovat hlasování.

M. Hampl: Použití kurzu od počátku chápal jako dočasný nástroj měnové politiky, který umožní rychlejší návrat k používání úrokových sazeb. Bude nás čekat přemýšlení, jak při používání kurzu budeme reagovat na šoky, které budou přicházet. Situace v zahraničí naznačuje, že to budou spíše šoky negativní. Domnívá se, že o exitu se opravdu již bavíme, kdyby v základním scénáři nebyl exit naznačen, to bychom byli ve velmi těžké situaci. Jednou za čas se objeví úvaha, že měnová politika nefunguje a že hospodářství by fungovalo stejně i bez ní, jedním ze zastánců byl minulosti i Luděk Niedermayer. Ale pohled po Evropě jednoznačně ukazuje úplný opak. Problémy se slabou poptávkovou inflací mají země, které mají autonomní měnovou politiku vypnutou (jižní osa eurozóny či Bulharsko), země, které přistoupily k uvolnění pozdě (Švýcarsko), nebo země, které se z jiných důvodů jako je například bublina na trhu nemovitostí rozhodly měnovou politiku neuvolnit (Švédsko). Byli bychom jedinou zemí, kde uvolnění měnové politiky nefunguje. Pokud si někdo opravdu myslí, že měnová politika nefunguje, proč tedy nenavrhne zvýšení sazeb? Střadatelé by byli spokojení a reálné ekonomice by to „nic neudělalo“.

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 nadále používat devizový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek a potvrdila závazek ČNB intervenovat na devizovém trhu na oslabení kurzu 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 se hlasování zdrželi: Kamil Janáček, Pavel Řežábek a Eva Zamrazilová.

Zapsala: Kateřina Šmídková, poradce bankovní rady