

Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 6. února 2014

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

I. Diskuze navazující na prezentaci 1. situační zprávy

L. Lízal: Prognóza inflace na rok 2014 se oproti minulé prognóze snižuje z 1,3 % na 1,2 %. Chtěl se dotázat na důvody pro přehodnocení. Sekce měnová a statistiky je uvedla v prezentaci.

L. Lízal: Jaké jsou předpoklady v simulaci s volnými sazbami? Signalizuje tato simulace, že přestože je využíván kurz jako nástroj měnové politiky, měly být měnověpolitické podmínky uvolněnější?

Odpověď sekce měnové a statistiky (dále jen SMS): V této simulaci je zapracován aktuálně oslabený kurz, ale v dalším období se kurz pohybuje volně. Tato simulace ukazuje dopady v případě, kdyby již nyní došlo k ukončení režimu devizových intervencí, což není reálný předpoklad. Tato simulace začne nabývat na významu s tím, jak se bude blížit okamžik ukončení režimu intervencí.

L. Lízal (v diskuzi o růstu mezd): Do jaké míry závisí předpoklad o zvýšení míry úspor domácností na 10 % na růstu mezd? K růstu disponibilních příjmů může přispívat více zvyšování zaměstnanosti než růst mezd.

P. Řežábek (v diskuzi o růstu mezd): Navazuje na dotaz L. Lízala o růstu mezd a disponibilních příjmů. Považuje předpokládaný růst nominálních mezd za nadsazený. Je tento předpoklad založen na nějakém průzkumu v podnikové sféře? SMS v prezentaci zmínila, že očekává tlak zaměstnanců na vyšší růst mezd. Odkazuje na včerejší komentář v médiích o Škodě Auto, kde odbory preferují dlouhodobý výhled před krátkodobým růstem mezd.

Odpověď SMS: SMS se dotazovala odborů na jejich mzdové požadavky pro letošní rok. Podle informací z Českomoravské konfederace odborových svazů většina podniků letos očekává růst kolem 1,8 %, přičemž neoptimističtější odhad je kolem 2 %. Jejich požadavky jsou tedy relativně defenzivní. Ve formulacích jsou ale poměrně agresivní v tom, že očekávají kompenzaci růstu životních nákladů.

Jejich předpoklad o růstu mezd je oproti prognóze nižší. Tuto evidenci lze tedy považovat za riziko pomalejšího růstu mezd. Odbory byly ale ještě více defenzivní i před zahájením devizových intervencí, když jejich původní inflační očekávání a požadavky byly nastaveny ještě před zahájením intervencí.

Jejich požadavek na růst mezd o 1,8 % znamená dle jejich vyjádření, že chtějí nulový reálný růst mezd. Prognóza přitom očekává více než 2% růst HDP. V kolektivním vyjednávání tedy nadále přežívají dozvuky utlumeného trhu práce.

Odbory požadují nulový reálný růst mezd a přitom nadsazují očekávanou inflaci oproti prognóze, když předpokládají v letošním roce inflaci v průměru mezi 1,3 % a 1,8 %, zatímco prognóza očekává 1,2 %. V tom je nekonzistence, protože jimi požadovaný nízký růst mezd by naopak vedl k ještě nižší inflaci, než SMS prognózuje.

V roce 2015 SMS očekává malý pozitivní dopad do růstu hrubých mezd ve výši 0,3 procentního bodu v souvislosti s přesunem dvou procentních bodů zdravotního pojistného ze zaměstnavatelů na zaměstnance.

M. Singer (v diskuzi o růstu mezd): Požadavkům odborů se nelze divit, když nezaměstnanost je rekordní.

L. Lízal (v diskuzi o růstu mezd): Odbory mají požadavky na zachování zaměstnanosti. Jsou ochotny ustupovat v mzdových požadavcích?

Odpověď SMS: V některých podnicích jsou odbory ochotny akceptovat i snížení nominální mzdy.

P. Řežábek (v diskuzi o růstu mezd): Kdy se SMS dotazovala odborů?

Odpověď SMS: Minulý týden.

P. Řežábek (v diskuzi o růstu mezd): Informace odborů je třeba interpretovat tak, že chtějí udržet alespoň nulový reálný růst mezd. Jestliže jsou odbory defenzivní ve svých požadavcích, je potřeba je hodnotit z defenzivního pohledu.

Odpověď SMS: Pokud bude nižší růst mezd, budou pozvolněji oživovat i disponibilní příjmy. SMS očekává kombinaci prodlužování délky úvazků, které povede k vyššímu růstu objemu nominálních mezd, a později se k tomu přidá i nárůst počtu zaměstnanců.

P. Řežábek (v diskuzi o růstu mezd): SMS zmiňuje riziko pomalejšího růstu mezd. Upozorňuje, že důchody rostou jen zhruba o 0,3-0,5 %, což je také málo a poptávka tak může růst oproti prognóze méně. Je otázka, jak na tom budou jiné sociální skupiny, protože v sociálních výdajích došlo k omezením. Počítá s tím SMS v prognóze?

Odpověď SMS: V prognóze jsou zapracována úsporná konsolidační opatření, jejichž součástí je i nižší valorizace důchodů. Letošní valorizace byla jen symbolická v průměrné výši 45 Kč na důchod. To vstupuje do fiskálního impulzu a do disponibilního důchodu domácností. V prognóze naopak není zahrnuta minulou vládou zvažovaná mimořádná valorizace důchodů v průběhu letošního roku.

Součástí prognózy fiskálu i disponibilního důchodu jsou i sociální dávky dle platné legislativy. V letošním roce stát začíná vyplácet nemocenskou nikoli od 22., ale od 15. dne nemoci. Také se zvyšují platby státu za státní pojištěnce zdravotním pojišťovnám, což má na fiskál v zásadě neutrální vliv.

K. Janáček (v diskuzi o růstu mezd): Podíl mezd na disponibilních důchodech je těsně pod 50 %?

Odpověď SMS: Zhruba ano.

M. Singer (v diskuzi o růstu mezd): Na str. 40 SMS prezentuje přepočtené počty zaměstnanců na plné úvazky a konstatuje, že počet zkrácených úvazků vzrostl ve třetím čtvrtletí meziročně o 15,4 %. Má SMS k dispozici časovou řadu zkrácených úvazků nebo jejich podíl na celkové zaměstnanosti? Zvyšování úvazků je v prognóze důležitý předpoklad. Pokud by jich bylo 8 % a došlo ke snížení na 4 %, znamenalo by to dopad do růstu mezd o dva procentní body. Žádá o zpracování boxu na toto téma.

Odpověď SMS: Box bude zpracován. SMS zaznamenala, že například Britové čelí tomu, že míra nezaměstnanosti je oproti jejich očekávání nižší, ale přitom nechtějí omezovat uvolněnou měnovou politiku. Jedním z nových ukazatelů, kterým argumentují, je zvýšená nedobrovolná zaměstnanost na zkrácené úvazky.

M. Singer: Stanovisko je přetíženo údaji bez velkých komentářů. Říká, že situace na trhu práce by mohla být horší, než naznačují údaje?

Odpověď poradce K. Galuščáka: Ano.

M. Singer (v diskuzi o boxu): Je v boxu o vlivu oslabeného měnového kurzu na spotřebitelské ceny zahrnut vliv celkové poptávky a disponibilních příjmů?

Odpověď SMS: Ne. Jde pouze o nákladový vliv s využitím input-output tabulek.

M. Singer (v diskuzi o boxu): Takže jde jen o konzervativní odhad.

L. Lízal (v diskuzi o boxu): Na str. 9 v poznámce č. 3 SMS uvádí, že Český statistický úřad publikuje input-output tabulky jednou za pět let. Prosí o ověření této informace. Někdy jsou tyto tabulky publikovány i dva roky po sobě.

E. Zamrazilová: Má SMS informace z ceníků o tom, jak byly změněny ceny elektřiny a plynu? Ve dvou poznámkách na str. 19 je uvedeno, že byly zapracovány schválené úpravy.

Odpověď SMS: Podle ceníků největších firem ceny klesly v souladu s očekáváním. Ceny byly sníženy zhruba o 10 %. Dopad bude vidět v informaci o inflaci za leden, která bude publikována příští týden.

E. Zamrazilová (v diskuzi o vnímané inflaci): Zaznamenala SMS studii P. Sobiška ohledně indexu vnímané inflace a jaký má na ni názor?

Odpověď SMS: SMS tuto studii zaznamenala. Navrhovaný index by SMS nenazývala vnímanou inflací. Tento ukazatel zachycuje spíše časté nákupy a inflaci nezbytných výdajů těch položek spotřebitelského koše, které silněji než jiné položky přispívají k subjektivnímu vnímání inflace. Tento ukazatel nepokrývá více než polovinu spotřebitelského koše. SMS by ho spíše označila jako životní náklady domácností, které žijí na subsistenční úrovni, tj. jsou schopny pokrývat jen nejnужnější výdaje. SMS zčásti vnímá tuto studii jako „PR“ aktivitu.

M. Singer (v diskuzi o vnímané inflaci): Ve vývoji tohoto indexu není žádná strukturální změna. Připouští, že tato studie může být zajímavá pro Ministerstvo práce a sociálních věcí.

Odpověď SMS: Tento ukazatel má vypovídací hodnotu ze sociálního pohledu. Český statistický úřad publikuje subindexy, které měří životní náklady například domácností důchodců. Ty se v posledních letech zvyšovaly více než celková inflace.

K. Janáček (v diskuzi o fixních investicích): Navrhuje posílit argumentaci o oživení fixních investic ve druhém pololetí 2014, které je zmíněno na str. 15. Lze využít údaj ze str. 52 o tom, že podnikům se postupně zlepšuje likvidita a mají dostatek hotovosti. Podle průzkumu, který ČNB provádí se Svazem průmyslu a dopravy, i podle anekdotické evidence z prostředí velkých bank se zdá, že banky jsou vstřícné k financování rozumných projektů a jsou schopny je financovat. To je další podpůrný argument pro tvrzení, že pokud se zejména exportní podniky rozhodnou k obnově fixních investic, může být zaznamenán jejich rychlý nárůst.

Odpověď SMS: SMS souhlasí. Příznivé podmínky pro fixní investice vyplývají i z šetření úvěrových podmínek bank, které ČNB provádí každé čtvrtletí.

P. Řežábek (v diskuzi o fixních investicích): SMS dříve uváděla, že fixní investice příliš nerostou a že došlo i ke zpomalení reálné konvergence. Nyní SMS říká, že dojde k odblokování a že podniky možná začnou více investovat. Očekává SMS vyšší investice letos nebo v příštím roce? Přibližně 80 % investic je z dovozu. Podniky mohou zvažovat, že

pořídí investice až po ukončení intervencí. To souvisí s očekávanou hladinou kurzu. Od některých podnikatelů slyšel, že spíše odloží investice na období po ukončení intervencí. To by mělo negativní dopad do makroindikátorů.

Odpověď SMS: SMS očekává oživení fixních investic spíše v roce 2015 a letos zhruba stagnaci, resp. pokles a v polovině roku přechod do velmi mírného růstu.

P. Řežábek: Souhrnná produktivita práce má překmitnout z poklesu v roce 2013 na růst o 2,3 % letos a 2,5 % v příštím roce. Čemu SMS přičítá tento obrat, když investice moc nerostly?

Odpověď SMS: Souhrnná produktivita práce bude tažena spíše poptávkou než nabídkou. Podniky v roce 2014 využijí ve větší míře existující kapacity. Produktivita se měří na zaměstnance, takže ve chvíli, kdy zaměstnanci budou pracovat na celý úvazek a ne jen například na polovinu, vyprodukují více bez toho, aby byli vybaveni novým kapitálem. Investice začnou oživovat v roce 2015 s tím, jak oživení bude déletrvajícím a podniky uvidí zlepšující se výhledy. Oživení pak bude i na nabídkové straně. V rozkladu potenciálního produktu je také vidět, že příspěvek kapitálu je velmi nízký a že aktuálně nelze očekávat větší pozitivní vliv z nabídkové strany.

M. Singer (v diskuzi o strategii exitu): Má připomínku ke strategii exitu. Klade si otázku, zda by bylo vhodné omezit jednostranné riziko na straně posílení kurzu. Navrhuje, aby se SMS a sekce bankovních obchodů zamyslely nad případným posunutím intervenční hladiny na silnější úroveň, kde nečekáme, že by se tam kurz dostal, ale kde by již bylo ohroženo plnění inflačního cíle.

Druhá varianta je vyslat signál typu, že ČNB neočekává posun kurzu pod určitou hladinu s tím, že překročení této hladiny by vedlo k reakci měnové politiky. Zdá se mu, že vyhlášení dolní hranice kurzu vede díky kredibilitě, kterou tím měnová autorita získala, k tomu, že kurz se pohybuje nad touto hranicí. Díky získané kredibilitě takové prohlášení může uklidnit kurz a zároveň vyslat podnikům signál, že kurz výrazně neposílí. A také zamezit jeho případnému přestřelení na silnější straně.

Jistě existuje i řada jiných možností. Bylo by dobré exitové strategie začít komunikovat zhruba v létě, kdy bude téma exitu již aktuálnější.

E. Zamrazilová (v diskuzi o strategii exitu): Exit z režimu devizových intervencí SMS uvažuje již možná v prvním čtvrtletí 2015, což je za rok. Bankovní rada ještě před zahájením intervencí o nich dlouhou dobu diskutovala. Aby nebyly opakovány chyby v komunikaci, které značně podlomily kredibilitu ČNB, je načase zabývat se tím, jaká rizika mohou být spojena se strategií exitu. SMS předpokládá v příštím roce posílení kurzu. Myslí si, že rizika pro kurz koruny jsou obousměrná a poukazuje na aktuální vývoj v Turecku a na nejistotu a volatilitu plynoucí ze zahraničí. Rizika by měla být včas a pečlivě zvažována. To je její poslední měnověpolitické doporučení.

Odpověď SMS: SMS sleduje a bude sledovat možná rizika. Depreciačních tlaků v období po ukončení intervencí se SMS příliš neobává, protože v takovém případě bude možné rychleji zvyšovat měnověpolitické sazby. Riziko, které bude potřeba více řešit a zvažovat, je na straně výraznějšího posílení kurzu. Prvním krokem bude zřejmě exit z kurzového režimu a následně podle vývoje kurzu bude SMS doporučovat změny měnověpolitických sazeb. SMS patrně nebude v okamžiku exitu doporučovat zvýšení měnověpolitických sazeb v plném rozsahu, které by zvýšilo úrokový diferenciál na 0,7 procentního bodu. SMS bude také zvažovat variantu stanovení postupné hranice pro kurz.

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): Je možné také nejdříve snížit limitní hladinu kurzu a teprve poté komunikovat varovnou větu. To by mohlo snížit riziko případného opětovného návratu do režimu intervencí.

M. Singer (v diskuzi o strategii exitu): Má jiný názor. Bude potřeba mít jasno, jak komunikovat exit ještě před tím, než nastane. Bude potřeba tím také zamezit spekulacím na pokles cen z důvodu nadměrně silnějšího kurzu, jak zmínil P. Řežábek u podnikových investic.

Odpověď SMS: SMS na tom bude pracovat. V souvislosti s těmito úvahami SMS do této Zprávy o inflaci navrhuje formulaci, že v období po exitu SMS neočekává posílení kurzu na předintervenci hodnoty. Je potřeba předem formovat očekávání, že kurz bude zřejmě někde v intervalu 26 až 27 CZK/EUR. SMS tuto větu zamýšlela navrhnout i do prohlášení bankovní rady na tiskovou konferenci, ale v této podobě tam nakonec není. Je také možné uvažovat, zda „backstop“ na posílení kurzu bude zveřejněn nebo zda půjde pouze o interní pravidlo.

M. Singer (v diskuzi o strategii exitu): Pokud bude potřeba mít pravidlo „backstop“, bude lepší ho zveřejnit. Neumí si představit, že by byl „backstop“ stanovován až v panice v případě nadměrného posilování kurzu.

P. Řežábek (v diskuzi o strategii exitu): Bylo zmíněno, že úvahy o exitu jsou zatím předčasné. Co povede SMS k tomu, že začne zpracovávat možné strategie exitu a analýzy dopadu exitu?

Odpověď SMS: SMS bude využívat scénáře, které prezentovala. SMS bude zvažovat ukončení intervencí ve chvíli, kdy scénář s volnými sazbami začne ukazovat, že měnověpolitické sazby nejsou tlačeny do záporných hodnot. SMS již v procedurálních materiálech týkajících se režimu intervencí předjímala, že bude potřeba nechat posílit inflační tlaky, aby kompenzovaly případné přestřelení kurzu po ukončení intervencí. Scénář s endogenním kurzem může začít ukazovat potřebu posílení kurzu k tomu, aby nedošlo k výraznému přestřelení inflace přes horní hranici tolerančního pásma. SMS bude také zvažovat případné přestřelení kurzu na apreciační straně. To bude možné omezit například tím, že bude postupně snižována intervenční hladina. Návrhy bere SMS jako námět do připravovaného materiálu o exitu. V souhrnu SMS má představu o exitu a bude se jí dále věnovat. SMS rovněž aktualizuje empirické odhady průsaku kurzu do cen.

P. Řežábek: Které faktory ve scénáři endogenního kurzu tlačí kurz zpět k 26 CZK/EUR v roce 2015?

V. Tomšík: Navazuje na dotaz E. Zamrazilové, který rozšířil P. Řežábek. SMS komentovala faktory, které po ukončení režimu intervencí na počátku roku 2015 povedou k posílení kurzu průměrně na 26,20 CZK/EUR v roce 2015. To představuje posílení o 0,8 Kč. Důvodem je zvýšení úrokového diferenciálu, což je standardní předpoklad v malé otevřené ekonomice. Úrokový diferenciál je na počátku roku 2015 příliš vysoký. Podle SMS odpovídá třem standardním zvýšením repo sazby. SMS uvedla, že patrně nebude v okamžiku exitu navrhopat zvýšení sazeb v tomto rozsahu. SMS také zmínila, že klesají tržní eurové sazby. To znamená další rozšíření úrokového diferenciálu. SMS také prezentovala, že se bude zlepšovat zahraniční obchod, takže i odtud se dají očekávat apreciační tlaky.

Klade si otázku, zda při tak velkém úrokovém diferenciálu a očekávaných tlacích na kurz plynoucí z vyššího čistého vývozu je reálné očekávat tak malé posílení kurzu. Počítá SMS s krátkodobým přestřelením kurzu na silnější straně v souladu s Fisherovým –

Dornbuschovým modelem přestřelení kurzu? Je možné, že přestřelení není v průměrných hodnotách, se kterými pracuje SMS, natolik znatelné.

Odpověď SMS: V období po plném promítnutí oslabeného kurzu do cen model g3 předpokládá kurz zhruba v pásmu 26 až 26,5 CZK/EUR. Tato úroveň kurzu odpovídá ekonomickému vývoji a je v souladu s nepokrytou úrokovou paritou i s rizikovou premií, která vyplývá z vývoje čistého vývozu. Do té doby ale ještě může dojít ke změnám.

P. Řežábek: Navazuje na diskuzi o strategiích exitu. Jde také o to, zda a kdy bude zveřejněn předpoklad o kurzu, který se v období po ukončení intervencí nevrátí na předintervenční hodnoty, ale bude na nové rovnovážné hladině. Předpoklad o kurzu nedoporučuje nyní zveřejnit.

K. Janáček: Na str. 6 SMS upozorňuje, že v lednu bude inflace kolem 0,4 %. Z grafu odečítá, že přes 1% dolní hranici tolerančního pásma cíle se inflace dostane někdy na konci druhého čtvrtletí 2014. Prosí o potvrzení.

Odpověď SMS: Prognóza očekává inflaci 0,8 % ve druhém čtvrtletí a 1,5 % ve třetím čtvrtletí. Dolní hranici tolerančního pásma cíle inflace protne na přelomu druhého a třetího čtvrtletí. SMS se omlouvá za to, že graf na str. 6 má chybně znázorněnou horizontální osu. Do veřejné verze to bude opraveno.

K. Janáček: V měnověpolitickém doporučení se píše, že během zpracování prognózy bylo identifikováno několik dílčích rizik a oboustranných nejistot, o nichž je možno se dočíst na příslušných místech situační zprávy, ale že nebyly nakolik výrazné, aby vedly ke zpracování alternativního scénáře prognózy. Kde vidí SMS vidí hlavní riziko nebo rizika prognózy?

Odpověď SMS: Hlavním rizikem směrem dolů je růst mezd. Rizikem směrem nahoru je setrvání kurzu na stávající hladině. K tomu SMS prezentovala experiment s kurzem na úrovni 27,50 CZK/EUR v roce 2014. Obecnou nejistotou je síla průsaku kurzu do inflace, kterou teprve bude možné ověřit. SMS nadále věří tomu, že průsak je silnější než v normálních časech.

V. Tomšík: SMS prezentovala experiment, který ukazuje vývoj inflace, pokud by se kurz po celý rok 2014 udržel na hladině 27,50 CZK/EUR. Inflace přestřelí 3% horní hranici tolerančního pásma relativně krátce a ne příliš. To není významné přestřelení a inflace je i v maximu hluboko pod 4 %, což je číslo, které je při symetrickém hodnocení inflačního cíle srovnatelné s inflací na úrovni 0 %. Jak by vypadal tento experiment pro měnověpolitickou inflaci? Zůstala by v tolerančním pásmu cíle? Byl by rád, kdyby i do budoucna SMS prezentovala tento experiment.

Odpověď SMS: Měnověpolitická inflace se v tomto scénáři dostane na 3 %, protože na přelomu let 2014 a 2015 bude asi 0,25 procentního bodu činit příspěvek vyšší spotřební daně z cigaret.

P. Řežábek: Žádá o komentář k vývoji inflace v eurozóně a případným dopadům na českou ekonomiku.

Odpověď SMS: Spotřebitelská inflace v eurozóně byla za leden očekávána 0,9 % a skutečnost byla 0,7 %. Jádrová inflace se ale oproti prosinci mírně zvýšila. To bude pravděpodobně zvažováno při dnešním hlasování o dalším případném uvolnění měnové politiky ECB.

Nižší inflace v eurozóně není dobrá zpráva pro domácí ekonomiku, protože může dojít k prorůstání deflačních tlaků ze zahraničí.

V prognóze působí dva protisměrné faktory. Trajektorie kurzu byla posunuta na slabší hladinu, zatímco výhled zahraničních cen se posunul směrem dolů. Prognóza deflátoru

dovozních cen je kombinací vývoje cen v zahraničí a kurzu koruny. Dovozní ceny proto nepůsobí výrazně více proinflačně oproti minulé prognóze navzdory slabšímu kurzu.

V. Tomšík: Na str. 16 SMS komentuje očekávaný vývoj platební bilance, ale není tam zmínka o vlivu intervencí. Očekával by dopad zejména v portfoliových investicích. Portfoliové investice skončily v roce 2013 přebytkem 98 miliard Kč a letos SMS očekává nulu. SMS to vysvětluje zejména nižší emisí vládních dluhopisů denominovaných v eurech. Prosí o zapracování vlivu intervencí.

Odpoověď SMS: SMS při zpracování prognózy zvažovala vliv intervencí, zejména na kapitálový účet, portfoliové investice a přítoky z fondů EU. SMS bude i nadále zohledňovat očekávané toky.

Dopady intervencí jsou zapracovány zejména v prognóze obchodní bilance. Na jedné straně je vyšší reálný čistý vývoz podpořen zvýšenou cenovou konkurenceschopností. Na druhé straně působí o něco horší směnné relace, když průsak do dovozních cen z oslabeného kurzu SMS očekává výraznější než u exportních cen. Vývozců částečně využijí posílenou cenovou konkurenceschopnost ke snížení cen v eurech a zvýšení objemu vývozu, zatímco u dovozu SMS očekává plný průsak slabšího kurzu. Na nominální obchodní bilanci působí tyto dva protichůdné efekty a jsou v prognóze zapracovány.

Prognóza finančního účtu nezahrnuje ostatní investice bez bankovního sektoru. Vliv krátkodobého kapitálu proto není v této prognóze zohledněn. SMS zváží jejich zapracování v příští prognóze.

E. Zamrazilová: V poslední době docházelo spíše k výprodeji investic.

M. Singer: Na str. 4 je zmíněn poměrně optimistický obrázek o růstu slovenského HDP. Počítá SMS s tím, že Slovensko čeká fiskální konsolidace? Prosí o ověření, protože může dojít k negativnímu vlivu na růst.

Odpoověď SMS: Slovensko má podíl dluhu na HDP zhruba 58 %. Informace o fiskální konsolidaci SMS ověří.

SMS se omlouvá za překlep na str. 59 týkající se růstu slovenského HDP. Údaje za roky 2014 a 2015 se týkají roků 2013 a 2014.

M. Singer: Na str. 12 je nesrozumitelná věta: „V rámci této úpravy prognóza očekává částečnou kompenzaci implikovaného poklesu čistých mezd, resp. navýšení hrubých mezd, a to v souhrnné výši 0,3 % průměrné hrubé nominální mzdy během prvního pololetí 2015.“ Prosí o opravu.

Odpoověď SMS: Věta bude opravena. SMS očekává, že vzrostou hrubé mzdy.

M. Singer: Souhlasí s návrhem ve stanovisku poradce změnit větu o cenách nemovitostí na str. 54. ČNB se nesnaží určovat ceny na trhu nemovitostí.

M. Singer: Podle výsledků konjunkturního šetření na str. 37 se opět lehce zvýšil vliv nedostatečné poptávky jako bariéry růstu v průmyslu a mírně se snížilo využití výrobních kapacit. Jak to zapadá do obrázku postupného oživování v průmyslu, kde byly údaje za poslední čtvrtletí přece jen lepší? Myslí si SMS, že výsledky z tohoto šetření budou brzy korigovány?

Odpoověď SMS: SMS je také překvapena těmito výsledky. Ostatní předstihové indikátory jako například zakázky ze zahraničí nebo výsledky šetření ČNB se Svazem průmyslu a dopravy spíše potvrzují oživení. SMS očekává, že i v tomto konjunkturním šetření se projeví obrat.

V tomto šetření Českého statistického úřadu podniky nejsou dotazovány na sílu bariéry, ale pouze zda vnímají nedostatečnou poptávku jako bariéru. Je možné, že podniky vnímají tuto bariéru jako mnohem menší než před půl rokem.

II. Uzavřené jednání bankovní rady

L. Lízal: Výhled v Evropě je jako obvykle oproti minulé prognóze trochu méně optimistický. Oživení v zahraničí je pomalejší a také výhled zahraničních tržních sazeb je nižší a historicky je nejnižší. Problematickou zprávou jsou i smíšené výhledy cenového růstu v eurozóně.

V domácí ekonomice jsou náznaky ekonomického oživení stále jen z měkkých dat, zatímco v tvrdých datech oživení není jednoznačně vidět. I když je používán měnový kurz jako další nástroj uvolňování měnových podmínek, inflační tlaky jsou pouze nákladové a situace v ekonomice je utlumená.

Souhlasí se stanoviskem poradce, že trh práce nemusí vypadat tak dobře, jak vypadá z publikovaných údajů. Vzhledem k tomu, že je mnohem větší podíl částečných úvazků, nemusí se ekonomické oživení rychle promítnout do zaměstnanosti.

Celkově vnímá rizika na negativní straně. Oživení, které nastane, a také očekávaný růst mezd a zaměstnanosti mohou být pomalejší a ke zlepšení může dojít oproti prognóze v delším horizontu. S tím souvisí i chování podniků, které aktuálně nemají důvod příliš investovat, takže i oživení investic může být pomalejší.

Z toho vyvozuje, že možná bude nutné setrvat déle v režimu devizových intervencí. Aktuálně souhlasí s doporučením SMS ponechat sazby na stávající úrovni a potvrdit závazek na současné hladině kurzu. Rizika, která jmenoval, se mohou materializovat, ale nejsou důvodem pro změnu komunikace nebo rozhodnutí.

E. Zamrazilová: Byla proti zahájení devizových intervencí na listopadovém zasedání. Objevila se řada argumentů ve prospěch intervencí, které 7.11. a ani před tímto datem nepadly. Žádný z těchto argumentů ji nepřesvědčil, takže se opět zdrží hlasování.

Toto je poslední měnověpolitické zasedání, kterého se účastní. Na závěr chce říci, že vnímá velmi negativně propad kredibility České národní banky. Upřímně přeje hodně štěstí v tom, aby budoucí realita devizové intervence zpětně ospravedlnila. Přeje bance, aby se jí podařilo navrátit dřívější kredibilitu. Vývoj bude pečlivě sledovat.

K. Janáček: Tato situační zpráva je pro něho velmi nevzrušivá. Zásadnějším závěrem je, že protiinflační působení domácí ekonomiky má odeznít a od poloviny roku 2014 má do cen působit oživení a rychlejší růst mezd, a to s otázníky, které byly diskutovány na otevřeném jednání.

Za velmi přínosný a instruktivní považuje box na str. 8 a 9, který popisuje dopady oslabeného kurzu na spotřebitelské ceny.

Pokud nedojde k nepředvídanému vnějšímu šoku, což je vysoce nepravděpodobné, budou stejně nevzrušivé i třetí a pátá situační zpráva, které budou pouze korigovat aktuální prognózu podle publikovaných údajů. Domnívá se proto, že tento nevzrušivý čas je třeba využít ke zpracování a diskuzi dvou materiálů, které již určitým způsobem krystalizovaly.

Komentuje úvahy exitu z režimu devizových intervencí. Za prvé, na podzim roku 2014 lze očekávat, že silně vzrostou úvahy analytiků a očekávání trhů o přesném načasování exitu z intervencí. Je vysoké nebezpečí, že to může zvýšit volatilitu kurzu. Bylo by proto užitečné, kdyby SBO zpracovala informaci, jaké jsou možné reakce či nereakce na tuto situaci, to

znamená v jakém intervalu nereagovat nebo již reagovat a podobně. SBO se v těchto vodách dobře vyzná.

Za druhé, SMS již slíbila připravit materiál o strategiích exitu z režimu devizových intervencí. Souhlasí s diskuzí na otevřeném jednání o tom, co by měl tento materiál obsahovat. V případě exitu bude SMS patrně navrhnout nejdříve oznámení ukončení intervencí a teprve poté zvyšování sazeb. Myslí si ale, že by bylo stejně tak možné nejdříve zvýšit sazby a ukončení intervencí zatím nezmiňovat. Zůstala by tak možnost nadále intervenovat, pokud by posílení kurzu bylo skokové nebo eratické. Obě tyto alternativy by měly být rozpracovány a měly by být zváženy jejich výhody a nevýhody. Navrhuje požádat obě sekce o zpracování těchto dvou materiálů a o předložení do konce druhého čtvrtletí.

M. Singer: Navrhuje spojit je do jednoho materiálu.

P. Řežábek: Diskutuje několik pohledů na vnitřní a vnější podmínky. Ohledně vnitřních podmínek považuje za relativně velké riziko nízký růst mezd, v reálném vyjádření možná nulový nebo i záporný. Podle anekdotické evidence zatím žádný významnější růst reálných mezd není patrný. Další vývoj ukáže, jak dopadnou případná dodatečná mzdová vyjednávání. Pozitivní zprávou pro českou ekonomiku je zejména to, že došlo k výměně modelů ve Škodě Auto. Na měnověpolitických jednáních bylo již dříve komentováno, že automobilový průmysl je pro domácí ekonomiku významný fenomén. V roce 2012 bylo diskutováno, zda oživení ekonomiky nastane v prvním nebo druhém pololetí 2013. SMS tehdy očekávala oživení ve druhém pololetí 2013. Nikdo ale neznal strategii Škody Auto, která do růstu ekonomiky velmi zasáhla. Vlivem změny modelů ve Škodě Auto došlo k poklesu výroby automobilů v minulém roce s negativním dopadem do růstu. Podle jeho informací to ale vypadá, že Škoda Auto bude letos opět dobrým tahounem růstu české ekonomiky. Podobně tomu bude i v Kolíně, kde by letos mělo dojít ke změně modelů, což bude znamenat spíše nižší produkci v prvním pololetí a dodatečné oživení ve druhém pololetí. Automobilka Hyundai také produkuje slibně. Kdyby nedošlo ke zmíněnému výpadku ve Škodě Auto, byl by růst v minulém roce vyšší. Proto také není na místě případná nervozita z toho, že v minulém roce byl růst HDP oproti prognóze nižší. Poptávka po automobilech existuje a relativně dlouhé dodací lhůty potvrzují, že po dokončení náběhu nových modelů lze očekávat relativně slušný pozitivní dopad do růstu. Komentuje používání kurzu jako nástroje měnové politiky. Stále vnímá riziko odkladu obnovy fixního kapitálu, které se mu potvrzuje z anekdotické evidence. V otázkách strategie exitu souhlasí s návrhy K. Janáčka.

Pokud jde o zahraniční podmínky, nelze očekávat žádná velká oživení, a to v Evropě a ani ve většině zemí světa. Ve Spojených státech se opět přibližuje dluhový strop, který vyvolá dlouhé diskuze. Pokud se Spojené státy začnou chovat ve fiskální politice střízlivěji, bude to mít negativní dopad do růstu.

Komentuje složky hospodářské politiky, tj. fiskální a měnovou. Měnová politika vstoupila na tenký led devizovými intervencemi, které nejsou tak často používané. Fiskální politika oproti tomu v posledních pěti letech spíše prováděla konsolidaci, ale bohužel se neprováděly strukturální změny, které domácí ekonomiku neminou a budou se muset provést. Jako velký problém v rámci fiskální politiky vnímá zákon o zadávání veřejných zakázek, který byl mnohokrát diskutován a upravován. Komunální politici mají k dispozici relativně velký objem prostředků, ale bojí se vypisovat veřejné zakázky, protože mají obavy z toho, jak dopadnou. Například se stává, že vyhraje projekt s nejnižší cenou a postaví se jen polovina, protože daná firma nemá na dostavění. To pak výrazně zpomaluje stavební činnosti v rámci státního sektoru a má velmi negativní dopad zejména na drobné stavebnictví a na živnostníky včetně zaměstnanosti v tomto sektoru. Tento problém ale nemá velký makroekonomický dopad, spíše jde o neudržitelnost tohoto stavu.

Z jiného pohledu komentuje zahraniční obchod, spotřebitelskou poptávku, fixní kapitál a spotřebu vlády. Zahraniční obchod je jediná oblast, které by mohl režim používání kurzu pomoci, ať už více či méně významně, což je otázka diskuze. Zahraniční obchod však není oblast, která by trpěla významnějšími problémy.

V otázce dopadu režimu používání kurzu do spotřebitelské poptávky je spíše pesimista. V poptávce spotřebitelů dochází ke změnám. Negativní důchodový efekt, který se projevil v poklesu tržeb z prodejů potravin a možná i pohonných hmot, by mohl mít trvalejší charakter. To by nebylo žádoucí. Na druhou stranu zásoby nebo internetové prodeje byly na konci minulého roku vyšší. To však podle jeho názoru z dlouhodobého pohledu nemůže stabilizovat růst ekonomiky.

Riziko obnovy fixního kapitálu již zmínil. Spotřeba vlády byla spíše utlumená a má velké pochyby o tom, že by vláda mohla začít působit proticyklicky.

Nebyl pro zahájení intervencí a ani nyní nemůže hlasovat pro jejich další pokračování. Na druhou stranu by bylo kontraproduktivní na dnešním jednání hledat za každou cenu protipól a zvažovat ukončení intervencí. Jestliže se jednou vstoupí do takové řeky, není jednoduché bez dostatečných analýz případných negativních dopadů z toho vystoupit. Proto se zdrží hlasování.

V. Tomšík: Komentuje aktuální vývoj a rizika prognózy. Prognóza přináší signály oživení ekonomiky, které nejsou podle jeho názoru zpochybnitelné a sám je vidí. Určité signály lze vidět v soukromé spotřebě a poměrně silné signály ve vývoji čistého exportu. Pozitivní signály u čistého exportu jako aktuálně nejsilnější složky agregátní poptávky přispívající k růstu HDP jsou patrné již delší dobu. Hrozilo přitom riziko výrazného posílení kurzu, které by mohlo zastavit ekonomické oživení. Z toho pohledu dnešní prognóza potvrzuje správnost rozhodnutí zahájit používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky.

V diskusi, proč byla česká ekonomika tak dlouho v recesi, která byla nejdelší, byl zmíněn automobilový průmysl. Myslí si, že příčinou byla spíše poměrně slabá soukromá spotřeba spolu s velmi nízkými investicemi veřejného sektoru. Prognóza pro letošní rok předpokládá neutrální příspěvek fiskální politiky k růstu a určité zlepšení očekává až v roce 2015.

Pokud jde o dopady do inflace, ČNB má zákonný mandát udržovat stabilní vývoj cen. Prognóza přináší signály oživení, ale nehrozí rychlé uzavření záporné mezery výstupu. Domácí poptávka tak stále působí velmi protiinflačně. Proinflační impulsy nejsou patrné ani v zahraničí, kde naopak dochází k posunu směrem ke slabším inflačním tlakům.

Cituje čtvrtletní údaje o domácí inflaci. Celková inflace byla v posledním čtvrtletí minulého roku zhruba na spodní hranici tolerančního pásma cíle a činila 1,1 %. Měnověpolitická inflace hluboce podstřelila toleranční pásmo a blížila se k nule, když dosáhla 0,3 %. Korigovaná inflace bez pohonných hmot, která je pět let v deflaci, byla v posledním čtvrtletí minulého roku stále záporná. Nevidí inflační tlaky a také nevidí, že by byl aktuálně naplňován inflační cíl.

Vrací se k diskusi rizik, která zmínil L. Lízal. Vidí dvě rizika. První riziko je uvedeno i ve stanovisku poradce, to je trh práce. Pokud nedojde k „vybudování“ inflačních tlaků, tj. dojde k oddálení rychlejšího růstu nominálních mezd, bude to znamenat další protiinflační riziko. Je proto nutné to sledovat. Další protiinflační riziko vidí ve vývoji v eurozóně, kde je patrný, jak již zmínil, poměrně významný pokles výhledu tržních úrokových sazeb Euribor a inflační tlaky se tam nedostávají.

Vrací se k diskusi o úloze měnové politiky. Úkolem měnové politiky je plnit cíl a tím naplňovat mandát, který je definován v zákoně a kterým je cenová stabilita. Pokud hodnotí rizika symetricky, odchylka v inflaci byla z pohledu plnění inflačního cíle velká a riziko snížení inflace k nule bylo vysoké. Rozhodnutí o zahájení intervencí pomohlo toto riziko výrazně snížit.

Je přesvědčen o tom, že rozhodnutí o zahájení používání kurzu jako dalšího nástroje měnové politiky znamená rychlejší návrat inflace k inflačnímu cíli. To znamená k tomu, čím je měnová autorita zavázána zákonem.

Používání kurzu také minimalizuje riziko, že po ukončení tohoto režimu bude nutné opět snižovat sazby na nulu a obnovovat použití intervencí. Režim intervencí umožní vzdálit se od deflační pasti a od podstřelování cíle.

Pokud veřejnost očekávala, že ČNB bude plnit zákonný mandát, kredibilita její měnové politiky neutrpěla. Utrpěla by, pokud by ČNB rezignovala na adekvátní měnovou politiku.

M. Singer: Rizika prognózy obšírněji shrnul V. Tomšík. Komentuje, co cítil již před několika lety. Myslí si, že opožděné uvolňování měnové politiky má rizika a náklady pro ekonomiku i pro kredibilitu centrální banky, které se dříve nebo později projeví. Evidence jednoznačně potvrzuje, že ČNB opožděně uvolňovala měnovou politiku.

Vrací se do nevzrušivé roviny diskuze o prognóze. Vidí dvě rizika, která byla zmíněna, to znamená trh práce a mzdy, kde je možné, že dojde k negativnímu překvapení. Prognóza na druhou stranu předpokládá v prvním čtvrtletí letošního roku stále ještě poměrně výrazný pokles ochoty obyvatelstva, tj. toho bohatšího, i podniků, kteří mají hotovost, utráct.

Anekdotická evidence v podobě výsledků průzkumu, ze kterého vyplývá, že spoření má menší cenu než dříve a že ceny nemusí jen stále klesat, odpovídá tomu, čeho chtěla měnová politika uvolněním měnových podmínek dosáhnout, a to bez ohledu na to, zda jsou tato opatření měnové politiky přijímána pozitivně či nikoli.

To může vést k tomu, že ekonomika začne v některých segmentech oživovat více. Vidí anekdotickou evidenci z trhu nemovitostí. Včerejší informace z automobilového průmyslu byla také zajímavým překvapením. Nemá ale smysl z toho vyvozovat více než riziko.

Rizika jsou celkově vyrovnaná. I kdyby nerostly příjmy v souladu s předpokladem prognózy, obyvatelé mají úspory, které od počátku krize narostly na půl biliónu korun, i když ne všem. Roční výdaje na spotřebu domácností jsou zhruba 2000 miliard korun. Pokud by bylo utraceno 50 miliard z onoho půl biliónu úspor, představovalo by to zhruba 2,5% nárůst spotřeby domácností. To je pozitivní riziko.

Zdá se mu, že průmyslu se nedaří tak špatně z důvodů, které souvisí nejen se Škodou Auto. Začínají se rychleji plnit objednávky. Asi nikdo nevyslovoval předpoklad, že by bylo obtížnější získávat zakázky při slabším kurzu.

Na druhou stranu souhlasí, že je nebezpečí odkladu obnovy fixního kapitálu, zvláště pokud by byl silně komunikován předpoklad prognózy o ukončení režimu intervencí za tři čtvrtě roku. Proti tomu vidí pozitivní riziko v tom, že domácí ekonomika je v tuto chvíli mimořádně atraktivní prostor pro investice. Rizika jsou tedy celkově vyrovnaná. Určitě je ale vhodné začít diskutovat o materiálech o strategiích exitu.

Zahraničí také vnímá střizlivěji. Poslední údaje o Spojených státech stále vypadají příznivě, a to včetně vývoje rozpočtu. Závisí také na schopnosti administrativy rozhodnout o některých krocích jdoucích za horizont jednoho nebo dvou let, které rozpočtově vypadají stále příznivě. Především je potřeba řešit délku podpory v nezaměstnanosti, která vede ke snižování participace na trhu práce. Pokud to bylo nutné opatření v době krize směřující k zachování poptávky, v tuto chvíli je s tím potřeba něco dělat kvůli rozpočtu a především kvůli tomu, že je potřeba dostat lidi zpět do práce v okamžiku, kdy americká ekonomika začíná oživovat. A také než si zvyknou na vyšší podporu.

Geograficky bližší vývoj ho vede k mnohem větší nervozitě. Poklesy inflace v Evropě jsou zneklidňující. V některých zemích je inflace hluboko pod cílem. Výhled měnové politiky v eurozóně ho znervózňuje, protože rizika nejsou symetrická. K tomu se přidává vývoj v Turecku, které v okamžiku, kdy turecká lira znatelně oslabuje, se stává velkým konkurentem pro nejproblémovější části eurozóny v oblasti turistiky. Pokud by Řecko

připustilo další pokles cen v turistice, mohlo by to vést k další krizi tamní bankovní soustavy. To ho velmi zneklidňuje.

Rizika ze zahraničí vidí spíše jako vyrovnaná. Zemím eurozóny, na kterých závisí růst domácí ekonomiky, se v tuto chvíli daří docela dobře. Některé z nich možná budou muset projít fiskální konsolidací, což se týká Slovenska, ale i Nizozemí, které nemá zdaleka tak příznivé ukazatele. Německo na druhou stranu evidentně neroste tak, jak by mohlo, kdyby byla měnová politika v eurozóně symetričtější.

Souhlasí s V. Tomšíkem. Bez zahájení režimu intervencí by se inflace minimálně na počátku letošního roku dostala k -1 %. Inflace se ale vyvíjí opačným směrem. Případné výraznější přestřelení inflačního cíle bude možné korigovat nástroji měnové politiky. V takovém případě je k dispozici více nástrojů pro korekci než v případě deflace.

Končí poznámkou na téma kredibility. Centrální banky nemají toužit po lásce, ale po respektu. Tím spíše, když si uvědomí, jakým způsobem probíhalo ve Spojených státech ze strany bulvárního tisku a části veřejnosti loučení s B. Bernankem ve funkci prezidenta Fedu.

L. Lízal: Má poznámku k interpretaci údajů o zahraničním obchodě. Přeshraniční statistika vypadá velmi příznivě, ale trochu jiný pohled dává statistika národních účtů, která odečítá „branding“. Zahraniční obchod je v přebytku, ale to je taženo odloženými investicemi, které jsou nejvíce dovozně náročné. Až se začnou investice obnovovat, bude to mít stabilizující dopad na zahraniční obchod, kde bude nižší přebytek, a také to sníží tlaky na posilování kurzu koruny.

III. Úkoly

Bankovní rada ukládá řediteli sekce měnové a statistiky p. Holubovi zpracovat do příští situační zprávy box o částečných úvazcích.

Bankovní rada dále ukládá řediteli sekce měnové a statistiky p. Holubovi a řediteli sekce bankovních obchodů p. Bauerovi zpracovat do konce druhého čtvrtletí 2014 materiál o strategiích ukončení režimu používání kurzu jako dalšího nástroje uvolňování měnových podmínek.

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, 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 v případě potřeby 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, Vladimír Tomšík a Lubomír Lízal. Tři členové bankovní rady se hlasování zdrželi: Kamil Janáček, Pavel Řežábek a Eva Zamrazilová.

Zapsal: Kamil Galuščák, poradce bankovní rady