

## **Protokol z jednání bankovní rady ČNB dne 27. března 2014**

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

### **I. Diskuze navazující na prezentaci 2. situační zprávy**

**V. Tomšík** (v diskuzi o mzdách): Poznává, že v prezentaci bylo zmíněno, že lze pozorovat materializaci rizika na trhu práce. Konkrétně se jedná o mzdy v podnikatelské sféře, které se dlouhodobě nevyvíjejí tak, jak očekávají prognózy. Ve čtvrtém čtvrtletí 2013 znamenal pozorovaný vývoj mezd opět překvapení. Dodává, že dynamika mezd znamená v modelu poměrně silný impuls pro prognózu inflace. V aktuální situační zprávě je vlivem poklesu mezd snížen výhled inflace pro tento i příští rok. Ale například údaje o soukromé spotřebě domácností jsou dokonce nad prognózou. Táže se, zda citlivost prognóz inflace na situaci na trhu práce respektive na vývoji mezd není příliš silná, a připomíná, že od prognóz inflace se odvíjí další kroky v měnové politice. Vyjadřuje obavu, zda v rámci oživení, jehož signály můžeme pozorovat již nyní, při výraznějším růstu nominálních mezd v podnikatelské sféře ve výhledu dvou či tří let nedojde naopak k přestřelení prognózy inflace. To by mohlo vést k ukvapené reakci měnové politiky. Táže se, zda se sekce měnová a statistiky (dále jen SMS) na téma citlivosti prognózy inflace na vývoj mezd nějak detailně zamýšlela, případně, jak zmíněnou citlivost zahrne do svých úvah.

**P. Řežábek** (v diskuzi o mzdách): Poznává, že překvapivý pokles nominálních mezd v podnikatelské sféře potvrzuje jeho dřívější obavy z příliš optimistického výhledu v prognóze ohlašujícího výrazný nárůst mezd. Táže se, zda SMS i po překvapení v nových údajích o mzdách stále uvažuje výhled meziročního růstu průměrné nominální mzdy za rok 2014 o hodnotě 2,7 % a za rok 2015 o hodnotě 4,2 %, nebo zda bude aktualizace těchto výhledů součástí až nové prognózy, což bývá standardní postup. K meziročnímu nárůstu reálné spotřeby domácností poznává, že tento údaj vnímá především optikou vývoje tržeb v motoristickém segmentu, kde byl pozorován také růst. Dodává, že se uvidí v blízké budoucnosti, ve kterých konkrétních položkách se spotřeba domácností projeví, a zda se bude opravdu jednat o motoristický segment nebo dojde k nárůstům i v jiných položkách.

**L. Lízal** (v diskuzi o mzdách): Táže se, do jaké míry je překvapivý pokles nominálních mezd v podnikatelské sféře svázán s přesunem k zaměstnávání na částečný úvazek. Uvádí-li údaje o mzdách mzdy na hlavu, je pokles průměrné mzdy logickým důsledkem nárůstu počtu zkrácených úvazků.

**M. Hampl** (v diskuzi o mzdách): Formuluje hypotézu týkající se překvapivého meziročního poklesu průměrné nominální mzdy v podnikatelské sféře. Na začátku recese byli nejprve propouštěni nejnáze substituovatelní pracovníci s nejnižšími mzdami, což mělo za následek růst průměrné mzdy. Táže se, zda aktuálně pozorovaný pokles nominální mzdy neodráží opačný proces. Dále se táže, zda by šlo tuto hypotézu ověřit z dostupných dat.

**M. Singer** (v diskuzi o mzdách): Táže se na důvody výrazného meziročního růstu nominální mzdy ve stavebnictví. Dodává, že tento nárůst nevnímá jako vysvětlitelný lepším počasím a najímáním nových pracovníků, protože, jak poznamenal i M. Hampl, více pracovníků s nízkými mzdami by průměrnou mzdu spíše snížilo. Doplňuje, že jestliže se nečekaně více staví, tak se to projeví na najímání málo kvalifikované pracovní síly spíše než na vyšších počtech najímaných odborných pracovníků.

*Odpověď SMS: Hlavním překvapením této situační zprávy jsou právě mzdy a také fixní investice. SMS ale neumí poskytnout nějaké jasné vysvětlení odchylek od prognózy ve zmíněných veličinách. Vysvětlení se hledá poměrně obtížně. Překvapivý pokles průměrné nominální mzdy byl velký. I po očištění o očekávané vlivy daňové optimalizace došlo k meziročnímu poklesu mezd a zároveň k mezičtvrtletnímu poklesu mezd asi o 0,6 %, což je nebývale velké číslo vyjadřující výrazný útlum. Z podrobnějších dat navíc plyne, že je tento jev poměrně doširoka rozprostřen mezi jednotlivé sektory ekonomiky, jednotlivé kraje apod. To nenaznačuje, že by se jednalo o důsledek nějakého jednorázového mimořádného vlivu soustředěného v jednom odvětví.*

*Na druhou stranu SMS připomíná fakt, že na minulém jednání na dotaz K. Janáčka, kde SMS vnímá největší rizika, poukázala SMS právě na riziko směrem dolů u vývoje mezd.*

*Lze předpokládat, že růst průměrné nominální mzdy za roky 2014 a 2015 bude při příští prognóze přehodnocen směrem dolů. Pro rok 2014 je výhled růstu mezd přehodnocen na 1,8 %. Tímto přehodnocením dochází k přiblížení k hodnotám avizovaným odbory. Minule SMS zmiňovala, že požadavky odborů jsou relativně nízko posazené. V průměru se jedná o nárůst nominálních mezd okolo 1,5 % na rok 2014. Šetření ČNB uskutečňované společně se Svazem průmyslu a dopravy naznačuje růst zhruba o 1 %. Na druhou stranu lze u tohoto šetření pozorovat dlouhodobou tendenci podhodnocovat skutečný vývoj mezd.*

*Na počátku roku 2014 lze pozorovat v průmyslu i stavebnictví výrazný meziroční nárůst nominálních mezd. I zde ale hraje roli daňová optimalizace, protože pokud došlo k přesunu odměn standardně na začátek roku, tak je srovnáván rok 2014, kdy došlo k vyplacení odměn, s rokem 2013, kdy odměny vyplaceny nebyly, protože se přesunuly do prosince 2012. Takové zkreslení může dosáhnout velikosti až dvou procentních bodů. Proto není možné z poměrně vysokých hodnot růstu mezd v průmyslu a stavebnictví dělat silné závěry. V souhrnu nové údaje naznačují, že mzdy porostou pomaleji, než předpokládala lednová prognóza, ale růsty budou dosahovat kladných hodnot. SMS neočekává, že by se deflační tendence pozorované ve čtvrtém čtvrtletí roku 2013, respektive po většinu roku 2013, projevovaly i letošní rok.*

*SMS stále nemá k dispozici detailní údaje z trhu práce, aby mohla zodpovědět dotazy na strukturu růstu mezd. S Ministerstvem práce a sociálních věcí bude v nejbližší době uzavřena dohoda o poskytnutí údajů, které pro ministerstvo sbírá firma Trexima a které by umožnily podrobné zkoumání struktury změn průměrné nominální mzdy. Jedná se o anonymizovaná individuální data, takže by bylo možné sledovat změnu distribuce mezd a na základě toho filtrovat jednorázové vlivy, jakými je například daňová optimalizace, změny ve struktuře propouštěných pracovníků atd. SMS do této databáze vkládá naděje, že bude schopna podrobněji komentovat vývoj na trhu práce.*

*Překvapivý pokles nominálních mezd není důsledkem nárůstu využívání zkrácených úvazků. Mzdová data jsou totiž přepočítávána na plné úvazky.*

*K hypotéze o poklesu průměrné mzdy z důvodu přílivu nízkopříjmových pracovníků lze říci, že SMS zatím nevidí ve vývoji zaměstnanosti něco, co by potvrdovalo tuto hypotézu. V případě*

*prudce rostoucí zaměstnanosti by šlo usuzovat na možnou existenci takového jevu. Jeden z analytiků finančního trhu naopak prezentoval hypotézu, že v závěru recese se propouštěl střední management, ale to je možná projekce zkušenosti z konkrétní finanční instituce do makroekonomických čísel.*

*K poznámkám o nárůstu mezd ve stavebnictví SMS ještě dodává, že daňová optimalizace se týkala především manažerských odměn.*

**M. Singer** (v diskuzi o mzdách): V návaznosti na vysvětlení SMS, že daňová optimalizace vedoucí k meziročnímu růstu mezd ve stavebnictví se týkala především manažerských odměn, poznamenává, že si neumí po loňském roce představit ve stavebnictví manažerskou odměnu.

*Odpověď SMS: Daňová optimalizace se týkala především odvětví jako energetika, telekomunikace apod. Lze pozorovat, že ve stavebnictví je podstatně vyšší průměrná mzda než v celé ekonomice a že stavebnictví zaměstnává právě manažery. Pracovníci jako například pokrývači pracují na živnostenský list a nejsou proto součástí příslušných mzdových statistik.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o mzdách): Navazuje na svůj dotaz o průsaku změn mezd do prognózy inflace. Připomíná, že již zaznělo, že v příští prognóze dojde ke snížení výhledu růstu mezd. Spotřeba domácností je ale překvapivá směrem nahoru. Poznamenává, že z pohledu teorie permanentního důchodu domácnosti spotřebovávají bez ohledu na svůj příjem. Problémem pak jsou ale velké změny v prognóze inflace. Obává se, že nastartování růstu mezd povede k prognóze vysoké inflace s možným důsledkem předčasného exitu z kurzového závazku.

*Odpověď SMS: V modelu je inflace do velké míry určena tím, jak se vyvíjejí náklady podniků, a mzdy jsou jejich významnou součástí. Spotřeba domácností je částí ekonomického příběhu. V okamžiku růstu produktivity bez nárůstu mezd by se snížily výrobní náklady podniků a tlak na růst cen by byl o to nižší.*

**V. Tomšík** (v diskuzi o fixních investicích): Poznamenává, že kromě trhu práce představoval překvapení i vývoj fixních investic. Dodává, že efekt předzásobení výrobců tabákových výrobků v důsledku zvýšení spotřební daně na cigarety od ledna 2014 překvapivý nebyl. Dle prognózy měl ve čtvrtém čtvrtletí 2013 meziroční růst fixních investic dosáhnout hodnoty -3,1 %, pozorovaná hodnota ale byla 2,7 %. Táže se, zda má SMS nějaké ekonomické vysvětlení tohoto rozdílu. Je-li nárůst fixních investic znakem nastoupení robustního oživení, pak nepovažuje překvapivé údaje o poklesu mezd v podnikatelské sféře za konzistentní s pozorovaným růstem fixních investic.

**L. Lízal** (v diskuzi o fixních investicích): Táže se, zda je překvapivý růst fixních investic důsledek jednorázového šoku, nebo zda tento nárůst může SMS z dostupných dat nějak ekonomicky interpretovat.

*Odpověď SMS: Vazba mezi mezerami fixních investic a zahraniční poptávkou se pro čtvrté čtvrtletí nepotvrdila. SMS nemá pro odklon těchto dvou veličin žádné vysvětlení. Je třeba říci, že ani samotné firmy výraznější nárůst fixních investic v šetřeních, která ČNB provádí, neavizovaly. Tato šetření nejsou nějak výrazně spolehlivý leading indikátor, nicméně salda očekávaných investic jsou stále lehce negativní. Z tohoto pohledu je nárůst fixních investic překvapivý.*

*Banky, které ČNB šetří v rámci Šetření úvěrových podmínek bank, rostoucí poptávku firem po úvěrech v závěru loňského roku signalizovaly. Vzhledem k tomu, že šetření probíhá teprve rok a čtvrt, nemá SMS dostatečně dlouhou časovou řadu, aby kvantitativní rozměr té informace*

*z šetření bylo možné promítnout do prognózy nějakým rigorózním způsobem. Nyní je v běhu další kolo tohoto šetření. Zdá se, že banky potvrzují pokračování zvýšené poptávky po investičních úvěrech i na začátku letošního roku a ve výhledu i v celém prvním pololetí. Zpráva o výsledcích tohoto šetření bude k dispozici v rámci nejbližších týdnů. Pokud bude tato informace dostatečně silná, tak bude promítnuta do prognózy investic.*

**M. Hampl** (v diskuzi o fixních investicích): Dotazuje se, zda nelze nárůst fixních investic ve čtvrtém čtvrtletí roku 2013 vysvětlit jednorázovým dopadem zavedení kurzového závazku, kdy firmy mohly například nakupovat urychleně výpočetní techniku, stroje nebo automobily za staré ceny, podobně jako to bylo pozorováno u domácností.

*Odpoověď SMS: Nárůst fixních investic byl pozorován především v položce stroje a zařízení. Kdyby došlo u fixních investic k překvapení v položce automobilů, tak by to byl silný argument pro podporu hypotézy o nákupech firem, než dojde ke zdražení příslušného zboží. V položce stroje a zařízení je těžké si představit, že během měsíce dojde k uspišení realizace investice kvůli oslabení koruny.*

**M. Singer** (v diskuzi o fixních investicích): Vrací se ke grafu zobrazujícímu mezery zahraniční poptávky a fixních investic a poznamenává, že při pohledu na předchozí období sestupu ekonomiky se investice nacházejí spíše velice blízko zahraniční poptávky nebo nad ní. U posledního sestupu lze pozorovat mezeru, která je korigovaná aktuálním nárůstem mezery fixních investic nad mezeru zahraniční poptávky. Jinými slovy řečeno, při integrování rozdílu mezi oběma mezerami by při předchozích poklesech ekonomiky byl výsledek pozitivní. U posledního sestupu ekonomiky by byl jasně negativní, což je kompenzováno aktuální situací. Uzavírá, že tato úvaha možná dává pozorované korekci nějaký smysl.

**V. Tomšík** (v diskuzi o fixních investicích): Označuje situaci popsanou M. Singerem jako krizi podinvestování.

*Odpoověď SMS: Lze doplnit faktem, že fixní investice překvapovaly několik předchozích čtvrtletí směrem dolů.*

**J. Rusnok** (v diskuzi o fixních investicích): Táže se, zda se v kontextu překvapivého nárůstu fixních investic SMS nedívá na možnou souvislost s čerpáním peněz z evropských fondů. Ve čtvrtém čtvrtletí bylo možné zaznamenat velký tlak na realizaci co největšího objemu čerpání. Řada možných čerpání byla i v podnikovém sektoru jako například miliardové ekologické investice do hutí na severní Moravě. Je možné, že nějaká souvislost s fixními investicemi může existovat, což by pak potvrzovalo spíše hypotézu o jednorázovém výkyvu ve vývoji fixních investic.

*Odpoověď SMS: Čerpání evropských fondů a jeho vliv na domácí ekonomickou aktivitu podrobně sledujeme. Dominantním příjemcem peněz jsou subjekty vládního sektoru, které dostávají asi 73 % všech prostředků. Na podnikatelské subjekty v rámci alokace na období 2007–2013 šlo asi 20 % finančních prostředků. Jedná se především o investice, nikoliv výdaje na školení a podobné soft projekty. Urychlení čerpání fondů v návaznosti na konec období je prognózou zachycené. Jde především o vládní sektor, kde lze pozorovat výrazný skluz a také snahu tento skluz dohnat a přijímat opatření k urychlení dočerpání i v letech 2014 a 2015. Vliv nějakého konkrétního velkého projektu v podnikatelské sféře na vývoj fixních investic bude možné ověřit až pohledem*

*do čtvrtletních národních účtů jednotlivých sektorů, které jsou zveřejňovány s určitým zpožděním za agregátními národními účty. Pokud by projekt byl navázán na výrazné nárůsty fixních investic v příslušných položkách, mohlo by to být chápáno jako potvrzení hypotézy o jednorázovém výkyvu.*

**J. Rusnok** (v diskuzi o fixních investicích): Dodává, že údaj o 70 % finančních prostředků z evropských fondů putujících do veřejného sektoru ještě nemusí znamenat, že neexistuje dopad na sektor dodavatelský. Dopad je možná v čase opožděn, ale může existovat.

*Odpověď SMS: Z pohledu odvětví byl nárůst fixních investic identifikován především v automobilovém průmyslu a energetice. Růst fixních investic v automobilovém průmyslu může souviset se zlepšující se zahraniční poptávkou.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o fixních investicích): Poznává, že nárůst fixních investic identifikovaný v automobilovém průmyslu může být spojen s nově uváděnými řadami automobilů.

**J. Rusnok** (v diskuzi o fixních investicích): Táže se, zda jsou v odvětví automobilového průmyslu zahrnuty i autobusy. Poznává, že existují velké projekty nákupu autobusů za peníze EU.

**M. Hampl** (v diskuzi o fixních investicích): Poznává, že nákupy autobusů z peněz EU jsou pravděpodobně zahrnuty do prostředků jdoucích do vládního sektoru.

*Odpověď SMS: V případě nákupu autobusů z peněz EU se nejedná o investici v automobilovém průmyslu, ale v dopravě. Nelze ale vyloučit, že výrobce autobusů zvýšil vlivem zvýšené poptávky své výrobní kapacity. V energetice se mohlo jednat o jednorázovou velkou investici do ekologického zařízení spojeného s energetikou. Z podnikových dat, která jsou k dispozici za 2000 největších podniků, lze vyvozovat možné náznaky jdoucí ve směru potvrzování hypotézy o projektech na nákup autobusů. Co se týká energetiky, tak se jedná například o elektrárnu v Kladně, která byla kolaudovaná koncem loňského roku. Obecně platí, že každé čtvrté čtvrtletí je v nominálním vyjádření obrovský skok v investicích, takže není překvapení, že investice vzrostly, překvapením je ale pozorovaná meziroční změna.*

**M. Singer** (v diskuzi o fixních investicích): Táže se, zda neočekávaný meziroční růst fixních investic ve čtvrtém čtvrtletí roku 2013 není překvapivý s ohledem na údaje o růstu dovozů. Jestliže jsou investice dovozně náročné, tak by mělo dojít i k nárůstu dovozů. Údaje o ekonomickém růstu možná skrývají větší překvapení, než si nyní uvědomujeme. Pokud tento dotaz nemůže SMS okamžitě komentovat, doporučuje, aby se na toto téma SMS zamyslela.

*Odpověď SMS: U růstu dovozů nedošlo v porovnání s predikcí k překvapení. Dovozně náročné fixní investice překvapily směrem nahoru, ale vývoz, který je také silně dovozně náročný, naopak překvapil směrem dolů. V agregátním údaji tedy došlo ke kompenzaci těchto dvou odchylek.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o růstu úvěrů v cizí měně): K pozorovanému výraznému růstu úvěrů poskytovaných v cizí měně se táže, zda má tento růst nějaký možný dopad na finanční stabilitu. Dále se táže, zda nelze nárůst úvěrů v cizí měně chápat jako projev počátku spekulací na posílení koruny.

**M. Singer** (v diskuzi o růstu úvěrů v cizí měně): Táže se, zda není výrazný růst úvěrů poskytovaných v cizí měně spíše návratem k normálu.

Odpověď SMS: *Z hlediska čísel se nejedná o žádnou dramatickou situaci, podobné hodnoty šlo pozorovat již před rokem 2002. Určitou roli hraje „valuation“ efekt, tj. dochází k navýšení o hodnotu oslabení koruny. Ale i po očištění o tento efekt lze stále pozorovat jistý přírůstek. Jedná se o odraz standardního postupu například u developerů a stavitelů obchodních center. Nájem, které platí uživatelé prostor, jsou denominovány v eurech, a proto je pro developery přirozené vzít si úvěr v eurech. Některé projekty, u kterých došlo k čerpání úvěrů v eurech, byly dlouhodobě předjednané, čili se nejedná o zlomovou věc nastartovanou oznámením kurzového závazku.*

Odpověď samostatného odboru finanční stability: *Samostatný odbor finanční stability okolnosti vývoje úvěrů v cizích měnách právě řeší v souvislosti se zátěžovými testy ECB, což bude součástí informace pro bankovní radu. Z hlediska finanční stability jsou rizika minimální. Z pohledu úvěrů rezidentům jsou potenciálně nejnebezpečnější úvěry v cizí měně poskytované domácnostem. Ty jsou ovšem prakticky nulové. Rostou především úvěry nefinančním podnikům, u kterých může růst úvěrů souviset s nárůstem investic. Úvěr v cizí měně pro ně funguje jako přirozené zajišťování exportů.*

*Co možná přispívá k tomu, že se jedná o historicky nejvyšší růsty, je to, že se ve větším objemu objevují úvěry nerezidentům. Existuje nejistota ohledně toho, zda tito nerezidenti jsou spíše finanční instituce, nebo zda se jedná o nefinanční podniky, které hypoteticky mohou být i matky domácích nefinančních podniků.*

Odpověď sekce bankovních obchodů (dále jen SBO): *Za nárůstem úvěrů v cizí měně nepozorujeme existenci spekulativních tlaků, které by se odrážely i na vývoji kurzu koruny.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o růstu úvěrů v cizí měně): Pro informaci doplňuje některé údaje. Podíl úvěrů v korunách na celkovém objemu úvěrů nefinančním podnikům poklesl z 81 % na 78 %, což už je poměrně znatelný pokles.

**P. Řežábek** (v diskuzi o výběru vkladů státu u ČNB): Táže se, jak SMS hodnotí „quantitative easing“ Ministerstva financí. Dodává, že relativně velké objemy vybraných vkladů v korunách i eurech z účtů u ČNB lze v podstatě interpretovat jako provádění „quantitative easing“ za centrální banku. Táže se, zda i přes menší dopady fiskálních opatření, které obvykle uvažujeme, lze nějaký potenciální dopad očekávat.

Odpověď SMS: *SMS nepozoruje dopady přesunu peněz z účtů ČNB na sazby na peněžním trhu.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o výběru vkladů státu u ČNB): Poznává, že u některých finančních institucí lze pozorovat relativně rychlé snižování sazeb, z čehož lze dedukovat, že část zdrojů se přesunula právě do těchto bank.

Odpověď SMS: *SMS ještě nemá oficiální data za příslušné období.*

**K. Janáček** (v diskuzi o kurzu dolaru k euru): V souvislosti s vývojem kurzu dolaru k euru cituje některé pasáže v situační zprávě. Na straně 13 je uvedeno: „Březnový výhled CF očekává v horizontu 12 měsíců oslabení eura vůči dolaru, a to o 6,3 % na 1,3 USD/EUR.“ Na straně 7 je pak uvedeno: „Na horizontu prognózy je však v souladu s dlouhodobými fundamenty očekáváno postupné oslabení eura.“ Ale na straně 2 situační zpráva uvádí: „Očekávané ceny ropy se

v letošním i příštím roce“, což je horizont prognózy, „posouvají o 2 USD/barel výše, z hlediska eurových i korunových cen ropy však v opačném směru působí posun výhledu kurzu USD/EUR směrem ke slabšímu dolaru.“ Poznává, že všechny tři citace se týkají horizontu prognózy. Táže se, které tvrzení vlastně platí – zda dolar oslabí, nebo posílí. Poznává, že tvrzení na straně 2 pravděpodobně uvažuje jiný horizont, než je horizont prognózy. Přitom je ale uvedeno, že se tvrzení týká výhledu v letošním i příštím roce, což je nekonzistentní.

*Odpoď SMS: Citovaná tvrzení mohou znít nekonzistentně, ale jsou platná. Věty na straně 7 a 12 popisují směr výhledu kurzu dolaru k euru. Věta na straně 2 se vztahuje k tomu, že celá trajektorie je posunutá oproti předpokladům prognózy směrem nahoru.*

**K. Janáček** (v diskuzi o kurzu dolaru k euru): Doporučuje příslušné pasáže v textu vyjasnit. Současnou formulaci považuje za zavádějící a matoucí.

**M. Singer** (v diskuzi o kurzu dolaru k euru): Připojuje se ke K. Janáčkovu a doporučuje méně matoucí formulaci i z toho důvodu, že se tvrzení vyskytuje v prohlášení bankovní rady.

*Odpoď SMS: Situační zpráva není určena k publikaci, takže není třeba text zpětně upravovat. V prohlášení bankovní rady lze formulaci vyjasnit.*

**K. Janáček:** Oceňuje stanovisko poradce, zejména poznámky týkající se mechanismu exitu.

**J. Rusnok** (v diskuzi o změnách daňových zákonů): Poznává, že v části Vývoj veřejných rozpočtů je v roce 2015 formálně správně uvažovaná účinnost zatím platných změn daňových zákonů. Domnívá se, že je velice pravděpodobné, že tyto změny daňových zákonů účinné nebudou. Táže se, zda uvedený předpoklad nevyžaduje korekci. Připouští, že je na takovou korekci možná příliš brzo, přesto by na ni rád upozornil.

*Odpoď SMS: Změny v daňových zákonech SMS sleduje. Bankovní rada v rámci zpracování nové prognózy sdělí svůj názor, do jaké míry je připravovaná daňová reforma natolik propracovaná, aby byla zahrnuta do základního scénáře prognózy. SMS pracuje s takzvaným „no policy change scenario“, to znamená, že prognóza staví na platné legislativě, respektive na legislativě, jejíž přijetí je vysoce pravděpodobné a jejíž jednotlivé části jsou dostatečně kvantifikované na to, aby je SMS mohla zpracovat. Výroky ministra financí z tohoto týdne představují nápady, které čeká koaliční jednání. Některé návrhy má SMS dílčím způsobem kvantifikovány, ale není schopná nyní kvantifikovat balíček změn jako celek. Vývoj bude SMS sledovat a na přípravných schůzkách v rámci nové prognózy bude předkládat aktualizované informace, aby bylo možné posoudit, zda budou změny zpracovány do základního scénáře nebo bude vytvořen alternativní scénář.*

**P. Řežábek** (v diskuzi o změnách daňových zákonů): Poznává, že zamýšlet se nad mírou propracovanosti daňové reformy s ohledem na její zapracování do prognózy by měla především SMS a nemělo by se jednat o sdělení bankovní rady.

**M. Singer** (v diskuzi o změnách daňových zákonů): Vyjasňuje, že SMS bude zapracování daňových změn v rámci přípravných schůzek s bankovní radou konzultovat.

**J. Rusnok:** Na horizontu prognózy lze u sazeb PRIBOR pozorovat poměrně velký rozdíl mezi výhledem ČNB a očekáváním analytiků. Výhledy ČNB jsou podstatně výše. Táže se, zda tento fakt může SMS komentovat.

*Odpoověď SMS:* Rozdíl ve výhledu ČNB a analytiků je dán tím, že analytici v souladu s prohlášením bankovní rady umísťují exit do období spíše za prvním čtvrtletím příštího roku. Prognóza je nucena exit umístit do jednoho konkrétního čtvrtletí – do prvního čtvrtletí 2015. Proto je v prvním čtvrtletí 2015 již zachycen ve výhledu ČNB nárůst sazeb na 0,7 %, zatímco analytici očekávají exit o něco později. Navíc analytici očekávají exit provedený takovým způsobem, že bude nejprve oznámen a proveden exit z používání kurzu a teprve poté bude následovat s určitým zpožděním zvyšování sazeb. Tuto variantu nevyklučuje ani SMS. Rozdíl ve výhledech není dramatický. Výhled FRA sazeb v horizontu do jednoho roku se poměrně výrazně shoduje s výhledem ČNB.

**J. Rusnok:** Oceňuje stanovisko poradce.

**L. Lízal:** Navrhuje při příští situační zprávě prodloužit horizont prognózy tak, aby bylo jasné, do jaké míry je prognóza ovlivněna uvažovaným horizontem prognózy.

*Odpoověď SMS:* Problém s vlivem posunu konce prognózy na výhled sazeb, který byl popsán ve stanovisku, je relevantní. Tento problém SMS řeší při prodlužování horizontu predikce každý rok. V posledních letech se zahraniční sazby drží persistentně řadu let v poměrně velké vzdálenosti od jejich ustálené hodnoty. Minulý rok SMS řešila tento problém tak, že polovina posunu konce prognózy se odehrála v květnové prognóze a druhá polovina poté v srpnové prognóze. Tento rok je plánováno k posunu konce horizontu prognózy přistoupit podobným způsobem. Tím dojde k rozložení popsaného efektu do více prognóz.

SMS připravila v rámci aktualizovaného scénáře z druhé situační zprávy simulaci, ve které je uvažována polovina výhledu pokračujících nižších zahraničních sazeb pro rok 2016. Dopad je v intuitivním směru, tj. snížení výhledů sazeb po exitu, ale kvantitativně je ten dopad poměrně malý. Kdyby SMS vzala v úvahu oba posuny konce horizontu (to znamená i krok, který by přišel v srpnu), tak se jedná o snížení výhledu trajektorie sazeb v roce 2015 v řádu jedné desetiny. Existují fundamentálnější nejistoty, než je diskutovaná technická věc. Kvalitativně je popsání snížení výhledu platné.

*Odpoověď poradce Franty:* Poznává, že se mu zdá prezentovaný pokles výhledu sazeb po posunu konce prognózy poměrně malý. Dodává, že i malé změny ve výhledu sazeb EURIBOR přebíraného z Consensus Forecasts obvykle dopadají na výhled domácích sazeb více, i když se nyní bavíme o období vzdálenějším o čtyři čtvrtletí.

*Odpoověď SMS:* Přehodnocení z Consensus Forecasts se týká období roku 2015, nyní se bavíme o výhledu na rok 2016. Kdyby došlo k přehodnocení výhledu v roce 2015, efekt by byl poměrně dramatický. V roce 2016 je trajektorie domácích sazeb snížena téměř v poměru jedna ku jedné. Do roku 2015 se zvýšení výhledu posouvá díky persistenci sazeb, tj. měnová politika s výhledem nižších sazeb v roce 2016 sazby v roce 2015 tolik nezvyšuje, aby nedocházelo k výrazným skokům, respektive k následným posunům směrem dolů. Tento mechanismus je výrazně slabší než v poměru jedna ku jedné.



**L. Lízal:** Táže se, zda změny v počtu sankčně vyřazených uchazečů z důvodu administrativních problémů Ministerstva práce a sociálních věcí mají nějaký vliv na úvahy o situaci na trhu práce, nebo zda se v situační zprávě jedná spíše o formální poznámku.

*Odpověď SMS: V období před rokem 2012, kdy Ministerstvo práce a sociálních věcí bylo schopno vyřazovat uchazeče průběžně, bylo sankčně vyřazováno každý měsíc 5 až 7 tisíc uchazečů. V letech 2012 a 2013 došlo ke snížení až na 400 vyřazovaných uchazečů měsíčně. Rozdíl je tedy poměrně velký s dopadem na Beveridgeovu křivku. SMS ale neví, jak rychle se vyřazení uchazeči vrací zpět do evidence, protože je možné požádat znovu po třech měsících o zařazení do evidence úřadu práce. Beveridgeova křivka prezentovaná v situační zprávě by byla pravděpodobně posunuta více doprava. Problémy byly způsobeny přechodem ministerstva na nový systém, který nefungoval.*

*Na minulém jednání a v minulém stanovisku poradce se odehrávala debata, zda je lepším ukazatelem ILO nezaměstnanost, která se vyvíjí poměrně optimisticky, nebo narůstající podíl nezaměstnaných podle MPSV, který se vyvíjel až do začátku tohoto roku negativně. Stanovisko poradce vyznívalo tak, že podíl nezaměstnaných představuje relevantnější ukazatel. Situace kolem sankčně vyřazených uchazečů naznačuje spíše opak, protože podíl nezaměstnaných byl ovlivněn dočasnou neschopností vyřazovat nespolupracující nezaměstnané ve standardní míře. Ukazatel podílu nezaměstnaných tak mohl být zkreslen směrem nahoru.*

**M. Hampl:** Ohledně popisu vývoje regulovaných cen v situační zprávě (str. 31) vyjadřuje „překvapení nad překvapivým“ meziročním poklesem regulovaných cen. Dodává, že historie predikcí ukazuje, že právě regulované ceny se často predikují snáz než ostatní ceny. Poznává, že například zrušení regulačního poplatku za pobyt v nemocnici byla pravděpodobně informace, která byla při přípravě prognózy již k dispozici. Doplnuje, že se jedná o dotaz spíše na tvůrce krátkodobé prognózy inflace.

*Odpověď SMS: U zdravotnictví není překvapením zrušení poplatku za pobyt v nemocnici, ale váha tohoto poplatku v příslušném subindexu cenového koše. Zdravotnictví jako celek se nachází v cenovém koši jako subindex a SMS nezná detailní strukturu tohoto subindexu, a tedy nezná váhu tohoto poplatku vůči poplatku u obecních lékařů, poplatku za léky apod. Zřejmě došlo k podcenění této váhy.*

*Byl změněn spotřební koš a ČSÚ přeřadil ceny léků na předpis do neregulovaných cen. Vzhledem k předpokládanému velkému cenovému dopadu intervencí došlo díky přesunu léků na předpis k ještě většímu poklesu regulovaných cen. Za překvapivým poklesem regulovaných cen lze tedy hledat i tyto statisticko-technické záležitosti.*

**M. Singer:** Nejprve vyjadřuje několik drobných komentářů k situační zprávě. Oceňuje box zabývající se obchodními vztahy ČR s Ukrajinou a Ruskem a dodává, že je dobré, že SMS reaguje pružně na aktuální situaci. K boxu o zkrácených úvazcích poznamenává, že by text neměl fakta hodnotit termíny „hůře“ a „lépe“, což se děje v tomto konkrétním případě při mezinárodním srovnání podílu žen zaměstnaných na kratší pracovní dobu na celkovém počtu zaměstnaných žen. Rád by, aby uvedená poznámka byla obecně zohledněna v textech i v budoucnu. Dále navrhuje využívat místo slovních spojení „meziroční měřítko“ a „mezičtvrtletní měřítko“ (str. 24 a 25) termíny „meziročně“ a „mezičtvrtletně“ z důvodu redundance slova „měřítko“.

**M. Singer:** Oceňuje část stanoviska poradce, která se zabývá odkladem termínu exitu. K části stanoviska týkající se strategie exitu poznamenává, že popisovaná komunikační účinnost vějířových grafů vůči ekonomickým subjektům pravděpodobně pochází ze zkušeností z jiné České republiky než z té, ve které poslední čtyři měsíce žil. Nesouhlasí s představou, že si podniky vějířové grafy přečetly a v zásadě očekávaly, že se ČNB bude chovat v souladu s těmito grafy. Dodává, že realita vnímání exitové strategie těch, kterých se exitová strategie bude týkat (nejedná se o finanční trhy, ale o jednotlivé firmy), nenaznačuje, že by mohl uvažovaný způsob komunikační strategie při exitu fungovat.

**M. Singer:** Táže se, jak velký podíl má zpracovatelský průmysl na celkové nezanedbatelné odchylce cen průmyslových výrobců od prognózy.

*Odpověď SMS: Váha zpracovatelského průmyslu je přibližně 75 %, ale uvedenou odchylku od predikce lze přičíst zpracovatelskému průmyslu téměř plně, protože ve zbytku průmyslu se prognóza prakticky naplnila.*

**M. Singer** (v diskuzi o M3): Táže se, proč je roční míra růstu měnového agregátu M3 za leden zhruba o čtyři procentní body vyšší, než je růst příslušného agregátu v eurozóně. Táže se, zda není tato odchylka vysoká a zda existuje nějaký strukturální důvod takové odchylky.

*Odpověď SMS: Agregát M1 roste v eurozóně poměrně svižně. Vklady na dobu od 3 měsíců do 2 let jsou poměrně málo úročeny, takže v eurozóně dochází k přesunu do méně likvidních výnosnějších aktiv.*

**K. Janáček** (v diskuzi o M3): Poznamenává, že podniky zjevně stále pokračují v hromadění peněžní hotovosti.

*Odpověď SMS: Likvidity je v podnikovém sektoru dost.*

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

**V. Tomšík:** Poznamenává, že lze pozorovat potvrzování pohledu z konce minulého roku, který viděl odraz ekonomiky ode dna. Odlepování ekonomiky ode dna lze pozorovat i při pohledu na měsíční ukazatele, jako je průmyslová výroba, tržby v maloobchodě a po několika letech i stavebnictví. S tímto vývojem souvisí i otázka investic. Podnikatelé očekávají robustnější zvyšování poptávky a budou dále pokračovat v investicích.

Oproti ekonomickému oživení lze ale pozorovat mírné překvapení u celkové i měnověpolitické inflace směrem dolů. Na horizontu měnové politiky inflace ve výhledu nedosáhne horní hranice tolerančního pásma, nedojde ani k přestřelení této hranice, jak naznačovaly dřívější prognózy. Z toho vyvozuje, že i přes jasné známky oživení nepozorujeme zvýšení inflačních tlaků, a to ani na prognóze, takže produkční mezera je stále velká a dlouhodobě bude záporná, a tedy domácí ekonomika nebude ve výhledu generovat inflační tlaky.

Poznamenává, že trh práce, jehož aktuální vývoj představuje překvapení, byl již detailně probíráán na otevřeném jednání. Do budoucna je třeba diskutovat citlivost prognózy inflace na některé veličiny (například mzdy) s cílem mít vývoj těchto veličin konzistentní s vývojem v reálné ekonomice (spotřeba domácností, investice).

Druhým překvapením aktuálního ekonomického vývoje je vývoj v eurozóně, konkrétně na finančním trhu u sazeb 3M EURIBOR, který signalizuje možnost nižších inflačních tlaků.

Domnívá se, že dochází k zesilování již dříve komentovaného jevu, kdy v krátkém období hrozí v eurozóně deflační tlaky spíše než tlaky inflační. Nelze pozorovat signály nárůstu inflačních tlaků ani ve střednědobém horizontu. Maximálně lze očekávat stabilizaci cenového vývoje. Neobává se, že by se v tomto kontextu mohlo do budoucna objevit překvapení na proinflační straně.

Pro jeho dnešní rozhodnutí z uvedeného vyplývá, že by se mělo vyčkat, dokud nebudou v ekonomice generovány stabilní a nízké inflační tlaky. To neznamená, že by mělo ve formě jakési inflační vlnky pouze dojít k rychlému přelití nárůstu dovozních cen z titulu zahájení intervencí do spotřebitelských cen, aby byl splněn inflační cíl. Po vyprchání efektu intervencí by pak mohlo dojít k poklesu inflace zpět pod cíl. Mělo by být využito celé toleranční pásmo inflačního cíle o velikosti 1 % až 3 % a kroky měnové politiky by měly vést k persistentnímu, stabilnímu inflačnímu vývoji na hladině 2 % v delším období.

Uzavírá, že souhlasí s měnověpolitickým doporučením ohledně úrokových sazeb a ohledně používání druhého nástroje měnové politiky.

**P. Řežábek:** Nechce opakovat své názory z minulého jednání na vývoj vnějších a vnitřních podmínek, finanční a měnové politiky, zahraničního obchodu a některé detailní pohledy na reálnou ekonomiku.

Dnes považuje za důležité především to, co na otevřeném jednání nazval „quantitative easing“ Ministerstva financí. Dodává, že by nechtěl, aby došlo k podcenění tohoto jevu. Jedná se o relativně velkou částku v eurech, která byla dána k dispozici finančním institucím. Tato částka převyšuje 2 miliardy euro. Zároveň se jedná i o poměrně velkou položku v korunách (kterou Ministerstvo financí dlouhodobě na trhu investuje) – aktuálně se jedná přibližně o 280 miliard korun. Domnívá se, že by bylo vhodné připravit nějaký materiál, který může být stručný a který by popsal, jak se vyvíjí tyto úložky státu z pohledu možného dopadu na měnovou politiku. Poznává, že dochází k větším pohybům a jedná se o téma, které je hodné zřetele.

Domnívá se, že se stále nacházíme v období, které dříve nazval ztracenou evropskou dekádu. Z tohoto pohledu nepovažuje drobné změny ve vývoji ekonomické situace, které nejsou viditelně součástí nějakého trendu, za změny, které by vedly ke změně jeho postoje. Bude proto konzistentní a v souladu s předchozími hlasováními se hlasování zdrží.

**K. Janáček:** Poznává, že druhá situační zpráva hodnotí posuny oproti prognóze z první situační zprávy jednoznačně jako protiinflační. Takový vývoj dle situační zprávy znamená nejen potvrzení oprávněnosti provedeného oslabení kurzu, ale současně signalizuje, že podmínky pro opuštění režimu intervencí by mohly nastat i později než v prvním čtvrtletí roku 2015, respektive, že následné zpřísnění měnové politiky by mohlo být nižší, než odpovídá prognóze. Aktuální prognóza implikuje nárůst tržních sazeb v roce 2015 v rozsahu 0,7 p.b., to znamená při zachování stávající nízké hladiny 0,4 % v roce 2014 posun na 1,1 % v roce 2015. Za předpokladu zachování úrokové prémie na peněžním trhu na stávajících hodnotách to odpovídá trojímu zvýšení sazby 2T repo. V případě potvrzení více protiinflačních charakteristik v dalším vývoji by se dle druhé situační zprávy potřebný rozměr zvýšení měnověpolitických sazeb mohl snížit.

Domnívá se, že rozdíly mezi prognózou z první situační zprávy a novým výhledem na základě identifikace dat z druhé situační zprávy existují, nicméně nejsou natolik významné, aby zakládaly potřebu nějaké úpravy nyní zvoleného režimu a zejména uplatňované komunikace. Na rozdíl od aktuální situační zprávy si není jistý tím, že od první situační zprávy došlo k tak jednoznačnému

posunu k více protiinflačním charakteristikám domácí ekonomiky, zejména při ovlivnění jejího výhledu. Klade si otázku, zda ve zmíněném hodnocení situační zprávy jsou v odpovídající míře respektovány takové faktory jako aktuální souběh akcelerujícího oživení domácí ekonomiky a efektivní eurozóny, faktor časového zpoždění dopadu oživení ekonomiky na trh práce a mzdový vývoj, a zda je náležitě respektována rozdílná délka časového zpoždění u jednotlivých kanálů transmise oslabeného kurzu do cenových okruhů. Je si vědom toho, že podrobnější odpověď na tři zmíněné faktory musí či měla by poskytnout až nová prognóza.

**J. Rusnok:** Poznamenává, že se s aktuální situační zprávou v podstatě ztotožňuje a nevidí v porovnání se svým hodnocením ekonomické situace žádné zásadní odchylky. Měnověpolitické doporučení považuje za adekvátní aktuální situaci a jejímu výhledu. Z hlediska vnějšího okolí uvažuje nejistoty politicko-ekonomické povahy, jako je situace na Ukrajině. Výraznější nejistotu představuje i situace v Číně a možné dopady jejího vývoje v nejbližším období. Podobně jako V. Tomšík považuje za nejistotu i reakci ECB na situaci v eurozóně. Z pohledu domácí ekonomiky jako nejistotu vnímá záležitosti okolo změn daní. Měnověpolitické doporučení považuje za adekvátní, nevidí důvod s ním nesouhlasit a bude pro něj hlasovat.

**L. Lízal:** Poznamenává, že změny ve vnějším prostředí od minulé situační zprávy jdou v Evropě ve směru nižších výhledů sazeb a nižších inflačních tlaků. Evropu nadále vnímá jako lehké protiinflační riziko, které se posouvá v čase. Souhlasí s nejistotou ohledně vývoje na Ukrajině, poznamenává ale, že případné dopady eskalace krize nelze v tuto chvíli rozumně kvantifikovat, takže je nelze zahrnout do úvah.

V domácí ekonomice lze zaznamenat překvapení, která jsou pozitivní, a mezi něž patří ekonomický růst v posledním čtvrtletí roku 2013. Na druhou stranu je toto překvapení spojeno s tím, že přes mnohem vyšší ekonomický růst je inflace nižší, než avizovala poslední prognóza. Z tohoto pohledu vnímá situaci tak, že ekonomika byla výrazně utlumená a mezera výstupu stále přetrvává. Inflační tlaky a mzdy proto mohly být mnohem více utlumené a pravděpodobně vykazovaly deflační tendence. Proto také souhlasí s celkovým vyzněním situační zprávy, která vidí mírná protiinflační rizika. Situační zpráva doporučuje tato protiinflační rizika komunikovat. Domnívá se, že v současnosti je nejistota taková, že by bylo vhodné zůstat u původní komunikace závazku, protože si nejsme jisti, do jaké míry jsme schopni rozklíčovat překvapení v nárůstu fixních investic, ve mzdách a cenách. Vlastnost predikčního modelu je taková, že vzhledem k dlouhodobě utlumenému vývoji prognózy možná naznačují rychlejší návrat k inflačnímu cíli, než je schopnost samotné ekonomiky tak učinit. Souhlasí se stanoviskem poradce v tom, že právě proto, že si nejsme jisti, zda rovnovážný stav v modelu na horizontu prognózy příliš nedeterminuje trajektorii návratu do rovnovážného stavu, by byl komunikačně zdrženlivější do té doby, než bude existovat větší jistota ohledně interpretace reálných dat. Souhlasí s vyzněním situační zprávy i s měnověpolitickým doporučením.

**M. Hampl:** Začíná s několika obecnými poznámkami. Domnívá se, že v aktuální situaci popsané situační zprávou je více zřejmé, než to bylo ve třetím či čtvrtém čtvrtletí minulého roku, že jediné podstatné, co dává ekonomickému příběhu a „kakofonii dat“ nějaký smysl, je to, že ekonomice chybělo, možná delší dobu než bylo zdrávo, další měnové uvolnění. To považuje za důležitý bod, který s odstupem několika měsíců dává ještě větší logiku, než tomu bylo na konci loňského roku.

Rozhodnutí o spuštění intervencí tedy považuje za správné. To se vztahuje i k dnešnímu měnověpolitickému doporučení, se kterým nemá žádný problém.

Při diskuzi o mzdách na otevřené části jednání SMS naznačila, a je vhodné to říci explicitně, že je možné, že na vývoji mezd pozorujeme již prohlubující se deflační spirálu. To je určitě možné vysvětlení překvapivého vývoje mezd, které je logické, má interpretační kázeň a dává smysl i dle principu Occamovy břitvy. Otázka je, zda bude takový vývoj pokračovat. Argumenty proti deflačním tendencím ekonomiky, které byly založené na očekávání inflačních rizik se nepotvrdily.

Dále poznamenává, že nyní trochu přecházíme fakt, jak hodně pozitivně bylo měnovou politikou ovlivněno rozpětí sazeb. Rozpětí sazeb bylo na jednáních v minulosti sledováno a komentováno velmi detailně. Dnes je rozpětí sazeb 3M PRIBOR – 2T REPO, až na jednu jednorázovou odchylku, možná nejnižší od začátku roku 2012. Měnová politika tedy doručuje to, co je při uvolňování měnových podmínek potřeba.

Dále poznamenává, i když jde spíše o reputační věc, že je zajímavé, že poté, co ČNB brala inspiraci pro měnověpolitická rozhodnutí v Izraeli, tak se zdá, že Izrael nyní začíná zvažovat, že by si vzal inspiraci o stropu pro posilování kurzu v České republice.

Uvědomuje si, že strategie exitu bude debatována odděleně, přesto upozorňuje, že exit je stále v debatách nějakým způsobem přítomen. V tomto kontextu poznamenává, že má jistý problém se způsobem, jak je na exit pohlíženo. Exit je chápán jako zdroj nějakého potenciálního šoku či náhlého výkyvu. Kurzový závazek byl proveden teoreticky čistě a prakticky byl proveden tak, jak teorie předpokládala, že by měl proběhnout, tj. posunout během dne a půl kurz na jistou hladinu a na ní ho nadále udržovat. Při správném postupu by i exit měl být sametový. Došlo k posunu kurzu, který se nechá plout, a nic naprosto šokujícího se neděje. Nelze samozřejmě vyloučit nějaká překvapení, žijeme v reálném světě. V zásadě by ale exit měl být do té míry sametový, že nebude představovat zdroj dramatických šoků. Dramatické či dlouhotrvající šoky při exitu by znamenaly, že buď režim byl nastaven špatně, nebo byl exit špatně načasován. Cítí potřebu se zde o exitu zmínit, protože je-li na toto téma dotazován, má pravděpodobně trochu jiný příběh než ostatní členové bankovní rady.

Ke státní pokladně poznamenává, že změnou rozpočtových pravidel se řada prostředků státu uložených u komerčních bank naopak soustředila do ČNB. Navíc největší část odtoků finančních prostředků státu z úložek u ČNB představují především eurové zdroje. Jedná se tedy o zdroje, které mají vztah především k eurové měnové politice. Pokud nějakou část těchto zdrojů inkasuje pobočka v eurech, tak jestliže se tyto prostředky někde sterilizují, tak je to záležitost jiné centrální banky. Existuje jistý mechanismus, jakým by eurové zdroje, které představují největší část z úložek, mohly domácí situaci ovlivnit, ale je méně zjevný, a domnívá se, že shoda panuje nad tím, že investované zdroje jsou v měně, kterou ČNB přímo neovlivní.

**M. Singer:** Vyjadřuje souhlas s názorem M. Hampla na obecnou domácí ekonomickou situaci. Výraznější oživení a nižší inflace i v situaci slabšího kurzu logicky implikuje, že mezera výstupu byla větší, než bylo předpokládáno, což není velké překvapení už z toho důvodu, že se jedná o neměřitelné číslo, které je počítáno na základě zkušeností s minulými daty. Domnívá se, že se v tomto ohledu možná jedná o problém celé evropské ekonomiky nebo minimálně eurozóny. Jeho názor vychází především z toho, co lze pozorovat na vývoji cen průmyslových výrobců a dovozních cen. Je evidentní, i na základě jeho zkušenosti z četných setkání s podnikateli, že část

oslabení byla přenesena na dodavatele, protože oni také nemají jinou možnost pro to, kam dodávat.

Nepřeceňuje pozorované oživení ve stavebnictví, domnívá se, že toto oživení má více společného s počasím než s čímkoliv jiným, a potřeboval by vidět data, která oživení potvrdí. Protiinflační rizika spojená s vývojem v eurozóně vnímá jako signifikantní. Považuje je za signifikantnější o to více, protože se mu zdá, že se ECB posunuje směrem k využití negativních úrokových sazeb, což považuje za nejexperimentálnější nástroj, který má ECB k dispozici. Domnívá se, že tento nástroj nebude příliš fungovat především proto, že všichni vědí, že jeho prostor je výrazně omezený, což je problém u jakéhokoliv nástroje uvolnění měnové politiky. V případě domácí ekonomiky bylo potřeba ke skutečnému uvolnění a přesvědčení prostého ekonomického agenta z ulice, že ceny nebudou dále klesat, použít nikoliv úrokové sazby, ale nástroj, který je teoreticky neomezený. Domnívá se, že nyní již řada ekonomických agentů u nás věří, že je inflační cíl brán vážně, což samozřejmě ekonomiku stabilizuje. U negativních úrokových sazeb se podobný efekt nedostaví. Tento nástroj bude vnímán spíše jako vedlejší úhybný manévr, což ho nenaplnuje žádným potěšením, vnímá to jako velké riziko.

Dále existují geopolitická rizika, která nepodceňuje, protože se domnívá, že se události mohou vyvinout velmi špatným směrem, což by mělo negativní dopad na domácí ekonomické oživení. Není si ale jistý, jaký by byl dopad z pohledu inflačních rizik. Naivní odečet rizik se skládá z nižších cenových tlaků na potravinách kvůli vývozům do Ruska, z cenových tlaků směrem nahoru na dovážených surovinách a samozřejmě ze zápornější mezery výstupu, která by ale cenové tlaky tlumila v celé ekonomice.

K exitu poznamenává, že si váží jasného myšlení poradce ve stanovisku na téma očekávání a stanovování dolních hranic pro kurz. Stanovení dolní hranice svým způsobem vytváří pocit, že ČNB očekává, že kurz bude posilovat, což se v době exitu stát nemusí. Doplnuje, že z právě uvedeného je asi jasné, že připouští možnost podstatnějšího odkladu exitu. ČNB by ovšem nebyla první centrální bankou, které by se toto přihodilo. Švýcarská centrální banka také odhadovala délku období intervencí na rok a půl, ale Švýcarsko se nachází v režimu bezinflačních rizik s rostoucí ekonomikou již několikátý rok a nic se v zásadě neděje, pouze se nedostavuje inflace, což indikuje stálou přítomnost negativní mezery výstupu. To je věc, která se může přihodit i v domácí ekonomice. Za důležité ale v komunikaci považuje to, co bylo řečeno na minulém jednání jím a P. Řežábkem, že komunikace ve smyslu ochoty zasáhnout při přílišném posilování kurzu po exitu posiluje ochotu podniků investovat nyní. Taková komunikace omezuje spekulace na to, že investice bude možné realizovat v lednu příštího roku za výhodnější kurz. Komunikaci v tomto smyslu považuje nyní za vhodnou, i když připouští, že se na takové komunikaci nemusí nyní bankovní rada shodnout. Přesto se domnívá, že je třeba takovou komunikaci v tomto pololetí stanovit. Nebo musí existovat jistota, že se exit posouvá dramaticky směrem dopředu. Jedná se o poslední bod zvratu očekávání agentů v ekonomice, který by měla ČNB mít ambice ovlivnit. Měnověpolitické i komunikační doporučení sekce považuje za přiměřené.

**V. Tomšík:** Vyjadřuje souhlas s existencemi nejistot. I když byla již před šesti týdny identifikována rizika právě na trhu práce a v ekonomickém vývoji v eurozóně, která se materializují, tak se objevily i nové nejistoty. Dodává, že při objevení se a nárůstu nových nejistot je nejlepším přístupem zachovat status quo. To nicméně kontrastuje s tím, a dnes i na minulých jednáních to již zaznělo, že bankovní rada nedoručovala adekvátní měnovou politiku, což

ekonomické údaje jednoznačně potvrzují, ale bohužel toto chybějící uvolnění nelze dohnat. Snaha dohnat chybějící uvolnění by byla kontraproduktivní.

Byl by rád, kdyby budoucí vývoj jak na finančním trhu, tak na devizovém trhu bylo možné popsat podle ekonomických modelů, a myslí si, že to do určité míry i je možné. Na druhou stranu v ekonomii existuje očekávání. Vyjadřuje obavu, že i když modely budou fungovat, tak mohou jinak nastavená očekávání účastníků trhu jít proti modelovým výhledům. Podporuje usměrňování očekávání ve správném směru, a proto podporuje navrženou komunikaci i zdůrazňování probublávání přes všechny nominální rigidity, dále používat „managed float“ v případě nadměrné volatility kurzu atd.

**K. Janáček:** Vyjadřuje souhlas, i s ohledem na nejistotu termínu exitu, s aktivní komunikací, a to nejpozději na konci druhého čtvrtletí. Je třeba v komunikaci zdůrazňovat, že se nacházíme, a v době exitu stále budeme nacházet, v režimu „managed float“. K potenciálnímu využití záporných úrokových sazeb ECB doplňuje, že příklad Dánska ukázal, že tento přístup nefunguje. V reakci na diskuzi o diskrepanci mezi překvapivým poklesem nominálních mezd a překvapivým oživením spotřeby domácností doplňuje, že to je plně v souladu s hypotézou permanentní spotřeby, protože domácnosti za minulé dva roky naakumulovaly dostatečné prostředky jak ve formě úspor, tak ve formě jiných aktiv, že mohou z těchto zdrojů odloženou spotřebu částečně financovat. Doporučuje, aby se SMS v příští situační zprávě zabývala tím, zda existují statistické údaje, které by ověřily hypotézu možného poklesu míry úspor domácností zpět na nějakou střednědobou až dlouhodobější úroveň.

**P. Řežábek:** Vyjadřuje přesvědčení, že záporné sazby uvažované ECB nemohou přinést do ekonomiky příliš velký efekt. Je možné, že jde spíše o uvolnění nákladových zdrojů pro fiskální politiku či pro centrální banky. Tyto zdroje jsou spíše třeba na řešení problémů ve finančním sektoru v rámci Evropy, což, i na základě diskuzí s kolegy v Evropě, považuje za ještě důležitější než řešení problémů měnové politiky.

**J. Rusnok:** K diskuzi o komunikaci a exitu dodává, že je důležité zdůrazňovat, že cílem měnové politiky zůstává stále totéž, to znamená nastavení měnových podmínek tak, aby inflace dosáhla cíle, případně se nacházela ve vytyčeném tolerančním pásmu. Prostředkem k dosažení tohoto cíle je mimo jiné výrazně i kurzový závazek. Možná by začal ustupovat z explicitně vyjádřeného termínu exitu v prvním čtvrtletí 2015. Pro tento termín samozřejmě byly logické důvody, které chápe. Za vhodné považuje zahájit komunikační ústup již nyní, nemá smysl čekat do dalšího čtvrtletí. Domnívá se, že do příštího čtvrtletí nedojde k výrazné změně například ve velikosti mezery výstupu. Technicky vzato by z dnešního pohledu byla vhodná ještě vyšší hladina kurzu, ale z logických důvodů ke změně kurzové hladiny nedojde. Proto by ale v komunikaci relativizoval explicitní datum exitu v prvním čtvrtletí 2015.

**M. Singer:** Vzhledem ke stále přítomnosti exitu v komunikaci zdůrazňuje, že existuje substituce mezi debatou o držení kurzu po exitu (managed float) a odkládáním termínu exitu. Domnívá se, že je vhodná uměřená komunikace zdůrazňující, že jak závazek kurzu, tak závazek termínu jeho ukončení je jednostranný. Pokud nás data budou dál přesvědčovat o tom, co nyní naznačují, a pokud se nenaplní nějaká proinflační geostrategická rizika, tak možná zjistíme v prvním pololetí,

že místo komunikování exitu bude komunikováno, že období zajišťování přes centrální banku bude poněkud delší, než nyní všichni očekávají.

### **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, Jiří Rusnok a Pavel Řežábek. 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, Mojmír Hampl, Vladimír Tomšík, Lubomír Lízal a Jiří Rusnok. Dva členové bankovní rady se hlasování zdrželi: Kamil Janáček a Pavel Řežábek.

Zapsal: Michal Franta, poradce bankovní rady